

# CTCP Sữa Việt Nam (VNM)

# PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG

**Đặng Văn Pháp**

Chuyên viên cao cấp

## Cập nhật Quý 2/2014

### Thực phẩm & Đồ uống

**Giá mục tiêu 118.000**

**Giá hiện tại 114.000**

**TL tăng 3,5%**

**Lợi suất cổ tức 3,2%**

**Tổng lợi nhuận 6,7%**

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	5.295 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	1,3 triệu
Số hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%

SL cổ phiếu lưu hành	1.000,1 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	1.000,1 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	121.188
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	98.540

#### Cơ cấu cổ đông

SCIC (Nhà nước)	45,08%
F&N Dairy Investments	9,53%
Khác	45,39%

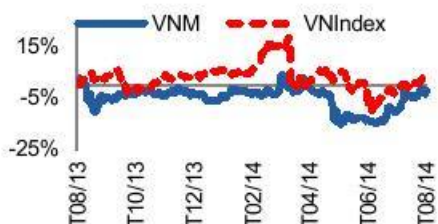
#### Thuộc danh mục

Chỉ số VN ALL, VNI, VN30

#### Mô tả công ty

Vinamilk (HSX: VNM) là công ty sữa lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 39% thị phần. Với hơn 30 hoạt động tại Việt Nam, VNM đã thành công trong việc xây dựng nhãn hàng cho danh mục sản phẩm, bao gồm sữa bột, sữa nước, sữa chua, sữa đặc có đường và nước ép trái cây. Các sản phẩm của VNM được sản xuất và phân phối trên toàn quốc. Công ty được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HSX), ngày giao dịch đầu tiên là ngày 19/01/2006.

#### Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu VNM so với chỉ số VNI



## Sức ép cạnh tranh tiếp tục gia tăng

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% giá mục tiêu (đã điều chỉnh cho đợt phát hành cổ phiếu thường) xuống 118.000 đồng/cổ phiếu do tăng trưởng doanh thu và biên LNST thấp hơn so với dự kiến. Bên cạnh đó, chúng tôi hạ tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của doanh thu trong giai đoạn năm 2013-2018 từ 16% xuống 13%, vì chúng tôi ít lạc quan hơn về khả năng gia tăng thị phần của VNM so với báo cáo cập nhật gần đây nhất của chúng tôi về VNM. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng chi phí bán hàng để phản ánh việc VNM đẩy mạnh hoạt động quảng cáo-khuyến mại mà chúng tôi nghĩ là sẽ còn kéo dài. Trong năm 2014, chúng tôi dự báo LNST sẽ giảm 5% so với năm 2013, đồng thời sẽ có mức tăng trưởng CAGR là 10% trong giai đoạn 2013-2018. Trong ngắn hạn, biến động giá của nguyên liệu đầu vào là yếu tố rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% giá mục tiêu (đã điều chỉnh cho đợt phát hành cổ phiếu thường) xuống 118.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi hạ tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của doanh thu từ 16% xuống 13%, vì chúng tôi ít lạc quan hơn về khả năng gia tăng thị phần của VNM (xem chi tiết tại mục **Điều chỉnh Dự báo KQLN**). Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu từ mức trung bình 10% lên 12% để phản ánh việc VNM đẩy mạnh hoạt động quảng cáo-khuyến mại, mà chúng tôi nghĩ là sẽ còn kéo dài trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt hiện nay. Đồng thời, chúng tôi tin rằng việc cải thiện lợi nhuận gộp nhờ vào việc mở rộng trang trại bò sữa sẽ chưa xảy ra trong giai đoạn dự báo, vì các trang trại mới thường phải mất 5-6 năm để đạt được tình trạng hoạt động ổn định.

**Trong nửa đầu năm 2014, LNST giảm 12% so với cùng kỳ năm 2013 mặc dù doanh thu tăng 15% do biên lợi nhuận gộp giảm và chi phí quản lý và bán hàng tăng.** Nếu không tính doanh thu được hợp nhất từ Driftwood Dairy (đóng góp lợi nhuận không đáng kể), doanh thu tăng xấp xỉ 7,6% so với mức tăng 14,4% trong nửa đầu năm 2013. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 37,8% xuống 33,9% và tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng từ 9,8% lên 11,7% là hai nguyên nhân khiến LNST giảm, bên cạnh đó, tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp thực tế cũng tăng từ 18% lên 20%. Chúng tôi ước tính chi phí trung bình sữa bột tách béo (SMP)/sữa bột nguyên kem (WMP) trong 6 tháng đầu năm 2014 cao hơn 40% so với cùng kỳ năm 2013.

**Chúng tôi dự báo LNST năm 2014 sẽ giảm 5%.** Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp không bao gồm Driftwood sẽ tăng 0,8%, do hai yếu tố 1) biên lợi nhuận gộp cải thiện 2,5% nhờ giá SMP/WMP giảm mạnh lần lượt 32% và 46% kể từ mức đỉnh hồi tháng hai vừa qua, tuy nhiên 2) việc áp trần giá bán buôn đối với sữa bột cho trẻ em dưới sáu tuổi đã khiến biên lợi nhuận gộp giảm 1,7%. Trong khi đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ tăng từ 11,7% trong sáu tháng đầu năm nay lên 12,5% trong sáu tháng cuối năm, đây là xu hướng chung của VNM trong các năm qua. Chúng tôi cho rằng doanh thu nửa cuối năm 2014 sẽ có tăng trưởng tốt hơn một chút so với nửa đầu năm với tỷ lệ tăng 15,1%.

**Biến động giá của nguyên liệu đầu vào là yếu tố rủi ro chính trong ngắn hạn đối với dự báo của chúng tôi.** Chúng tôi giả định rằng giá SMP trung bình sẽ là 3.500 USD/tấn trong nửa cuối năm 2014, và sẽ tăng lên 3.800 USD/tấn kể từ năm 2015, so với mức giá 3.200 USD/tấn vào ngày 05/08 vừa qua. Chúng tôi đưa ra giả định này vì chúng tôi tin rằng mức giá nguyên liệu đầu vào hiện tại (3.200 USD/tấn đối với SMP) sẽ không bền vững trong dài hạn.

Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	21,627	26,562	30,949	35,559	40,058
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	4,218	5,819	6,534	6,199	6,756
Biên LN từ HĐ	20.0%	23.4%	23.6%	20.0%	19.7%
Biên LN ròng sau thuế	19.5%	21.9%	21.1%	17.4%	16.9%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	4,218	5,819	6,533	6,198	6,754
Tăng trưởng EPS (%)	16.6%	38.0%	12.3%	-5.1%	9.0%
Cổ tức/cổ phiếu (VNĐ)	2,000	3,800	4,800	3,700	4,000
Lợi suất cổ tức (%)	1.8%	3.3%	4.2%	3.2%	3.5%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	5.3	4.3	3.7	3.2	2.9
EV / EBITDA	21.4	15.5	13.1	13.4	12.1
Giá CP / Dòng tiền, theo giá TT	39.9	20.3	18.6	15.4	15.0
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	66.7	28.5	14.8	24.1	19.1
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	27.3	19.8	17.6	18.6	17.0
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	9.2	7.4	6.5	5.7	5.1
ROA (%)	32.0%	33.0%	30.7%	25.8%	25.1%
ROE (%)	41.3%	41.6%	39.5%	33.0%	31.6%
Nợ/CSH (%)	0.0%	0.0%	2.1%	1.8%	1.6%



## Báo cáo tài chính

Triệu USD	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Triệu USD	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>KQLN</b>						<b>Bảng CĐKT</b>					
Doanh thu thuần	26.562	30.949	35.559	40.058	45.213	Tiền và tương đương	1.252	2.746	3.634	4.427	5.783
- Giá vốn hàng bán	-17.485	-19.766	-23.367	-26.401	-29.763	Đầu tư TC ngắn hạn	3.909	4.167	4.317	5.467	6.617
Lợi nhuận gộp	9.077	11.183	12.192	13.657	15.450	Các khoản phải thu	1.266	1.895	1.461	1.646	1.858
- Chi phí bán hàng	-2.346	-3.276	-4.324	-4.893	-5.517	Hàng tồn kho	3.473	3.217	3.201	3.617	4.077
- Chi phí quản lí DN	-525	-611	-763	-859	-971	TS ngắn hạn	1.210	993	993	993	993
LN thuần HDKD	6.206	7.295	7.105	7.905	8.962	Tổng TS ngắn hạn	11.111	13.019	13.607	16.150	19.328
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	66	0	0	0	0	TS dài hạn (gộp)	10.417	12.552	15.282	16.935	18.588
- Lợi nhuận khác	661	715	663	778	945	- Khấu hao lũy kế	-2.289	-3.484	-4.342	-5.228	-6.212
EBIT	6.933	8.010	7.769	8.683	9.907	TS dài hạn (ròng)	8.127	9.068	10.940	11.707	12.376
- Chi phí lãi vay	-3	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	66	34	35	36	36
Lợi nhuận trước thuế	6.930	8.010	7.769	8.683	9.907	TS dài hạn khác	394	755	773	793	815
- Thuế TNDN	-1.110	-1.476	-1.554	-1.910	-1.981	Tổng TS dài hạn	8.587	9.856	11.748	12.535	13.227
LNST	5.819	6.534	6.215	6.773	7.926	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>19.698</b>	<b>22.875</b>	<b>25.355</b>	<b>28.685</b>	<b>32.555</b>
- Lợi ích CDTS	0	0	-16	-17	-20	Phải trả ngắn hạn	2.248	1.968	2.561	2.893	3.262
LNST cổ đông CT Mẹ	<b>5.819</b>	<b>6.534</b>	<b>6.199</b>	<b>6.756</b>	<b>7.906</b>	Nợ ngắn hạn	0	179	179	179	179
					10.89	Phải trả ngắn hạn khác	1.897	2.809	2.201	2.480	2.799
EBITDA	7.457	8.782	8.626	9.570	1	Nợ ngắn hạn	4.145	4.956	4.941	5.552	6.240
SL CP lưu hành (triệu)	834	834	1.000	1.000	1.000	Vay và nợ dài hạn	0	184	184	184	184
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	834	834	1.000	1.000	1.000	Phải trả dài hạn khác	60	167	167	167	167
EPS	5.819	6.533	6.199	6.755	7.905	Tổng nợ dài hạn	60	351	351	351	351
EPS pha loãng hoàn toàn	5.819	6.533	6.199	6.755	7.905	<b>Tổng nợ</b>	<b>4.205</b>	<b>5.307</b>	<b>5.292</b>	<b>5.903</b>	<b>6.590</b>
<b>Tăng trưởng</b>						Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	22,8%	16,5%	14,9%	12,7%	12,9%	Thặng dư	1.277	1.277	1.277	1.277	1.277
Tăng trưởng LN HDKD	43,8%	17,6%	-2,6%	11,3%	13,4%	Vốn cổ phần	8.340	8.339	10.006	10.006	10.006
Tăng trưởng EBIT	38,8%	15,5%	-3,0%	11,8%	14,1%	Lợi nhuận giữ lại	5.877	7.952	8.765	11.468	14.630
Tăng trưởng EPS	38,0%	12,3%	-5,1%	9,0%	17,0%	Lợi ích CDTS	0	0	16	32	52
<b>Khả năng sinh lợi</b>						<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.493</b>	<b>17.568</b>	<b>20.064</b>	<b>22.783</b>	<b>25.965</b>
Biên LN gộp %	34,2%	36,1%	34,3%	34,1%	34,2%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>19.698</b>	<b>22.875</b>	<b>25.355</b>	<b>28.685</b>	<b>32.555</b>
Biên LN từ HD %	23,4%	23,6%	20,0%	19,7%	19,8%	<b>Dòng tiền</b>					
EBIT %	26,1%	25,9%	21,8%	21,7%	21,9%	Tiền đầu năm	3.157	1.252	2.746	3.619	4.394
EBITDA %	28,1%	28,4%	24,3%	23,9%	24,1%	Lợi nhuận sau thuế	5.819	6.534	6.199	6.754	7.903
Biên LN ròng %	21,9%	21,1%	17,4%	16,9%	17,5%	Khấu hao	535	786	857	887	984
ROE %	41,6%	39,5%	33,0%	31,6%	41,6%	Thay đổi vốn lưu động	-201	-102	450	27	35
ROA %	33,0%	30,7%	25,8%	25,1%	33,0%	Điều chỉnh khác	-487	-1.036	0	0	0
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>						<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>5.667</b>	<b>6.182</b>	<b>7.506</b>	<b>7.670</b>	<b>8.924</b>
Số ngày tồn kho	70,4	61,8	50,1	47,1	47,2	Chi mua sắm TSCĐ	-3.117	-1.491	-2.730	-1.653	-1.653
Số ngày phải thu	16,5	18,6	17,2	14,2	14,1	Đầu tư	-2.229	-30	-169	-1.171	-1.173
Số ngày phải trả	42,6	38,9	35,4	37,7	37,7	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-5.346</b>	<b>-1.520</b>	<b>-2.899</b>	<b>-2.824</b>	<b>-2.825</b>
TG luân chuyển tiền	44,4	41,5	32,0	23,6	23,6	Cổ tức đã trả	-2.223	-3.167	-3.719	-4.053	-4.742
<b>Thanh khoản</b>						Tăng (giảm) vốn	-2				
CS thanh toán hiện hành	2,7	2,6	2,8	2,9	3,1	Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	0	363	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,8	2,0	2,1	2,3	2,4	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-2.225</b>	<b>-3.168</b>	<b>-3.720</b>	<b>-4.053</b>	<b>-4.743</b>
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,7	0,8	0,9	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.904	1.494	888	793	1.355
Nợ/Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.252</b>	<b>2.746</b>	<b>3.634</b>	<b>4.427</b>	<b>5.783</b>
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Nợ/Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
Khả năng thanh toán lãi vay	2.225,7	NA	NA	NA	NA						

Nguồn: Báo cáo tài chính của VNM, Dự báo của VCSC

## Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của VNM)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của VNM	Dự báo của VCSC
Doanh thu	7.678	9.232	N/A	N/A	16.910	36.928	35.559
LN gộp	2.565	3.165	N/A	N/A	5.730		
Biên LN gộp (%)	33,4%	34,3%	N/A	N/A	33,9%		
LN từ hoạt động	1.573	1.804	N/A	N/A	3.376		
Biên LN từ hoạt động (%)	20,5%	19,5%	N/A	N/A	20,0%		
LN ròng sau thuế	1.387	1.575	N/A	N/A	2.963	5.993	6.199
Biên LN ròng sau thuế (%)	18,1%	17,1%	N/A	N/A	17,5%		
<b>2013</b>							
Doanh thu	6.676	8.070	8.028	8.174	30.949		
LN gộp	2.456	3.122	2.935	2.669	11.183		
Biên LN gộp (%)	36,8%	38,7%	36,6%	32,7%	36,1%		
LN từ hoạt động	1.749	2.084	1.908	1.554	7.295		
Biên LN từ hoạt động (%)	26,2%	25,8%	23,8%	19,0%	23,6%		
LN ròng sau thuế	1.531	1.843	1.690	1.470	6.534		
Biên LN ròng sau thuế (%)	22,9%	22,8%	21,1%	18,0%	21,1%		
<b>2012</b>							
Doanh thu	5.876	7.011	6.619	7.055	26.562		
LN gộp	1.800	2.422	2.342	2.514	9.077		
Biên LN gộp (%)	30,6%	34,5%	35,4%	35,6%	34,2%		
LN từ hoạt động	1.268	1.662	1.600	1.676	6.206		
Biên LN từ hoạt động (%)	21,6%	23,7%	24,2%	23,8%	23,4%		
LN ròng sau thuế	1.270	1.506	1.395	1.648	5.819		
Biên LN ròng sau thuế (%)	21,6%	21,5%	21,1%	23,4%	21,9%		
<b>2011</b>							
Doanh thu	4.535	5.420	5.697	5.975	21.627		
LN gộp	1.509	1.702	1.673	1.704	6.588		
Biên LN gộp (%)	33,3%	31,4%	29,4%	28,5%	30,5%		
LN từ hoạt động	1.078	1.169	1.049	1.021	4.317		
Biên LN từ hoạt động (%)	23,8%	21,6%	18,4%	17,1%	20,0%		
LN ròng sau thuế	1.006	1.107	1.062	1.042	4.218		
Biên LN ròng sau thuế (%)	22,2%	20,4%	18,7%	17,4%	19,5%		

## Tổng quan Dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra

	Thực tế năm 2013	Dự báo cũ của VCSC cho 2014	Dự báo mới của VCSC cho 2014	YoY % (so với Dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	30.949	35.953	35.559	14,9%	
Trong nước	26.535	30.833	29.241	10,2%	Sức tiêu thụ yếu khiến tỷ lệ tăng trưởng giảm
Xuất khẩu	4.414	5.120	4.193	-5,0%	Bị ảnh hưởng bởi tình hình xung đột ở Iraq
Driftwood	0	0	2.125	NA	Năm đầu tiên hợp nhất với VNM
Lợi nhuận gộp	11.183	12.188	12.192		
Trong nước	10.221	11.266	10.928		
Xuất khẩu	962	922	839		
Driftwood	0	0	425		
Chi phí bán hàng & marketing	-3.276	-3.842	-4.324		Sức ép cạnh tranh khiến chi phí bán hàng tăng
Chi phí quản lý DN	-611	-672	-763		Duy trì ở mức khoảng 2% doanh thu
LN từ hoạt động	7.295	7.674	7.105		
LN ngoài hoạt động	715	779	663		
LN trước thuế và lãi vay (EBIT)	8.010	8.453	7.768		
Chi phí lãi vay	0	0	0		
LN trước thuế	8.010	8.453	7.768		
LNST	6.534	6.932	6.214		
LNST (sau lợi ích CĐTS)	6.534	6.932	6.199		
EBITDA	8.782	9.236	8.625		
<i>Biến LN gộp %</i>					
Trong nước %	38,5%	36,5%	37,3%		Giá nguyên liệu giảm mạnh hỗ trợ biên LN gộp nửa cuối năm 2014
Xuất khẩu %	21,7%	18,0%	20,0%		Giá nguyên liệu giảm mạnh hỗ trợ biên LN gộp nửa cuối năm 2014
Driftwood %	NA	NA	20,0%		Ước tính
Chi phí bán hàng & marketing /doanh thu (%)	10,6%	10,7%	12,2%		
Chi phí quản lý DN/ doanh thu (%)	2,0%	1,9%	2,1%		
Biên LN từ HĐ %	23,6%	21,3%	20,0%		
Biên EBIT %	25,9%	23,5%	21,8%		
Biên EBITDA %	28,4%	25,7%	24,3%		
Biên LNST (sau lợi ích CĐTS) %	21,1%	19,3%	17,4%		
Thuế thu nhập DN %	18,0%	18,0%	20,0%		Một số nhà máy không còn được miễn thuế



## Sơ lược về công ty

### Lĩnh vực kinh doanh

### Doanh thu

### Lợi nhuận ròng

USD/VND = 21.200

Sản xuất các sản phẩm từ sữa và nước giải khát

1,4 tỷ USD, thị phần sữa ước đạt 39% (2013)

308 triệu USD, tương đương 6.534 tỷ đồng (2013)

### Yếu tố doanh thu chính

### Yếu tố chi phí chính

### Yếu tố rủi ro chính

### Các khách hàng chính

### Lãnh đạo

### Địa chỉ

### Website

### Email

### Điện thoại

Các sản phẩm từ sữa (sữa đặc có đường, sữa nước, sữa bột, sữa chua)

Sữa bột tách béo (70%), sữa tươi, sữa bột nguyên kem

Giá sữa tươi và sữa bột tách béo biến động

Người tiêu dùng

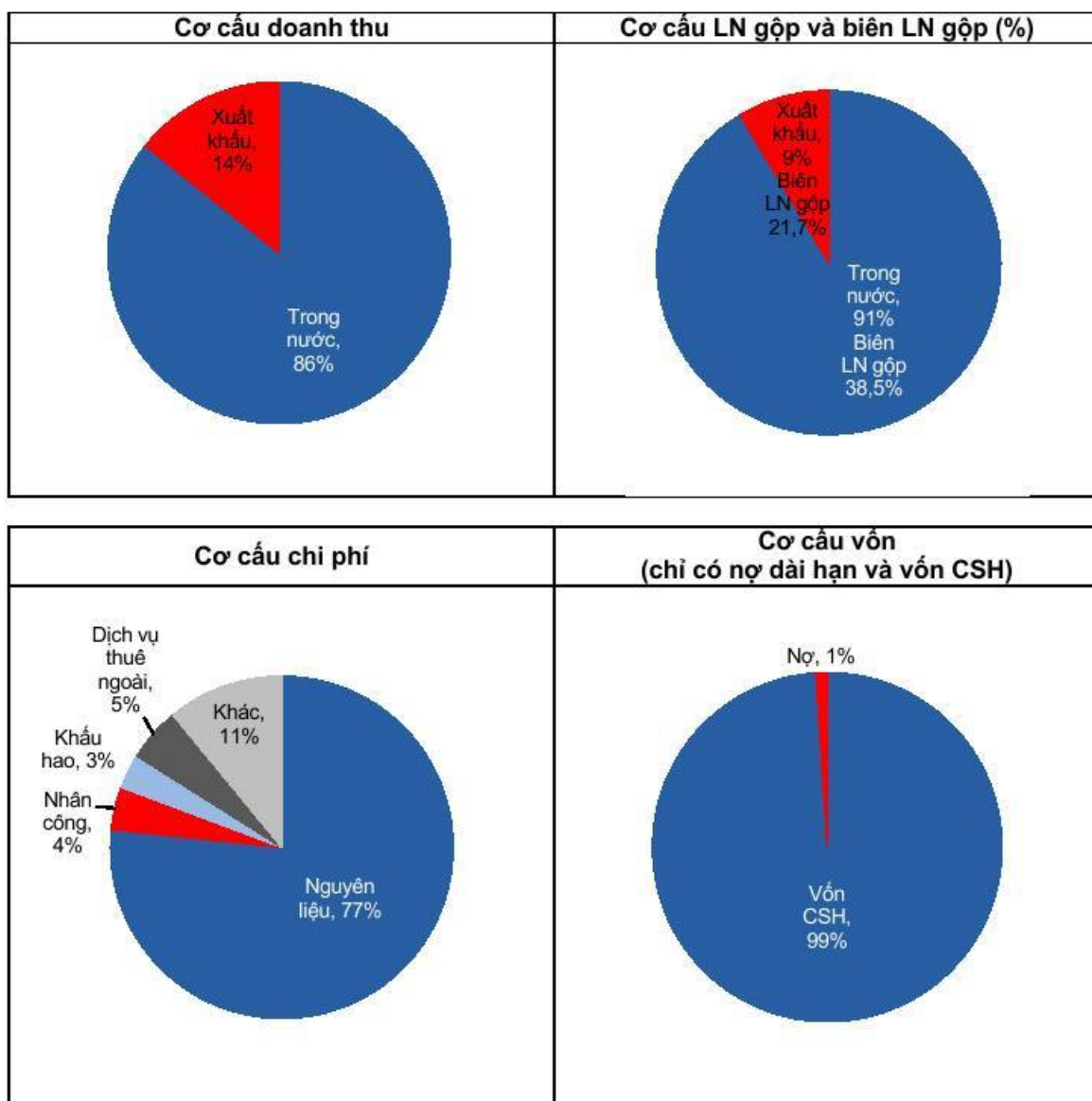
Bà Mai Kiều Liên (Chủ tịch HĐQT & TGĐ)

10 Tân Trào, P. Tân Phú, Q. 7, TP. HCM

www.vinamilk.com.vn

vinamilk@vinamilk.com.vn

(+84) 8 5415 5555



Nguồn: Số liệu tài chính của VNM (2013), ước tính VCSC

## Nội dung cập nhật

- Luận điểm đầu tư dành cho VNM
- Điều chỉnh giảm Dự báo KQLN trong giai đoạn 2014-2018
- Câu chuyện dài hạn: tăng cường khả năng tự cung cấp nguyên liệu
- Tổng quan kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2014
- Dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra: doanh thu tăng 15% và LNST giảm 5%
- Định giá: 118.000 đồng/cổ phiếu
- Rủi ro chính đối với Dự báo KQLN mà VCSC đưa ra: biến động của giá SMP

## Luận điểm đầu tư dành cho VNM

Chúng tôi điều chỉnh giảm 10% giá mục tiêu (đã điều chỉnh cho đợt phát hành cổ phiếu thường) xuống 118.000 đồng/cổ phiếu do tăng trưởng doanh thu và biên LNST thấp hơn so với dự kiến. Bên cạnh đó, chúng tôi hạ tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của doanh thu trong giai đoạn 2013-2018 từ 16% xuống 13%, vì chúng tôi ít lạc quan hơn về khả năng gia tăng thị phần của VNM so với báo cáo cập nhật gần đây nhất. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng chi phí bán hàng để phản ánh việc VNM đẩy mạnh hoạt động quảng cáo-khuyến mại mà chúng tôi tin là sẽ còn kéo dài. Trong năm 2014, chúng tôi dự báo LNST sẽ giảm 5% so với năm 2013, và LNST sẽ tăng ở mức CAGR là 10% trong giai đoạn 2013-2018.

Tuy chúng tôi hạ mức dự báo và cho rằng cổ phiếu VNM đã ở mức định giá hợp lý, chúng tôi vẫn tin rằng VNM sẽ giữ được vị thế vượt trội trong một thị trường mà việc tự cung tự cấp đang trở nên ngày càng quan trọng. Các kế hoạch tăng trưởng được xem xét cẩn trọng, có tính thực tế, và theo chiều hướng nhằm giảm bớt sự ảnh hưởng của các tác động bên ngoài lên công ty. Trong giai đoạn 2014-2018, LNST được dự báo tăng trưởng ở mức CAGR là 14% (tăng 9% trong năm 2015), cùng với lợi suất cổ tức khoảng 3%. Điều này cho thấy việc tích lũy cổ phiếu khi giá giảm có thể là một chiến lược phù hợp cho các nhà đầu tư trung và dài hạn.

Trong ngắn hạn, biến động giá của nguyên liệu đầu vào là yếu tố rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi.

## Điều chỉnh giảm Dự báo KQLN trong giai đoạn 2014-2018

Với những sự kiện gần đây trong ngành sữa, chúng tôi quyết định hạ dự báo dành cho VNM trong giai đoạn năm 2014-2018, cụ thể như sau:

Hình 1: Tóm tắt việc điều chỉnh giảm Dự báo trong giai đoạn 2014-2018

	Dự báo cũ	Dự báo mới
CAGR của doanh thu trong giai đoạn 2013-2018	15,6%	13,1%
Biên LN gộp trung bình trong giai đoạn 2014-2018	34,5%	34,2%
Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu trong giai đoạn 2014-2018	9,9%	12,2%
CAGR của LNST trong giai đoạn 2013-2018	14,7%	9,7%

Nguồn: VCSC

## Chúng tôi ít lạc quan hơn về khả năng gia tăng thị phần của VNM

- **Mặt hàng sữa bột:** chúng tôi tin rằng việc áp trần giá sữa (qua đó khiến giá bán buôn đối với sữa bột cho trẻ em do các công ty sữa lớn sản xuất, trong đó có VNM, giảm 15-20%) đã làm giá của các sản phẩm sữa ngoại trở nên vừa túi tiền hơn đối với người tiêu dùng. Người tiêu dùng Việt Nam luôn có xu hướng ưa chuộng sữa ngoại vì họ cho rằng sữa ngoại có chất lượng tốt hơn. VNM đã luôn nỗ lực chứng minh cho người tiêu dùng thấy rằng chất lượng sữa bột của VNM là ngang bằng với sữa ngoại. Tuy nhiên, với việc chất lượng sữa là một trong những tiêu chí chính mà các cơ quan

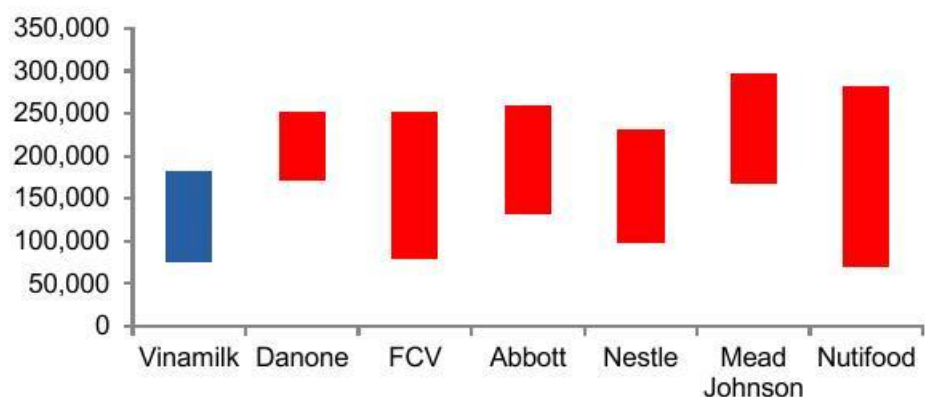


chức năng xem xét để quyết định mức trần giá bán buôn cho các mặt hàng sữa, việc giá bán buôn của VNM cũng có mức giảm tương đương với các nhãn hàng ngoại (mặc dù trước đó giá bán cũng đã thấp hơn khoảng 20-30%) là điều không có lợi cho VNM trong trường hợp này.

Đối với cạnh tranh từ các công ty nội địa, chúng tôi nhận thấy mặt hàng sữa bột pha sẵn của Nutifood đang trở nên phổ biến hơn nhờ tính tiện lợi cũng như giá cả cạnh tranh. Chúng tôi cũng được biết rằng Nutifood đang có kế hoạch xây dựng một nhà máy sản xuất sữa bột mới trong thời gian tới.

**Mặc dù những lý do trên, chúng tôi vẫn cho rằng VNM sẽ tăng trưởng nhanh hơn trung bình ngành về khối lượng**, do VNM thống lĩnh thị trường sữa tại khu vực nông thôn nhờ có giá thành thấp và số lượng điểm bán hàng rất lớn. Khu vực nông thôn hiện đang có mức tăng trưởng cao hơn so với khu vực thành thị. Để làm rõ hơn lợi thế về kênh phân phối của VNM, theo công ty nghiên cứu thị trường Kantar World Panel, Vinamilk là nhãn hàng phổ biến nhất trong lĩnh vực đồ uống tại nông thôn trong năm 2013, với Consumer Reach Points (CRP, tức số lần người tiêu dùng mua sản phẩm của một thương hiệu) đạt 90 triệu CRP, tiếp theo đó là nhãn hàng sữa Cô Gái Hà Lan với 59,7 triệu CRP. Ngoài ra, không có nhãn hàng sữa nào khác lọt vào danh sách 10 nhãn hàng bán chạy nhất do Kantar World Panel cung cấp.

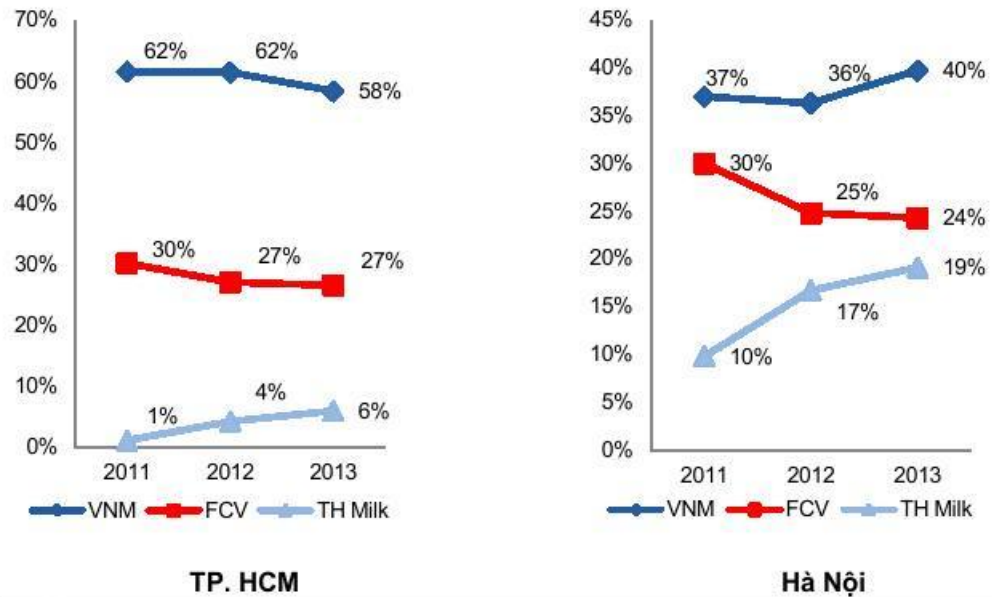
Hình 2: So sánh giá bán lẻ sữa bột trẻ em của các công ty lớn (đối với hộp 400g)



Nguồn: Bộ Tài chính và VCSC

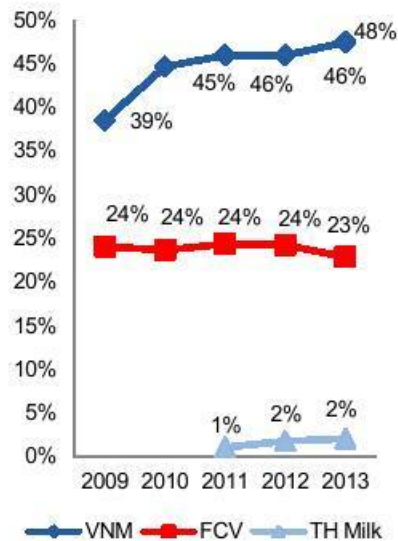
- Mặt hàng sữa nước:** chúng tôi vẫn tin rằng VNM sẽ tiếp tục mở rộng thị phần từ mức hiện tại là khoảng 48%, do VNM là thương hiệu được nhiều người biết đến, với kênh phân phối lớn nhất (224.000 điểm bán hàng) và có nguồn cung cấp sữa tươi lớn nhất trong cả nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ gia tăng thị phần của VNM sẽ chậm hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi. Sức ép cạnh tranh ngày càng tăng với việc TH Milk lên kế hoạch tăng cường mở rộng thị phần tại miền Nam, Nutifood cần nhắc sản xuất sữa nước trong năm 2016 với nguồn nguyên liệu sữa do các trang trại bò sữa của CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HSX: HAG) cung cấp, còn nhãn hàng Cô Gái Hà Lan vẫn luôn là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của VNM từ trước đến nay. Các công ty sữa khác với quy mô nhỏ hơn bao gồm Mộc Châu Milk và IDP cũng đang lên kế hoạch tăng công suất trong thời gian tới.

Hình 3: Thị phần tính theo sản lượng của các công ty sữa lớn trong phân khúc sữa nước tại TP. HCM và Hà Nội



Nguồn: Công ty nghiên cứu thị trường AC Nielsen

Hình 4: Thị phần sữa nước của các công ty sữa lớn trên phạm vi cả nước



Nguồn: Công ty nghiên cứu thị trường Euromonitor & VCSC

- Mặt hàng sữa đặc có đường & sữa chua:** Vì VNM thống lĩnh thị phần trong các phân khúc sản phẩm này, cụ thể 88% thị phần sữa đặc và 71% thị phần sữa chua (91% thị phần sữa chua ăn bằng thìa), chúng tôi cho rằng VNM sẽ có tốc độ tăng trưởng tương đương với trung bình ngành trong hai mặt hàng này. Nói đến cạnh tranh, chúng tôi nhận thấy rủi ro lớn hơn trong mặt hàng sữa chua với việc Cô Gái Hà Lan tung ra sản phẩm sữa chua thanh trùng mới vào tháng năm vừa qua và nhãn hàng cao cấp Love'In Farm của IDP đang có đà tăng trưởng tốt.



Hình 5: Tóm tắt thay đổi về dự báo tăng trưởng sản lượng của VNM

CAGR về sản lượng trong giai đoạn 2013-2018	Euromonitor	Dự báo cũ cho VNM	Dự báo mới cho VNM
Sữa đặc	1,0%	2,0%	1,0%
Sữa nước	6,2%	10,0%	7,5%
Sữa bột	7,5%	11,6%	8,6%
Sữa chua	6,2%	10,0%	6,2%
Nước giải khát	N/A	13,0%	13,0%

Nguồn: Công ty nghiên cứu thị trường Euromonitor & VCSC

Hình 6: Dự báo doanh thu trong giai đoạn 2014-2018

Tỷ đồng	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	CAGR
Sữa đặc	4.113	4.403	4.714	5.047	5.403	5.785	7,1%
Sữa nước	10.747	12.246	13.954	15.901	18.119	20.646	14,0%
Sữa bột	5.572	5.560	6.483	7.559	8.614	9.816	12,0%
Sữa chua	5.174	5.825	6.557	7.381	8.309	9.354	12,6%
Nước giải khát & sản phẩm khác	929	1.207	1.570	2.040	2.652	3.183	27,9%
Xuất khẩu	4.414	4.193	4.613	5.074	5.581	6.139	6,8%
Driftwood	0	2.125	2.168	2.211	2.255	2.300	1,6%
<b>Tổng cộng</b>	<b>30.949</b>	<b>35.559</b>	<b>40.058</b>	<b>45.213</b>	<b>50.934</b>	<b>57.223</b>	<b>13,1%</b>

Nguồn: VCSC

## Chúng tôi cho rằng cải thiện lợi nhuận gộp biên nhờ vào việc mở rộng trang trại bò sữa sẽ chưa xảy ra trong giai đoạn dự báo

Vào năm 2017, VNM dự kiến sẽ nâng số lượng đàn bò sữa tại các trang trại do VNM sở hữu từ mức hiện tại khoảng 9.000 lên 45.000 con. Theo chúng tôi ước tính, nguồn cung từ các trang trại bò sữa riêng của VNM hiện cung cấp khoảng 6-8% tổng nhu cầu sản xuất của Công ty, con số này có khả năng tăng lên 24-25% nếu việc mở rộng đàn bò sữa diễn ra như kế hoạch của VNM.

Mặt khác, VNM cho biết chi phí tự sản xuất hiện cao hơn một chút so với giá nguyên liệu nhập khẩu. Ngoài ra, thông thường phải mất từ 5-6 năm thì trang trại bò sữa mới có thể hoạt động ổn định và bắt đầu có lợi thế cạnh tranh về mặt chi phí. Vì vậy, chúng tôi tin rằng giả định mà chúng tôi đưa ra trước đây về việc mở rộng nguồn nguyên liệu riêng sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp sẽ chưa diễn ra trong giai đoạn 2014-2018.

## Sức ép cạnh tranh buộc VNM phải tăng chi phí quảng cáo-khuyến mại

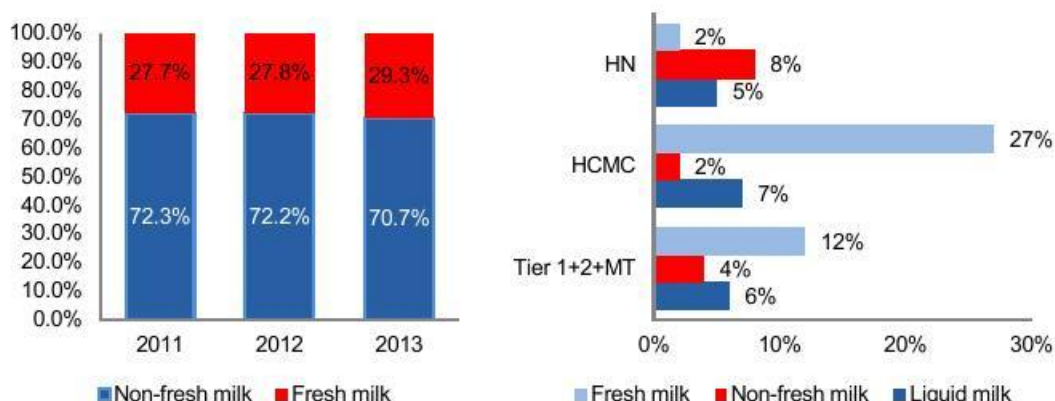
Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ ở trên mức 12% vì chúng tôi cho rằng VNM phải tăng hoạt động quảng cáo-tiếp thị khi tốc độ tăng trưởng của ngành giảm và sức ép cạnh tranh ngày càng tăng. Chúng tôi đặt ra giả thuyết rằng các mô hình kinh doanh hiện tại trong ngành sữa đã hoàn thiện, và trọng tâm trong các năm tới sẽ là bảo vệ thị phần và tăng cường khả năng tự cung cấp nguyên liệu. Những công ty nào không sẵn sàng đầu tư vào chiến lược này sẽ đối mặt với nguy cơ bị tụt hậu trong tương lai.

## Câu chuyện dài hạn: tăng cường khả năng tự cung cấp nguyên liệu

**Sở hữu nguồn cung nguyên liệu sữa là yếu tố thành công chủ chốt trong tương lai.** Dựa theo giả định mà chúng tôi đưa ra rằng các mô hình kinh doanh hiện tại trong thị trường sữa đã hoàn thiện, việc đi ngược chuỗi giá trị ngày càng trở nên quan trọng hơn. Về lâu dài, tự cung cấp nguyên liệu sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp và bù đắp cho chi phí quảng cáo và tiếp thị. Ngoài ra, điều này còn giúp bảo vệ công ty khỏi những tác động bên ngoài, bao gồm biến động giá nguyên liệu và vấn đề an toàn thực phẩm của nguyên liệu nhập khẩu.

**Người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng các sản phẩm được làm từ sữa tươi,** theo nhận định của Công ty nghiên cứu thị trường AC Nielsen. Sản phẩm làm từ sữa tươi được người tiêu dùng nhìn nhận là có hương vị ngon hơn và chất lượng tốt hơn. Do đó, các công ty có nguồn cung sữa tươi tốt hơn sẽ có lợi thế cạnh tranh.

Hình 7: So sánh thị phần tính theo sản lượng và tăng trưởng giá trị trong năm 2013 giữa các sản phẩm làm từ sữa tươi và không làm từ sữa tươi

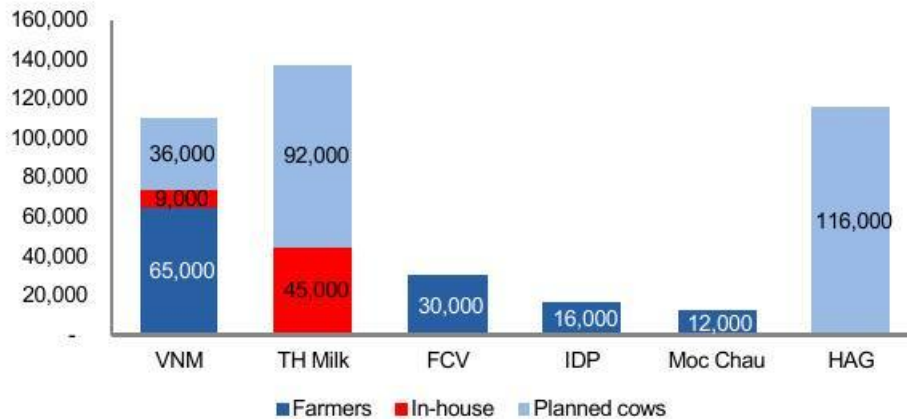


Nguồn: Công ty nghiên cứu thị trường AC Nielsen

**VNM có nguồn sữa lớn nhất, nhưng TH Milk và HAG có kế hoạch xây dựng đàn bò quy mô lớn.** Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn cho biết tính đến tháng 08/2014, Việt Nam có khoảng 200.000 bò sữa, sản xuất khoảng 456.390 tấn sữa tươi mỗi năm. Con số này chỉ đáp ứng được 28% nhu cầu sản xuất trong nước. Khoảng 37% đàn bò sữa cả nước đang cung cấp sữa cho VNM, trong đó 65.000 con thuộc sở hữu nông dân và 9.000 con thuộc sở hữu của VNM. Tuy nhiên, TH Milk mới là công ty sở hữu đàn bò riêng lớn nhất, hiện gồm 45.000 con, và dự kiến sẽ tăng số bò sữa lên 137.000 vào năm 2017. CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HSX:HAG) gần đây đã công bố kế hoạch xây dựng đàn bò sữa 116.000 con tại Việt Nam, Lào và Campuchia.



Hình 8: Số lượng bò cung cấp sữa cho các công ty lớn

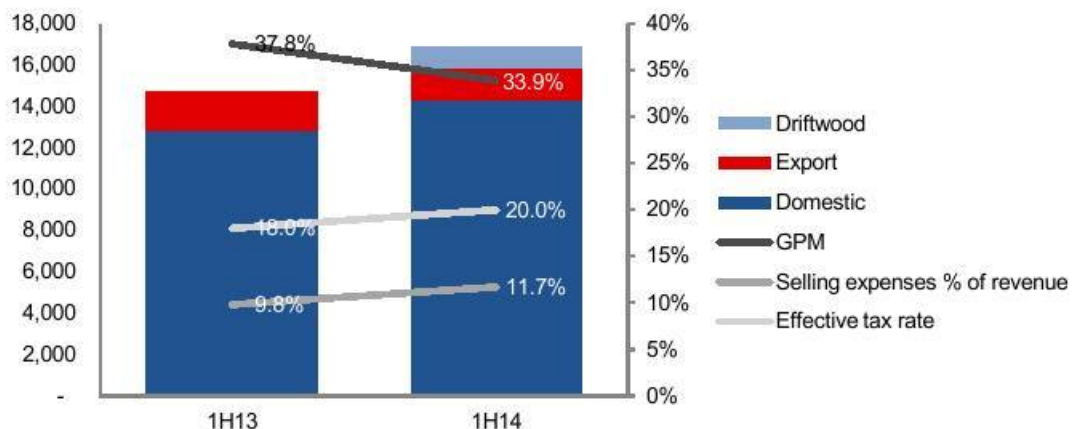


Nguồn: IPSARD (2013) & VCSC

**Chúng tôi đánh giá cao các công ty nội địa có nguồn lực mạnh, đặc biệt là VNM và TH Milk.** Xây dựng đàn bò riêng đòi hỏi vốn đầu tư lớn ngay từ ban đầu. Theo Standard Chartered, đầu tư vào nông trại thường đòi hỏi 24 triệu USD (chưa tính chi phí mua bò), trong đó 19 triệu USD là chi phí xây dựng và 6 triệu USD là chi phí mua trang thiết bị. Ngoài ra, giá bò nhập khẩu là vào khoảng 3.200USD/con. Kế hoạch của VNM cho thấy chi phí trung bình đầu tư cho một nông trại là 4.000USD/bò sữa. Về mặt hiệu quả hoạt động, có thể tiết kiệm chi phí sản xuất bằng cách áp dụng công nghệ hiện đại, mà điều này thì chỉ các nông trại có diện tích đất lớn, không bị phân tán mới có thể áp dụng được. Vì vậy, chúng tôi cho rằng trong tương lai, nuôi bò sữa sẽ chỉ là sân chơi của các công ty có nguồn lực lớn như VNM, TH Milk và có lẽ cả HAG, trong đó VNM và TH Milk đã có thương hiệu mạnh trong ngành sản phẩm sữa, trong khi HAG vẫn chưa công bố ý định tham gia vào lĩnh vực này.

## Tổng kết KQLN 6 tháng đầu năm 2014: Biên lợi nhuận gộp giảm và chi phí bán hàng tăng mạnh, khiến LNST giảm 12% dù doanh thu tăng 15%

Hình 9: Tổng kết doanh thu 6 tháng đầu năm 2014 (tỷ đồng) và so sánh các khoản chính so với doanh thu

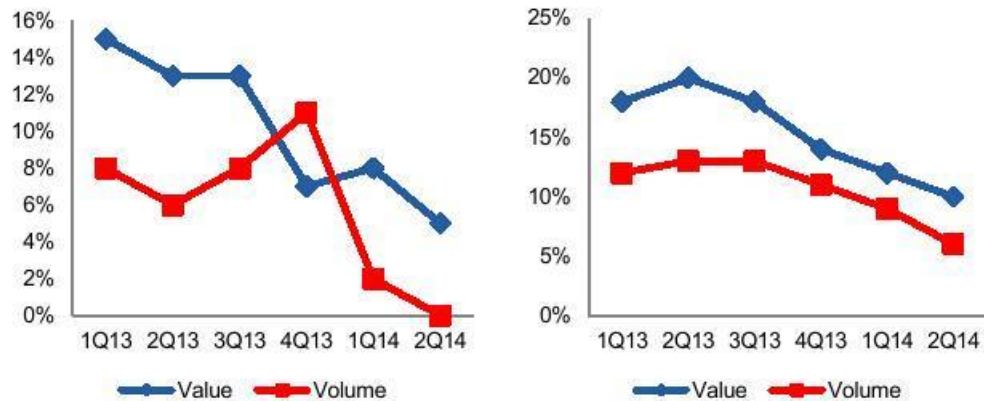


Nguồn: VNM & VCSC

**Doanh thu tăng 7,6% so với cùng kỳ năm ngoái (nếu không tính doanh thu của Driftwood) so với mức tăng 14,4% trong 6 tháng đầu năm 2013.** VNM cho biết mỗi năm Driftwood mang lại khoảng 100 triệu USD doanh thu nhưng lợi nhuận ròng không đáng kể.

Tăng trưởng doanh thu thuần giảm do doanh thu từ thị trường trong nước tăng 11,7% so với cùng kỳ (so với 21,8% trong 6 tháng đầu năm 2013) và doanh thu từ xuất khẩu giảm 20,9%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tại thị trường trong nước giảm là do tăng trưởng nhóm hàng tiêu dùng nhanh, trong đó có sữa, chậm lại và do VNM không tiếp tục giành được thị phần. Theo Kantar WorldPanel, tăng trưởng tiêu thụ sữa đang chậm lại trong vài quý vừa qua, đặc biệt tại các khu vực thành thị, thị trường chính của ngành sữa.

Hình 10: Tăng trưởng tiêu thụ sữa hàng quý tại thành thị và nông thôn so với cùng kỳ năm trước



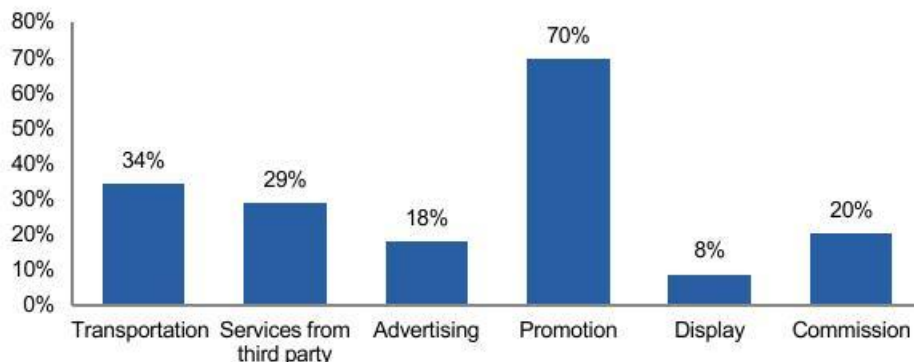
Nguồn: Kantar WorldPanel & VCSC

Về tình hình xuất khẩu, VNM cho biết lĩnh vực này bị ảnh hưởng từ việc nhu cầu tại Iraq suy giảm do xung đột tại nước này.

**Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh do giá SMP trung bình tăng khoảng 40% theo ước tính của chúng tôi.** Chúng tôi ước tính giá SMP bán cho VNM trong 6 tháng đầu năm 2014 trung bình là 4.600USD/tấn, so với 3.200USD cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra, việc hợp nhất Driftwood, với biên lợi nhuận gộp khoảng 20% theo giả định của chúng tôi, khiến biên lợi nhuận gộp của toàn công ty bị ảnh hưởng.

**Chi phí bán hàng tăng mạnh do cạnh tranh ngày càng khốc liệt.** Trong khi tiêu thụ hạn chế, tình hình cạnh tranh thông qua quảng cáo và khuyến mãi trở nên gay gắt hơn bao giờ hết. Phần lớn các khoản chính trong chi phí bán hàng tăng mạnh hơn so với doanh thu 6 tháng đầu năm 2014, đặc biệt là chi phí khuyến mãi, tăng mạnh 70%.

Hình 11: So sánh các khoản trong chi phí bán hàng năm 2013 và 2014



Nguồn: VNM & VCSC

**Thuế suất thực tăng từ 18% lên 20%** vì một số nhà máy của VNM không còn được hưởng ưu đãi thuế. Sau năm 2014, nhà máy Tiên Sơn sẽ là nhà máy duy nhất được giảm thuế. Vì



vậy, mức thuế suất thực của VNM sẽ lại gần mức thuế TNDN thông thường là 22%, và mức thuế này sẽ giảm xuống 20% từ năm 2016 trở đi.

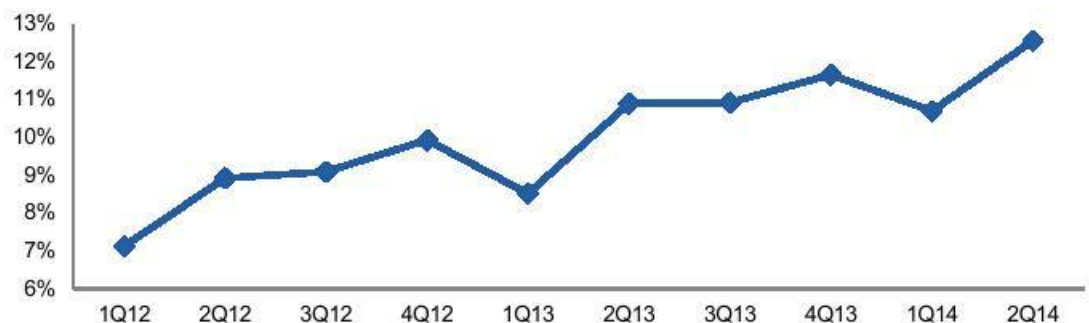
## Dự báo 2014 do VCSC đưa ra

### Doanh thu tăng 15% và LNST giảm 5% trong năm 2014

**Chúng tôi dự báo VNM sẽ thu về 3.236 tỷ đồng LNST trong 6 tháng cuối năm 2014 (tăng 2% so với cùng kỳ năm ngoái) trên cơ sở các giả định sau:**

- Doanh thu tăng 15,1% so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng nếu không tính đóng góp của Driftwood thì doanh thu tăng 8,6% (so với 7,6% trong 6 tháng đầu năm), dựa trên sức tiêu dùng có dấu hiệu phục hồi nhẹ từ quý 2.
- Biên lợi nhuận gộp (không tính Driftwood - có biên lợi nhuận gộp khoảng 20%) dự báo sẽ tăng từ 34,8% trong 6 tháng đầu năm lên 35,6% trong 6 tháng cuối năm nhờ:
  - 1) Biên lợi nhuận gộp tăng 2,5% nhờ giá SMP giảm, giả định giá SMP trung bình là 3.500USD/tấn trong 6 tháng cuối năm 2014.
  - 2) Biên lợi nhuận gộp giảm 1,7% do việc áp trần giá sữa đối với sữa trẻ em trong toàn bộ 6 tháng cuối năm (đối với giai đoạn 6 tháng đầu năm, quy định này chỉ có hiệu lực trong tháng sáu). Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp từ sữa bột của VNM giảm từ 48% xuống 39% do việc áp trần giá sữa. Các sản phẩm sữa bột chiếm khoảng 20% doanh thu của VNM.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu dự báo sẽ tăng lên 12,5% so với 11,7% trong 6 tháng đầu năm, vì chi phí bán hàng thường tăng vào cuối năm và theo chúng tôi, chi phí quảng cáo và khuyến mãi sẽ duy trì ở mức cao do cạnh tranh ngày càng gay gắt.
- Thuế suất thực là 20%

Hình 12: Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu theo quý của VNM



Nguồn: VNM & VCSC

**Tóm lại, chúng tôi cho rằng VNM sẽ thu về 35.559 tỷ đồng doanh thu (tăng 14,9%) và 6.199 tỷ đồng LNST (giảm 5,1%).** EPS 2014 tương ứng sẽ là 6.199 đồng, tương đương PER 2014 là 18,4 lần, theo giá đóng cửa gần đây nhất 114.000 đồng.

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (tỷ trọng 70%) và phương pháp PER mục tiêu (tỷ trọng 30%). Mô hình định giá của chúng tôi cho ra kết quả giá mục tiêu là 118.000 đồng/cổ phiếu đối với VNM, TL tăng 3,5% so với giá đóng cửa gần đây nhất là 114.000 đồng.

### Tổng kết mô hình định giá

Hình 13: Tổng kết mô hình định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	7.769	8.683	9.907	11.332	13.015
trừ: thuế	(1.554)	(1.910)	(1.981)	(2.266)	(2.603)
cộng: khấu hao	857	887	984	1.008	1.023
trừ: đầu tư XDCB	(2.730)	(1.653)	(1.653)	(280)	(280)
(tăng) / giảm vốn lưu động	434	10	15	17	19
<b>FCFF</b>	<b>4.777</b>	<b>6.017</b>	<b>7.271</b>	<b>9.810</b>	<b>11.173</b>
Tỷ lệ chiết khấu	12,6%				
Tỷ lệ tăng trưởng cuối cùng	5%				
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>	<b>108.986</b>				
cộng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	7.137				
trừ tổng nợ	394				
<b>Giá trị CSH</b>	<b>115.729</b>				
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1.000.120.465				
<b>Giá trị nội tại/cổ phiếu (VND)</b>	<b>115.729</b>				
<b>Phương pháp PER mục tiêu</b>					
EPS dự phóng 12 tháng (VND)	6.484				
PER dự phóng	19x				
Giá trị nội tại (VND)	<b>123.199</b>				
<b>Tổng kết giá mục tiêu</b>					
Đóng góp của phương pháp CKDT (70%)	81.001				
Đóng góp của phương pháp PER mục tiêu (30%)	36.960				
<b>GIÁ MỤC TIÊU</b>	<b>117.961</b>				

Nguồn: VCSC

### Dự phóng đầu tư xây dựng cơ bản

Chúng tôi đưa ra dự phóng dựa trên kế hoạch đầu tư XDCB mà VNM đã công bố tại ĐHCĐ năm nay

Hình 14: Kế hoạch đầu tư XDCB giai đoạn 2012-2016

tỷ đồng	2012-16	Đến 2013	2014	Sau 2014
Vinamilk	8.580	6.391	948	1.241
Bò sữa Việt Nam	1.281	431	412	438
Sữa Lam Sơn	790	223	480	87
BDS Quốc Tế		151		-
Driftwood	151	33		118
Miraka	33			33
Liên doanh Campuchia	222		222	-
Liên doanh Thống Nhất Thanh Hóa	1.600		393	1.207
Dự án sữa Lâm Đồng	341		120	221

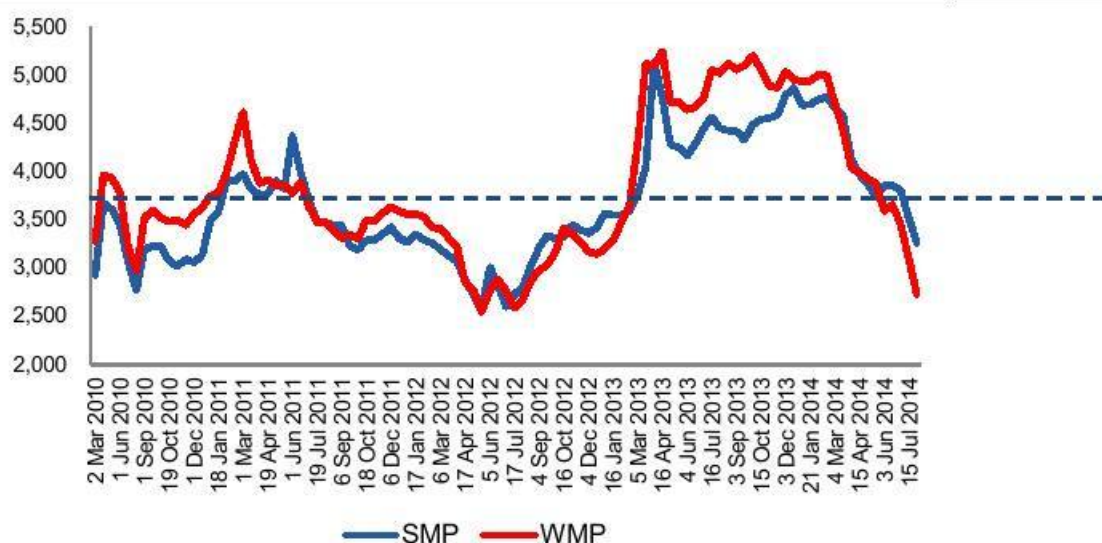
Nguồn: VNM



## Biến động giá nguyên liệu là rủi ro chính trong ngắn hạn

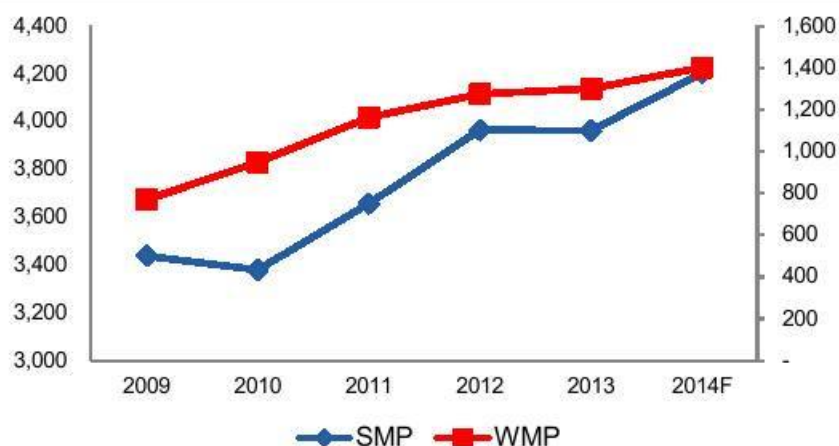
Giá SMP/WMP đã giảm dần sau khi đạt đỉnh vào tháng hai nhờ sản lượng toàn thế giới cải thiện. Giá SMP/WMP hiện thấp hơn lần lượt 32% và 46% so với mức đỉnh hồi tháng hai năm nay, và 30% và 45% so với đầu năm. Giá SMP/WMP tăng đột biến trong năm 2013 chủ yếu do Trung Quốc mua gom mạnh và New Zealand bị hạn hán. Năm 2014, nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn và các nhà sản xuất hoạt động tích cực hơn do giá sữa đạt mức cao, sản lượng sản xuất đã cải thiện, giúp giá sữa cân bằng trở lại.

Hình 15: Diễn biến giá SMP/WMP



Nguồn: Global Dairy Trade

Hình 16: Sản lượng tại 41 quốc gia được nghiên cứu (triệu tấn)



Nguồn: USDA

Chúng tôi giả định giá SMP là 3.500USD/tấn trong 6 tháng cuối năm 2014 và 3.800USD/tấn từ năm 2015 trở đi. Vì SMP chiếm khoảng 70% nguyên liệu sữa đầu vào của VNM theo ước tính của chúng tôi, và giữa giá SMP và WMP có sự tương quan chặt chẽ, chúng tôi chủ yếu chỉ theo dõi giá sữa tách kem khi đưa ra dự báo biên lợi nhuận gộp. Dự báo của chúng tôi cho năm 2014 và 2015 trở đi cao hơn giá gần đây nhất do Global Dairy Trade công bố ngày 05/08 (xấp xỉ 3.200USD/tấn), trên cơ sở các yếu tố sau:

- Rabobank dự báo giá sữa sẽ dần ổn định vào cuối năm 2014, trước khi tăng trở lại trong năm 2015, khi Trung Quốc sử dụng bớt lượng sữa tồn kho, và mua mạnh trở lại. Ngoài ra, việc nhiều công ty ngưng sản xuất sữa do giá thấp cũng gây áp lực lên giá sữa.
- Rabobank cũng cho rằng mức giá hiện tại thấp hơn so với mức bền vững là 4.000USD/tấn. Dự báo chúng tôi đưa ra là 3.800USD/tấn được dựa trên mức giá trung bình từ tháng 03/2010 đến tháng 08/2014.
- 6 tháng cuối năm 2014: Theo giải thích của VNM, công ty đang áp dụng chính sách chốt giá mua trước 3 tháng, nghĩa là có sự chênh lệch 3 tháng giữa giá SMP giao ngay và giá bán cho VNM. Vì vậy, phải đến Quý 4/2014, VNM mới có thể hưởng lợi từ việc giá sữa xuống còn 3.200-3.500USD giữa tháng bảy và tháng tám.



### Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
14/08/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	114.000	118.000
02/04/2014	KHẢ QUAN	141.000	156.000
03/06/2013	KHẢ QUAN	133.000	149.000
19/12/2012	MUA	84.500	106.000

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Ngô Hoàng Long  
**Trưởng phòng,** Nguyễn Đức Tuấn  
**CV cao cấp,** Đặng Văn Pháp  
**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế  
**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh  
**Chuyên viên,** Nguyễn Hồng Quang

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải  
**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào  
**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ  
**Chuyên viên,** Trần Minh Đức  
**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.