

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **132.000**

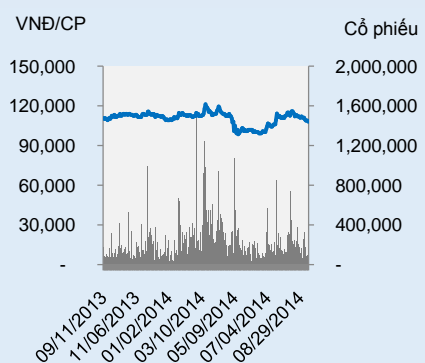
Giá thị trường (18/9/2014) 107.000

Lợi nhuận kỳ vọng 23,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|------------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 98.500-121.000 |
| Vốn hóa | 108.013 tỷ đồng |
| SL cổ phiếu lưu hành | 1.000.120.465 CP |
| KLGD bình quân 10 ngày | 174.706 CP |
| % sở hữu nước ngoài | 49% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 2.000 đồng/CP |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 1,85% |
| Beta | 0,92 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| VNM | -2,6% | -6,9% | 8,7% | -6,5% |
| VN-Index | 32,3% | 4,3% | 12,4% | 3,8% |

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Triển vọng tốt nhờ nguyên liệu giá thấp

Điểm nhấn đầu tư.

□ Lợi nhuận quý 3 dự kiến sẽ cải thiện mạnh nhờ giá nguyên liệu giảm.

So với mức đỉnh của tháng 2/2014, giá nguyên liệu đầu quý 3 giảm 30% và hiện nay đã giảm 46%, nên kết quả của quý 3 và quý 4 của Vinamilk sẽ có những thay đổi tích cực về biên lợi nhuận. Doanh thu quý 3/2014 ước tính đạt 9.851 tỷ đồng tăng 22,7% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận sau thuế ước tính khoảng 1.780 tỷ đồng, tăng 5,3% so với cùng kỳ năm trước.

Tương ứng, ước tính cả năm 2014, doanh thu công ty đạt 37.393 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 6.695 tỷ đồng. So với kế hoạch, Công ty hoàn thành 101% về doanh thu và 111% về lợi nhuận.

□ Với dự báo về xu hướng giá sữa sẽ phục hồi vào năm sau và Vinamilk có một chính sách dự trữ nguyên liệu hợp lý, chúng tôi kỳ vọng năm 2015 Công ty sẽ có những kết quả lợi nhuận rất tốt. Doanh thu năm 2015 dự phóng tăng khoảng 8% và lợi nhuận gộp biên sẽ tăng đạt khoảng 36%. Cụ thể doanh thu ước tính là 40.341 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 7,877 tỷ đồng tăng 17,6% so với 2014.

□ Trong quý 3/2014, VNM đã thực hiện chia thưởng cổ phiếu 20% và tạm ứng 1.668 tỷ đồng tạm ứng cổ tức đợt 1/2014. Theo kế hoạch 2014, VNM sẽ chia tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế, dựa trên lợi nhuận ước tính của năm 2014 chúng tôi dự kiến VNM sẽ thực hiện chi thêm 1.679 tỷ đồng cho cổ tức đợt 2/2014 ứng với tỷ lệ khoảng 17% được thực hiện vào tháng 7/2015.

□ Trong tháng 9/2014, VNM đã ký kết hợp đồng hợp tác với tập đoàn Đức Long Gia Lai. Theo đó, VNM sẽ hỗ trợ toàn diện cho DLG để phát triển lĩnh vực chăn nuôi bò sữa bao gồm tư vấn thiết kế chuồng trại, cung cấp giống và bao tiêu thu mua sữa từ dự án.

Khuyến nghị

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu là **132.000 đồng/cp**. Tại mức giá giao dịch 107.000 đồng/cp ngày 18/09, PE forward ở mức 16 lần trên ước tính EPS 2014 và 13,6 lần trên dự phóng EPS 2015. Về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính, VNM là cổ phiếu khá an toàn cho việc đầu dài hạn. Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá triển vọng của VNM trong ngắn hạn nhờ những thuận lợi về giá nguyên liệu. Ước tính PE forward trên EPS 2015 chỉ ở mức 13,6 lần là mức rất hợp lý so với bình quân PE của các doanh nghiệp ngành thực phẩm có quy mô như VNM trong khu vực.

Một số chỉ số tài chính của VNM

| Chỉ số tài chính | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | Tỷ VND | 21.627 | 26.562 | 30.949 | 37,394 |
| EBITDA | Tỷ VND | 4.731 | 6.741 | 8.082 | 8,791 |
| EBIT | Tỷ VND | 4.317 | 6.206 | 7.295 | 7,663 |
| LNST | Tỷ VND | 4.218 | 5.819 | 6.534 | 6,724 |
| EPS | VND | 7.585 | 6.978 | 7.835 | 6,690 |
| P/E | x | - | - | 13,78 | 15.99 |
| P/B | x | - | - | 5,13 | 4.89 |
| ROA | % | 32% | 33% | 31% | 27% |
| ROE | % | 41% | 42% | 40% | 34% |

THÔNG TIN SỞ HỮU

| | |
|-------------------|--------|
| Sở hữu nhà nước | 45,08% |
| Sở hữu nước ngoài | 49,00% |
| Sở hữu khác | 5.92% |

CƠ ĐỒNG LỚN

| | |
|-------------------------------|--------|
| SCIC | 45,08% |
| F&N Dairy Investments Pte Ltd | 11,04% |

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

| Đơn vị (tỷ VND) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 21,627 | 26,562 | 30,949 | 37,394 |
| Giá vốn | 15,039 | 17,485 | 19,766 | 24,384 |
| Lợi nhuận gộp | 6,588 | 9,077 | 11,183 | 13,010 |
| Doanh thu tài chính | 680 | 475 | 507 | 587 |
| Chi phí tài chính | 246 | 51 | 91 | 91 |
| Lợi nhuận sau thuế | 4,218 | 5,819 | 6,534 | 6,724 |

Bảng cân đối kế toán

| Đơn vị (tỷ VND) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & khoản tương đương tiền | 3,157 | 1,252 | 2,746 | 3,097 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 2,169 | 2,246 | 2,728 | 3,297 |
| Hàng tồn kho | 3,272 | 3,473 | 3,217 | 3,969 |
| Tài sản cố định hữu hình | 5,045 | 8,042 | 8,918 | 10,271 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 101 | 97 | 149 | 521 |
| Tổng tài sản | 15,583 | 19,698 | 22,875 | 27,135 |
| Nợ ngắn hạn | 2,947 | 4,145 | 4,956 | 5,020 |
| Nợ dài hạn | 159 | 60 | 351 | 193 |
| Vốn chủ sở hữu | 12,477 | 15,493 | 17,545 | 21,922 |
| Tổng nguồn vốn | 15,583 | 19,698 | 22,875 | 27,135 |

Chỉ số tài chính

| Chỉ tiêu | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 37.3% | 22.8% | 16.5% | 20.8% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 16.6% | 38.0% | 12.3% | 2.5% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 30.5% | 34.2% | 36.1% | 34.8% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 19.5% | 21.9% | 21.1% | 18.0% |
| ROA (%) | 32% | 33,0% | 30,7% | 27,5% |
| ROE (%) | 41% | 41,6% | 39,6% | 35,0% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%) | 0.20 | 0.21 | 0.23 | 0.19 |
| Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%) | 0.25 | 0.27 | 0.30 | 0.24 |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 7,585 | 6,978 | 7,835 | 6,690 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 22,436 | 18,578 | 21,039 | 21,882 |

Doanh thu 1H2014 tăng trưởng trong bối cảnh sức mua yếu

Doanh thu 6 tháng/2014 của VNM đạt 16.916 tỷ đồng, tăng 14,6% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành 47% kế hoạch. Trong đó, doanh thu thị trường nội địa vẫn đạt mức tăng gần 20%, nhưng doanh thu xuất khẩu lại giảm 21% do hoạt động xuất khẩu đến Trung Đông (thị trường xuất khẩu chính của VNM) giảm mạnh. Ngoài ra trong nửa đầu năm nay, Vinamilk hợp nhất thêm doanh thu từ công ty con Drifwood với doanh thu khoảng 66 triệu USD và lợi nhuận ròng khoảng 2,3 triệu USD.

Tuy nhiên để duy trì mức tăng 20% cho thị trường nội địa trong bối cảnh sức mua còn yếu, chi phí bán hàng của Vinamilk đã tăng mạnh. Lợi nhuận sau thuế là 2.962 tỷ đồng giảm 12% so với 6 tháng/2013, tương đương 49% lợi nhuận kế hoạch.

Lợi nhuận quý 3/2014 cải thiện nhờ giá nguyên liệu giảm mạnh

Sự phục hồi của sức mua trong quý 3/2014 khá chậm so với hai quý đầu năm nhưng nhờ các chương trình khuyến mãi tiêu thụ của Vinamilk vẫn có thể sẽ tăng nhẹ. Ngoài mặt hàng sữa bột chịu ảnh hưởng quy định về trần giá sữa áp dụng từ tháng 6/2014 thì các mặt hàng đều duy trì giá bán ổn định. Doanh thu quý 3/2014 ước tính đạt 9.851 tỷ đồng tăng 22,7% so với cùng kỳ năm trước.

So với mức đỉnh của tháng 2/2014, giá nguyên liệu đầu quý 3 giảm 30% và hiện nay đã giảm 46%, nên kết quả của quý 3 và quý 4 của Vinamilk sẽ có nhưng thay đổi tích cực về biên lợi nhuận. Ước tính biên lợi nhuận gộp trong quý 3 sẽ đạt khoảng 35%. Lợi nhuận sau thuế ước tính khoảng 1.780 tỷ đồng, tăng 5,3% so với cùng kỳ năm trước.

Ước tính cả năm 2014, doanh thu công ty đạt 37.393 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 6.695 tỷ đồng. So với kế hoạch, Công ty hoàn thành 101% về doanh thu và 111% về lợi nhuận.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2014 của VNM

| Chỉ tiêu | Q3/2013 | Q3/2014F | % thay đổi | Lũy kế 9T/2013 | Lũy kế 9T/2014F | % thay đổi |
|-----------------------|---------|----------|------------|-------------------|--------------------|------------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 8.028 | 9.851 | 22,7% | 26.761 | 22.775 | 17,5% |
| LN sau thuế (tỷ đồng) | 1.690 | 1.780 | 5,3% | 4.743 | 5.064 | -6,3% |

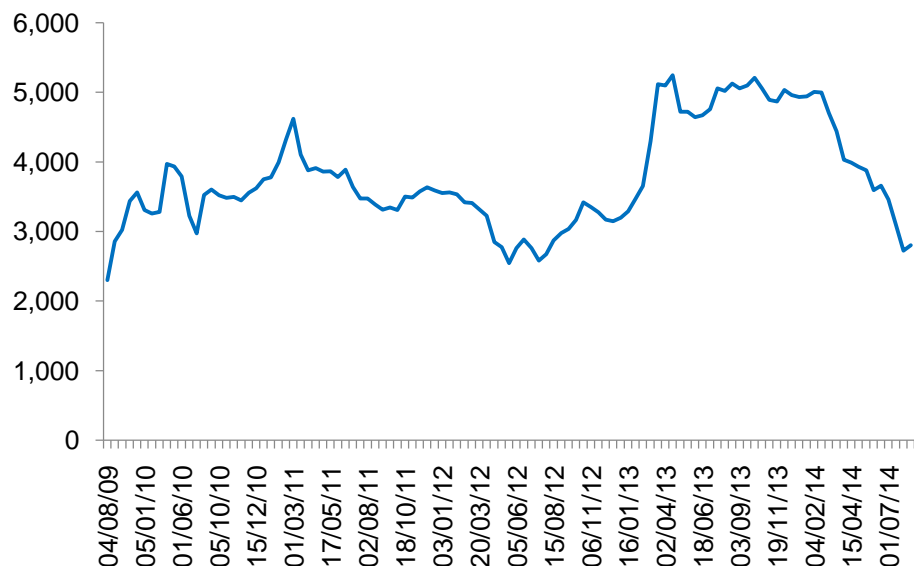
Nguồn: VNM, BVSC ước tính

Giá nguyên liệu ở mức thấp sẽ tạo mức tăng trưởng tích cực trong lợi nhuận năm 2015

Tính đến cuối quý 1/2014, thị trường sữa thế giới xảy ra tình trạng dư cung. Sản lượng sữa tại 3 nước, có sản lượng xuất khẩu chiếm 65% tổng sản lượng xuất khẩu sữa và các sản phẩm của toàn cầu, là Newzealand, EU và Mỹ đều tăng. Trong khi đó, nhu cầu nhập khẩu tại hai quốc gia có sản lượng sữa nhập khẩu lớn nhất thế giới là Trung Quốc và Nga lại giảm. Ở Trung Quốc sau các tháng nhập khẩu tăng mạnh, tồn kho hiện nay của nước này đang ở mức cao do đó nhu cầu nhập khẩu trong các tháng gần đây sụt giảm. Ở Nga, quyết định không nhập thực phẩm và nông sản trong đó có sữa từ các thị trường Mỹ, EU trong vòng 1 năm đã làm cho EU mất đi một thị trường xuất khẩu sữa quan trọng. Các yếu tố này đã tác động không nhỏ đến giá sữa nguyên liệu, giá sữa bột nguyên kem và sữa bột gầy đều ở mức giảm mạnh 46% so với mức đỉnh vào tháng 2/2014 và gần xuống mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.

Tuy nhiên, nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc cũng còn khá lớn, khi mức tồn kho giảm xuống Trung Quốc sẽ tiếp tục nhập khẩu sữa để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước đang ngày càng tăng. Do đó, tình trạng dư cung hiện nay chỉ mang tính chất tạm thời, dự báo trong các tháng cuối của năm giá sữa có thể sẽ tiếp tục giảm nhẹ nhưng sau đó sẽ tăng trở lại vào quý 1/2015

Diễn biến giá bột nguyên kem từ tháng 8/2009 – 8/2014 (đơn vị: USD/MT)



Nguồn: Globaldairytrade

Với những dự báo về xu hướng giá sữa sẽ phục hồi vào năm sau và Vinamilk có một chính sách dự trữ nguyên liệu hợp lý, chúng tôi kỳ vọng năm 2015 Công ty sẽ có những kết quả lợi nhuận rất tốt. Với vị thế của Vinamilk hiện nay ở thị trường trong nước, để

tăng doanh thu cao hơn mức tăng chung của thị trường dường như khá khó khăn cho nên lợi thế về nguyên liệu giá rẻ sẽ là một điểm nhấn quan trọng.

Nguyên liệu chiếm khoảng 77% chi phí sản xuất trong đó chủ yếu vẫn là sữa bột nhập khẩu. Mặc dù Vinamilk vẫn đang triển khai thêm nhiều dự án nuôi và liên kết nuôi để tăng nguồn cung trong nước như dự án hợp tác với Đức Long Gia Lai nhưng tất cả các dự án này sẽ chỉ mang lại hiệu quả cụ thể trong 3 đến 5 năm tới. Còn trong ngắn hạn sữa bột nhập khẩu vẫn là nguồn nguyên liệu chính cho Vinamilk. Việc đầu tư vào Miraka cũng như thành lập một công ty con tại Ba Lan để tìm kiếm các cơ hội đầu tư vào ngành sữa tại Châu Âu sẽ giúp Công ty đa dạng hóa nguồn cung cấp sữa với chất lượng và giá cả tốt hơn.

Doanh thu năm 2015 dự phóng tăng khoảng 8% và lợi nhuận gộp biên sẽ tăng đạt khoảng 36%. Cụ thể doanh thu ước tính là 40.341 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế khoảng 7,877 tỷ đồng tăng 17,6% so với 2014.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu là **132.000 đồng/cp**. Tại mức giá giao dịch 107.000 đồng/cp ngày 18/09, PE forward ở mức 16 lần trên ước tính EPS 2014 và 13,6 lần trên dự phóng EPS 2015. Về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính, VNM là cổ phiếu khá an toàn cho việc đầu dài hạn. Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá triển vọng của VNM trong ngắn hạn nhờ những thuận lợi về giá nguyên liệu. Ước tính PE forward trên EPS 2015 chỉ ở mức 13,6 lần là mức rất hợp lý so với bình quân của các doanh nghiệp ngành thực phẩm có quy mô như VNM trong khu vực.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

| Khuyến nghị | Định nghĩa |
|--------------|--|
| OUTPERFORM | Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15% |
| NEUTRAL | Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15% |
| UNDERPERFORM | Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường |



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999