

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)

Phạm Lê Duy Nhân Chuyên viên phân tích Email: nhanpld@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593	Giá hiện tại:	106.000	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu:	120.000	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm:	13,2%					
	Tỷ suất cổ tức:	3,0%					
			THÊM				

Biến động giá VNM 09/2012 – 09/2014

VỊ THẾ DẪN ĐẦU KHÓ THAY ĐỔI, TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VNM của CTCP Sữa Việt Nam, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng ngân lưu tự do FCFF, chúng tôi xác định giá trị nội tại tại một cổ phiếu VNM trong vòng 12 tháng tới là **120.000 đồng/cp**, cao hơn **13,2%** so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **THÊM** cho mục tiêu trung và dài hạn. Rủi ro đầu tư lớn nhất đối với doanh nghiệp vẫn là những vấn đề liên quan đến vệ sinh an toàn thực phẩm, áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng và những chính sách liên quan đến quản lý giá.

Kết quả định giá bằng phương pháp so sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực và trên thế giới - sau khi đã điều chỉnh rủi ro tương quan giữa các thị trường – cho ra giá tham khảo của VNM là **116.000 đồng/cp**.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2014 của VNM đạt **36.232 tỷ đồng** (+17,1% YoY), LNST 2014 ước đạt **6.407 tỷ đồng** (-1,9% YoY) tương ứng với EPS 2014 đạt **6.391 đồng/cp**. Có thể thấy trong năm 2014, hoạt động kinh doanh của VNM có những mảng sáng tối đan xen nhau.

Về tiêu cực, có thể điểm qua một số vấn đề

- Thị trường xuất khẩu gặp khó: bất ổn chính trị ở Iraq khiến doanh thu xuất khẩu sữa bột sụt giảm. 6 tháng đầu năm mới chỉ xuất được khoảng 9.600 tấn sữa bột.
- Khấu hao tăng do khấu hao nguyên năm cho hai siêu nhà máy. Ước tính chi phí khấu hao trong năm 2014 lên đến 1.064 tỷ đồng (+49,7% YoY).
- Áp trần đối với các sản phẩm sữa dành cho trẻ em dưới 6 tuổi kể từ 01/06, ảnh hưởng đến lợi nhuận 2H2014. Ước tính lợi nhuận sụt giảm khoảng 130 tỷ đồng dưới tác động này.

Tuy nhiên, bên cạnh đó là những tín hiệu khả quan cho 2H2014

- Doanh thu nội địa 1H2014 vẫn tăng trưởng 12,4% so với 2H2013 bất chấp tăng trưởng chung của toàn ngành yếu.
- Doanh thu xuất khẩu hợp nhất tăng trưởng nhờ Driftwood.

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại	106.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	150.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	106.000
Số lượng CP niêm yết (triệu CP)	1.000,6
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	1.000,1
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	187.753
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	49%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	10.006
Vốn hóa (tỷ VND)	106.068

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam
Địa chỉ	Số 10, đường Tân Trào, P.Tân Phú, quận 7, TP.HCM
Doanh thu chính	Sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc
Chi phí chính	Sữa tươi nguyên liệu, bột sữa nhập khẩu, bao bì, đường
Lợi thế	Thị phần dẫn đầu, kênh phân

cạnh tranh phối rộng và sản phẩm đa dạng

Rủi ro chính Biến động giá nguyên liệu, an toàn VSTP

Cơ cấu cổ đông	(%)
SCIC	45,08
F&N dairy investment	11,04
Khác	43,88



VINAMILK

Ước đóng góp 2.824 tỷ đồng doanh thu và 537 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho cả năm 2014.

- Giá bột sữa nhập khẩu giảm mạnh giúp cải thiện biên lãi gộp 2H2014

Về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá khả quan triển vọng của ngành sữa, của VNM cũng như nhận định vị thế dẫn đầu của doanh nghiệp sẽ không thay đổi, dựa trên

- Sức mua đang có dấu hiệu cải thiện. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng cả nước 8T2014 đã tăng 11,4% so với cùng kỳ năm 2013.
- Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người đang thấp, chỉ đạt 18 kg/người/năm. Các yếu tố vĩ mô khác cũng hỗ trợ tăng trưởng chung của ngành sữa về dài hạn.
- Già hoá dân số giúp phát triển thị trường những sản phẩm dinh dưỡng dành cho người cao tuổi.
- Hướng thị trường nông thôn nhằm tận dụng kênh phân phối mạnh, trong điều kiện thị trường thành thị đã chật chội
- Những bước đi đúng đắn trong môi trường cạnh tranh tăng cao: chuẩn bị nguồn cung sữa tươi dài hạn từ nông trường tự phát triển và liên kết với Đức Long Gia Lai; gia tăng hoạt động quảng cáo, tiếp thị nhằm nâng tầm thương hiệu, khẳng định chất lượng.
- Tiềm lực tài chính mạnh, nhu cầu đầu tư trước mắt không lớn, năng lực sản xuất còn dư thừa.

Số liệu tổng hợp dự phóng giai đoạn 2014F-2020F

Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
- Sữa đặc	tỷ	4.113	4.403	4.714	5.037	5.382	5.751	6.144	6.565
- Sữa nước	tỷ	10.747	12.531	14.611	16.727	19.149	21.922	25.096	28.730
- Sữa bột	tỷ	5.572	6.402	6.986	7.580	8.224	8.923	9.682	10.505
- Sữa chua	tỷ	5.174	5.868	6.656	7.479	8.403	9.441	10.608	11.920
- Khác	tỷ	929	1.132	1.380	1.683	2.051	2.501	3.048	3.716
- Xuất khẩu	tỷ	4.414	5.896	7.491	7.998	8.453	8.884	9.332	9.797
Doanh thu thuần	tỷ	30.949	36.232	41.839	46.503	51.663	57.422	63.911	71.232
LN gộp	tỷ	11.183	12.238	13.708	15.035	16.571	18.575	20.798	23.311
LN sau thuế	Tỷ	6.534	6.407	7.178	7.907	8.788	10.088	12.156	14.508
EPS	VND	7.840	6.391	7.104	7.787	8.638	9.921	11.973	14.307
DPS	VND	4.800	3.196	3.552	3.894	4.319	4.961	5.987	7.154
DPS/EPS	%	61%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Tăng trưởng DT	%	16,5%	17,1%	15,5%	11,1%	11,1%	11,1%	11,3%	11,5%
Tăng trưởng LN gộp	%	23,2%	9,4%	12,0%	9,7%	10,2%	12,1%	12,0%	12,1%
Tăng trưởng LNST	%	12,3%	-1,9%	12,0%	10,2%	11,1%	14,8%	20,5%	19,3%
Tỷ suất LN gộp	%	36,1%	33,8%	32,8%	32,3%	32,1%	32,3%	32,5%	32,7%
Tỷ suất LNST	%	21,1%	17,7%	17,2%	17,0%	17,0%	17,6%	19,0%	20,4%
ROE	%	39,6%	33,5%	31,9%	30,1%	29,0%	28,8%	30,0%	30,8%
ROA	%	30,7%	26,2%	25,7%	24,7%	24,0%	24,2%	25,4%	26,4%
P/E	lần	16,2	16,6	14,9	13,6	12,3	10,7	8,9	7,4
P/B	lần	5,0	5,1	4,4	3,8	3,3	2,8	2,4	2,1

Nguồn: VNM; FPTS-F

Kết quả định giá theo phương pháp FCFF

Giả định mô hình	Giá trị	Tổng hợp định giá	Đơn vị	Giá trị
WACC 2014	15,0%	Thời gian dự phóng	năm	7
CP sử dụng nợ 2014	4,7%	Tổng hiện giá dòng tiền	tỷ	102.828
CP sử dụng vốn 2014	15,2%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	tỷ	7.466,6
Lãi suất phi rủi ro*	7,4%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	tỷ	281
Phần bù rủi ro	5,0%	Giá trị vốn cổ phần	tỷ	110.013
Hệ số Beta 2014	0,68	Lợi ích cổ đông thiểu số	tỷ	206,1
CAGR 2014-2020	12,6%	Đầu tư vào công ty liên kết	tỷ	524,5
Tăng trưởng dài hạn	5,5%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	tỷ	110.332
Thuế suất dài hạn	20%	Số cổ phiếu lưu hành	triệu	1.000,1

* Lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm

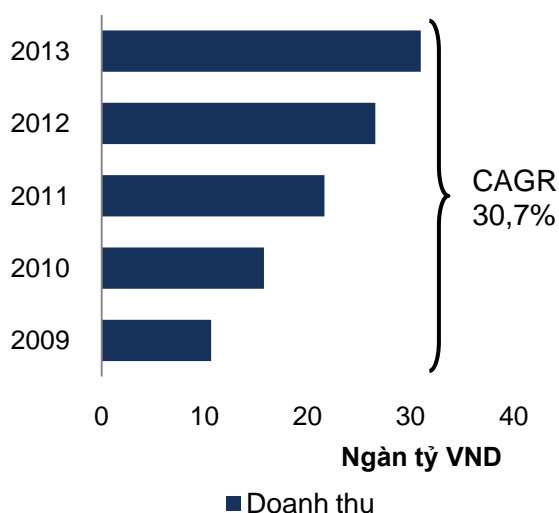
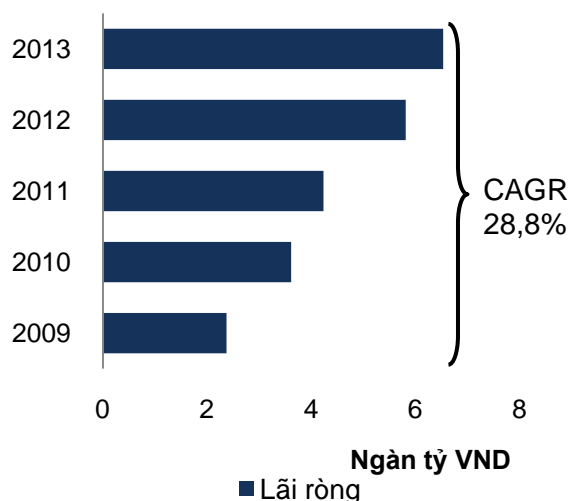
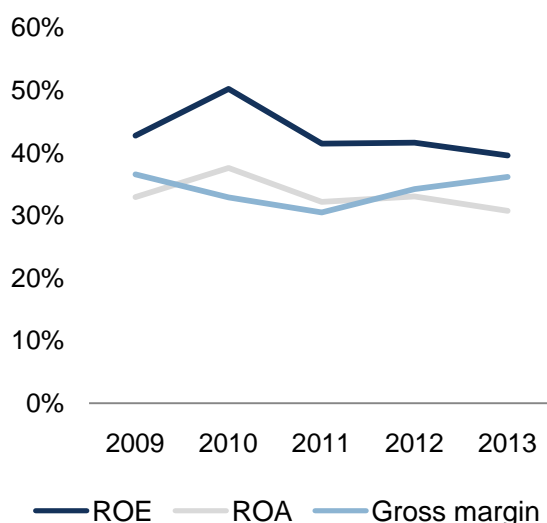
Giá mục tiêu 12T VND/cp 120.090

Định giá tham khảo theo phương pháp so sánh

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	ROE (%)	Biên lãi gộp (%)	P/E	P/B	EV/EBITDA
VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	VNM VN	5.043	1.568	39,6	36,1	17,5	5,8	12,2
THAI BEVERAGE PCL	THBEV SP	14.471	5.018	21,8	28,1	21,1	4,8	16,5
INNER MONGOLIA YILI INDUS-A	600887 CH	12.880	8.314	27,2	28,3	21,1	4,7	N/A
SAPUTO INC	SAP CN	11.476	9.053	21,0	11,1	22,3	4,6	13,9
CHINA MENGNIU DAIRY CO	2319 HK	8.742	7.908	11,7	27,0	27,1	2,6	17,2
MEIJI HOLDINGS CO LTD	2269 JP	5.984	11.356	6,0	34,3	31,5	1,9	8,7
ALLIANCE GLOBAL GROUP INC	AGI PM	5.957	2.545	18,0	42,7	15,9	2,3	12,8
NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	NESZ MK	4.792	1.507	71,7	35,5	28,8	25,1	21,9
FRASER AND NEAVE LTD	FNN SP	3.512	2.640	67,4	33,1	8,7	2,7	7,8
FRASER & NEAVE HOLDINGS BHD	FNH MK	1.910	1.157	16,3	29,5	22,2	3,8	16,1
DEAN FOODS CO	DF US	1.282	9.231	151,8	20,6	9,4	1,9	11,4
SUPER GROUP LTD	SUPER SP	1.140	431	23,1	37,6	19,5	3,2	15,3
BONGRAIN SA	BH FP	1.046	6.155	4,4	N/A	18,0	0,7	6,2
Trung bình						20,5	4,9	13,4
Phương pháp P/E			19,5	20,0	20,5	21,0	21,5	
EPS 2014	6,391	VND	124.439	127.634	130.830	134.025	137.221	
Phương pháp P/B			4,5	4,7	4,9	5,1	5,3	
BPS 2014	20,739	VND	92.562	96.709	100.857	105.005	109.153	
Phương pháp EV/EBITDA			13,0	13,2	13,4	13,6	13,8	
EBITDA 2014	9,120	tỷ VND	118.909	120.732	122.556	124.380	126.204	

Giá bình quân VND/cp 115.844

Nguồn: FPTIS; Bloomberg

Doanh thu thuần, 2009-2013

Lãi ròng, 2009-2013

Khả năng sinh lợi, 2009-2013


Phân tích hoạt động kinh doanh

Doanh nghiệp sữa hàng đầu Việt Nam

CTCP Sữa Việt Nam tiền thân là một doanh nghiệp quốc doanh được thành lập vào ngày 20/08/1976 dựa trên cơ sở tiếp quản 3 nhà máy sữa do chế độ cũ để lại và chủ yếu sản xuất sữa đặc. Qua 38 năm hoạt động, Vinamilk đã chuyển đổi thành công ty cổ phần và niêm yết trên HOSE, đồng thời trở thành doanh nghiệp sản xuất, chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa dẫn đầu trên thị trường, với hơn 200 sản phẩm nội địa và xuất khẩu. Danh mục đa dạng này bao gồm các sản phẩm chủ lực như sữa bột, sữa nước đến các sản phẩm khác như sữa đặc, sữa chua ăn và uống, kem và pho mát.

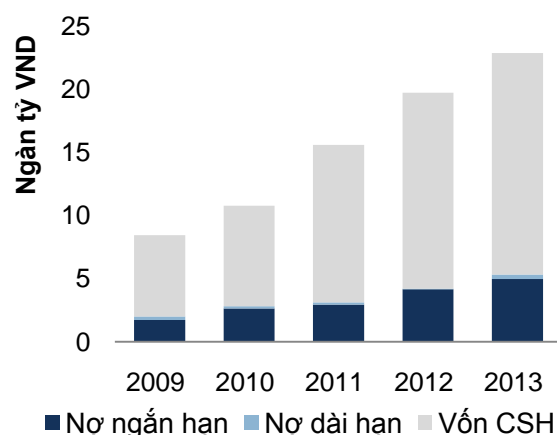
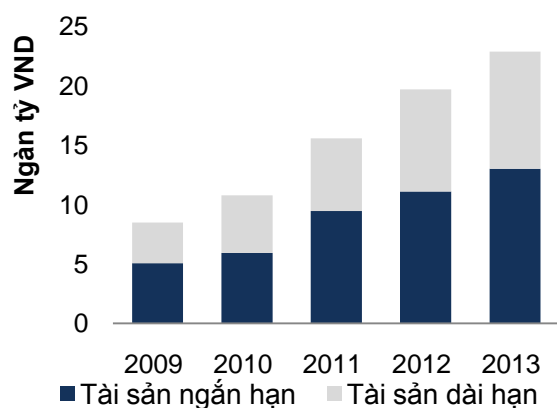
Danh mục công ty con và công ty liên doanh liên kết

Tên	Chức năng	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)
CTTNHHMTV Bò sữa Việt Nam	Chăn nuôi bò sữa	840	100
CTTNHHMTV Sữa Lam Sơn	Chăn nuôi bò sữa	80	100
CTTNHH Bò sữa Thống Nhất Thanh Hoá	Chăn nuôi bò sữa	600	96,3
CTCP Nguyên liệu Thực phẩm Á Châu – Sài Gòn	Sản xuất bột crème	120	15
Driftwood Dairy Holding (Mỹ)	Sản xuất và kinh doanh sữa	N/A	70
CTTNHH Miraka (New Zealand)	Sản xuất và kinh doanh sữa	N/A	19,3
CTCP Angkor Dairy Products (Campuchia)	Sản xuất và kinh doanh sữa	23 triệu USD	51
Vinamilk Europe Sp.Z.O.O	Bán buôn động vật, nguyên liệu sữa	3 triệu USD	100

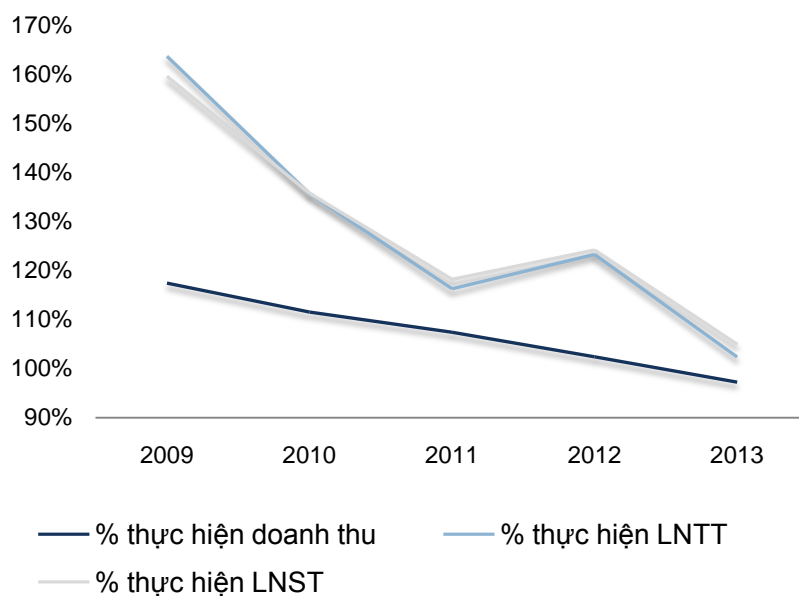
Nguồn: VNM

Vai trò lớn của người điều hành

Nhắc đến Vinamilk không thể không nhắc đến chủ tịch HĐQT kiêm CEO của doanh nghiệp này, bà Mai Kiều Liên (1953), vốn được xem như một trong những nữ doanh nhân nổi tiếng nhất tại Việt Nam. Bà là người Việt Nam duy nhất được tạp chí Forbes vinh danh hai năm liên tiếp 2012 và 2013 trong danh sách “50 nữ doanh nhân quyền lực của châu Á” và được miêu tả là người đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển Vinamilk trở thành một doanh nghiệp tăng trưởng vượt bậc và một thương hiệu nổi tiếng trong khu vực sau hơn 20 năm nắm giữ cương vị CEO. Tuy nhiên điều này cũng dấy lên lo ngại về khoảng trống quản trị và chất lượng của đội ngũ kế thừa tại VNM trong giai đoạn sắp tới sẽ khó vượt qua được cái bóng của người tiền nhiệm. Điều này không chỉ xảy ra với VNM mà còn tại những doanh nghiệp lớn khác ở Việt Nam, vốn sẽ phải đối mặt với vấn đề nhân sự kế thừa cho những lứa doanh nhân đầu tiên sau Đổi Mới.

Tình hình tài sản – nguồn vốn, 2009-2013


Nguồn: VNM

So sánh kế hoạch và thực hiện qua các năm của VNM*


* Những chỉ tiêu này nhằm mục đích đánh giá khả năng hoạch định kế hoạch và hoàn thành kế hoạch của doanh nghiệp.

Nguồn: VNM

Thương hiệu phổ biến từ khu vực thành thị cho đến nông thôn
Bảng xếp hạng 10 nhà sản xuất hàng đầu ở 4 thành phố chính, 2014

Xếp hạng Nhà sản xuất	Điểm tiếp cận người dùng 2013	Tỷ lệ hộ mua %	Tần suất mua
1 Vinamilk	74.588.671	97,5	32,1
2 Unilever	57.443.108	99,6	24,2
3 Masan	33.263.962	95,6	14,6
4 Vina Acecook	24.584.054	89,7	11,5
5 Friesland Campina	22.725.385	76,9	12,4
6 Nestle	22.725.385	84,7	10,1
7 Pepsico	20.072.390	75,2	11,2
8 P&G	19.647.224	91,6	9
9 Ajinomoto	13.354.107	84,9	6,6
10 Calofic	12.899.866	79,6	6,8

Bảng xếp hạng 10 nhà sản xuất hàng đầu ở nông thôn, 2014

Xếp hạng Nhà sản xuất	Điểm tiếp cận người dùng 2013	Tỷ lệ hộ mua %	Tần suất mua
1 Unilever	407.009.306	99,8	25,2
2 Masan	297.556.856	97,8	18,8
3 Vinamilk	212.873.299	81,7	16,1
4 Vinan Acecook	142.707.986	80,9	10,9
5 Asia Foods	113.258.816	72,9	9,6
6 Calofic	95.686.739	79,9	7,4
7 Ajinomoto	95.280.533	78,5	7,5
8 P&G	94.751.331	86,1	6,8
9 Liwayway	76.933.265	41,7	11,4
10 Friesland Campina	76.620.923	55,7	8,5

Nguồn: Kantar Worldpanel

Theo bảng xếp hạng Brand Footprint của Kantar Worldpanel công bố vào ngày 22/05/2014 dành cho thị trường Việt Nam đối với các thương hiệu FMCG được chọn mua nhiều nhất, Vinamilk dẫn đầu tại khu vực thành thị. Nhà sản xuất các sản phẩm sữa hàng đầu trong nước đến được với 98% các hộ gia đình thành thị và được họ chọn mua gần 75 triệu lần. Ở nông thôn, Vinamilk giữ vị trí thứ 3, đến được với 82% hộ gia đình nông thôn và được chọn mua hơn

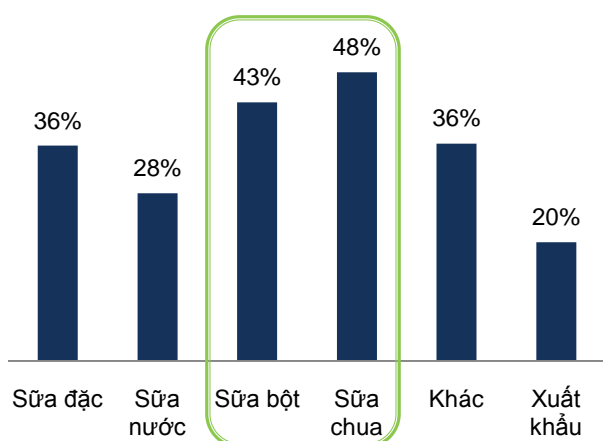
200 triệu lần.

Chúng tôi tin rằng, VNM sau gần 40 năm hoạt động đã và đang chiếm lĩnh thị trường nội địa nhờ tập trung vào quảng cáo, tiếp thị và không ngừng đổi mới sản phẩm, đảm bảo chất lượng theo hướng phù hợp với nhu cầu dinh dưỡng đặc thù của người Việt Nam cùng với mức giá cả phù hợp thu nhập khả dụng của đại bộ phận dân chúng.

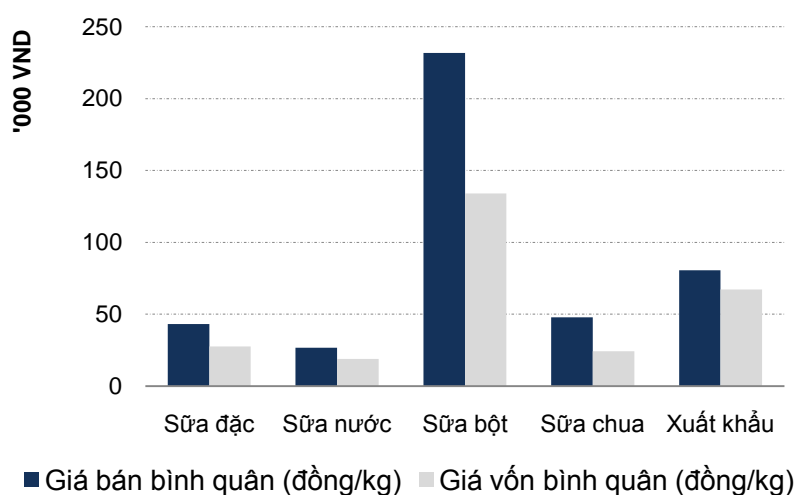
Danh mục sản phẩm đa dạng, vị thế dẫn đầu ở hầu hết các ngành hàng*

** Xem thêm ở phụ lục 4,5,6*

Biên lãi gộp từng ngành hàng, 2014E

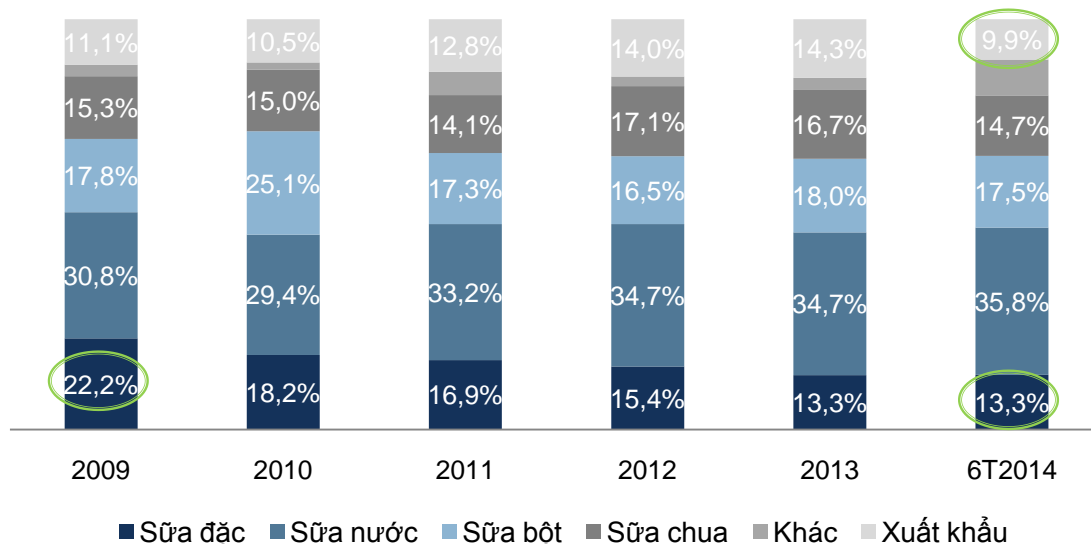


Giá bán và giá vốn bình quân, 2014E

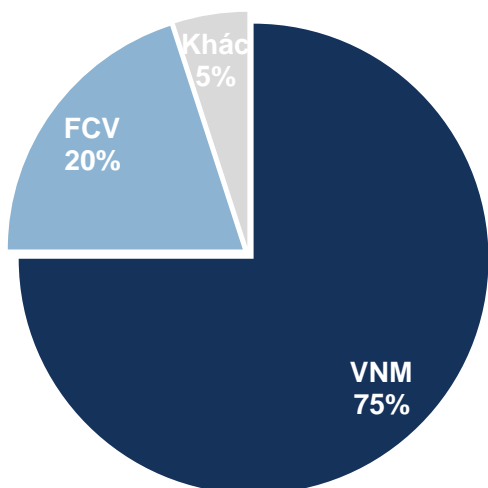
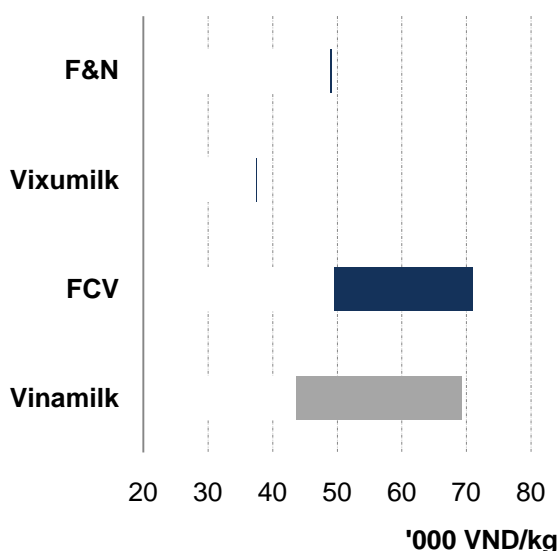
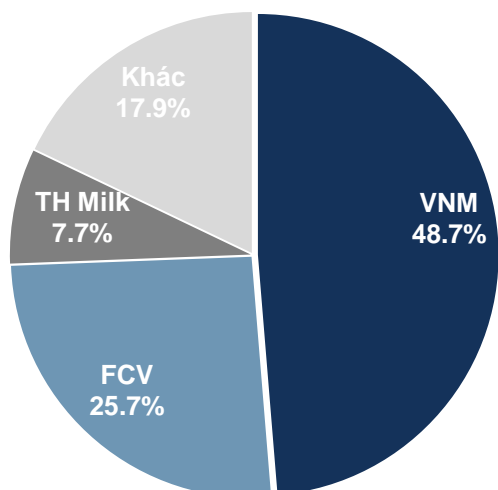


** Giá bán và biên lãi gộp sữa bột được tính toán trước khi bị áp giá trần bởi Chính phủ*

Cơ cấu doanh thu qua các năm



Nguồn: VNM, FPTSE

Thị phần sữa đặc, 2013

Khung giá bán lẻ sữa đặc có đường trên thị trường

Thị phần sữa nước, 2013


(1) Sữa đặc – thị trường bão hoà

VNM thống trị thị trường này với 2 nhãn hiệu nổi tiếng là Sữa Ông Thọ và Ngôi sao Phương Nam, chiếm đến 75% thị trường nội địa, theo sau là Friesland Campina Việt Nam (FCV) với 20% thị phần. Ngành hàng này từng là xuất phát điểm của doanh nghiệp tuy nhiên hiện chỉ chiếm trên dưới 13% trên cơ cấu doanh thu do nhu cầu thị trường đã tiến tới bão hoà.

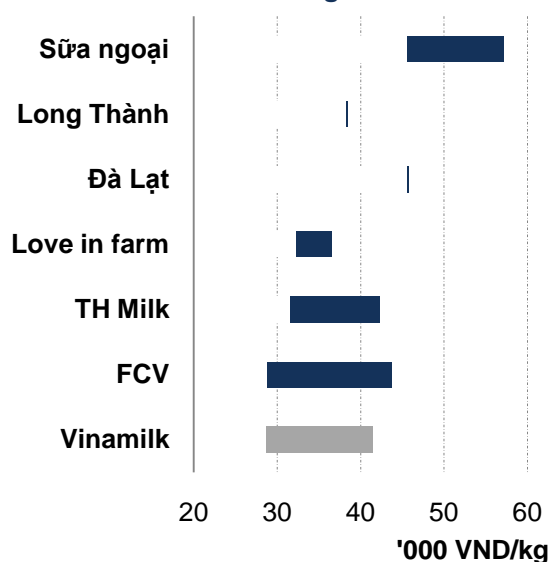
Sản phẩm này cung cấp năng lượng cao, nhưng nghèo đạm, vitamin, khoáng chất và có quá nhiều đường nên không thực sự giàu dinh dưỡng. Do đó hiện chủ yếu được sử dụng như thành phần “gia vị” trong các loại bánh, kẹo, cà phê, trà... Tuy biên lãi gộp sữa đặc tương đối cao (~36%) nhưng chúng tôi cho rằng VNM sẽ không còn chú trọng quá nhiều nguồn lực vào ngành hàng này. Thị trường tiêu thụ chủ yếu sẽ là khu vực nông thôn và xuất khẩu đi thị trường Campuchia, và có thể là Myanmar.

(2) Sữa nước – thị phần dẫn đầu

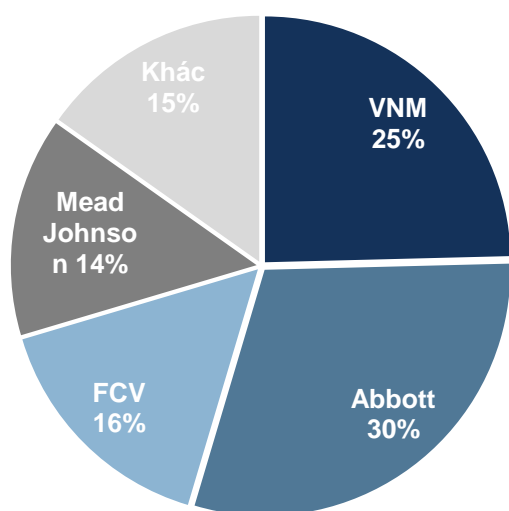
Chúng tôi cho rằng xu hướng của người tiêu dùng sẽ hướng đến các sản phẩm sữa nước có nguồn gốc từ sữa tươi (*thanh trùng hoặc sữa tươi tiệt trùng*) và dần dần thay thế dòng sản phẩm hoàn nguyên có nguồn gốc từ sữa bột (*Xem phụ lục 4*). Chính vì thế, không chỉ riêng VNM mà các doanh nghiệp sản xuất sữa nước khác như FCV, TH Milk hay IDP đều xem việc phát triển đàn bò và nguồn nguyên liệu trong nước như là yếu tố sống còn để tồn tại và cạnh tranh trên thị trường. Thử điểm qua một số doanh nghiệp sữa nước hiện tại:

- **FCV** là đối thủ cạnh tranh truyền thống của VNM trong ngành hàng sữa nước, tuy nhiên số liệu thống kê thị phần của Euromonitor cho thấy sự hụt hơi của doanh nghiệp này. Nếu như vào năm 2009, tương quan thị phần sữa nước của VNM và FCV là **38,7%/25,2%** thì đến năm 2013 tỷ lệ này đã là **48,7%/25,7%**. Tổng đàn bò hiện tại mà FCV thu mua sữa nguyên liệu là 35.000 con. Gần đây doanh nghiệp bị vướng vào vụ lùm xùm về vấn đề ngộ độc sữa Cô gái Hà Lan tại Nam Định.
- **TH Milk**: Đặc thù của TH Milk là chỉ sử dụng sữa nguyên liệu từ trang trại của mình và sau 4 năm phát triển, tổng đàn hiện chỉ ở mức 32.000 con. Do vòng đời của một con bò sữa chỉ vào khoảng 7 năm nên chúng tôi cho rằng áp lực loại thải bò và đầu tư mới của TH Milk trong giai đoạn 3 năm tới sẽ rất lớn. Do đó, khả năng mở rộng tổng đàn lên đến 137.000 con vào năm 2017 của doanh nghiệp này có vẻ khó khả thi. Nếu không phát triển được tổng đàn nhanh thì việc tiến chiếm thị phần của các doanh nghiệp sữa còn lại sẽ khó khăn. Thêm nữa, hoạt động quảng cáo, marketing trong giai đoạn gần đây của TH theo nhận định của chúng tôi là không còn rầm rộ như trước, vì thông điệp “sữa tươi sạch” không còn là sự độc

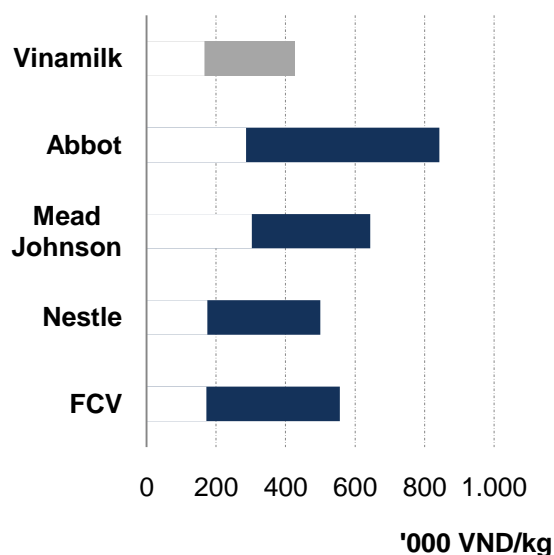
Khung giá bán lẻ sữa nước trên thị trường



Thị phần sữa bột, 2013



Khung giá bán sỉ sữa bột



quyền của doanh nghiệp này nữa.

- Liên kết giữa **Nutifood** và **Hoàng Anh Gia Lai (HAG)** cũng là một đối thủ đáng gờm nhưng câu chuyện này nên được kể ở thì tương lai 2-3 năm tới và hiệu quả chăn nuôi bò sữa của HAG vẫn còn là một ẩn số. Tổng đàn kế hoạch 116.000 con bò sữa hẳn rất lớn nhưng hãy khoan ấn tượng bởi con số này do đến tháng 9, HAG mới nhập lứa bò sữa đầu tiên về và doanh thu sữa tươi của Nutifood dự kiến phải đến 3Q2015 mới được ghi nhận.
- **IDP** phát triển hai thương hiệu Love'in Farm (*trung cấp*) và Ba Vi (*bình dân*). Chiến lược phát triển cho đến hiện tại cũng tương tự như TH Milk là sản xuất 100% sữa tươi, tuy nhiên nguồn cung nguyên liệu chủ yếu đến từ việc liên kết với các hộ chăn nuôi (*chỉ khoảng 10.000 con*) ở phía Bắc và tiềm lực doanh nghiệp này cũng yếu hơn.

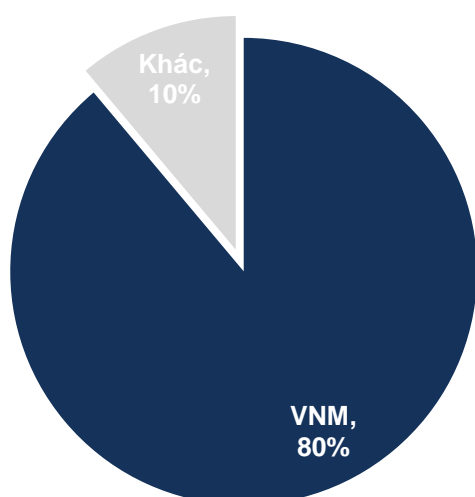
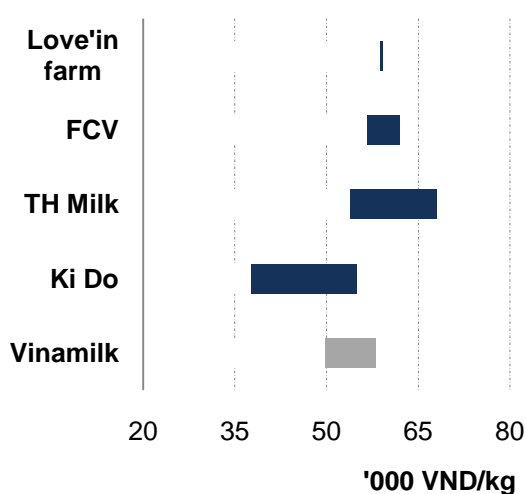
Cạnh tranh không phải là câu chuyện quá mới đối với ngành hàng này, chủ yếu đến từ các đối thủ nội địa và chúng tôi nhận thấy rằng VNM cũng không tỏ ra chậm chân so với những doanh nghiệp khác trong vấn đề mở rộng và phát triển nguồn cung sữa tươi nguyên liệu nội địa. Hiện doanh nghiệp đang có nguồn cung sữa từ 68.000 con bò tổng cộng từ nông dân và đàn bò tự phát triển. Định hướng phát triển các trang trại bò là rõ ràng và chắc chắn, mục tiêu đến năm 2016 chỉ là 28.000 con bò chứ không phải là những con số quá lớn mà những doanh nghiệp đối thủ công bố. Một nguồn cung tiềm tàng còn đến từ mối liên kết với Đức Long Gia Lai trong dự án chăn nuôi quy mô 80.000 con bò mà VNM đứng ra hỗ trợ và bao tiêu.

Xin nhắc lại, mức độ cạnh tranh của thị trường sữa nước sẽ tăng lên trong vài năm sắp tới và thị phần của VNM có thể sẽ khó mở rộng hơn nữa. Tuy nhiên doanh nghiệp đã và đang có những lợi thế nhất định để tiếp tục duy trì vị thế người dẫn đầu thị trường: tiềm lực tài chính mạnh tạo điều kiện đẩy mạnh hoạt động Marketing; kế hoạch tự phát triển đàn bò và liên kết với những nguồn cung khác; kênh phân phối mạnh, đặc biệt ở thị trường nông thôn.

(3) Sữa bột – cạnh tranh chủ yếu với sữa ngoại

Thị trường này có đặc tính phụ thuộc gần như 100% vào nhập khẩu dưới 3 hình thức: **(1)** sữa thành phẩm nhập khẩu (*Abbott, Mead Johnson, Nestle*); **(2)** bột sữa nhập khẩu, phối trộn và đóng gói (*VNM, FCV*); **(3)** Nhập khẩu "xách tay". Do đó, cho dù là ngành hàng có mức sinh lợi cao thì những doanh nghiệp như VNM vẫn chịu rủi ro lớn từ biến động giá nguyên liệu thế giới và tỷ giá.

VNM là doanh nghiệp nội địa có thị phần lớn nhất cạnh tranh chủ yếu với các nhãn sữa nổi tiếng nước ngoài, ngoài ra chúng tôi còn

Thị phần sữa chua, 2013

Khung giá bán lẻ sữa chua


Nguồn: VNM; AC Nielsen; Euromonitor; Cục Quản lý giá; FPT S

nhận thấy sự trở lại mạnh mẽ của Nutifood. **Thị phần ngành hàng này là tương đối khó giành giật** hơn so với sữa nước khi người tiêu dùng có khuynh hướng trung thành cao đối với những sản phẩm nào phù hợp với khẩu vị và thể chất của trẻ. Nghiên cứu của Friesland Campina tại Việt Nam cho thấy 60-70% bà mẹ được khảo sát cho rằng sẽ tiếp tục sử dụng sản phẩm sữa bột hiện tại cho trẻ.

Doanh nghiệp định vị giá bán chủ yếu ở phân khúc bình dân, biểu đồ giá cho thấy các sản phẩm của VNM có vùng giá thấp hơn hẳn so với các đối thủ cạnh tranh chính. Lợi thế về giá là quan trọng nhưng đối với ngành hàng nhạy cảm này, chúng tôi nhận thấy rằng người tiêu dùng sẵn sàng chi ra thêm những mức premium để đổi lấy sự đảm bảo về mặt chất lượng với suy nghĩ sữa ngoại thì luôn tốt. Do đó, chúng tôi cho rằng VNM vẫn sẽ phải kiên trì tuyên truyền, quảng cáo cùng với hoạt động R&D để đem đến những giá trị mới hơn cho người tiêu dùng bên cạnh tiêu chí hợp túi tiền, và để khẳng định chất lượng sữa nội là không thua kém sữa ngoại. Đi kèm với đó, chúng tôi cũng kì vọng sẽ có nhiều hơn những sản phẩm sữa bột ở phân khúc cao cấp, giúp cải thiện biên lãi gộp từ mức 40-43% hiện tại.

(4) Sữa chua – ưu thế của kênh phân phối

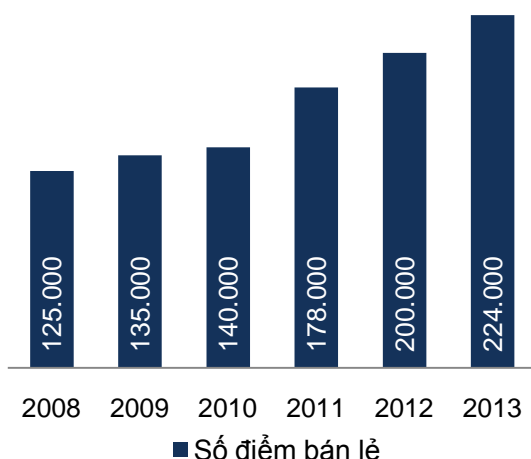
Đặc tính của sản phẩm này là thời gian lưu thông từ nhà máy đến người tiêu dùng càng ngắn thì sữa chua càng đảm bảo được chất lượng. VNM từ trước đến nay vẫn chiếm ưu thế rất lớn trong ngành hàng sữa chua ăn nhờ vào việc có đến 9 nhà máy có công năng sản xuất sữa chua trải rộng khắp cả nước ([Xem phụ lục 8](#)), kết hợp với kênh phân phối rất mạnh, đầu tư lớn vào hệ thống xe tải, kho lạnh, hàng ngàn tủ đông và tủ mát (*rất cần thiết cho các sản phẩm lạnh như sữa chua, sữa thanh trùng*). Do đó, con số thị phần 80% mà doanh nghiệp tuyên bố không phải là không có cơ sở vững chắc.

Chúng tôi nhận thấy nỗi lo cạnh tranh hiện tại chủ yếu đến từ FCV, trong khi những tay chơi mới gia nhập thị trường sẽ cần phải có thời gian để phát triển hệ thống phân phối và đặc biệt là xây dựng thương hiệu trong ngành hàng mà sản phẩm của VNM đã trở nên quá quen thuộc.

Kênh phân phối hàng đầu thị trường tiêu dùng nội địa

VNM sở hữu kênh phân phối truyền thống với hơn 224.000 điểm bán lẻ rộng khắp cả nước và 266 nhà phân phối, đem lại cho doanh nghiệp 90% doanh thu nội địa. 10% còn lại đến từ kênh phân phối hiện đại với hơn 600 siêu thị cùng các cửa hàng chuyên doanh. Tốc độ tăng trưởng điểm bán lẻ của doanh nghiệp này rất ấn tượng trong giai đoạn vừa qua ($CAGR = 12,4\%/năm$), và VNM cũng đang củng cố hệ thống và chất lượng phân phối nhằm giành thêm thị

Thống kê số điểm bán lẻ của VNM qua các năm



Nguồn: VNM

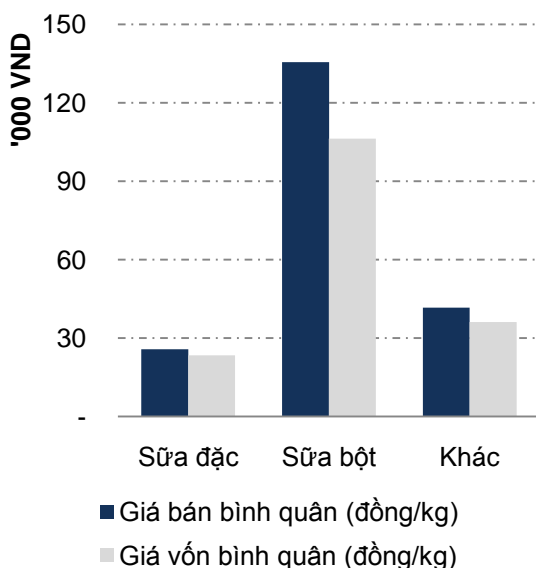
phần, đặc biệt là tại các vùng nông thôn và các đô thị nhỏ. Chúng tôi cho rằng, việc VNM có thể mở rộng số điểm bán nhanh đến như vậy có sự đóng góp lớn của hệ thống quản trị nguồn lực doanh nghiệp (ERP) giúp chuyển đổi hình thức từ bán sỉ sang bán lẻ, quản lý chặt chẽ luân chuyển hàng hoá tại các nhà phân phối, các điểm bán và nâng cao năng suất của đội ngũ nhân viên bán hàng.

Theo chúng tôi, khả năng mở rộng thị trường của VNM là vẫn còn dù con số điểm bán lẻ của doanh nghiệp hiện rất lớn và chỉ xếp sau Unilever. Một thống kê sơ bộ cho thấy số lượng điểm bán lẻ cả nước lên đến con số hơn 500.000 điểm, như vậy độ phủ của doanh nghiệp chỉ mới đạt khoảng trên dưới 45%.

Chúng tôi đánh giá rằng, việc tăng độ phủ ở thị trường nông thôn sẽ là đúng đắn bởi mặc dù mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người cả nước còn thấp phản ánh dư địa tăng trưởng còn nhiều, nhưng nhận thức tiêu dùng sữa tại khu vực thành thị phát triển đã tương đối cao và ngày càng xuất hiện nhiều đối thủ cạnh tranh mới. Mở rộng các điểm bán hàng tại thị trường nông thôn, gắn kết với những thương hiệu bình dân đã được phát triển từ lâu sẽ hỗ trợ tăng trưởng và gia tăng thị phần trong điều kiện sức cầu nội địa vẫn chưa hồi phục như mong đợi, người tiêu dùng vẫn đang thắt chặt chi tiêu và mua sắm chừng mực.

Lưu ý rằng, phát triển ở thị trường nông thôn sẽ gặp hai vấn đề chủ yếu là kênh phân phối và giá cả. Thứ nhất là do dân cư phân tán và hạ tầng chưa tốt khiến việc phát triển mạng lưới khá khó khăn, thứ hai là mức giá bán không thể đồng nhất với khu vực thành thị do mức sống khác nhau trong khi lại phải cân đối hiệu quả với chi phí vận chuyển và bảo quản. Điều này gây trở ngại cho các nhà sản xuất sữa khác trong khi ngược lại, VNM lại có lợi thế về hệ thống nhà máy khắp cả nước, kênh phân phối lớn và đa dạng sản phẩm ở phân khúc bình dân.

Giá bán và giá vốn xuất khẩu bình quân, 2014E



Nguồn: VNM; FPTSE

Thị trường xuất khẩu – chủ yếu là sữa bột và xuất đi Iraq

Doanh thu xuất khẩu của VNM chiếm khoản 13-14% tổng doanh thu hàng năm của doanh nghiệp, hiện đến từ 2 nguồn chính:

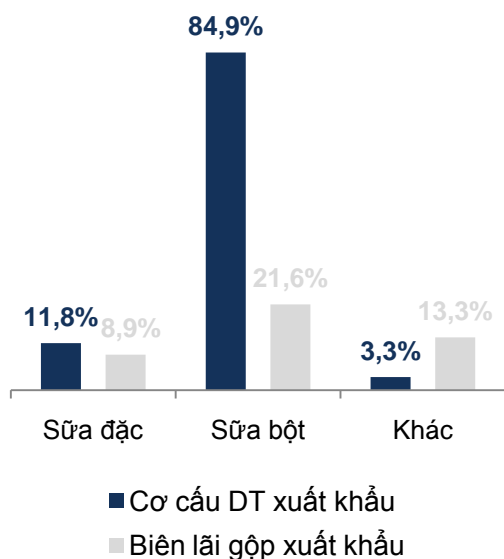
(1) Xuất khẩu sữa bột sang Iraq và sữa đặc sang Campuchia

Biên lãi gộp đối với các sản phẩm xuất khẩu thấp hơn khoảng từ 21,5%-27% so với sản phẩm bán tại thị trường nội địa do VNM không phải trang trải nhiều các loại chi phí bán hàng và các hoạt động marketing (chúng tôi sẽ đề cập sau trong báo cáo)

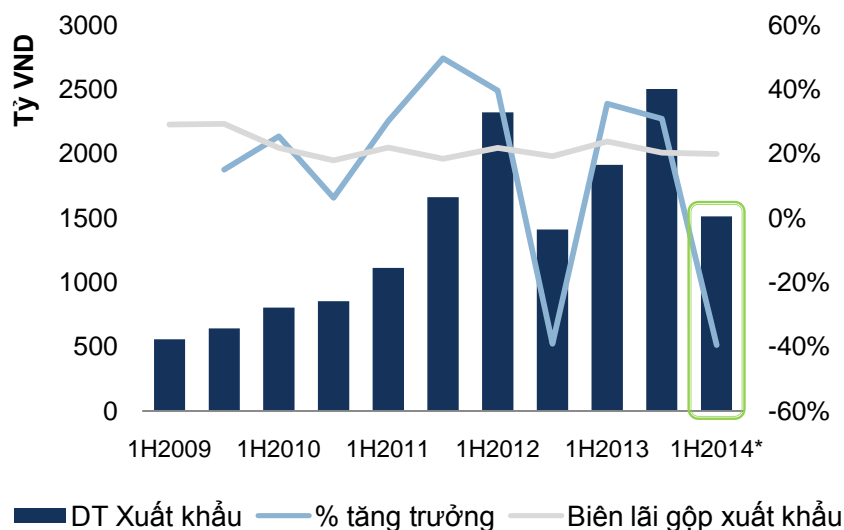
Thị trường này nhìn chung là chưa ổn định. Trước đây do thiếu hụt công suất sản xuất sữa bột nên Vinamilk thường ưu tiên cho thị trường trong nước có biên lãi cao hơn, sau khi đưa vào vận hành nhà máy sữa bột Dielac II thì doanh nghiệp kỳ vọng đẩy mạnh được thị trường này. Tuy nhiên trong 1H2014, tình hình căng thẳng chính

trị tại Iraq đã làm cho lượng xuất khẩu sang thị trường này giảm mạnh và doanh nghiệp còn cho biết triển vọng nửa cuối năm còn lại cũng chưa thể khả quan.

Cơ cấu doanh thu và biên lãi gộp xuất khẩu, 2014E



Doanh thu và biên lãi gộp hoạt động xuất khẩu qua các năm



*: doanh thu xuất khẩu đã loại trừ khoản hợp nhất từ Driftwood

Nguồn: VNM; Bloomberg; FPTSE

(2) Hợp nhất doanh thu từ Driftwood kể từ năm 2014

Driftwood chủ yếu phân phối các sản phẩm sữa và liên quan đến sữa đến hệ thống trường học, bệnh viện, chợ và nhà hàng tại khu vực phía Nam California (USA). Doanh thu 1H2014 đạt hơn 1.400 tỷ, biên lãi gộp ở mức 19% nhưng biên lãi ròng trong cả năm nay ước chỉ đạt khoảng 2% do gánh nặng lãi vay. Chúng tôi kỳ vọng với việc phương án tái cấu trúc từ VNM, hiệu quả kinh doanh sẽ được cải thiện hơn trong những năm về sau.

Gia tăng hoạt động tiếp thị - đặc biệt tại ngành hàng sữa nước và sữa bột để tăng sức cạnh tranh, nâng tầm thương hiệu

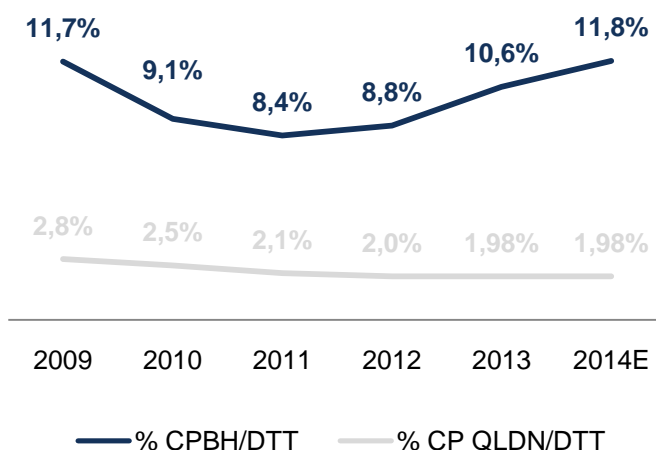
Chúng tôi nhận thấy xu hướng tăng cao trong chi phí bán hàng đã kéo dài sang năm tài chính 2014, đúng như định hướng của doanh nghiệp trong giai đoạn hiện tại là hy sinh lợi nhuận để bảo toàn thị phần và cũng phản ánh đúng tính cạnh tranh ngày càng cao của thị trường sữa trong bối cảnh sức mua đang yếu.

Mức chi cho chi phí bán hàng 1H2014 đã lên đến 11,8% trên doanh thu thuần và tương ứng là 12,7% trên doanh thu nội địa, tuy nhiên tỷ lệ này vẫn còn thấp nếu so sánh với các doanh nghiệp hàng tiêu dùng nhanh khác như KDC (21,9%) hay Masan Consumer (16,6%) trong cùng kỳ. Thông tin chúng tôi có được cũng cho biết tỷ lệ tăng chi phí bán hàng tại FCV, đối thủ trực tiếp của VNM đã lên đến 80%

so với cùng kỳ năm trước. Những dữ liệu này cho chúng tôi cơ sở rằng xu hướng chi mạnh tay cho hoạt động quảng cáo, marketing sẽ còn tiếp tục diễn ra ở VNM.

Lưu ý rằng quy mô hoạt động bán hàng của VNM lớn hơn nhiều so với KDC hay Masan Consumer dù số điểm bán lẻ có thể tương đương (KDC: 176.000 điểm; Masan: 200.000 điểm). Mức chi bán hàng cho 1H2014 đã lên đến 1.980 tỷ đồng, gấp 4,73 lần KDC và gần 1,5 lần MSN.

Tỷ lệ CPBH và QLDN trên doanh thu thuần qua các năm



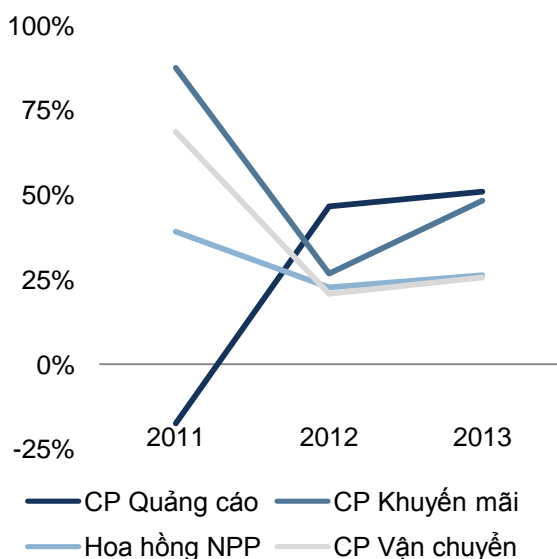
Phân bổ trên từng dòng sản phẩm năm 2014

Phân bổ cho	Tỷ lệ 2014E	Giá trị*
CPBH	11,8%	4.261.568
+ Sữa đặc	7,4%	324.574
+ Sữa nước	13,5%	1.685.808
+ Sữa bột	14,6%	932.748
+ Sữa chua	13,2%	774.421
+ Khác	12,9%	146.353
+ Xuất khẩu	1,9%	58.782
+ Driftwood	12%	338.884
- Chi phí QLDN	1,98%	715.615

* triệu đồng

Nguồn: VNM; FPT-S-E

Tăng trưởng các loại chi phí bán hàng qua các năm



Nguồn: VNM

Trong việc phân bổ chi phí bán hàng vào từng ngành hàng cũng thấy rõ nguồn lực hiện tại của doanh nghiệp đang tập trung ở đâu. Nếu xét về giá trị tuyệt đối thì mức chi cho ngành hàng sữa nước là lớn nhất. Nhưng xét trên tỷ lệ đối với doanh thu thuần của từng ngành hàng, thì VNM đang chi mạnh tay nhất cho sữa bột. Trong ba mặt hàng sữa nước, sữa chua và sữa bột, vị thế của VNM ở thị trường sữa bột là thấp nhất khiến chi tiêu cho hoạt động marketing quảng cáo tại ngành hàng này cũng lớn nhất. Trong khi đó, sữa đặc hầu như không còn nhiều dư địa nên được phân bổ chi phí thấp.

Chúng tôi nhận thấy rằng hiện tại cái tên Vinamilk vẫn chưa xứng tầm với một thương hiệu tầm quốc gia. Doanh nghiệp cũng đã nhận thức được vấn đề này và hiện đang chú trọng nâng cấp thương hiệu để khẳng định vị thế và chất lượng. Ngày 20/5 vừa qua, Hội đồng quản trị Vinamilk đã thông qua nghị quyết bổ nhiệm ông Phan Minh Tiên - nguyên Phó chủ tịch phụ trách ngành hàng thực phẩm của Unilever Việt Nam và nguyên Giám đốc Marketing của Samsung Việt Nam - vào vị trí Giám đốc điều hành marketing (Executive Director of Marketing). Chúng tôi cho rằng có thể hy vọng đây sẽ là một bước tiến mới trong chiến lược marketing của VNM.

Hiện tại, chi phí quảng cáo, tiếp thị, khuyến mãi được áp trần 15% trên tổng chi phí hợp lý được khấu trừ. Chúng tôi kỳ vọng việc xoá

bỏ mức trần này sẽ diễn ra trong vòng 1-2 năm tới, tạo điều kiện cho VNM tận dụng lợi thế về tiềm lực tài chính mạnh của mình để có thể đưa ra được những chiến lược marketing tầm cỡ, song phẳng với doanh nghiệp ngoại và vượt trội so với doanh nghiệp nội địa.

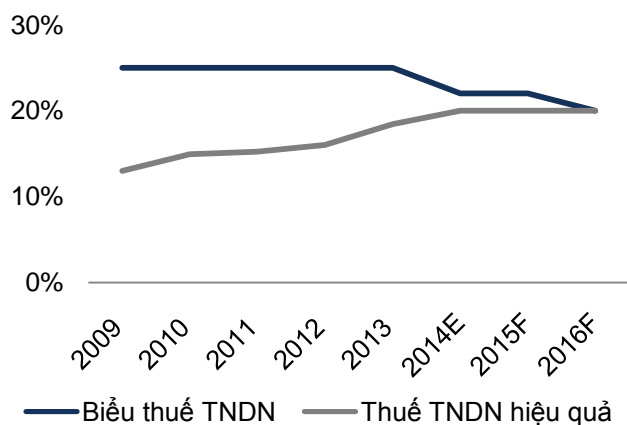
Năng lực sản xuất và hệ thống các nhà máy

Chúng tôi ước tính hiện tại, năng lực sản xuất của VNM cho từng dòng sản phẩm vào khoảng hơn 800 triệu lít sữa nước, 326 triệu hộp sữa đặc (380g), 67.500 tấn sữa bột và 1.162 tỷ hũ sữa chua (100g). Tổng cộng có 13 nhà máy trải khắp đất nước, tính đến nay chỉ còn nhà máy Tiên Sơn là còn hạn miễn thuế thu nhập 50% đến hết năm 2015 (Xem phụ lục 7), như vậy từ 2016 trở đi thì mức thuế suất doanh nghiệp hiệu quả của VNM sẽ tiệm cận biểu thuế của Chính phủ.

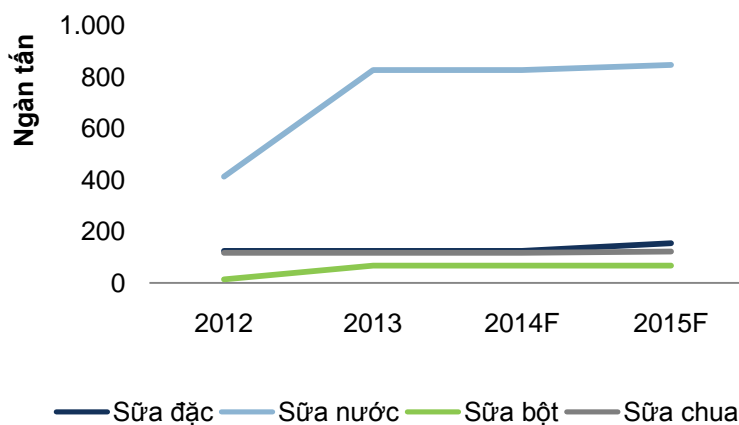
Nhà máy tại Campuchia sau khi đi vào vận hành vào nửa sau năm 2015 sẽ giúp gia tăng công suất thiết kế của doanh nghiệp thêm 19 triệu lít sữa nước, 64 triệu hũ sữa chua và 80 triệu hộp sữa đặc.

VNM có kế hoạch nâng công suất nhà máy sữa nước Việt Nam từ 400 triệu lít/năm lên 800 triệu lít/năm kể từ năm 2017 trở đi. Tuy nhiên chúng tôi khá thận trọng với phương án này, bởi lẽ theo đà tăng trưởng thị trường sữa nước thì có vẻ như đến năm 2017 VNM vẫn chưa sử dụng hết công suất hiện tại của nhà máy này, trừ khi doanh nghiệp mở rộng được một thị trường khác.

Thuế suất TNDN các năm



Công suất thiết kế (quy tấn) các dòng sản phẩm



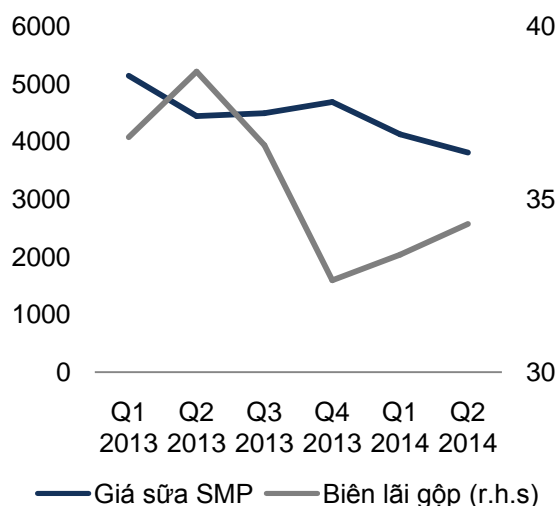
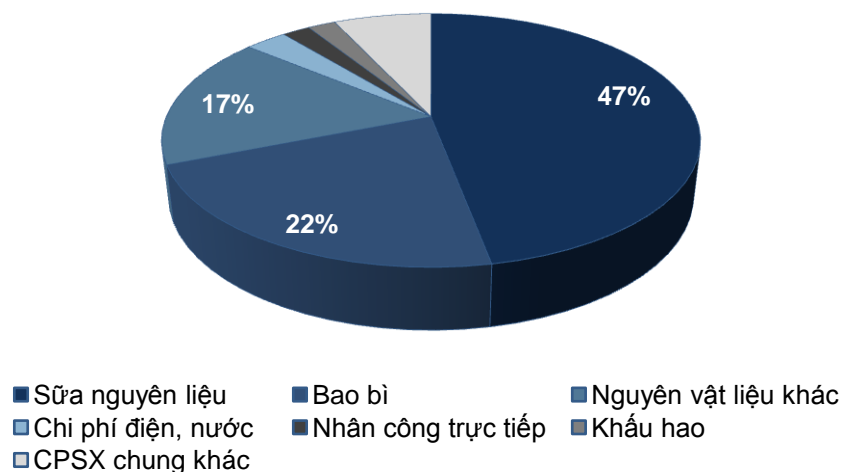
Nguồn: VNM; FPT-S-F

Chi phí đầu vào – tác động lớn của sữa nguyên liệu nhập khẩu

Sữa nguyên liệu đến từ 2 nguồn chính:

+ *Bột sữa nhập khẩu (~37% COGS) từ New Zealand, Mỹ và Úc với hai loại nguyên liệu chính là sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột tách béo (SMP).*

+ *Sữa tươi nguyên liệu thu mua từ hộ nông dân và từ trang trại của doanh nghiệp (~10% COGS).*

Giá SMP và biên lãi gộp các quý

Cơ cấu giá vốn hàng bán 2014


Nguồn: VNM; FPTs

Theo ước tính của chúng tôi, nguồn cung nguyên liệu nội địa hiện chỉ đáp ứng được khoảng **37% nhu cầu sản xuất sữa nước**. Điều này đồng nghĩa với việc hơn 63% sản lượng sữa nước hiện tại của VNM là sữa tiết trùng hoàn nguyên, có nguyên liệu chính là bột sữa nhập khẩu (SMP, WMP). Những ngành hàng còn lại như sữa bột, sữa chua và sữa đặc hầu như cũng đều có thành phần chính là nguyên liệu nhập khẩu này. Điều này cũng lý giải cho tương quan ngược chiều giữa giá bột sữa nhập khẩu và biên lãi gộp của VNM trong giai đoạn vừa qua.

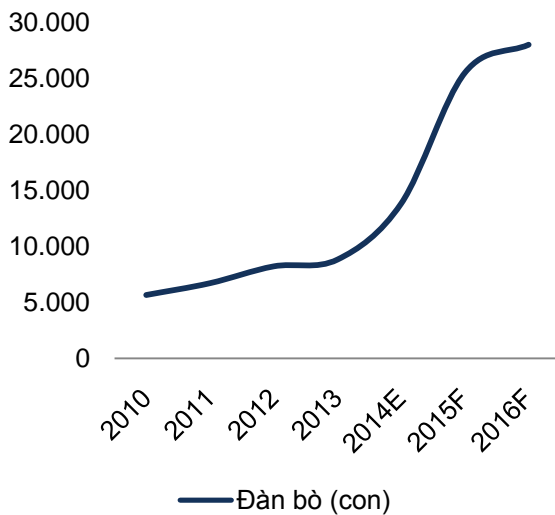
Khả năng cung cấp bằng nguyên liệu trong nước*

Năm	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Trang trại thuộc sở hữu VNM						
Đàn bò (con)	6.712	8.214	8.818	13.818	25.500	28.000
Sản lượng sữa tươi (tấn)	12.848	20.051	24.491	38.378	70.823	77.767
Năng suất (tấn/con)	3,83	4,88	5,55	5,55	5,55	5,55
Thu mua từ nông dân						
Đàn bò (con)	61.000	60.825	59.000	59.000	59.000	59.000
Sản lượng sữa tươi (tấn)	123.918	141.540	132.071	132.071	132.071	132.071
Năng suất (tấn/con)	4,15	4,75	4,57	4,57	4,57	4,57
Tổng nguồn cung sữa tươi cho VNM						
Đàn bò (con)	67.712	69.039	67.818	72.818	84.500	87.000
Sản lượng sữa tươi (tấn)	136.766	161.591	156.562	170.449	202.894	209.838
Sản lượng sữa nước của VNM (tấn)	321.514	390.162	424.797	467.277	514.005	555.125
Khả năng tự cung cấp của VNM (%)	4,0%	5,1%	5,8%	8,2%	13,8%	14,0%
Khả năng cung cấp bằng nguyên liệu trong nước (%)	42,5%	41,4%	36,9%	36,5%	39,5%	37,8%

* Những dự phóng chưa tính đến nguồn cung sữa tươi từ Đức Long Gia Lai

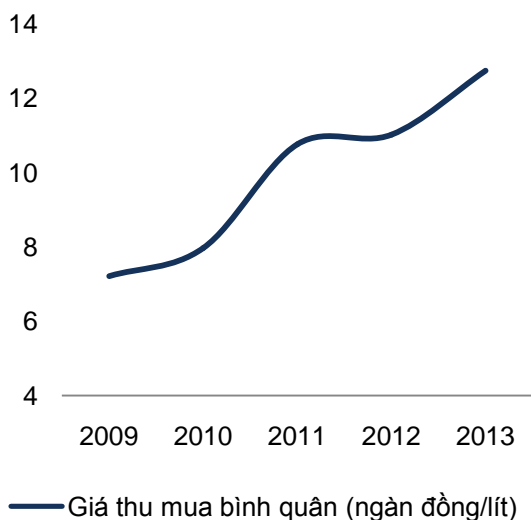
Nguồn: VNM; FPTs-F

Kế hoạch phát triển đàn bò VNM



Nguồn: VNM; FPT S

Giá thu mua sữa nguyên liệu



Nguồn: VNM; FPT S

Tăng tự chủ nguyên liệu nhưng khó cải thiện biên lãi gộp

VNM cho biết, tính đến cuối năm 2013 doanh nghiệp đang sở hữu năm trang trại với đàn bò 8.818 con. Tăng trưởng tổng đàn trong giai đoạn 2010-2013 vừa qua là khá chậm. Lý giải cho việc này, VNM cho biết việc chăn nuôi quy mô lớn ngay lập tức sẽ khó khả thi do cần phải xử lý môi trường, tiểu khí hậu, ngăn ngừa dịch bệnh trước khi nhập bò sữa về. Theo kế hoạch cho giai đoạn 2012-2016, VNM sẽ phát triển thêm 4 trang trại dựa trên quỹ đất hiện tại (*Thanh Hoá: 2.500 ha, Tây Ninh: 800 ha*), tăng số lượng đàn bò lên 25.500 con vào 2015 và 28.000 con vào 2016.

Chúng tôi cũng ước tính để tự chủ hoàn toàn nguyên liệu dành cho sữa nước thì tổng đàn phải lên đến mức 190.000-200.000 con. Một nguồn cung sữa tươi nguyên liệu tiềm tàng cho VNM sẽ đến từ CTCP Tập Đoàn Đức Long Gia Lai (*DLG*) khi doanh nghiệp này vừa công bố kế hoạch đầu tư trang trại bò sữa 80.000 con giống *Holstein Friesian (HF)*, được VNM hỗ trợ và bao tiêu đầu ra. Dự kiến nhanh nhất đến 2Q2015 sẽ đón đàn bò sữa đầu tiên.

Chi phí đầu tư hoàn chỉnh cho 1 con bò sữa vào khoảng 4.000-5.000 USD/con, khấu hao trong vòng 6-7 năm cho thấy gánh nặng tài chính là không nhỏ. Theo chúng tôi được biết thì một trang trại bò phải 4 đến 5 năm mới có thể có lãi. Giá thành sữa ban đầu sẽ cao do chi phí đầu tư cơ bản lớn nhưng tổng đàn ít và sản lượng sữa ít, như tham khảo trang trại bò của VNM ban đầu giá thành sữa có thể lên đến trên 20.000 đồng/lít so với mức giá thu mua 12.000-13.000 đồng/lít trên thị trường.

Do đó, chúng tôi nhấn mạnh rằng, việc gia tăng tỷ trọng của nguồn cung nguyên liệu từ các nông trại của VNM trong ngắn và trung hạn sẽ chỉ đem lại lợi ích về mặt thị trường và thị hiếu, tăng tính chủ động nguyên liệu nhưng ngược lại sẽ khó cải thiện được biên lãi gộp hoạt động của doanh nghiệp.

Giá thu mua sữa tươi năm 2013 của VNM là 12.741 đồng/lít, trong khi giá thành sữa tiết trùng hoàn nguyên từ bột sữa SMP theo ước tính của chúng tôi chỉ khoảng 11.000 đồng/lít. Điều này có nghĩa là chênh lệch còn lớn hơn cả chênh lệch giá bán lẻ giữa sữa tươi tiết trùng và sữa tiết trùng hoàn nguyên (~3-11%).

Vừa qua, trang trại bò sữa của VNM tại Nghệ An trở thành trang trại đầu tiên tại Đông Nam Á, và là 1 trong ba trang trại bò sữa của Châu Á được *Global G.A.P. ControlUnion (Hà Lan)* chứng nhận đạt chuẩn quốc tế Thực hành nông nghiệp tốt toàn cầu (*Global G.A.P.*). Công ty đang tiếp tục triển khai đánh giá tiêu chuẩn *Global G.A.P.* cho toàn bộ các trang trại còn lại của VNM trên toàn quốc. Chúng tôi cho rằng, trên khía cạnh marketing, sự kiện này đã đem đến một sự cam kết, đảm bảo đối với người tiêu dùng về tiêu chuẩn, chất lượng của các sản phẩm sữa Vinamilk.

Các kế hoạch đầu tư đến 2016

Kế hoạch CAPEX (triệu VND)	Tổng mức đầu tư 2012-2016	Giải ngân từ 2013 trở về trước	KH giải ngân 2014	Giải ngân 2015	Giải ngân 2016
Vinamilk	8.580.000	6.391.000	948.000	620.500	620.500
Bò sữa Việt Nam	1.281.000	431.000	412.000	219.000	219.000
Lam Sơn Milk	790.000	223.000	480.000	43.500	43.500
BĐS Quốc tế	151.000	151.000	-	-	-
Driftwood	151.000	33.000	-	-	-
Miraka	33.000	-	-	-	-
Angkor Dairy Products	435.294	-	435.294	-	-
Thống Nhất Thanh Hoá	1.600.000	-	393.000	603.500	603.500
Dự án trang trại bò Lâm Đồng	341.000	-	120.000	110.500	110.500
Tổng cộng	13.362.294	7.229.000	2.788.294	1.597.000	1.597.000

Nguồn: VNM

Dự phóng tài chính giai đoạn 2014-2020

2014 – triển vọng khả quan cho Q3, Q4

(1) Trong năm 2014, đồng thời có khá nhiều tác động tiêu cực lên hoạt động của VNM

Thị trường xuất khẩu gặp khó bởi rủi ro địa chính trị. Sản lượng xuất khẩu sữa bột (~85% doanh thu xuất khẩu) sang thị trường Iraq bị sụt giảm do tình hình căng thẳng chính trị tại quốc gia này. Chúng tôi ước tính sản lượng sữa bột xuất khẩu năm 2014 đạt khoảng 19.200 tấn, doanh thu hoạt động xuất khẩu của công ty mẹ năm 2014 đạt khoảng 3.071 tỷ đồng (-30,4% YoY).

Chi phí khấu hao gia tăng do khấu hao nguyên năm cho hai siêu nhà máy. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao trong năm 2014 lên đến 1.064 tỷ đồng (+49,7% YoY).

Nhà máy	Ngày vận hành	Vốn đầu tư	CS thiết kế
NM Dielac II	24/04/2013	2.000 tỷ	54.000 tấn
NM sữa nước	11/09/2013	2.400 tỷ	400 triệu lít

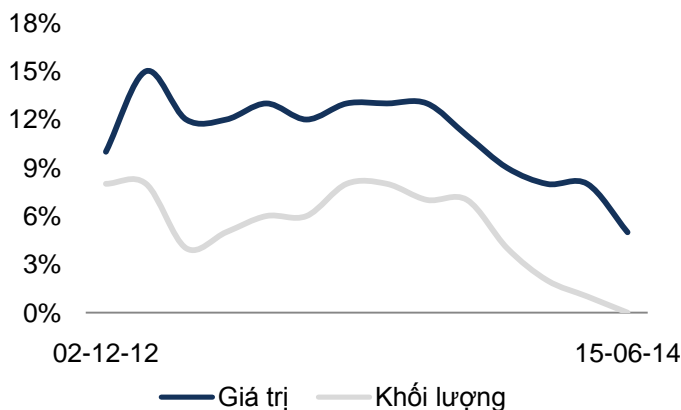
Áp trần đối với các sản phẩm sữa dành cho trẻ em dưới 6 tuổi kể từ 01/06, ảnh hưởng đến lợi nhuận 2H2014. Theo thống kê của chúng tôi, các sản phẩm sữa bột của VNM bị giảm giá bán buôn từ 14-20% so với trước khi bị áp trần. Theo đó biên lãi gộp ngành hàng sữa bột đã giảm về mức xấp xỉ 39-40%, gây tác động làm giảm lợi nhuận năm 2014 một khoản 130 tỷ đồng.

(2) Tuy nhiên, bên cạnh đó là những tín hiệu lạc quan cho phần còn lại của năm 2014

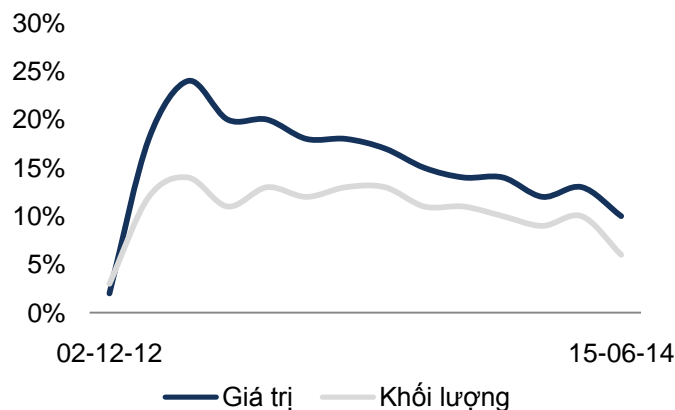
Doanh thu nội địa của doanh nghiệp vẫn đang tăng trưởng tốt so với toàn ngành

Khảo sát của Kantar Worldpanel kéo dài từ tháng 12/2012 đến nay cho thấy mức tăng trưởng tiêu thụ sữa ở cả hai khu vực là thành thị và nông thôn đang trong xu hướng giảm, trong đó thị trường thành thị thể hiện mức sụt giảm mạnh hơn.

Tăng trưởng tiêu thụ sữa khu vực thành thị (4 thành phố chính)



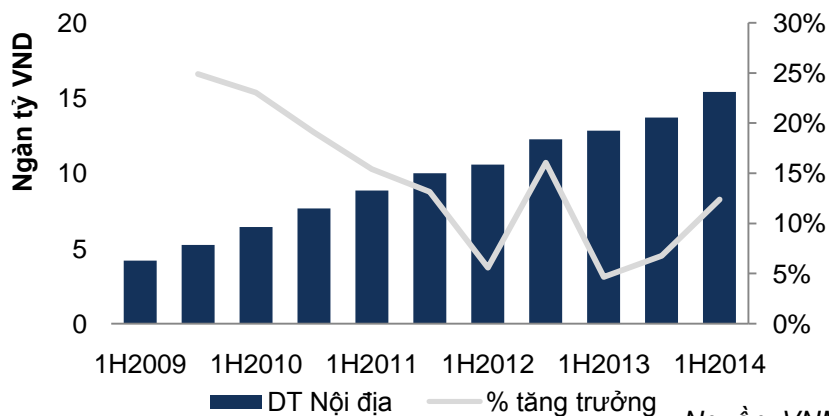
Tăng trưởng tiêu thụ sữa khu vực nông thôn



Nguồn: Kantar Worldpanel

Tuy nhiên, doanh thu nội địa 1H2014 của VNM vẫn đạt mức tăng trưởng 12,4% so với 6 tháng trước đó. Nếu loại bỏ mức tăng giá bán sữa bình quân khoảng 6% vào đầu tháng 2/2014 thì tăng trưởng sản lượng tiêu thụ cũng đã xấp xỉ 6,4%. Điều này là cơ sở để chúng tôi dự đoán rằng thị phần của doanh nghiệp vẫn đang được bảo toàn. Dự phóng cả năm 2014, doanh thu nội địa ước đạt 30.337 tỷ đồng (+14,3% YoY), lãi gộp ước đạt 11.069 tỷ (+8,3% YoY).

Tăng trưởng doanh thu nội địa

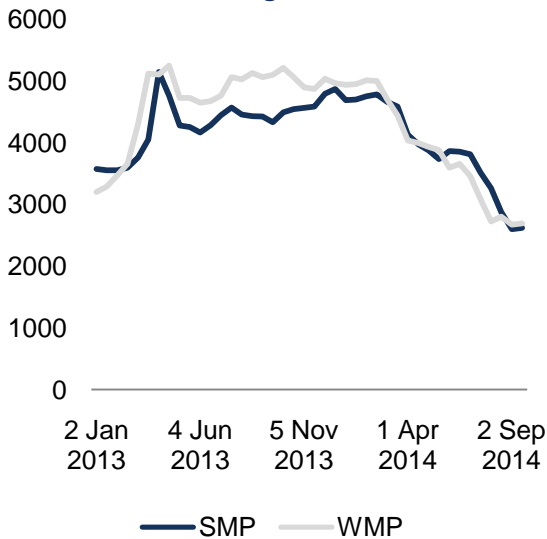


Nguồn: VNM

Doanh thu xuất khẩu hợp nhất tăng trưởng nhờ Driftwood

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Driftwood trong cả năm 2014 đạt khoảng 2.824 tỷ đồng và đóng góp thêm 537 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Như vậy, trên báo cáo hợp nhất của VNM, doanh thu xuất khẩu (thị trường xuất khẩu + Driftwood) ước đạt khoảng 5.896 tỷ

Giá giao dịch bột sữa nguyên liệu trên thế giới



Nguồn: Globaldairytrade

đồng (+33,6% YoY), lãi gộp ước đạt 1.168 tỷ (+21,5% YoY).

Giá bột sữa nhập khẩu giảm giúp cải thiện biên lãi gộp

Chi phí sản xuất của VNM luôn có độ trễ nhất định so với biến động giá 2 nguyên liệu SMP, WMP trên thị trường quốc tế (~37% COGS). Với sự sụt giảm rất mạnh từ mức 4.868 USD/tấn đầu năm 2013 xuống còn khoảng 2.619 USD/tấn hiện tại (-46,2%) đối với SMP và từ 4.958 USD/tấn xuống còn 2.692 USD/tấn đối với WMP (-45.7%), rõ ràng chúng ta có thể kỳ vọng vào một mức biên lãi gộp cao hơn cho 2H2014.

Sức mua được kỳ vọng sẽ cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng sức mua của ngành sữa nói riêng và hàng tiêu dùng nói chung sẽ được cải thiện kể từ 3Q2014 trở đi dựa vào những cơ sở:

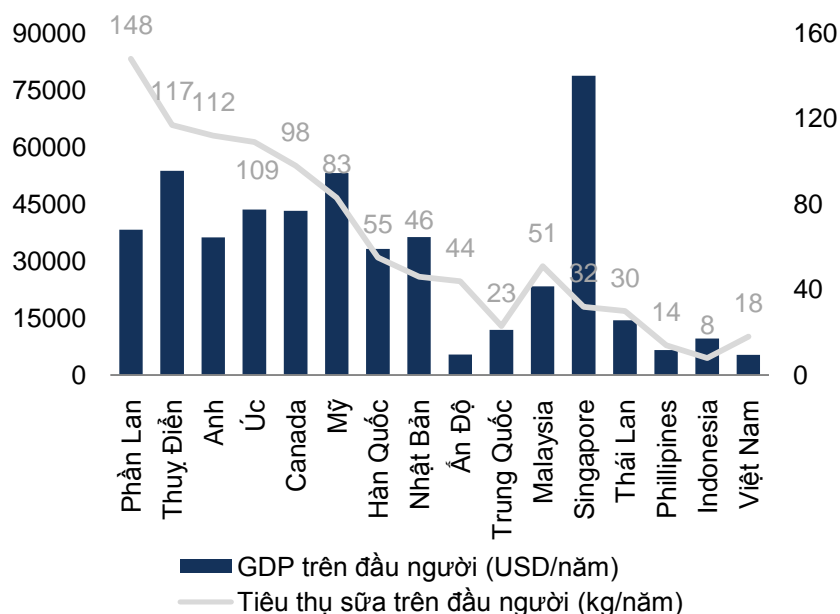
- Theo Tổng Cục Thống kê, tính đến T8/2014, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 1900,4 nghìn tỷ đồng, tăng 11,4% so với cùng kỳ năm 2013, nếu loại trừ yếu tố giá thì đạt mức tăng 6,4%, cao hơn mức tăng 5,3% của cùng kỳ năm 2013.
- Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam ANZ-Roy Morgan (Vietnam CCI) tháng 8 đạt 135,5 điểm, tăng 1,4 điểm so với tháng trước. Chỉ số hiện tại đã cao hơn chỉ số trung bình 131,6 tính từ đầu năm 2014 đến nay và đạt cao nhất kể từ tháng 3 vừa qua. Chỉ số tăng chủ yếu do người tiêu dùng tin vào tình hình kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng trong năm tới.

Triển vọng dài hạn

(1) Mức tiêu thụ bình quân đầu người thấp thể hiện dư địa tăng trưởng.

Trung bình một người Việt Nam tiêu thụ khoảng 18 kg sữa và các sản phẩm liên quan đến sữa mỗi năm. Có 2 vấn đề cần lưu ý:

- Nhìn chung mức tiêu thụ ở khu vực châu Á thấp hơn so với khu vực Âu Mỹ. Điều này được giải thích một phần bởi triệu chứng không dung nạp Lactose (một loại đường có trong sữa bò) thường thấy ở người Châu Á.
- So với đa số các quốc gia Châu Á khác thì mức tiêu thụ sữa của Việt Nam thấp hơn, do thu nhập bình quân thấp. Điều này chứng tỏ dư địa tăng trưởng ngành sữa là còn nhiều, nếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng thu nhập. Bên cạnh đó, còn có những nhân tố khác hỗ trợ tăng trưởng như: tốc độ gia tăng dân số và đô thị hoá cao, nhận thức người tiêu dùng về sức khỏe ngày càng nâng cao và ngày càng có nhiều phụ nữ tham gia vào lực lượng lao động. [\(Xem phụ lục 2\)](#)

Tiêu thụ sữa bình quân đầu người các nước, 2013


* GDP tính theo PPP

Nguồn: Bloomberg; FPTTS

(2) Tiềm năng thị trường nội địa

Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng nội địa ở hầu hết các ngành hàng cho giai đoạn 2014-2020 đều sẽ sụt giảm so với giai đoạn 2009-2013, do thời kỳ tăng trưởng nhanh của doanh nghiệp có vẻ như đã kết thúc và môi trường cạnh tranh sắp tới cũng sẽ tăng cao hơn. Tuy nhiên, định hướng nâng cấp dần thương hiệu của VNM cho chúng tôi kỳ vọng về một danh mục sản phẩm có tỷ trọng của phân khúc trung và cao cấp nhiều hơn trước.

Dự phóng sản lượng và doanh thu từng ngành hàng nội địa

Chỉ tiêu	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Sản lượng(tấn)	752.678	817.011	875.116	938.059	1.006.276	1.080.248	1.160.502
- Sữa đặc	101.730	102.747	103.569	104.398	105.233	106.075	106.924
- Sữa nước	467.277	514.005	555.125	599.535	647.498	699.298	755.242
- Sữa bột	28.300	31.413	34.083	36.980	40.123	43.534	47.234
- Sữa chua	122.883	131.485	139.374	147.736	156.601	165.997	175.956
- Khác	32.488	37.361	42.965	49.410	56.821	65.344	75.146
Doanh thu (tỷ)	30.336.785	34.347.836	38.505.167	43.209.323	48.537.535	54.578.655	61.435.011
- Sữa đặc	4.403.378	4.714.256	5.037.089	5.382.028	5.750.590	6.144.390	6.565.158
- Sữa nước	12.531.002	14.611.148	16.726.843	19.148.889	21.921.649	25.095.903	28.729.790
- Sữa bột	6.401.603	6.986.090	7.579.907	8.224.200	8.923.257	9.681.733	10.504.681
- Sữa chua	5.868.351	6.655.883	7.478.551	8.402.900	9.441.498	10.608.467	11.919.674
- Khác	1.132.451	1.380.458	1.682.778	2.051.306	2.500.543	3.048.161	3.715.709

Nguồn: VNM; FPTTS-F

Tổng hợp dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ từng ngành hàng nội địa

Ngành hàng	CAGR 2009-2013	CAGR 2013-2020F
Sữa đặc	6,2%	0,86%
Sữa nước	24,4%	8,57%
Sữa bột	21,1%	9,21%
Sữa chua	23,5%	6,28%
Khác	22,9%	15%

Nguồn: VNM; FPT-S-F

(3) Tiềm năng thị trường xuất khẩu

Doanh thu thị trường xuất khẩu

- Xuất khẩu sữa bột được kỳ vọng sẽ ổn định trở lại sau những biến động về địa chính trị khu vực Trung Đông. Tuy nhiên chúng tôi giữ quan điểm thận trọng cho cả năm 2014 bởi tình hình xung đột hiện đang rất căng thẳng ở khu vực phía bắc của Iraq tiếp giáp với biên giới Syria.
- Kể từ năm 2015 doanh thu xuất khẩu sẽ có sự đóng góp từ nhà máy Campuchia, có công suất thiết kế 19 triệu lít sữa nước, 64 triệu hũ sữa chua và 80 triệu hộp sữa đặc. Thị trường Campuchia không có nhiều số liệu để chúng tôi đưa ra những nhận định về tiềm năng, nhưng chúng tôi nghĩ rằng có thể sử dụng thị trường Việt Nam khoảng 10-15 năm trước để làm tham chiếu. VNM cho biết hiện đang dẫn đầu tại thị trường này và kênh phân phối ở quốc gia này hiện tại vẫn còn rất yếu kém. Dân số Campuchia hiện vào khoảng 15,2 triệu người, GDP danh nghĩa năm 2013 đạt mức 15,25 tỷ USD.
- Chúng tôi chưa có thông tin về những thị trường xuất khẩu khác của VNM. Tuy nhiên việc VNM đã được Cục Dược phẩm và thực phẩm Hoa Kỳ (FDA) cấp số đăng ký để được phép xuất khẩu hàng vào nước này, cho thấy sản phẩm của VNM hoàn toàn có thể thâm nhập vào những thị trường đòi hỏi yêu cầu cao và nghiêm ngặt về hệ thống chất lượng và an toàn thực phẩm. Myanmar có thể là một điểm đến khả thi, trong khi thị trường Trung Quốc vẫn chưa mở đủ nhu cầu tại thị trường này rất lớn do hiện tại cả 2 nước chưa có hiệp định giao thương chính thức về mặt hàng sữa.

Doanh thu từ Driftwood

VNM kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 5%/năm. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng doanh nghiệp sẽ tiếp tục chiến lược nhập khẩu hàng tự sản xuất đối với Driftwood như đã làm với

Miraka.

Dự phóng sản lượng và doanh thu xuất khẩu, 2014F-2020F

Chỉ tiêu	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Sản lượng xuất khẩu (tấn)	33.366	53.137	60.945	67.147	72.790	78.433	84.075
- Sữa đặc	14.128	20.283	20.283	21.280	24.320	27.360	30.400
- Sữa nước	-	3.925	9.814	13.739	15.702	17.664	19.627
- Sữa bột	19.238	27.648	27.648	27.648	27.648	27.648	27.648
- Sữa chua	-	1.280	3.200	4.480	5.120	5.760	6.400
Doanh thu xuất khẩu	144,27	209,10	222,00	231,81	239,78	247,76	255,73
- Sữa đặc	17,06	24,49	24,49	25,69	29,37	33,04	36,71
- Sữa nước	-	5,73	14,33	20,07	22,93	25,80	28,67
- Sữa bột	122,46	176,00	176,00	176,00	176,00	176,00	176,00
- Sữa chua	-	2,87	7,18	10,05	11,49	12,92	14,36
- Khác	4,75	-	-	-	-	-	-
Doanh thu Driftwood	132,64	139,27	146,24	153,55	161,23	169,29	177,75
Tổng doanh thu xuất khẩu (triệu USD)	276,91	348,37	368,24	385,36	401,01	417,04	433,48

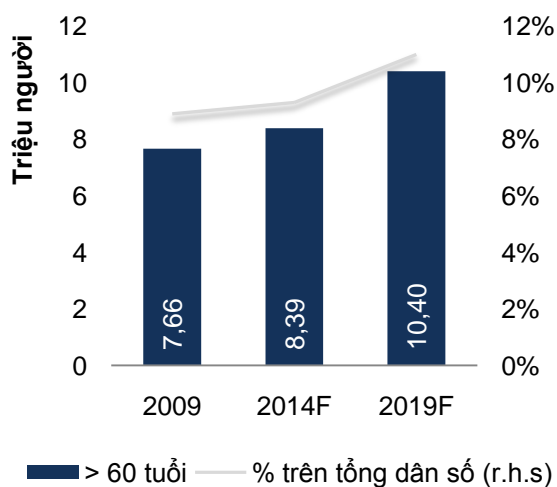
Nguồn: VNM; FPT-S-F

(4) Những triển vọng khác

Chúng tôi nhận thấy triển vọng ở một số phân khúc sữa và nước giải khát mà VNM có thể có tiềm năng phát triển:

Già hoá dân số giúp phát triển các sản phẩm sữa dành cho người cao tuổi

Tỷ lệ dân số trên 60 tuổi đến năm 2019



Nguồn: Tổng Cục Dân số - KHHGĐ

Từ năm 2007, Việt Nam đã bước vào giai đoạn được gọi là cơ cấu dân số vàng và ước tính sẽ cần khoảng 25-30 năm, thậm chí chỉ 15 năm để chuyển sang già hoá dân số. Hiện Việt Nam có khoảng 8,4 triệu người trên 60 tuổi tức xấp xỉ 9,3% tổng dân số. Một ước tính của Tổng Cục Dân số cho thấy đến 2019, số người trên 60 tuổi sẽ đạt 10,4 triệu người (11% tổng dân số). Khi tỷ lệ này vượt quá 10% thì có thể gọi là cơ cấu dân số đang già, trên 20% thì là giai đoạn dân số đã già.

Như vậy thị trường sản phẩm sữa dinh dưỡng dành cho người cao tuổi tại Việt Nam là rất tiềm năng, kèm theo việc tỷ lệ người cao tuổi dùng sữa tại Việt Nam cũng không cao khiến dư địa tăng trưởng còn nhiều. VNM đã có mặt trên thị trường này với các sản phẩm như Sure Prevent, Canxi Pro nhưng mức độ nhận diện còn chưa cao. Tuy vậy, chúng tôi cũng đặt kỳ vọng vào doanh nghiệp ở thị trường này trong trung và dài hạn.

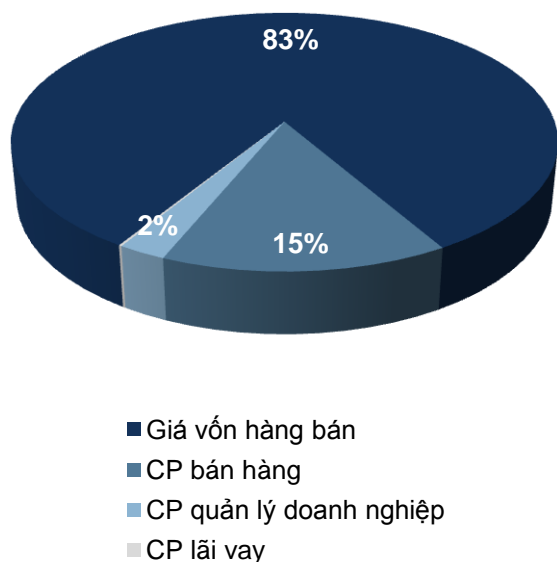
Các sản phẩm nước giải khát có lợi cho sức khỏe

Doanh nghiệp cho rằng định hướng đối với ngành hàng nước giải khát sẽ vẫn là phát triển những sản phẩm dinh dưỡng không có

gas và có lợi cho sức khỏe. Chúng tôi nhận thấy đây là hướng đi thích hợp và đồng bộ với mục tiêu trở thành tập đoàn dinh dưỡng hàng đầu của VNM.

Những kết quả dự phóng khác

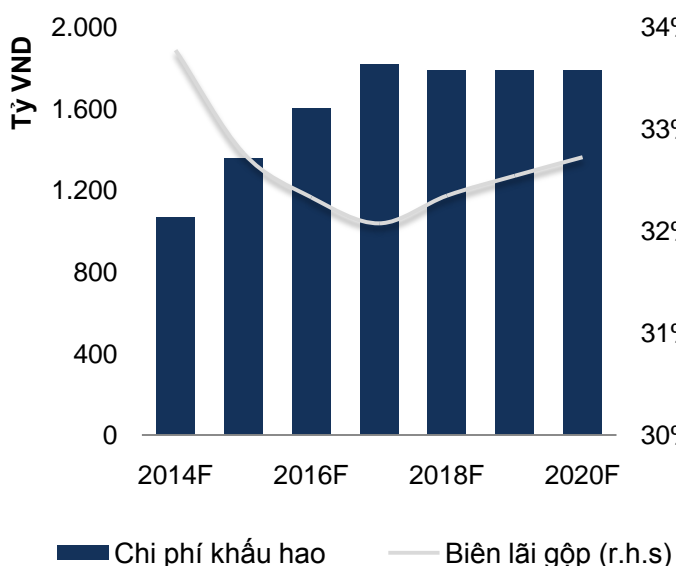
Cơ cấu chi phí, 2014F



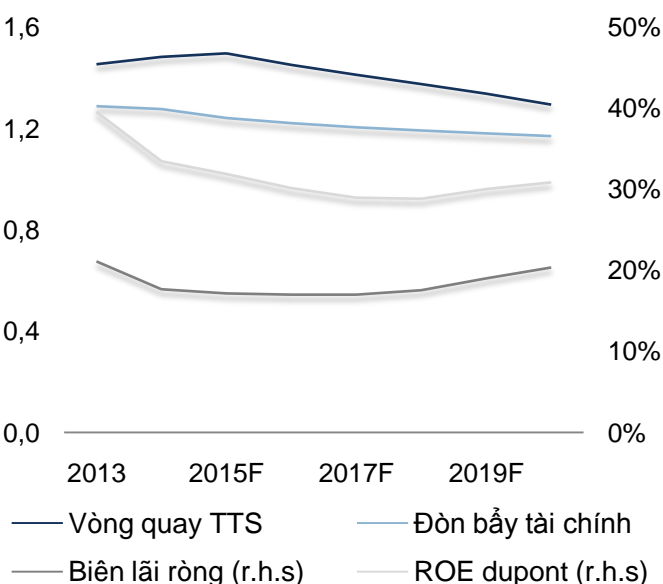
Nguồn: FPT-S-F

- Căn cứ theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định của VNM và đặc biệt là kế hoạch phát triển các trang trại và đàn bò, chúng tôi nhận thấy khấu hao cho các năm tới của VNM sẽ tăng lên khá đáng kể. Do chi phí đầu tư cho bò sữa lớn trong khi khấu hao chỉ trong vòng khoảng 6 năm.
- Chúng tôi cũng giả định, về dài hạn biến động giá sữa nguyên liệu nhập khẩu SMP, WMP sẽ ngày càng ít ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VNM do đối với ngành hàng tiêu dùng thiết yếu như sữa, doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng chuyển tiếp tác động này đến người tiêu dùng.
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong ngắn hạn được kỳ vọng sẽ ở mức 14-15% trên doanh thu thuần, tuy nhiên về dài hạn sẽ giảm về mức 11-12% khi quy mô thị trường ngày càng lớn và nhu cầu tiến tới điểm bão hòa.
- Chi phí tài chính sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng không đáng kể trong khi doanh thu tài chính chủ yếu đến từ lãi tiền gửi, do nguồn thu của VNM dồi dào trong khi nhu cầu đầu tư tài sản cố định không lớn.
- Tương tự, chúng tôi cũng dự phóng nhu cầu vay nợ ngân hàng trong thời gian tới của VNM hầu như sẽ không đáng kể.

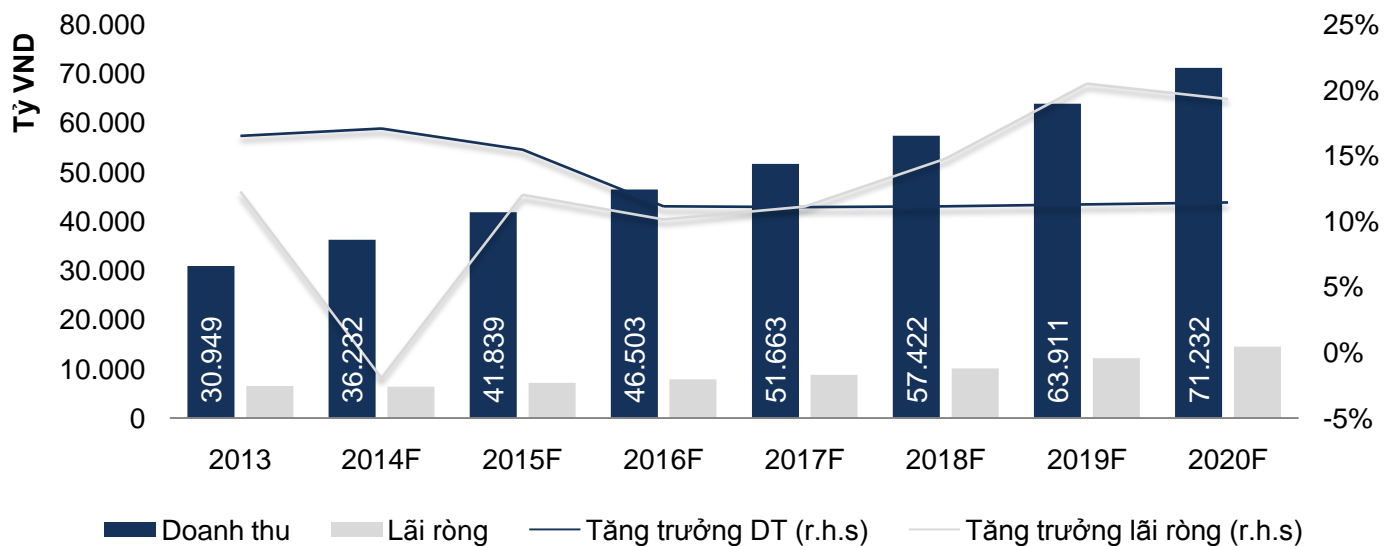
Chi phí khấu hao và biên lãi gộp, 2014F-2020F



ROE Dupont, 2013-2020F



Nguồn: VNM; FPT-S-F

Kết quả dự phóng doanh thu lợi nhuận và tăng trưởng giai đoạn 2013-2020F


Nguồn: VNM; FPT S

Rủi ro đầu tư

Rủi ro tiêu thụ. Sữa là mặt hàng rất nhạy cảm với vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm. Sự cố sữa nghi nhiễm khuẩn Clostridium Botulinum của Fonterra, doanh nghiệp chiếm phần lớn lượng xuất khẩu sữa của New Zealand sang Việt Nam đã gây nhiều xôn xao trên thị trường sữa hồi đầu tháng 8/2013 là một ví dụ điển hình cho rủi ro mà các doanh nghiệp hoạt động trong ngành có thể gặp phải.

Rủi ro cạnh tranh. Thị trường sữa Việt Nam tập trung nhiều nhà sản xuất cả trong và ngoài nước, thị phần phụ thuộc vào sức mạnh thương hiệu và độ phủ của sản phẩm tại các kênh phân phối truyền thống cũng như hiện đại. Mức độ cạnh tranh ngày càng gia tăng, rủi ro mất thị phần sẽ ngày càng lớn.

Rủi ro biến động giá nguyên liệu và rủi ro tỷ giá. Bột sữa nguyên liệu nhập khẩu chiếm khoảng 37-40% trong cơ cấu giá vốn. Do đó, kết quả hoạt động kinh doanh phụ thuộc tương đối vào biến động giá bột sữa giao dịch trên thị trường thế giới. Đi kèm theo đó là rủi ro biến động tỷ giá.

Rủi ro thị trường xuất khẩu. Tuy sản phẩm của doanh nghiệp có khả năng xuất khẩu đi nhiều quốc gia nhưng hiện vẫn chỉ phụ thuộc vào một vài thị trường như Iraq, Campuchia. Những rủi ro về kinh tế-xã hội có thể gây tác động lớn lên hoạt động này.

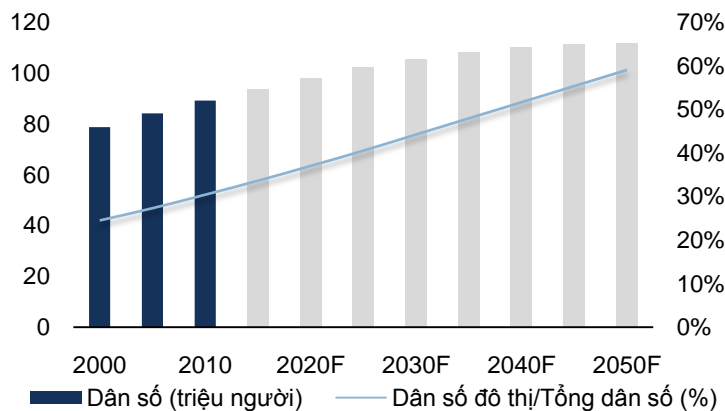
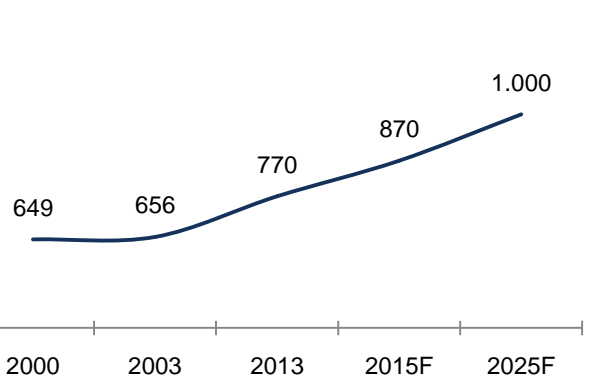
Rủi ro về chính sách. Các sản phẩm sữa, đặc biệt là sữa bột dành cho trẻ em hiện chịu sự điều tiết của nhiều quy định khác nhau. Trong đó, quan trọng nhất vẫn là chính sách quản lý giá và chính sách quản lý tiếp thị, quảng cáo và ghi nhãn hàng hoá.

Phụ lục 1: Báo cáo tài chính và dự phóng

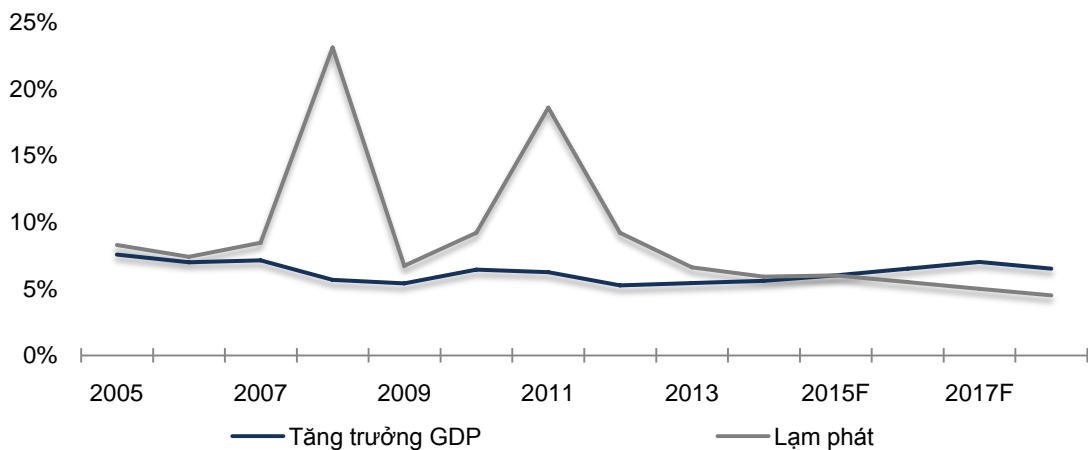
HKĐD	2012	2013	2014F	2015F	ĐKKT	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu thuần	26.561.574	30.948.602	36.232.449	41.839.073	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	17.484.830	19.765.794	23.994.847	28.130.840	+ Tiền và tương đương	1.252.120	2.745.645	3.296.236	5.758.462
Lợi nhuận gộp	9.076.744	11.182.808	12.237.602	13.708.233	+ Đầu tư TC ngắn hạn	3.909.276	4.167.318	4.170.318	4.170.318
- Chi phí bán hàng	2.345.789	3.276.432	4.261.568	4.833.235	+ Các khoản phải thu	2.246.363	2.728.421	2.766.316	3.194.377
- Chi phí quản lý DN	525.197	611.256	715.615	784.510	+ Hàng tồn kho	3.472.845	3.217.483	4.325.565	5.071.162
Lợi nhuận thuần HKĐD	6.205.758	7.295.120	7.260.419	8.090.487	+ Tài sản ngắn hạn khác	230.006	160.063	142.173	142.173
- (Lỗ)/lãi HĐTC	428.199	416.661	390.240	429.944	Tổng tài sản ngắn hạn	11.110.610	13.018.930	14.700.608	18.336.493
- Lợi nhuận khác	267.164	389.877	458.316	502.845	Nguyên giá TSCĐHH	6.512.875	11.147.267	11.198.183	13.986.477
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	6.933.800	8.010.360	8.055.445	8.978.747	Khấu hao lũy kế	-2.289.432	-3.298.209	-4.342.457	-5.676.919
- Chi phí lãi vay	4.131	104	46.164	6.222	+ Giá trị còn lại TSCĐHH	4.223.443	7.849.058	6.855.726	8.309.558
Lợi nhuận trước thuế	6.929.669	8.010.256	8.009.281	8.972.526	+ Đầu tư tài chính dài hạn	284.429	318.308	524.502	583.352
- Thuế TNDN	1.110.213	1.476.150	1.601.856	1.794.505	+ Tài sản dài hạn khác	150.152	295.113	362.797	362.797
LNST	5.819.456	6.534.106	6.407.425	7.178.020	Tổng tài sản dài hạn	8.587.257	9.856.483	11.300.081	11.583.632
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	26	16.000	73.284	Tổng Tài sản	19.697.867	22.875.413	26.000.688	29.920.125
LNST của cổ đông CT Mẹ	5.819.456	6.534.080	6.391.425	7.104.737					
EPS (đồng/cp)	6.982	7.840	6.391	7.104	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	7.421.235	8.721.457	9.120.084	10.333.600	+ Phải trả ngắn hạn	3.738.593	4.415.976	4.386.973	4.802.911
Khấu hao	487.435	711.097	1.064.639	1.354.853	+ Vay và nợ ngắn hạn	0	178.944	0	0
Tăng trưởng doanh thu	22,8%	16,5%	17,1%	15,5%	+ Quỹ khen thưởng	406.398	361.478	383.938	372.708
Tăng trưởng LN HKĐD	43,8%	17,6%	-0,5%	11,4%	Nợ ngắn hạn	4.144.991	4.956.398	4.770.911	5.175.619
Tăng trưởng EBIT	38,4%	15,5%	0,6%	11,5%	+ Vay và nợ dài hạn	0	184.143	281.472	170.549
Tăng trưởng EPS	-8,4%	12,3%	-18,5%	11,2%	+ Phải trả dài hạn	146	96.102	90.035	90.035
Chỉ số khả năng sinh lợi	2012	2013	2014F	2015F	Nợ dài hạn	146	280.245	371.507	260.584
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,2%	36,1%	33,8%	32,8%	Tổng nợ	4.145.137	5.236.643	5.142.419	5.436.203
Tỷ suất LNST	21,9%	21,1%	17,7%	17,2%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
ROE DuPont	41,6%	39,6%	33,5%	31,9%	+ Thặng dư	1.276.994	1.276.994	1.276.994	1.276.994
ROA DuPont	33,0%	30,7%	26,2%	25,7%	+ Vốn điều lệ	8.335.054	8.334.489	10.001.026	10.001.026
Tỷ suất EBIT	26,1%	25,9%	22,2%	21,5%	+ LN chưa phân phối	5.881.049	7.934.006	9.462.863	13.015.231
LNTT / LNST	84,0%	81,6%	80,0%	80,0%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	22.864	38.864	112.148
LNTT / EBIT	99,9%	100,0%	99,4%	99,9%	Vốn chủ sở hữu	15.493.097	17.568.353	20.779.747	24.405.399
Vòng quay tổng tài sản	1,51	1,45	1,48	1,50	Tổng cộng nguồn vốn	19.697.867	22.875.413	26.000.688	29.920.125
Đòn bẩy tài chính	1,26	1,29	1,28	1,24					
ROIC	48,4%	42,5%	34,7%	35,6%					
Chỉ số hiệu quả hoạt động	2012	2013	2014F	2015F	Lưu chuyển tiền tệ	2012	2013	2014F	2015F
Số ngày phải thu	30,3	29,3	27,9	27,9	Tiền đầu năm	3.156.515	1.252.120	2.746.314	3.296.236
Số ngày tồn kho	70,4	61,8	65,8	65,8	Lợi nhuận trước thuế	6.929.668	8.010.257	8.009.281	8.972.526
Số ngày phải trả	42,6	38,9	38,1	38,1	+ Khấu hao	535.452	786.433	1.064.639	1.354.853
Thời gian luân chuyển tiền	58,2	52,2	55,6	55,6	+ Điều chỉnh	-378.221	-394.817	46.164	6.222
COGS / Hàng tồn kho	5,2	5,9	6,4	6,0	+ Thay đổi vốn lưu động	-1.792.332	-2.150.129	-2.801.581	-2.642.962
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2012	2013	2014F	2015F	Tiền từ HKĐD	5.294.567	6.251.744	6.318.504	7.690.638
CS thanh toán hiện hành	2,68	2,63	3,08	3,54	+ Thanh lý tài sản cố định	16.830	20.991	0	0
CS thanh toán nhanh	1,84	1,98	2,17	2,56	+ Chi mua sắm TSCĐ	-3.133.999	-1.491.459	-2.252.542	-1.597.000
CS thanh toán tiền mặt	0,30	0,55	0,69	1,11	+ Tăng (giảm) đầu tư	-1.856.493	-119.322	0	0
Nợ / Tài sản	0,0%	1,6%	1,1%	0,6%	+ Các hđ đầu tư khác	0	0	-256.432	-41.404
Nợ / Vốn sử dụng	0,0%	2,0%	1,3%	0,7%	Tiền từ HĐĐT	-4.973.662	-1.589.790	-2.508.974	-1.638.404
Nợ / Vốn CSH	0,0%	2,1%	1,4%	0,7%	+ Cổ tức đã trả	-2.222.994	-3.167.235	-3.195.713	-3.552.368
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	+ Tăng (giảm) vốn	-1.982	-525	16.178	73.284
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0%	0,8%	1,1%	0,6%	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	-178.944	0
Khả năng TT lãi vay	1.678,48	77.022,69	174,50	1.443,14	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	97.329	-110.923
Định giá	2012	2013	2014F	2015F	+ Các hoạt động TC khác	0	0	1.541	0
P/E	15,2	13,5	16,6	14,9	Tiền từ HĐTC	-2.224.976	-3.167.760	-3.259.608	-3.590.007
P/B	5,7	5,0	5,1	4,4	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.904.071	1.494.194	549.922	2.462.227
EV / EBITDA	9,9	12,9	12,1	0,0	Tiền cuối năm	1.252.120	2.745.646	3.296.236	5.758.462
Giá trị sổ sách	18.588	21.052	20.739	24.291	<i>Đvt: Triệu đồng</i>				

Nguồn: VNM; FPT S

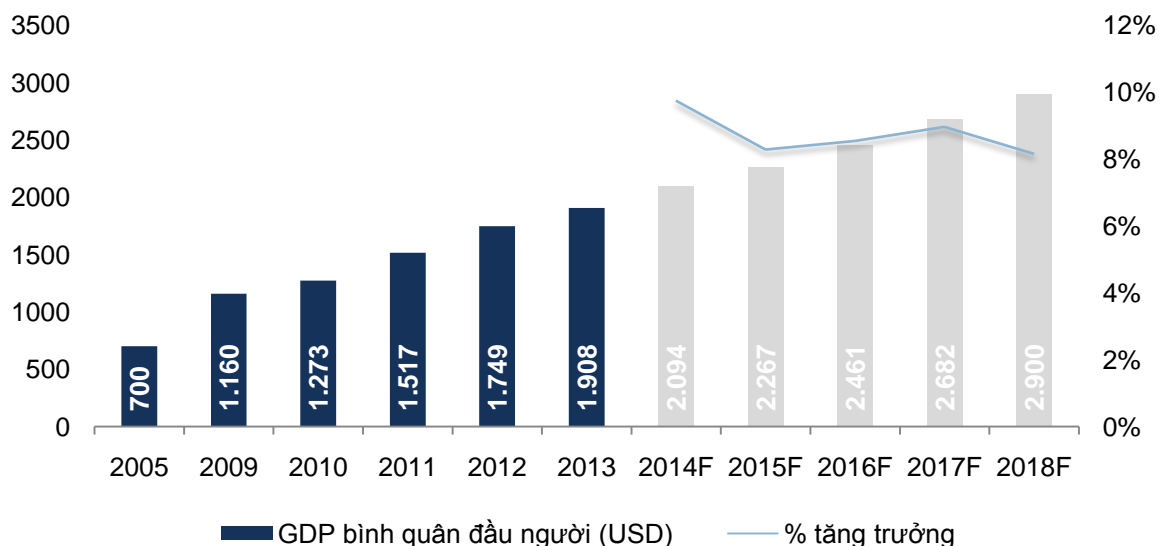
Phụ lục 2: Những nhân tố vĩ mô hỗ trợ tăng trưởng ngành

Dân số và tỷ lệ dân số đô thị Việt Nam

Tăng trưởng số lượng đô thị tại Việt Nam


Nguồn: World Urbanization Prospectives: The 2009 Revision Population Database; Bộ Xây Dựng

Tăng trưởng GDP thực tế và lạm phát qua các năm


Nguồn: ADB, EY Rapid-Growth Markets Forecast July 2014

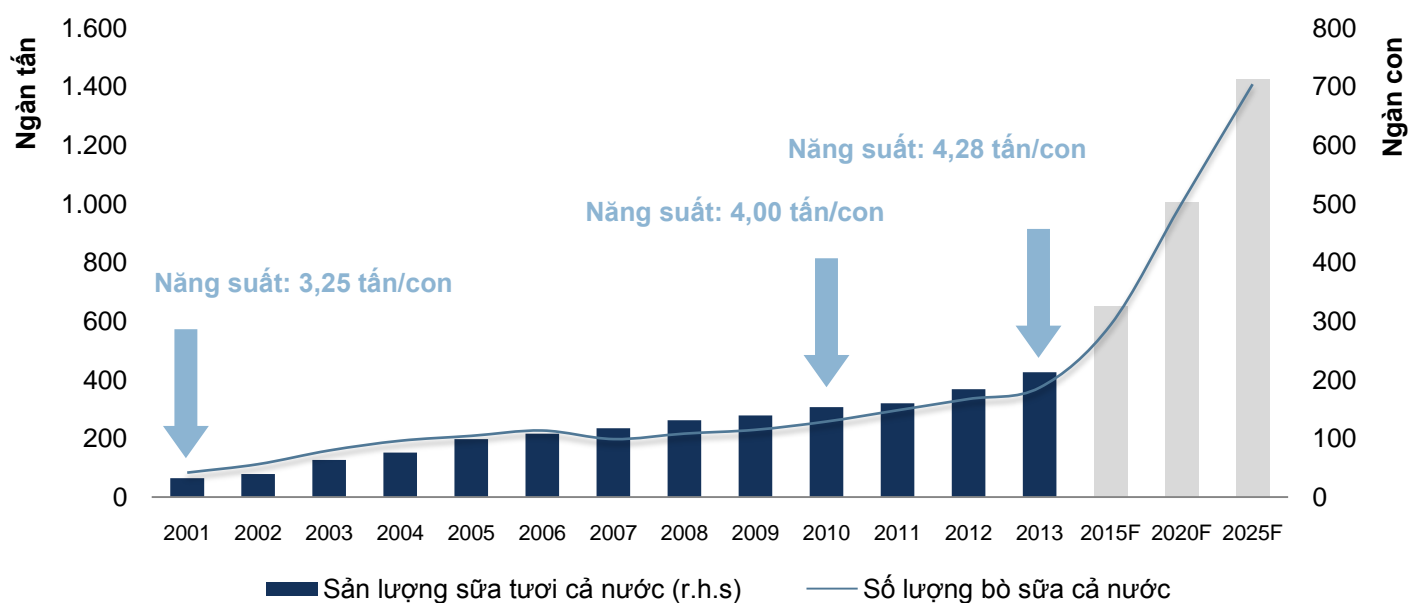
GDP* bình quân đầu người, dự phóng đến 2018


* GDP danh nghĩa

Nguồn: Tổng Cục Thống kê; EY Rapid-Growth Markets Forecast July 2014

Phụ lục 3: Sơ lược thị trường sữa Việt Nam

Sản lượng sữa tươi nguyên liệu và tổng số đàn bò cả nước giai đoạn 2001-2013 và quy hoạch đến 2025



Nguồn: Bộ Công thương; Tổng cục Thống kê; Chiến lược phát triển chăn nuôi đến 2020

Mục tiêu phát triển ngành sữa Việt Nam đến 2025

Chi tiêu	Đơn vị	2015	2020	2025
Sữa thanh tiệt trùng	Nghìn tấn	760-780	1100-1150	1500-1550
Sữa chua	Nghìn tấn	115-125	150-170	200-220
Sữa đặc có đường (sữa hộp)	Triệu hộp	390-400	410-420	410-430
Sữa bột các loại	Nghìn tấn	75-85	110-120	160-170
Quy sữa tươi	Triệu tấn	1,8-1,9	2,6-2,7	3,3-3,5
Giá trị SXCN, giá 94	Nghìn tỷ đồng	11	15	19-20
Tăng trưởng GTSXCN	% năm	7,5-8	6.5-7	5,5-6
Sữa bò tươi SX trong nước	Nghìn tấn	650-670	990-1010	1400-1430
Nguyên liệu TN so nhu cầu	%	35	38-38,5	40-41
Xuất khẩu	Triệu USD	90-100	120-130	150-200
Tổng sản lượng sữa sản xuất	Nghìn tấn/năm	779	1,145	1,533
Tổng công suất thiết kế của các nhà máy	Nghìn tấn/năm	974	1431	1916
Tổng công suất tăng thêm trong kỳ quy hoạch	Nghìn tấn/năm	196	457	484

Nguồn: Bộ Công thương

Phụ lục 4: Danh mục sản phẩm tiêu biểu của VNM

Sữa nước



Sữa bột



Sữa chua



Sữa đặc



- **Sữa tươi thanh trùng (pasteurisation)** là sữa bổ sung nhiều vi chất dinh dưỡng nhất, được tinh chế từ nguồn sữa tươi thô, được xử lý dưới nhiệt độ 72-75 độ C trong vòng 15-20 giây rồi được giữ mát ở 40 độ C. Hạn sử dụng của loại sữa này chỉ trong vòng 10 -15 ngày.
- **Sữa tươi tiệt trùng (UHT)** là loại sữa được chế biến từ nguồn sữa tươi thô – được xử lý tiệt trùng dưới nhiệt độ cao lên đến 135-150 độ C trong vòng 2-4 giây, và có thể pha chế thêm sữa bột và chất béo nhưng không quá 1% tính trên 100g sản phẩm, dễ sử dụng với đa số người dân. Hạn sử dụng kéo dài lên đến 3-6 tháng phụ thuộc vào chất lượng sữa thô.
- **Sữa hoàn nguyên** là sữa nước được pha trộn từ nguyên liệu sữa bột và các thành phần khác, qua xử lý ở nhiệt độ cao để tiệt trùng. Loại này bổ sung ít chất dinh dưỡng hơn cả

Thị trường sữa thanh trùng hiện khá nhỏ và sản phẩm này chủ yếu chỉ được phân phối tại siêu thị và các cửa hàng chuyên doanh của những thành phố lớn do yêu cầu khắc khe về nhiệt độ bảo quản, điều kiện vận chuyển và thời gian sử dụng ngắn cũng khác biệt với thói quen tiêu dùng sữa vốn có của người Việt. Việt Nam là nước có nhiệt độ và ẩm độ cao, chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng của dòng sản phẩm này là chưa khả quan.

Phụ lục 5: Các sản phẩm cạnh tranh chính

Ngành hàng	Thương hiệu	Sản phẩm cạnh tranh chính
Sữa đặc	Ông Thọ; Ngôi sao Phương Nam	Dutch Lady, Hoàn Hảo, Trường Sinh (Friesland Campina); Daily (Vixumilk)
Sữa nước		
• Sữa thanh trùng	Vinamilk	Ba Vì, Love'inFarm (IDP); Dalat Milk (Dalat Milk); Lothamilk (Long Thành)
• Sữa tươi tiệt trùng	Vinamilk; Twin Cows (Miraka)	Sữa chọn Dutch Lady (Friesland Campina), TH True Milk (TH Milk), Love'inFarm (IDP)
• Sữa tiệt trùng hoàn nguyên	ADM+; Flex; Fino Star	Dutch Lady (Friesland Campina); Milo (Nestle); Izzi (Hanoi Milk)
Sữa bột		
• Trẻ sơ sinh & trẻ nhỏ	Dielac Alpha; Dielac Pedia; Dielac Optimum	Similac Gain, Abbott Grow (Abbott); Friso, Gold (Friesland Campina); Enfamil, Enfagrow (Mead Johnson); Nan, Lactogen (Nestle)
• Bà mẹ	Dielac Mama; Dielac Optimum Mama	Similac Mom (Abbott); EnfaMama (Mead Johnson); Anmum (Fonterra)
• Dành cho người lớn	Sure Prevent; Canxi Pro	Ensure (Abbott); Anlene (Fonterra)
Sữa chua		
• Sữa chua ăn	Vinamilk; Probi; Star	Dutch Lady (Friesland Campina); TH True Yogurt (TH Milk); Ba Vì, Love in Farm (IDP)
• Sữa chua uống	Vinamilk; Susu	TH True Yogurt (TH Milk); Ba Vì (IDP)
Sữa đậu nành	Gold Soy	Vinasoy, Fami (Đường Quảng Ngãi); Soya (Tân Hiệp Phát)
Nước trái cây	Vfresh	Juice (Tân Hiệp Phát); TriO (Tribeco); Wonderfarm (Wonderfarm)

Nguồn: FPT S

Phụ lục 6: Các đối thủ cạnh tranh chính

Tên nhà sản xuất	Xuất xứ	Ngành hàng	Đặc điểm
Abbott	Công ty đa quốc gia	Sữa bột	<ul style="list-style-type: none"> Tập đoàn dược phẩm hàng đầu thế giới. Hiện diện ở Việt Nam với các thương hiệu sữa dành cho trẻ, người lớn, người cao tuổi. Thị phần số một tại Việt Nam ở ngành hàng sữa bột
Mead Johnson	Công ty đa quốc gia	Sữa bột	<ul style="list-style-type: none"> Tập đoàn dinh dưỡng nhi khoa hàng đầu thế giới Phát triển những thương hiệu nổi tiếng như Enfamil, EnfaGrow
Friesland Campina Việt Nam	Công ty đa quốc gia	Tất cả phân khúc	<ul style="list-style-type: none"> Xuất hiện từ năm 1995, là liên doanh giữa Việt Nam và Royal Friesland Campina (Hà Lan) Xếp vị trí số 2 tại thị trường sữa nội địa, cạnh tranh với VNM tại tất cả phân khúc

Nestle	Công ty đa quốc gia	Sữa bột, sữa nước	<ul style="list-style-type: none"> Sản xuất và phân phối đa dạng các loại hàng tiêu dùng tại Việt Nam Nổi tiếng với thương hiệu sữa nước Milo và sữa bột Nan, Lactogen
TH Milk	Nội địa	Sữa tươi tiệt trùng, sữa chua	<ul style="list-style-type: none"> Tiềm lực mạnh, đầu tư lớn vào nhà máy, chăn nuôi và hoạt động bán hàng Tự cung cấp 100% nguồn nguyên liệu. Số lượng bò sữa hiện tại: 32.000 con, mục tiêu 2017: 137.000 con Công suất dự kiến đến 2017: 500.000 tấn/năm
IDP	Nội địa	Sữa tươi thanh trùng, tiệt trùng, sữa chua	<ul style="list-style-type: none"> Thương hiệu khá nổi tiếng thị trường phía Bắc Đang bắt đầu mở rộng thị trường về phía Nam do tiêu thụ phía Bắc bị ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ
Nutifood	Nội địa	Sữa bột, sữa nước	<ul style="list-style-type: none"> Tập trung thị trường ngách với các sản phẩm sữa bột, đang có dấu hiệu tăng trưởng mạnh mẽ Đối thủ cạnh tranh tiềm tàng sau dự án hợp tác chăn nuôi bò và chế biến sữa quy mô lớn với Hoàng Anh Gia Lai Công suất sữa nước dự kiến đạt 500 triệu lít/năm

Nguồn: FPT S

Phụ lục 7: Danh sách các nhà máy

Nhà máy	Địa điểm	Sản phẩm	Miễn, giảm thuế
Trường Thọ	Thủ Đức, HCM	Sữa nước, sữa đặc, sữa chua, sữa đậu nành, nước ép, phô mai, plan	Không có
Thống Nhất	Thủ Đức, HCM	Sữa nước, sữa đặc, sữa chua, sữa đậu nành, plan	Không có
Dielac I	Biên Hoà	Sữa bột, trà và cà phê	Miễn từ 2003 - 2008, giảm 50% từ 2009 - 2013
Bình Định	Bình Định	Sữa nước, Yoghurt, nước giải khát, kem	Không có
Nghệ An	Cửa Lò, Nghệ An	Sữa nước, sữa chua, nước ép trái cây	Không có
Sài Gòn	Q2, HCM	Sữa nước, sữa chua, sữa đậu nành, nhựa và thiếc in	Miễn từ 2003 - 2005, giảm 50% từ 2006 - 2012
Cần Thơ	Bình Thủy, Cần Thơ	Sữa nước, sữa chua, kem, bánh	Miễn từ 2003 - 2008, giảm 50% từ 2009 - 2013
Tiên Sơn	Tiên Du, Bắc Ninh	Sữa nước, Yoghurt, nước giải khát, sữa đặc	Miễn từ 2008 - 2010, giảm 50% từ 2011 - 2015
Vietnam Beverage	Bến Cát, Bình Dương	Nước giải khát	N/A
Sữa Việt Nam GD1	Mỹ Phước, Bình Dương	Sữa nước, công suất bằng 9 nhà máy trước cộng lại	Không có
Dielac II	VSIP 1, Bình Dương	Sữa bột	Không có
Đà Nẵng	Đà Nẵng	Sữa chua, sữa nước	N/A
Lam Sơn	Thanh Hoá	Sữa chua, sữa nước	N/A
Angkor Dairy Product	Campuchia	Sữa nước, sữa chua, sữa đặc	N/A

Nguồn: VNM; FPT S

Phụ lục 8: Phạm vi hoạt động



Nguồn: VNM

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu VNM và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VNM nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P. Thạc Thanh, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888