

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **128.000**

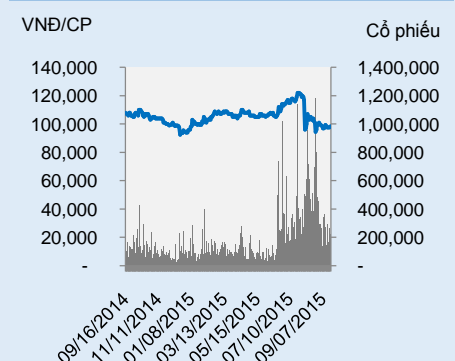
Giá thị trường (22/9/2014) 102.0000

Lợi nhuận kỳ vọng 25,5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	92.500-122.000 VND/CP
Vốn hóa	118.214 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.200.139.398 CP
KLGD bình quân 10 ngày	240.303 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.000 VND/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,1%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	-8,8%	-2,5%	-13,6%	-6,2%
VN-Index	-9,8%	1,8%	-2,7%	2,7%

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 tích cực nhờ nguyên liệu giá thấp

Điểm nhấn đầu tư.

❑ Kết quả 1H/2015 khả quan cả về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Bên cạnh yếu tố sức mua của thị trường phục hồi, việc Vinamilk tăng cường các hoạt động khuyến mãi đã giúp cho doanh thu của Công ty trong nửa đầu năm 2015 tăng trưởng 13% đạt doanh thu 19.216 tỷ đồng. Trong đó:

- (1) Tăng thị phần ở mặt hàng sữa nước và sữa bột. Đây là 2 nhóm đóng góp doanh thu lớn nhất, gần 60% tổng doanh thu của Công ty. Vinamilk duy trì vị trí đứng đầu tại phân khúc sữa nước và đứng thứ hai về thị phần đối với sữa bột. Trong 6 tháng đầu năm nay, thị phần sữa nước của Công ty đã tăng thêm 2% lên mức 53%, và sữa bột tăng thêm 1% (về sản lượng) đạt mức thị phần 26%.
- (2) Hoạt động xuất khẩu đến thị trường Iraq khôi phục đã đem lại mức tăng 68%yoy cho doanh thu xuất khẩu. Doanh thu xuất khẩu hiện đang đóng góp khoảng 13% tổng doanh thu của VNM.

Giá nguyên liệu ổn định cho cả năm 2015 cũng đang tạo điều kiện thuận lợi cho VNM cải thiện về biên lợi nhuận gộp lên mức 39%, mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Nhờ có được biên gộp cao nên dù phải tăng mạnh chi phí bán hàng 85% so với 1H2014, tỷ lệ lợi nhuận ròng của VNM vẫn cao hơn cùng kỳ đạt 3.742 tỷ đồng, tăng 26.3%yoy.

Như vậy, so với kế hoạch năm 2015, kết quả 6 tháng 2015 đã hoàn thành 50% về doanh thu và 55% lợi nhuận sau thuế. Công ty cũng đã thực hiện tạm ứng cổ tức đợt 1 cho năm 2015 với tỷ lệ 40% và chia cổ phiếu thưởng 20%.

❑ Triển vọng kinh doanh 6 tháng cuối năm 2015 vẫn có kết quả tích cực nhờ giá nguyên liệu thấp.

Về mặt doanh thu, trong hai quý cuối năm của VNM hầu như không có những yếu tố đột biến lớn so với quý 2/2015. Nhà máy sữa tại Campuchia đã đi vào hoạt động từ tháng 7/2015 với hai sản phẩm sữa chua, sữa nước và đến khoảng tháng 10/2015 sẽ có thêm sản phẩm sữa đặc. Tuy nhiên, mức độ đóng góp vào tổng doanh thu của VNM sẽ không tạo đột biến lớn do nhà máy sẽ thay thế cho việc xuất khẩu từ Việt Nam sang thị trường Campuchia. Xét về biên gộp ước tính sẽ tương đương với biên lợi nhuận gộp của quý 2/2015 khoảng 40%.

Việc tăng tỷ lệ sở hữu tại công ty liên doanh liên kết Miraka từ 19.3% lên 22.8% cũng chưa đem lại mức tăng đáng kể về lợi nhuận từ Miraka còn khá thấp và mức sở hữu tăng thêm cũng không quá lớn. Ước tính cả năm 2015, VNM đạt doanh thu 39.846 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 7.605 tỷ đồng.

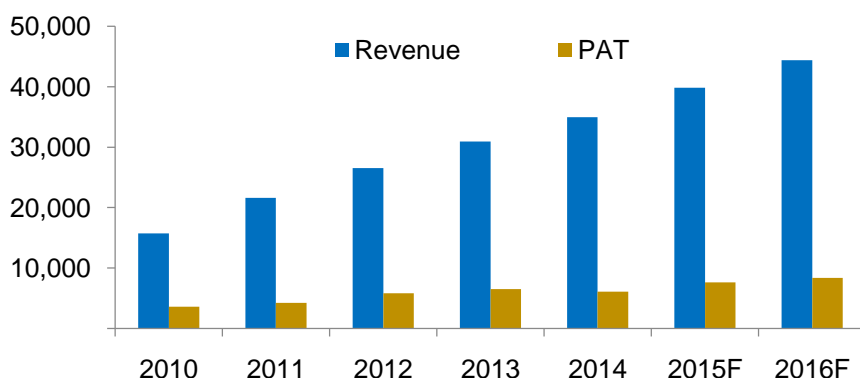
▣ **Triển vọng năm 2016 dựa trên sự tăng trưởng doanh thu, khả năng duy trì được biên gộp cao**

Thị trường sữa năm 2016 được đánh giá là sôi động hơn khi thuế nhập khẩu sữa giảm từ mức 3% - 5% trong năm nay xuống còn 0% theo các hiệp định thương mại Asean – Úc - Newzealand và FTA Việt Nam – EU. Khi đó với thuế suất 0%, thị trường sẽ xuất hiện thêm nhiều mặt hàng sữa nhập khẩu cạnh tranh với hàng trong nước. Tuy nhiên, đối với Vinamilk việc giảm thuế này cũng có tác động tích cực do hiện nay Công ty cũng đang phải nhập khẩu khoảng 70% nhu cầu nguyên liệu cho sản xuất.

Tăng trưởng thị trường trong giai đoạn năm 2016 ước tính tăng trưởng khoảng 7% về giá trị (theo BMI), riêng Vinamilk với các lợi thế hệ thống phân phối, mức thị phần hiện có và tăng trưởng hoạt động xuất khẩu Công ty có thể đạt mức tăng cao hơn thị trường chung. Chúng tôi ước tính doanh thu của VNM trong năm 2016 sẽ khoảng 44.403 tỷ đồng tăng 11.4% so với năm 2015.

Hiện nay, Công ty cũng đang trong giai đoạn đàm phán giá nguyên liệu cho năm 2016. Chúng tôi cho rằng Vinamilk có thể sẽ chốt được giá nguyên liệu cho cả năm 2016 ở mức tương đương năm 2015 và giá thu mua sữa trong nước không thay đổi, do đó biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục đạt mức cao 40%. Chi phí bán hàng giữ mức 15% trên doanh thu để mở rộng thị phần ở hai sản phẩm sữa bột và sữa nước. Lợi nhuận sau thuế năm 2016 dự báo là 8.772 tỷ đồng tăng 15.3% so với năm 2015.

Doanh thu và Lợi nhuận của VNM từ 2010 - 2016



Nguồn: BVSC

▣ **SCIC giảm tỷ lệ sở hữu ít có khả năng xảy ra trong tương lai gần.**

Ngành sữa hiện nay không phải là ngành kinh doanh có điều kiện, do vậy khả năng mở thêm room cho khối ngoại hoàn toàn có thể xảy ra. Tuy nhiên, với cơ cấu cổ đông hiện nay, room nước ngoài có thể tăng thêm bao nhiêu phụ thuộc lớn vào việc giảm tỷ lệ sở hữu của SCIC. Quan điểm riêng của BVSC cho rằng, VNM đang là nguồn đem lại lợi nhuận tốt nhất và chiếm tỷ trọng lớn của SCIC. Do đó, trong tương lai gần khi SCIC chưa có nguồn thu thay thế cho lợi nhuận đến từ VNM thì khả năng cổ đông nhà nước giảm tỷ lệ sở hữu tại Công ty là khá thấp.

Khuyến nghị

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam (VNM), với giá mục tiêu (kết hợp hai phương pháp DCF và PE) là 128.000 đồng/cp. Triển vọng ngắn hạn tích cực và tiềm năng tăng trưởng dài hạn khả quan là những điểm nhấn đầu tư đối với VNM. Với mức giá giao dịch 102.000 đồng/cp (22/09/2015), PE của Công ty dựa trên EPS 2015 sẽ khoảng 16.1 lần, vẫn khá thấp so với các doanh nghiệp có cùng ngành và quy mô trong khu vực.

Một số chỉ số tài chính của VNM

Chỉ số tài chính		2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu	Tỷ VND	30.949	34.977	39.846	44.403
EBITDA	Tỷ VND	8.082	7.850	9.738	10.831
EBIT	Tỷ VND	7.295	6.817	8.746	9.672
LNST	Tỷ VND	6.534	6.068	7.605	8.772
EPS	VND	7.835	6.065	6.334	7.306
P/E	x		16,82	16,10	13,96
P/B	x		5,19	5,75	4,94
ROA	%	31%	25%	29%	31%
ROE	%	40%	33%	37%	38%

Báo cáo cập nhật VNM
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	51,00%

CƠ ĐỒNG LỚN

F&N Dairy Investments Pte Ltd	11,04%
-------------------------------	--------

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu	30.949	34.977	39.846	44.403
Giá vốn	19.766	22.668	23.888	26.694
Lợi nhuận gộp	11.183	12.308	15.958	17.709
Doanh thu tài chính	475	574	692	705
Chi phí tài chính	51	82	100	87
Lợi nhuận sau thuế	6.534	6.068	7.605	8.772

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015F	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.746	1.528	1.549	3.700
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.728	2.772	3.158	3.519
Hàng tồn kho	3.217	3.620	3.815	4.263
Tài sản cố định hữu hình	8.918	8.890	8.749	8.531
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	149	148	143	138
Tổng tài sản	22.875	25.770	26.798	30.426
Nợ ngắn hạn	4.956	5.453	5.044	5.234
Nợ dài hạn	351	517	469	398
Vốn chủ sở hữu	17.545	19.680	21.285	24.794
Tổng nguồn vốn	22.875	25.770	26.798	30.426

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2013	2014	2015F	2016F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	16,5%	13,0%	13,9%	11,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	12,3%	-7,1%	25,3%	15,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	36,1%	35,2%	40,0%	39,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	21,1%	17,3%	19,1%	19,8%
ROA (%)	31%	25%	29%	31%
ROE (%)	40%	33%	37%	38%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,23	0,23	0,21	0,19
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,30	0,30	0,26	0,23
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.835	6.065	6.334	7.306
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.039	19.668	17.726	20.648

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