



CTCP Sữa Việt Nam (VNM- HSX)

2014 – Điểm dừng tạm thời

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- qoq	Q3-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	8.731	9.232	-5%	8.028	9%
Lợi nhuận sau thuế	1.376	1.575	-13%	1.690	-19%
EBIT	1.731	1.970	-12%	2.056	-16%
Tỷ suất EBIT	20%	21%	-152bps	26%	-579bps

Nguồn: VNM, RongViet Securities

- Vinamilk và vị trí đầu ngành có bị lung lay?
- Định hướng 4 phân khúc chính: sữa đặc, sữa nước, sữa bột, sữa chua.
- 2014 - Điểm "ngủ chân" tạm thời

Quan điểm và Định Giá:

VNM được biết đến là doanh nghiệp sữa hàng đầu Việt Nam và luôn được đánh giá cao về vị thế kinh doanh lẫn hiệu quả tài chính trong nhiều năm qua. Bên cạnh đó, VNM là cổ phiếu hiếm hoi tại Việt Nam mà trải qua các đợt khủng hoảng lịch sử, người nắm giữ VNM dài hạn luôn có lời, bất kể họ mua tại thời điểm nào. Tuy vậy, trong năm nay, sự trở dậy của nhiều đối thủ cạnh tranh, cộng với tăng trưởng lợi nhuận của VNM có dấu hiệu chững lại khiến nhiều nhà đầu tư quan ngại VNM bước vào giai đoạn bão hòa. Qua phân tích một số ưu nhược điểm và chiến lược của công ty đối với từng nhóm ngành hàng, chúng tôi nhận thấy cơ hội vẫn còn rộng mở đối với VNM. Ngoài tiềm năng riêng của thị trường Việt Nam, các chiến lược cạnh tranh như "tăng đầu tư vào đàn bò", "sản phẩm Vinamilk chất lượng quốc tế" có thể sẽ giúp VNM tiếp tục giữ vững thị phần. Chúng tôi kỳ vọng nhiều vào khả năng giành thêm thị phần sữa bột từ nhóm sữa ngoại trong khi đó tăng trưởng của nhóm sản phẩm sữa nước dự kiến sẽ cải thiện mạnh sau khi đàn bò của Công ty cho sản phẩm.

Trong ngắn hạn, KQKD của VNM có khả năng sẽ được hỗ trợ từ đà giảm của giá sữa bột nguyên liệu. Tính đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có bất cứ động thái nào của cơ quan chức năng về điều chỉnh trần giá sữa trong khi giá sữa nguyên liệu đã giảm 13% so với đầu năm nay. Biên gộp của VNM nhờ vậy, sẽ được cải thiện trong năm sau, ít nhất là trong 2 quý đầu năm.

Cần thêm thời gian để xem xét các bước tiến của VNM, nên chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu VNM trong **DÀI HẠN** với mức giá mục tiêu **110.000** đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	26.562	30.949	35.233	38.967
% tăng trưởng	23%	17%	14%	11%
Lợi nhuận sau thuế	5.819	6.534	6.041	7.389
% tăng trưởng	38%	12%	-8%	22%
Tỷ suất LNST (%)	22%	21%	17%	19%
ROA (%)	33%	31%	25%	28%
ROE (%)	42%	40%	32%	36%
EPS (VND)	6.981	7.839	6.899	7.384
EPS đ/chính (VND)	6.978	7.835	6.899	7.384
Giá trị sổ sách (VND)	18.578	21.039	20.176	21.083
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	4.800	4.000	5.000
P/E (x)	6,2	17,2	14,4	13,5
P/BV (x)	2,3	6,4	4,9*	4,7*

Nguồn: Báo cáo tài chính VNM, Rong Việt tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 19/12/2014

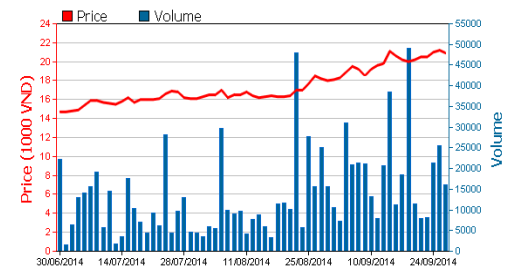
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	94.000
Giá mục tiêu (VND)	110.000

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Thực phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	99.511
SLCPDLH	1.000.118.604
Beta	0,6
Free Float (%)	31
Giá cao nhất 52 tuần	121.700
Giá thấp nhất 52 tuần	92.500
KLGD bình quân 20 phiên	191.223



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
VNM	-14	-18	104
Thực phẩm	-13	49	N/a
VN Index	-17	2	42
VN30 Index	-13	1	N/a

Cổ đông lớn (%)

SCIC	45,08
F&N Dairy Investments Pte Ltd	11,04
Dragon Capital Markets Limited	7,39
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	5,95
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0

LÊ HỮU TRIỂN

(084) 08- 6299 2006 – Ext 339
trien.lh@vpsc.com.vn

BÙI THỊ TÂM

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348
tam.bt@vpsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY14 và Lũy kế 9T

Chỉ tiêu(tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	8.731,4	9.232,3	-5,4%	8.027,7	8,8%	25.641,9	12,6%
Lợi nhuận gộp	3.028,6	3.165,3	-4,3%	2.934,9	3,2%	8.758,4	2,9%
Chi phí bán hàng và quản lý	1.482,6	1.361,6	8,9%	1.027,2	44,3%	3.835,9	38,4%
Thu nhập HĐKD	1.546,0	1.803,6	-14,3%	1.907,7	-19,0%	4.922,5	-18,5%
EBITDA	1.469,5	1.713,3	-14,2%	1.839,2	-20,1%	4.674,2	-18,4%
EBIT	1.730,5	1.970,0	-12,2%	2.056,2	-15,8%	5.443,9	-11,8%
Chi phí tài chính	34,2	30,0	13,9%	29,7	15,1%	73,1	-0,4%
-Chi phí lãi vay	7,4	0	N/a	0	N/a	7,4	N/a
Khấu hao	261,1	256,7	1,7%	217,0	20,3%	769,7	73,5%
Khoản mục không thường xuyên(*)							
Khoản mục bất thường(*)							
Lợi nhuận trước thuế	1.723,1	1.970,0	-12,5%	2.056,2	-16,2%	5.436,4	-11,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.376,3	1.575,4	-12,6%	1.690,5	-18,6%	4.339,1	-14,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục(*)	1.376,3	1.575,4	-12,6%	1.690,5	-18,6%	4.339,1	-14,3%

Nguồn: VNM, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY14

Chỉ tiêu	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	34,7%	34,3%	40bps	36,6%	-187bps
EBITDA/Doanh thu	16,8%	18,6%	-173bps	22,9%	-608bps
EBIT /Doanh thu	19,8%	21,3%	-152bps	25,6%	-579bps
TS lợi nhuận ròng	15,8%	17,1%	-130bps	21,1%	-530bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	15,8%	17,1%	-130bps	21,1%	-530bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-VQ Hàng tồn kho	5,9	6,0	-0,2	5,7	0,1
-VQ Khoản phải thu	14,3	15,0	-0,7	12,9	1,4
-VQ Khoản phải trả	0,0	0,0	0,0	30,9	-30,9
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,3	0,3	0	0,2	0,1

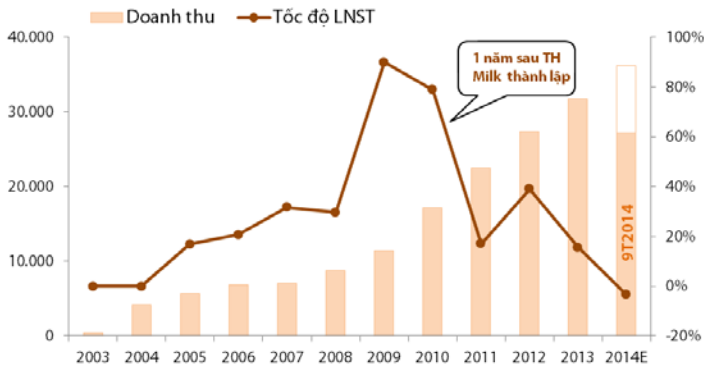
Nguồn: RongViet Securities; (*)Thường niên hóa

Vinamilk và vị trí đầu ngành có bị lung lay?

Có mặt trên thị trường Việt Nam hơn ba thập kỷ, thương hiệu Vinamilk đã khá quen thuộc với người tiêu dùng. Hệ thống phân phối của Công ty rộng khắp cả nước với 224.000 điểm bán lẻ, 266 nhà phân phối, 600 siêu thị. Vị thế của VNM, vì thế, dần được nâng tầm và hiện là doanh nghiệp đầu ngành sữa tại Việt Nam. Bên cạnh đó, khả năng tài chính của Công ty ngày càng vững mạnh, đem lại sự yên tâm cho nhiều nhà đầu tư. Trong giai đoạn 2011-2013, VNM gần như không có dư nợ vay, cổ tức các năm ở mức cao (~40%) trong khi nguồn tiền mặt trung bình ở mức 12% trên tổng tài sản.

Nhìn lại kết quả kinh doanh từ 2005 đến nay, doanh thu và lợi nhuận của VNM chưa bao giờ ngừng tăng trưởng. Đặc biệt, 5 năm gần nhất, tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM luôn duy trì ở 2 con số (CARG ~29%/năm), tương tự CARG 5 năm đối với lợi nhuận sau thuế cũng ở mức cao ~ 35%.

Hình: Doanh thu (tỷ đồng), tốc độ tăng trưởng LNST



Nguồn: VDSC tổng hợp và dự báo

Hình: Giá VNM đã điều chỉnh giai đoạn 2005-2013



Nguồn: Bloomberg

Tuy vậy, kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng 2014 và dự báo cả năm 2014 cho thấy sự chững lại cộng với bức tranh cạnh tranh trong ngành sữa đang âm ỉ nóng dần lên khiến nhiều nhà đầu tư hoài nghi về khả năng giữ vững vị thế đầu ngành của VNM.

Các nguyên nhân khiến doanh thu tăng trưởng chậm lại hay lợi nhuận sau thuế sụt giảm so với cùng kỳ bao gồm: (1) Trữ giá sữa được áp dụng đối với một số mặt hàng sữa bột; (2) Chi phí khấu hao tăng mạnh từ 2 siêu nhà máy tại Bình Dương; trong khi đó nhà máy này chỉ mới khai thác được trên dưới 50% công suất (3) Chi phí marketing tăng 31,2% yoy, (4) Giá sữa tươi tăng 2% yoy. Mặc dù các nguyên nhân kể trên được xem là có ảnh hưởng ngắn hạn tuy nhiên chúng tôi không loại trừ rằng VNM sẽ phải ngày càng tăng chi phí cho “cuộc chiến giữ thị phần” ở một số ngành hàng.

Điển hình đối với nhóm sữa nước, trước đây, thị trường tập trung “trong tay” Vinamilk và Dutch Lady. Tuy nhiên, với sự tư vấn, hỗ trợ tài chính của tập đoàn Bắc Á và triển khai chiến lược quảng bá thương hiệu rầm rộ, TH Milk đã giành được thị phần khoảng 8% kể từ khi gia nhập thị trường từ cuối tháng 12/2010. Con số 8% còn khá nhỏ bé so với thị phần của VNM, tuy nhiên, câu chuyện tạm gọi là thành công của TH Milk đã “tạo cảm hứng” cho khá nhiều doanh nghiệp khác cải tiến bao bì hình ảnh và tăng cường phân phối tại khu vực đô thị. Các doanh nghiệp này dù có thành công hay không cũng sẽ trực tiếp hoặc gián tiếp làm gia tăng chi phí “giữ vững thị phần” của VNM. Thực tế, chi phí bán hàng đã tăng liên tục, chiếm hơn 10% doanh thu từ năm 2013 và trong 9 tháng vừa qua.

Trong khi đó, ở chiều ngược lại, khi trao đổi với VNM, chúng tôi nhận thấy sự “điểm tĩnh” đối diện với diễn biến trên. Chiến lược cụ thể hiện tại là VNM tiếp tục đẩy mạnh marketing, đa dạng hóa sản phẩm, đặc biệt là nâng tầm sản phẩm theo hướng cao cấp hơn và thúc đẩy nhận diện thương hiệu đối với nhóm sản phẩm này. VNM hướng đến kế hoạch dùng sản phẩm mang thương hiệu VNM sản xuất tại các nước tiên tiến là chìa khóa then chốt cho sự tăng trưởng. VNM đã thử nghiệm chiến lược này tại sản phẩm sữa nước TwinCows. Chúng tôi chưa đủ dữ liệu để đánh giá liệu “đổi pháp” trên của VNM là có thành công hay không nhưng nhận định ban đầu là chưa đem lại bước ngoặt đặc biệt. Dài hạn hơn, việc hoàn thiện chuỗi sản xuất, tăng cường tự chủ vùng nguyên liệu là điểm mà VNM đang tập trung hướng đến. Chúng tôi cho rằng đây cũng chính là điểm mấu chốt đối trọng với các bước đi của đối thủ cạnh tranh.

Tính đến thời điểm hiện nay, thị phần của VNM vẫn đang chiếm ưu thế, kết quả kinh doanh nhìn chung vẫn khá hiệu quả. Với những ưu thế sẵn có (thương hiệu, hệ thống phân phối, tiềm lực tài chính...), chúng tôi cho rằng vị thế đầu ngành của Vinamilk chưa thể bị lung lay. Tuy vậy, một sự bứt phá lớn như

các năm trước có thể khó xảy ra mà thay vào đó VNM sẽ tăng trưởng một cách ổn định, bền vững, tập trung trên 4 phân khúc chính: sữa đặc, sữa bột, sữa nước, sữa chua.

Sữa đặc - Duy trì

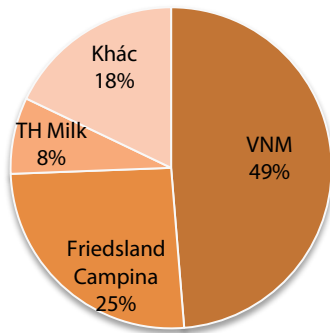
Với 80% thị phần sữa đặc, VNM hiện dẫn đầu phân khúc này tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, thị trường sữa đặc đang bước vào giai đoạn bão hòa. Nguyên nhân là do: (1) Hàm lượng chất dinh dưỡng thấp nên công năng dần chuyển qua làm nguyên liệu đầu vào sản xuất bánh kẹo, pha chế cà phê (2) Thu nhập bình quân đầu người ngày càng cao nên yêu cầu khắt khe hơn về hàm lượng dinh dưỡng của sản phẩm vì vậy, ý thức sử dụng các sản phẩm có lợi cho sức khỏe (ít béo, ít ngọt) được nâng lên.

Tuy vậy, tăng trưởng của phân khúc này dù không cao nhưng vẫn khả quan dựa trên tiềm năng của ngành sản xuất bánh kẹo. Theo báo cáo của Euromonitor, tăng trưởng ngành bánh kẹo tại VN dự báo ở mức ~7%. Ngoài ra, trước sự bão hòa tại thị trường nội địa, hướng đi của VNM là nhắm đến gia tăng xuất khẩu tại các nước có thu nhập bình quân đầu người còn thấp như Lào, Campuchia,... Do đó, chúng tôi cho rằng sữa đặc duy trì mức tăng trưởng nhẹ trong các năm tới.

Sữa nước – tăng cường xây dựng trang trại bò là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng

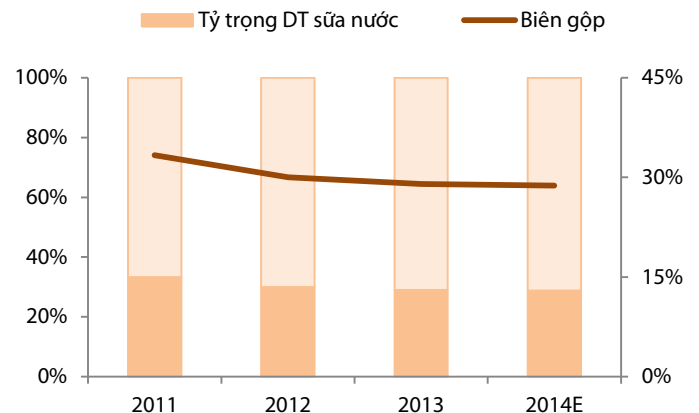
Là phân khúc chiếm tỷ trọng doanh thu cao nhất, sữa nước đã đóng góp đáng kể đến sự tăng trưởng của VNM. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng nhanh kết hợp với biên gộp của phân khúc này khá cao (~30%) đã khiến làn sóng cạnh tranh bùng nổ mạnh từ năm 2009. Sức nóng này, được thể hiện rõ bằng việc các doanh nghiệp liên tiếp tung ra các dòng sản phẩm mới, cải tiến phương thức marketing. Mặc dù vậy, VNM vẫn đang giữ vững được thị phần của mình, ước khoảng 49%.

Hình: Thị phần sữa nước



Nguồn: Euromonitor

Hình: Tỷ trọng doanh thu và biên gộp sữa nước



Nguồn: VDSC tổng hợp và dự phóng

Gần đây, thị hiếu của người tiêu dùng đối với sữa nước đang ngày càng chọn lọc khắt khe hơn và hướng đến dòng sản phẩm sữa nước 100% làm từ sữa tươi thay vì có một tỷ lệ nào đó sữa bột hoàn nguyên. Chính vì thế, nguồn nguyên liệu sữa tươi sẽ là điểm cốt lõi cho chiến lược cạnh tranh trong phân khúc này.

Sau một thời gian khá lâu trì hoãn kế hoạch, năm 2009, VNM đã tái khởi động việc đầu tư xây dựng trang trại bò. Đến thời điểm hiện tại, VNM đã sở hữu 5 trang trại với đàn bò sữa gần 9.000 con. VNM cũng đã lên kế hoạch đầu tư 3.000 tỷ đồng nhằm mở thêm 4 trang trại với 30.000 con. Đáng chú ý, đàn bò này sẽ được gây giống từ 5.000 con bò cao sản được nhập từ Úc. Việc thuần chủng đàn bò được VNM áp dụng từ kinh nghiệm thực tiễn của Đài Loan - một quốc gia, trước đây, có ngành sữa khá tương đồng với Việt Nam. Theo đó, việc này kỳ vọng sẽ giúp tăng tự chủ sữa tươi nguyên liệu, tiết giảm chi phí sản

xuất trong dài hạn cho công ty. Hiện tại, tỷ lệ tự cung cấp sữa tươi nguyên liệu so với mua ngoài đang là 1:5.

Ngoài ra, với nguồn lực tài chính dồi dào của mình, VNM đã năng động tìm kiếm các phương thức khác để gia tăng nguồn cung ứng sữa tươi nguyên liệu trong thời gian gần đây như: kế hoạch M&A hay ký kết hợp tác với Đức Long Gia Lai về dự án nuôi 80.000 con bò sữa tại Đắk Nông của công ty này.

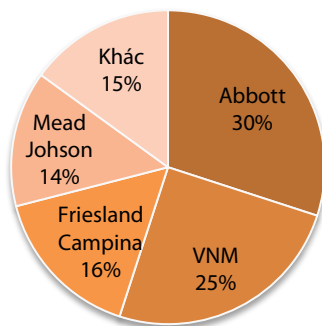
Bên cạnh đó, để đánh vào phân khúc cao cấp với mức giá thấp hơn các sản phẩm ngoại nhập, VNM đã đưa thêm vào thị trường sản phẩm Twin cows. Twin cows bước đầu được thị trường chấp nhận nhờ khẩu vị thích hợp, nhất là tạo được sự tin tưởng của người tiêu dùng vì chất lượng đã được kiểm định tại New Zealand. Tuy nhiên, sản phẩm “nửa ngoại, nửa nội” này vẫn chưa gây được “tiếng vang” lớn là do (1) VNM chưa đẩy mạnh quảng bá rầm rộ sản phẩm này (2) Sữa nước là một sản phẩm sử dụng hàng ngày do đó người dân ưa chuộng sản phẩm phổ thông của VNM hơn.

Theo quan điểm của chúng tôi, “Twin cows” đơn thuần chỉ là bước thăm dò phản ứng của người tiêu dùng cho chiến lược xâm nhập thị trường của thương hiệu “Sản phẩm VNM sản xuất tại các nước tiên tiến”, do đó sẽ không nhằm mục tiêu tạo sự đột phá về doanh thu của sữa nước. Thay vào đó, việc phát triển của đàn bò sẽ là yếu tố tiên quyết tạo đà tăng trưởng cho sản phẩm sữa tươi 100% đáp ứng thị hiếu tiêu dùng mới đối với phân khúc này. Mặc dù quan ngại về sự trỗi dậy của các đối thủ nhỏ (TH Milk, Long Thanh Milk, Ba Vi Milk,...), nhưng theo quan sát của chúng tôi, các DN này có khả năng sẽ giành thị phần địa phương từ Dutch Lady trước hết vì Dutch Lady ngày càng có vẻ kém lợi thế hơn về vùng nguyên liệu sữa tươi. Trong khi đó, Vinamilk được kỳ vọng sẽ giữ vững thị phần và tăng trưởng ít nhất bằng tốc độ của ngành ~7% (theo Euromonitor).

Sữa bột- Giành thêm thị phần từ sữa ngoại.

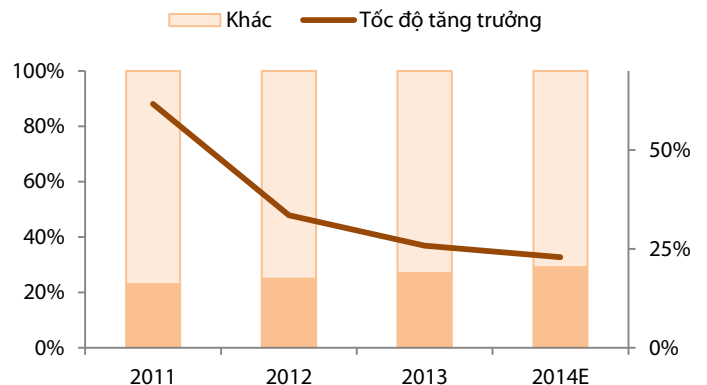
Sữa bột là phân khúc có tỷ trọng doanh thu và biên gộp cao của VNM, đồng thời tốc độ tăng trưởng chung của phân khúc này khá hấp dẫn. Tuy nhiên, thị phần sữa bột hiện đang bị các nhãn hiệu nước ngoài chiếm lĩnh như Abbott (~30%), Friesland Campina (~16%), Mead Jonson (~14%) bởi tâm lý ưa chuộng hàng ngoại của người tiêu dùng. Do đó, với vị trí thứ 2 về thị phần (25%), nếu có giải pháp thích hợp, làm thỏa mãn tâm lý sinh ngoại này, mảng sữa bột của VNM có khả năng sẽ bứt phá về thị phần.

Hình: Thị phần sữa bột



Nguồn: Euromonitor

Hình: Tỷ trọng doanh thu và tốc độ tăng trưởng sữa bột



Nguồn: VDSC tổng hợp và dự phóng

Giải pháp được VNM đề cập để thúc đẩy tăng trưởng cũng như tăng sức mạnh cạnh tranh cho sản phẩm sữa bột là bổ sung dòng sản phẩm cao cấp từ nước ngoài. Điều này cũng thống nhất với chiến lược tổng thể của công ty là “nâng tầm thương hiệu”. Hiện tại, công ty đang cân nhắc đến thương vụ M&A với một công ty sữa bột có thương hiệu mạnh tại Châu Âu để bổ sung dòng sữa bột cao cấp. Lý do lựa chọn một DN ở châu Âu thay vì 2 thương hiệu Miraka (New Zealand) và Driftwood (USA), theo chúng



tôi là bởi (1) Chất lượng kiểm định tại Châu Âu sẽ thuyết phục người tiêu dùng tin tưởng hơn (2) VNM đã có văn phòng tại châu Âu để thu mua sữa nguyên liệu, được xem là mắt xích tìm kiếm cơ hội M&A phù hợp.

Với tín hiệu thị trường tốt của nhãn hàng Twin cows, chúng tôi cho rằng, khả năng dòng “sữa bột của VNM sản xuất tại Châu Âu” sẽ tạo nên một bước ngoặt lớn của phân khúc này. Tuy nhiên, việc phân phối mặt hàng sữa ngoại liệu có đi ngược lại với triết lý marketing “Người Việt ưu tiên dùng hàng Việt” đang thành công ở thời điểm hiện tại hay không là điều chúng tôi quan ngại. Nếu xây dựng được một chiến lược marketing hợp lý, tạo được ảnh hưởng lớn đến tâm lý người tiêu dùng như thành công của chiến lược quảng bá cho sản phẩm sữa tươi nguyên chất 100% gần đây, chúng tôi cho rằng, vấn đề quan ngại ở trên sẽ được gỡ bỏ. Vì vậy, có lý do tin rằng, dòng sữa bột sẽ trở thành điểm nhấn trong kế hoạch dài hạn của VNM với tốc độ tăng trưởng dao động xung mức tăng trưởng của ngành là 24% (theo Euromonitor).

Sữa chua - thế mạnh khó bị “đánh bại” nhờ kênh phân phối rộng khắp.

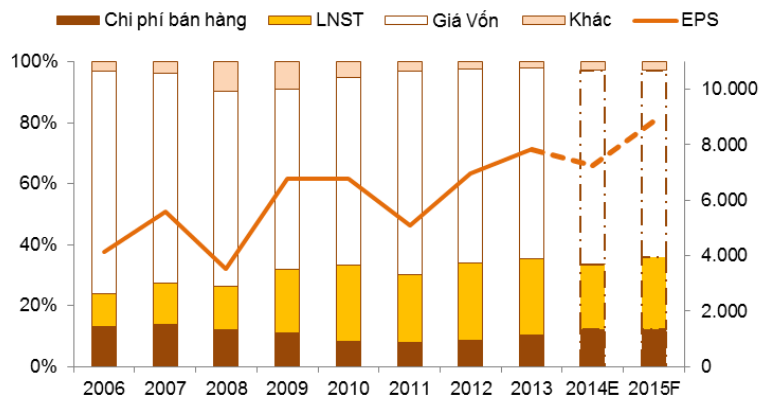
Nếu so sánh với các nước trong khu vực, tỷ lệ tiêu thụ sữa chua/sữa nước của Việt Nam còn khá thấp chỉ đạt 20:80 trong khi đó chỉ số này ở Thái lan là 50:50, Singapore là 70:30. Vì vậy, thị trường sữa chua có tiềm năng tăng trưởng tốt, ước đạt 25% cho năm sau (theo Euromonitor) khi thói quen người tiêu dùng đang chuyển dần sang các sản phẩm có lợi cho sức khỏe.

Theo quan sát riêng của chúng tôi, một cách định tính, sức ép cạnh tranh với nhóm sữa chua đã gay gắt hơn trong thời gian gần đây. Tuy vậy, chúng tôi ít quan ngại về vị thế của VNM đối với dòng sản phẩm này hơn so với sữa nước. Nguyên nhân do thời gian sử dụng sản phẩm sữa chua tương đối ngắn, kênh phân phối rộng lớn của VNM (224.00 điểm bán lẻ và 266 nhà phân phối) được xem là yếu tố cạnh tranh tiên quyết giúp VNM giữ vững 90% thị phần hiện tại. Ngoài việc định hướng gia tăng kênh phân phối về vùng nông thôn và đô thị nhỏ, việc gia tăng giá trị cho sản phẩm như thêm trái cây (nha đam, dâu tằm), vi chất collagen,... sẽ góp phần nâng cao tính cạnh tranh và doanh thu mảng sữa chua cho VNM.

2014 - Điểm “ngủ chân” tạm thời hay đồ thị tăng trưởng bắt đầu đổi xu hướng đối với Vinamilk?

Nhìn lại KDKD từ năm 2006 đến nay, tốc độ tăng trưởng trung bình của VNM khá cao, vào khoảng 24,5% nhưng lại có dấu hiệu chững lại trong vài năm gần đây. Đây được xem là kết quả của sự cạnh tranh ngày càng gay gắt khi có thêm những đối tượng mới gia nhập ngành. Sau giai đoạn tăng trưởng nhanh, VNM, theo chúng tôi, đang bước lên “đỉnh đôi đầu tiên” của tăng trưởng. Bằng chứng là VNM đang có các nỗ lực M&A, đẩy mạnh hoàn thiện chuỗi giá trị theo chiều dọc,... và đây là những dấu hiệu đáng chú ý. Tại vị thế này, để đạt được tốc độ tăng trưởng như trước đây, VNM phải có những chiến lược đột phá hơn. Nếu không, các chi phí “giữ vững thị phần” sẽ kiểm hãm biên lợi nhuận cũng như lợi nhuận kinh doanh của công ty.

Hình: Cơ cấu chi phí theo doanh thu và EPS (tỷ đồng).



Nguồn: RongViet research tổng hợp và dự báo



Mặc dù quy mô lớn của VNM khiến cho việc duy trì tăng trưởng mạnh là một bài toán khó, cơ hội cho VNM và ngành sữa nói chung là vẫn còn lớn nhờ vào đặc tính nhân khẩu học của thị trường Việt nam và sự cải thiện chất lượng sống đang diễn ra. Kế hoạch tập trung nâng cao giá trị gia tăng cho sản phẩm, đặc biệt là dòng sản phẩm cao cấp mang thương hiệu “VNM được sản xuất ở các nước tiên tiến” sẽ là nhân tố giúp DN giữ mức tăng trưởng ổn định.

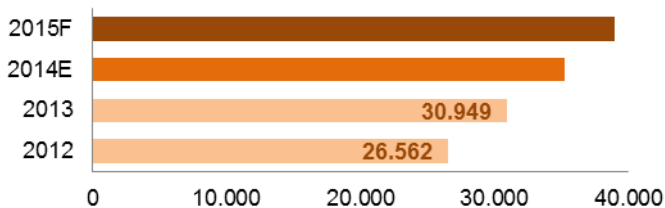
Vì VNM đang sở hữu một nền tảng tài chính ổn định, nên cơ cấu vốn của công ty hiện nghiêng hẳn về sử dụng vốn chủ sở hữu và tỷ lệ nợ vay thấp. Điều này khiến Công ty hầu như không hưởng lợi gì đáng kể từ thuận lợi của mặt bằng lãi suất thấp như hiện nay. Chúng tôi thử thay đổi cơ cấu vốn của VNM hiện tại, nâng tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản từ mức 3% như hiện tại lên mức 22%, và giả định rằng lãi suất áp dụng cho VNM – một DN có hoạt động ổn định là 6%, chúng tôi nhận thấy rằng giá trị ROE sẽ được cải thiện khoảng 12,8%. Do vậy, cơ cấu vốn như hiện tại có thể chưa là tối ưu và nếu Công ty có ý định tăng sử dụng nợ vay trong tương lai, các cổ đông của VNM sẽ có cơ hội nhận thêm cổ tức hoặc công ty có thể mua vào cổ phiếu quỹ. Trong trường hợp đó, chúng tôi tự tin hơn về dự báo EPS của Công ty trong 5 năm tới vẫn có xu hướng đi lên.

Năm 2015, KQKD được dự báo tăng trưởng nhờ biên gộp cải thiện

Tính đến thời điểm hiện tại, giá sữa bột nguyên liệu (skimmed milk và whole milk) đã giảm 13% so với đầu năm, và đà giảm này được dự đoán sẽ tiếp tục đến năm 2015. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có bất cứ động thái của cơ quan chức năng về điều chỉnh trần giá sữa. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng, giá bán đầu ra sẽ giữ ổn định cho đến tháng 6 năm sau. Kết quả là, biên gộp có thể cải thiện đáng kể ít nhất trong 2 quý đầu năm 2015.

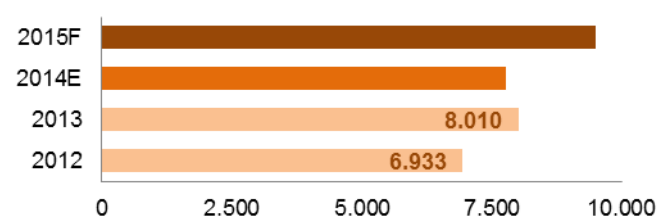
Theo RongViet Research dự báo, biên gộp VNM năm 2015 sẽ cải thiện khoảng 3% so với thời điểm hiện tại. Bên cạnh đó, doanh thu và LNST năm 2014 lần lượt được dự phóng ở mức 38.967 tỷ và 7.388 tỷ đồng tăng 10,6% và 22% so với con số ước tính cho năm 2014.

Hình: Doanh thu thuần (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet research tổng hợp và dự báo

Hình: EBIT (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet research tổng hợp và dự báo

Quan điểm và định giá

VNM được biết đến là doanh nghiệp sữa hàng đầu Việt Nam và luôn được đánh giá cao về vị thế kinh doanh lẫn hiệu quả tài chính trong nhiều năm qua. Bên cạnh đó, VNM là cổ phiếu hiếm hoi tại Việt nam mà trải qua các đợt khủng hoảng lịch sử, người nắm giữ VNM dài hạn luôn có lời, bất kể họ mua tại thời điểm nào. Tuy vậy, trong năm nay, sự trở dậy của nhiều đối thủ cạnh tranh, cộng với tăng trưởng lợi nhuận của VNM có dấu hiệu chững lại khiến nhiều nhà đầu tư quan ngại VNM bước vào giai đoạn bão hòa. Qua phân tích một số ưu nhược điểm và chiến lược của công ty đối với từng nhóm ngành hàng, chúng tôi nhận thấy cơ hội vẫn còn rộng mở đối với VNM. Ngoài tiềm năng riêng của thị trường Việt Nam, các chiến lược cạnh tranh như “tăng đầu tư vào đàn bò”, “sản phẩm Vinamilk chất lượng quốc tế” có thể sẽ giúp VNM tiếp tục giữ vững thị phần. Chúng tôi kỳ vọng nhiều vào khả năng giành thêm thị phần sữa bột từ nhóm sữa ngoại trong khi đó tăng trưởng của nhóm sản phẩm sữa nước dự kiến sẽ cải thiện mạnh sau khi đàn bò của Công ty cho sản phẩm.

Trong ngắn hạn, KQKD của VNM có khả năng sẽ được hỗ trợ từ đà giảm của giá sữa bột nguyên liệu. Tính đến thời điểm hiện tại, vẫn chưa có bất cứ động thái nào của cơ quan chức năng về điều chỉnh trần giá sữa trong khi giá sữa nguyên liệu đã giảm 13% so với đầu năm nay. Biên gộp của VNM nhờ vậy, sẽ được cải thiện trong năm sau, ít nhất là trong 2 quý đầu năm.

Kết quả định giá của chúng tôi cho thấy mức giá hợp lý hiện tại của VNM vào khoảng **110.000 VND/cp**. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của ngành sữa cũng như cơ hội tăng trưởng của VNM trong thời gian tới, tuy vậy, một cách thận trọng, chúng tôi cho rằng cần thêm bằng chứng về tính khả thi đối với các chiến lược dài hơi của VNM. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** đối với mã cổ phiếu này.

Bảng 4: Dự phóng KQKD Q4-FY14

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY14	+/- qoq
Doanh thu	9.591	10%
LN gộp	3.438	14%
EBIT	1.664	-3%
LNST	1.703	24%

Nguồn: RongViet Securities.

Bảng 5: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2014F	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	14	11
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	35	37
Tỷ suất EBIT (%)	22	24

Nguồn: RongViet Securities.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKĐK	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	26.562	30.949	35.233	38.967
Giá vốn	17.485	19.766	23.036	24.524
Lãi gộp	9.077	11.183	12.197	14.443
Chi phí bán hàng	2.346	3.276	4.404	4.871
Chi phí quản lý	525	611	881	974
Thu nhập từ HĐTC	475	507	622	653
Chi phí tài chính	51	91	107	118
Lợi nhuận khác	287	255	268	282
Lợi nhuận trước thuế	6.930	8.010	7.745	9.473
Thuế TNDN	1.110	1.476	1.704	2.084
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	5.819	6.534	6.041	7.389
EBIT	6.933	8.010	7.760	9.491
EBITDA	7.468	8.797	8.761	10.655

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	22,8	16,5	13,8	10,6
Lợi nhuận HKĐK	43,8	17,6	-5,3	24,4
EBITDA	38,5	17,8	-0,4	21,6
EBIT	39,2	15,5	-3,1	22,3
Lợi nhuận sau thuế	38,0	12,3	-7,5	22,3
Tổng tài sản	26,4	16,1	6,5	4,2
Vốn chủ sở hữu	24,2	13,2	5,6	4,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	41,6	15,3	15,0	17,0
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	34,2	36,1	34,6	37,1
LN HKĐK / Doanh thu	23,4	23,6	19,6	22,1
EBITDA/ Doanh thu	28,1	28,4	24,9	27,3
EBIT/ Doanh thu	26,1	25,9	22,0	24,4
LNST/ Doanh thu	21,9	21,1	17,1	19,0
ROA	33,0	30,7	25,6	29,7
ROIC or RONA	47,9	46,8	41,7	49,0
ROE	41,6	39,6	33,5	38,9
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay khoản phải thu	1	12,4	12	12,1
Vòng quay hàng tồn kho	5,2	5,9	6,3	5,4
Vòng quay khoản phải trả	5,5	4,8	4,8	4,6
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	3,0	2,8	2,2	2,3
Nhanh	2,0	2,1	1,5	1,4
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	24,5	28,2	31,4	30,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0	1,0	1,9	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	1,0	1,9	1,9

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Tiền	1.252	2.746	3.096	3.645
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.909	4.167	3.334	2.334
Các khoản phải thu	2.246	2.728	3.136	3.312
Tồn kho	3.473	3.217	4.147	4.905
Tài sản ngắn hạn khác	230	160	112	123
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	11.111	13.019	13.824	14.319
Tài sản cố định hữu hình	4.223	7.849	9.121	9.636
Tài sản cố định vô hình	254	531	531	567
Xây dựng cơ bản dở dang	3.565	538	753	602
Bất động sản đầu tư	97	149	123	122
Đầu tư tài chính dài hạn	284	318	1.114	1.125
Tài sản dài hạn khác	150	296	384	499
TSCĐ và đầu tư dài hạn	8.587	9.856	12.200	12.726
TỔNG TÀI SẢN	19.698	22.875	26.024	27.045
Tiền hàng phải trả và ứng trước	2.269	1.989	2.304	2.452
Khoản phải trả ngắn hạn khác	1.469	2.427	2.801	3.098
Vay và nợ ngắn hạn	0	179	352	0
Vay và nợ dài hạn	0	184	350	367
Khoản phải trả dài hạn khác	60	167	3	3
Tổng nợ	3.798	4.946	5.810	5.921
Vốn chủ sở hữu	15.493	17.545	20.189	21.096
Vốn đầu tư của CSH	8.340	8.340	10.006	10.006
Lợi nhuận giữ lại	5.199	6.150	6.211	6.273
Các quỹ	682	1.784	2.699	3.545
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	15.493	17.545	20.189	21.096
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	23	25	28
TỔNG NGUỒN VỐN	19.291	22.514	26.024	27.045
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
LNTT	6.930	8.010	7.745	9.473
Khấu hao	535	786	1.001	1.163
<i>Các điều chỉnh</i>	-378	-395	-369	-142
Thay đổi vốn lưu động	-1.792	-2.150	-2.602	-2.566
Tiền thuần từ HĐKD	5.295	6.252	5.775	7.928
Thay đổi TSCĐ	-3.117	-1.470	-2.422	-1.547
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	308	-267	-685	-754
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	-2.165	148	390	163
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-4.974	-1.590	-2.717	-2.138
Nhận/trả lại vốn góp	-2	-1	0	0
Vay mới/trả nợ vay	0	0	371	-313
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-2.223	-3.167	-4.745	-4.929
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-2.225	-3.168	-4.374	-5.241
Tiền thuần trong kỳ	-1.904	1.494	-1.317	549
Tiền đầu năm	3.157	1.252	2.746	1.429
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	-1	0	0
Tiền cuối kỳ	1.252	2.746	1.429	1.978

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014.**