

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)
Phạm Lê Duy Nhân

Chuyên viên phân tích

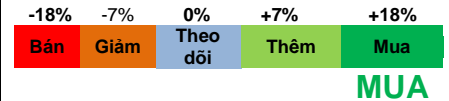
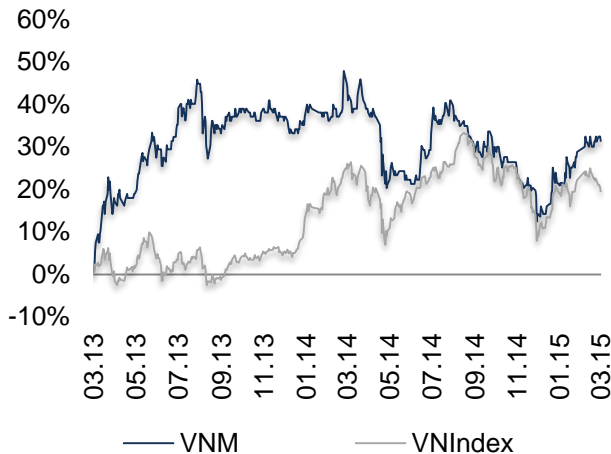
Email: nhanpld@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7593

 Giá hiện tại: **107.000**

 Giá mục tiêu: **129.000**

 Tăng/giảm: **20,6%**

 Tỷ suất cổ tức: **3,0%**

MUA
Biến động giá VNM 03.2013 – 03.2015


2015: Kỳ vọng tăng trưởng sản lượng và cải thiện đáng kể biên lãi gộp

Chúng tôi tiến hành cập nhật lại mô hình định giá đối với CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM) vì cho rằng đã có một số thay đổi trọng yếu so với thời điểm mà chúng tôi thực hiện báo cáo định giá lần đầu vào tháng 09.2014. [\(Xem link\)](#)

Năm 2014: là một năm không hề thuận lợi đối với các doanh nghiệp trong ngành F&B nói chung, và VNM nói riêng. Tăng trưởng sản lượng đạt mức thấp, chỉ vào khoảng 5% do sức cầu yếu của cả nền kinh tế, trong khi lợi nhuận chứng kiến năm tăng trưởng âm đầu tiên từ lúc doanh nghiệp niêm yết. Trong bối cảnh đó, VNM gia tăng được thị phần ở 2 ngành hàng chính là sữa nước (+2%) và sữa bột (+1%) cho thấy việc đẩy mạnh chi tiêu hoạt động quảng cáo, tiếp thị đã mang đến kết quả tích cực bước đầu. Chúng tôi vẫn cho rằng, chiến lược hi sinh lợi nhuận để bảo toàn thị phần (hay gia tăng) mà VNM đang thực hiện xuyên suốt là đúng đắn với điều kiện thị trường hiện tại cũng như tiềm lực lớn của doanh nghiệp.

Năm 2015: Chúng tôi nhìn nhận, động lực tăng trưởng doanh thu năm 2015 của VNM sẽ chủ yếu đến từ việc quyết tâm đẩy mạnh sản lượng bán ra ngay từ những tháng đầu năm với kì vọng sức mua cải thiện hơn năm trước trong khi giá bán bình quân hầu như sẽ không có dư địa để tăng trong ngắn hạn do giá bột sữa nguyên liệu đã giảm rất sâu. Hưởng lợi từ xu hướng giảm này, VNM được kỳ vọng có thể cải thiện mức biên lãi gộp lên mức 38,5%. Mặt khác, doanh nghiệp cũng sẽ phải tiếp tục gia tăng mạnh chi phí bán hàng để thúc đẩy doanh số. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2015 của VNM đạt **38.545 tỷ đồng (+10,2% yoy)**, LNST 2015 ước đạt **7.275 tỷ đồng (+19,9% yoy)** tương ứng với EPS 2015 đạt **7.221 đồng/cp**.

Về dài hạn: cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng gay gắt hơn trong vòng 2-3 năm tới khi bên cạnh những tay chơi lớn cũ, một số doanh nghiệp nội địa đang có dấu hiệu thay đổi mạnh mẽ về cấu trúc. VinaCapital và Daiwa PI Partners mua lại 70% cổ phần của Sữa Quốc tế (IDP). Trong khi đó, Sữa Hà Nội (HNX: HNM) đang là đối tượng bị thu hút bởi Tiga Pilar, một doanh nghiệp chế biến thực phẩm của Indonesia có doanh thu năm 2014 khoảng 440 triệu USD và có lịch sử các hoạt động M&A khá dày đặc. Điều này cũng cho thấy cái nhìn lạc quan của các nhà đầu tư quốc tế về tiềm năng tăng trưởng của thị trường sữa Việt Nam trong dài hạn. Trong bối

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại	107.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	122.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	92.500
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)	115.525
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	49%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	10.006
Vốn hóa (tỷ VND)	107.064

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
Lợi thế cạnh tranh	Thị phần dẫn đầu, kênh phân 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

cảnh đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng VNM với tiềm lực của mình sẽ tiếp tục duy trì vị thế người dẫn đầu, như đã từng đề cập trong báo cáo định giá lần đầu về doanh nghiệp.

Khuyến nghị: Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt trong năm 2015. Giá mục tiêu 12 tháng tới theo mô hình định giá sau cập nhật cho VNM là **129.000 đồng/cp**, cao hơn **20,6%** so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu ngắn, trung và dài hạn.

Kết quả cập nhật định giá theo phương pháp FCFF

Giá định mô hình	Giá trị	Tổng hợp định giá	Đơn vị	Giá trị
WACC 2015	13,5%	Thời gian dự phóng	năm	6
CP sử dụng nợ 2015	1,9%	Tổng hiện giá dòng tiền	tỷ	111.783
CP sử dụng vốn 2015	14,4%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	tỷ	8.995,8
Lãi suất phi rủi ro	6,6%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	tỷ	1.626
Phần bù rủi ro	5,0%	Giá trị vốn cổ phần	tỷ	119.153
Hệ số Beta 2015	0,69	Lợi ích cổ đông thiểu số	tỷ	726,3
Tăng trưởng BQ 2015-2020	11,7%	Đầu tư vào công ty liên kết	tỷ	700,4
Tăng trưởng dài hạn	5,5%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	tỷ	119.127
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 129.000

Tóm tắt một số thay đổi chính trong mô hình định giá

Chỉ tiêu	BC lần đầu	Cập nhật 2015	Diễn giải
Các chỉ tiêu trên báo cáo kết quả HĐSXKD			
Tăng trưởng doanh thu thuần 2015			
+ Nội địa	13,2%	11,2%	Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, giá bán bình quân không tăng
+ Hoạt động xuất khẩu	27,1%	5,1%	Xuất khẩu sữa bột sang Trung Đông khó cải thiện
Biên lợi nhuận gộp 2015			
+ Nội địa	36,4%	40,6%	Tác động của việc giảm giá bột sữa nguyên liệu SMP, WMP
+ Hoạt động xuất khẩu	20,6%	35%	
CP bán hàng/doanh thu thuần 2015	11,6%	15%	Gia tăng chi tiêu cho hoạt động bán hàng
Các chỉ tiêu trong mô hình định giá			
Lãi suất phi rủi ro	7,4%	6,6%	Cập nhật giá trúng thầu bình quân 3 tháng gần nhất của TP chính phủ kỳ hạn 10 năm
Lãi suất vay ngắn hạn	4,7%	1,7%	Cập nhật lãi suất vay USD ngắn, dài hạn bình quân
Lãi suất vay dài hạn	4,7%	2,7%	
Beta	0,68	0,69	Sử dụng beta 2015, thay đổi cơ cấu nợ vay

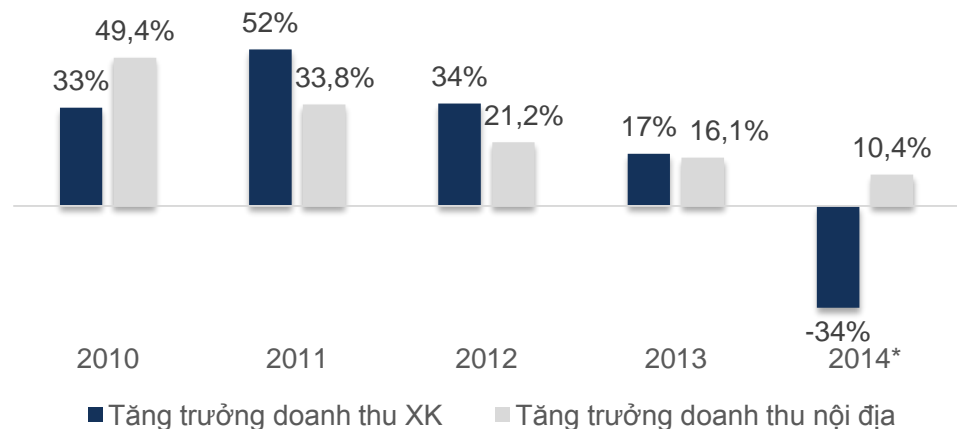
2014: Năm lợi nhuận tăng trưởng âm đầu tiên

Doanh thu tăng trưởng thấp nhất trong vòng 5 năm do sản lượng bán ra thấp

Năm 2014, doanh thu thuần đạt 34.977 ngàn tỷ (+13,0% yoy, 98,4% kế hoạch), khá sát với dự báo gần nhất của chúng tôi cho VNM. Trong đó:

- Doanh thu thị trường nội địa đạt 29.293 ngàn tỷ (+10,4% yoy), tuy nhiên nếu loại trừ yếu tố tăng giá bán bình quân vào đầu tháng 02.2014 thì sản lượng bán ra chỉ tăng trưởng xấp xỉ ~5%. Sức mua yếu là vấn đề đã được chúng tôi nhiều lần nhắc đến trong các báo cáo trước.
- Doanh thu thị trường xuất khẩu đạt 2.957 tỷ (-34,0% yoy), sụt giảm đáng kể chủ yếu do sản lượng sữa bột xuất đi Iraq giảm mạnh do tình hình bất ổn tại thị trường này. Theo chúng tôi ước tính, trong năm 2014 VNM chỉ xuất khẩu được khoảng 19 ngàn tấn sữa bột, giảm khoảng 31% so với cùng kỳ năm trước.
- Tăng trưởng từ hợp nhất doanh thu công ty con Driftwood (2.727 tỷ) là một yếu tố giúp cho doanh thu của VNM năm 2014 không thực sự quá kém khả quan.

Tăng trưởng doanh thu nội địa và doanh thu hoạt động xuất khẩu, 2010 - 2014



* Doanh thu hoạt động xuất khẩu không bao gồm hợp nhất từ công ty con Driftwood

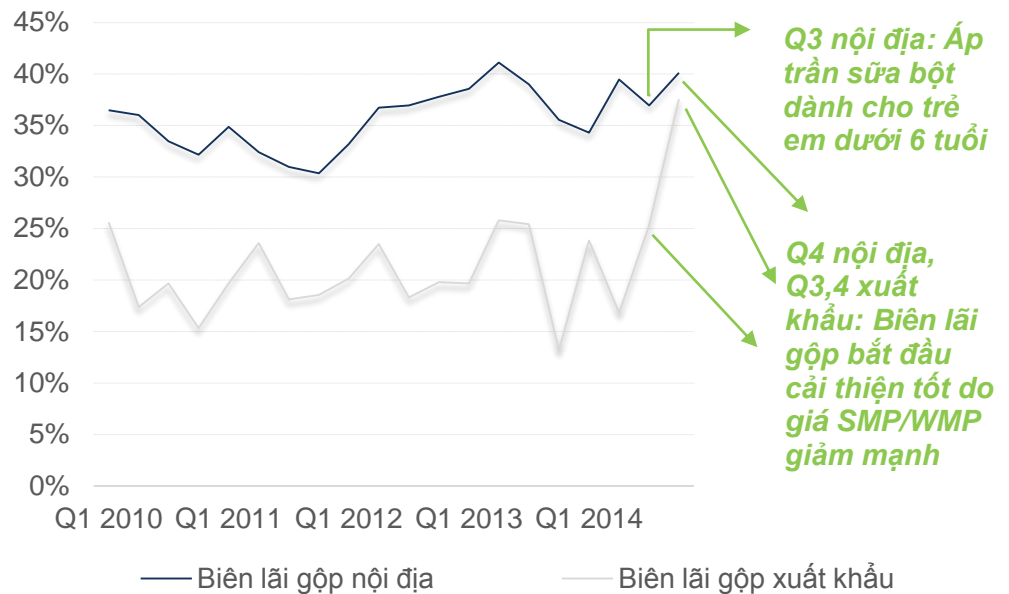
Nguồn: VNM; FPTS

Biên lãi gộp cải thiện đáng kể qua từng quý

Biên lãi gộp cả năm 2014 đạt 35,2%, tốt hơn so với mức 34,6% mà chúng tôi đã dự báo trước đó nhưng vẫn thấp hơn mức 36,1% cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, nếu quan sát qua từng quý thì rõ ràng biên lãi gộp của doanh nghiệp đã có sự cải thiện rất đáng kể dưới tác động giảm giá nguyên vật liệu đầu vào, đặc biệt là bột sữa nhập khẩu SMP và WMP.

- Đối với thị trường nội địa, biên lãi gộp vẫn đạt mức 40,1% trong Q4/2014, mặc dù sức ép của việc áp trần đối với các sản phẩm sữa dành cho trẻ em dưới 6 tuổi kể từ 01/06 là khá lớn (giảm giá bán khoảng 10-15%). Theo ước tính của chúng tôi, trong năm này, việc áp trần đã khiến cho doanh thu của VNM sụt giảm khoảng 250 tỷ đồng.

- Tại thị trường xuất khẩu, biên lãi gộp lên đến 38%, rất cao so với mức bình quân các quý trước. Nên nhớ, VNM xuất khẩu chủ yếu là sữa bột (~88% tổng doanh thu hoạt động xuất khẩu), dòng sản phẩm được hưởng lợi lớn nhất khi giá bột sữa nguyên liệu giảm mạnh.

Biên lãi gộp theo từng quý, 2010 - 2014


Nguồn: VNM; FPT S

- Đối với Driftwood, biên lãi gộp chỉ vào khoảng 17% và chúng tôi cho rằng con số này cần phải được cải thiện đáng kể trong thời gian tới. Dù quy mô của Driftwood không thể so sánh được với những công ty FMCG hàng đầu tại thị trường Mỹ, tuy nhiên khi chúng tôi xem xét qua các công ty này thì tỷ trọng chi phí hoạt động trên doanh thu (chủ yếu là chi phí SG&A) thường rất lớn, trung bình lên đến 33%. Điều này có nghĩa là nếu Driftwood không cải thiện được biên lãi gộp thì nhiều khả năng sẽ dẫn đến hoạt động kinh doanh rất kém hiệu quả.

Một số chỉ tiêu hoạt động của các công ty FMCG hàng đầu ở Mỹ, 2014

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Biên lãi gộp	CPHĐ/DT thuần	Biên lãi ròng
KRAFT FOODS GROUP INC	36.482	26,6%	16,2%	5,7%
JOHNSON & JOHNSON	281.003	69,4%	41,2%	22,0%
GENERAL MILLS INC	31.642	35,6%	19,1%	10,2%
COLGATE-PALMOLIVE CO	62.607	58,5%	37,9%	12,6%
MONDELEZ INTERNATIONAL INC-A	57.253	36,8%	27,3%	6,4%
PEPSICO INC	141.492	53,7%	39,3%	9,8%
COCA-COLA CO/THE	176.007	61,1%	40,0%	15,4%
PFIZER INC	211.473	80,7%	54,0%	18,4%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	225.655	48,9%	30,5%	14,0%
Trung bình	135.957	52,4%	33,9%	12,7%
Trung vị	138.725	53,0%	35,9%	12,7%

Nguồn: Bloomberg

Chi phí SG&A tăng mạnh làm ăn mòn lợi nhuận nhưng đem đến kết quả tích cực về thị phần

Chi phí SG&A tăng đến 41,3% so với cùng kỳ và chiếm đến 15,7% trên doanh thu thuần. Xu hướng gia tăng mạnh chi tiêu cho hoạt động quảng cáo, tiếp thị đúng như định hướng của doanh nghiệp trong giai đoạn hiện tại là hy sinh lợi nhuận để bảo toàn thị phần. Chúng tôi nhận thấy, VNM đang ghi nhận những kết quả khá tích cực trong bối cảnh thị trường hiện tại khi thị phần sữa nước và sữa bột đã lần lượt tăng 2% và 1% so với cùng kỳ năm trước, theo thống kê của AC Nielsen.

Lợi nhuận chứng kiến năm tăng trưởng âm đầu tiên kể từ khi niêm yết

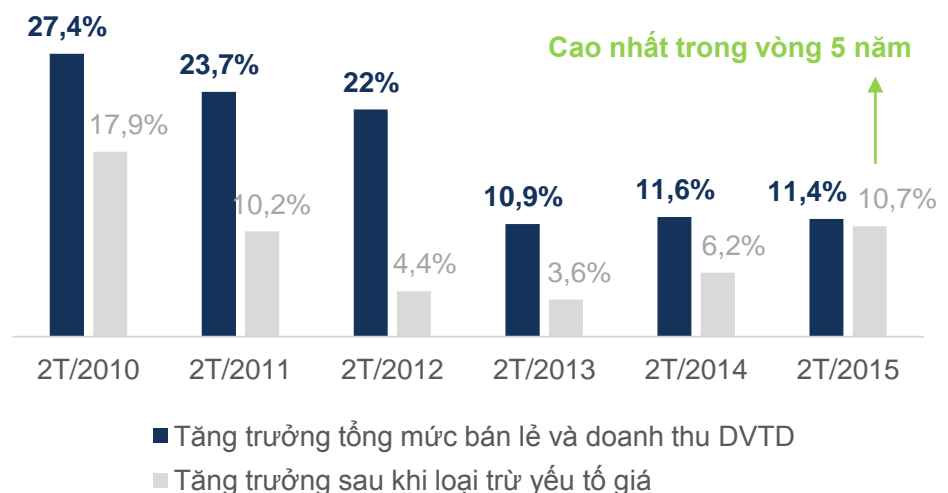
Lợi nhuận năm 2014 đạt 6.068 tỷ đồng (-7,1% yoy), là năm tăng trưởng âm đầu tiên của VNM kể từ khi niêm yết năm 2006. 2014 cũng là năm đầu tiên mà cổ phiếu VNM giảm giá so với đầu năm, kể từ 2009. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đã có những tín hiệu khả quan cho phép doanh nghiệp quay trở lại chu kỳ tăng trưởng kể từ năm 2015 trở đi.

2015: Những triển vọng tích cực

Sức cầu toàn nền kinh tế đang cho thấy dấu hiệu hồi phục rõ nét

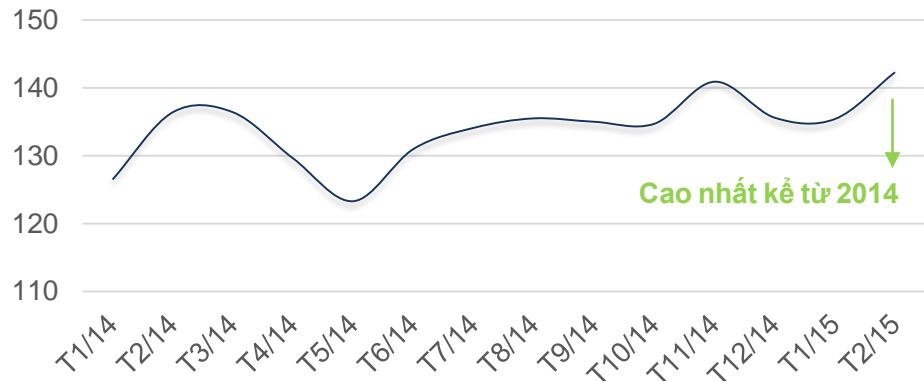
Tính trong 2 tháng đầu năm 2015, tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng của cả nước đã tăng 11,4% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại bỏ yếu tố giá thì tăng 10,7%, đây là mức tăng cao nhất trong vòng 05 năm qua. Lạm phát thấp kéo dài trong năm 2014 đã và đang được kỳ vọng sẽ kích thích hơn nữa nhu cầu tiêu dùng của dân chúng năm 2015.

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ và doanh thu DVTD hai tháng đầu năm



Nguồn: GSO

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam ANZ-Roy Morgan tháng 2 đạt 142,3 điểm, tăng 6,9 điểm so với tháng liền trước và cao hơn mức bình quân của cả năm 2014 là 133,3 điểm. Mức độ lạc quan này cho thấy năm 2015 có thể là một năm triển vọng cho chi tiêu hộ gia đình ở Việt Nam, Trao đổi với chúng tôi, VNM cũng cho thấy quyết tâm đẩy mạnh doanh số bán hàng ngay từ những tháng đầu năm khi doanh nghiệp nhận thấy rằng sức mua đã có dấu hiệu hồi phục kể từ những tháng cuối năm 2014.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam ANZ-Roy Morgan


Nguồn: ANZ

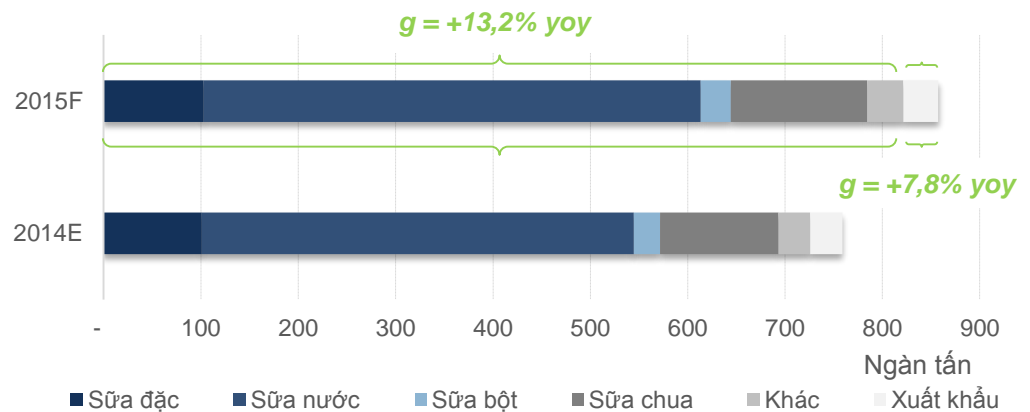
Sản lượng là động lực tăng trưởng chính của doanh thu nội địa

Năm 2015, chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa đạt **32.574 tỷ đồng** (+11,2% yoy) chủ yếu đến từ việc tăng trưởng sản lượng tiêu thụ (+13,2% yoy). Trong khi đó, giá bán bình quân hầu như sẽ không có dư địa để tăng trưởng so với giai đoạn nửa cuối năm 2014, sau khi đã giảm giá sữa bột theo chính sách áp trần. Ngược lại, doanh nghiệp cũng cho biết sẽ không có nhiều khả năng để giảm giá bán trong thời gian tới.

Hoạt động xuất khẩu sẽ không tăng trưởng đáng kể so với năm 2014

Xuất khẩu sữa bột được kỳ vọng sẽ không có cải thiện đáng kể so với năm 2014 do những biến động kéo dài về địa chính trị khu vực Trung Đông. Tuy nhiên kể từ Q3/2015 doanh thu xuất khẩu sẽ có sự đóng góp của nhà máy Campuchia, được hỗ trợ bởi hệ thống phân phối mà VNM đang tiến hành xây dựng tại thị trường có quy mô hiện tại khoảng hơn 30 triệu USD này. Ngoài ra doanh nghiệp cũng cho biết đã bước đầu thăm dò, nghiên cứu Myanmar, tuy nhiên chúng tôi cho rằng tính sơ khai của thị trường mới mở cửa cũng sẽ cản trở VNM trong ít nhất là 2-3 năm nữa.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động xuất khẩu của VNM trong năm 2015 đạt **3.079 tỷ** (+4,1% yoy), trong khi doanh thu từ Driftwood ước đạt **2.892 tỷ** (+6,1% yoy), Tổng cộng, doanh thu hợp nhất xuất khẩu ước đạt **5.970 tỷ** (+5,1% yoy).

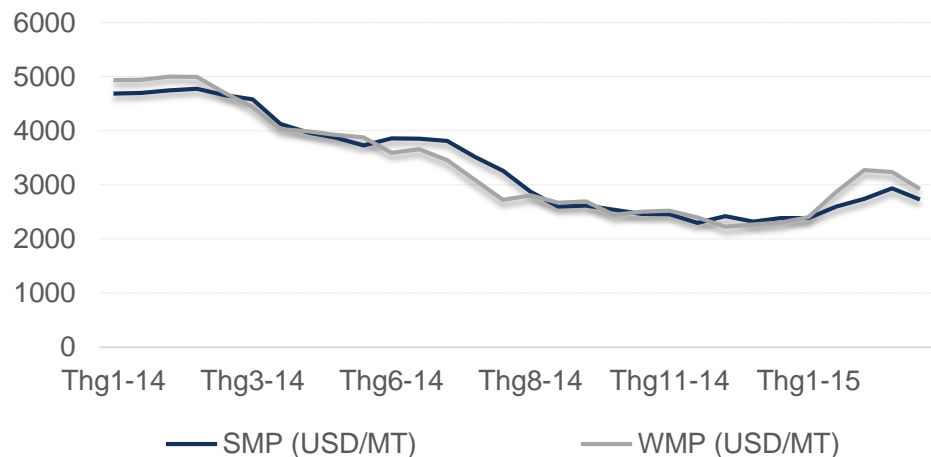
Dự phóng tăng trưởng sản lượng từng ngành hàng năm 2015


Nguồn: VNM; FPT S

Biên lãi gộp được kì vọng duy trì mức cao như Q4.2014

Triển vọng rõ ràng nhất cho VNM trong năm 2015 chính là việc giá bột sữa nguyên liệu trên thị trường thế giới đã và đang kéo dài xu hướng giảm rất mạnh kể từ đầu năm 2014. Trong những tháng đầu năm 2014, việc giá sữa quốc tế neo ở mức cao kết hợp với xu hướng giảm giá của thức ăn chăn nuôi khiến nguồn cung sữa và các sản phẩm sữa toàn cầu cho cả năm này tăng trưởng đến 3,9% so với năm 2013 (theo USDA). Tuy nhiên, việc Nga áp lệnh cấm nhập khẩu thực phẩm từ EU (khu vực xuất khẩu sữa lớn nhất thế giới) và nhu cầu nhập khẩu WMP giảm sút từ phía Trung Quốc đã tạo áp lực lớn làm giảm giá mạnh mẽ các loại sữa nguyên liệu quốc tế. Trong khi chúng tôi cho rằng lệnh cấm của Nga sẽ không bị dỡ bỏ ít nhất cho đến hết tháng 08.2015 và nhu cầu từ phía Trung Quốc đối với WMP được dự báo sẽ giảm 12% trong năm 2015 (theo USDA), chúng tôi kì vọng VNM trong việc chốt giá bột sữa nguyên liệu đầu vào (SMP, WMP) ở mức dưới 3,000 USD/tấn (so với mức trung bình ước tính khoảng 3,700-3,800 USD/tấn trong năm 2014) cho cả năm 2015. Chúng tôi ước tính biên lãi gộp chung của VNM có thể cải thiện tốt và đạt mức **38,5%** trong năm 2015.

Giá bột sữa SMP, WMP giao dịch trên thị trường quốc tế



Nguồn: Globaldairytrade

Lợi nhuận ước tính tăng trưởng dương trở lại vào năm 2015

Với ước tính chi phí SG&A trên doanh thu thuần sẽ tăng lên mức 15% trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp đạt **7.275 tỷ**, tăng 19,9% so với cùng kỳ năm trước, tương ứng EPS 2015 đạt **7.221 đồng/cp**, Theo đó VNM hiện đang giao dịch với mức P/E trailing khoảng **14,8x**.

Phụ lục: Báo cáo tài chính và dự phóng

HKKD	2014	2015F	2016F	2017F	CĐKT	2014	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	34.976.928	38.545.162	43.407.250	48.624.157	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	22.668.450	23.719.265	26.743.983	30.641.741	+ Tiền và tương đương	1.527.876	3.394.588	5.372.139	10.885.864
Lợi nhuận gộp	12.308.478	14.825.897	16.663.267	17.982.417	+ Đầu tư TC ngắn hạn	7.467.963	7.467.964	7.467.964	7.467.964
- Chi phí bán hàng	4.696.142	5.781.774	6.294.051	6.807.382	+ Các khoản phải thu	2.771.737	2.967.959	3.342.338	3.744.037
- Chi phí quản lý DN	795.365	761.293	813.915	863.111	+ Hàng tồn kho	3.620.107	4.132.825	4.659.849	5.338.991
Lợi nhuận thuần HKKD	6.816.971	8.282.830	9.555.301	10.311.924	+ Tài sản ngắn hạn khác	134.627	134.627	134.627	134.627
- (Lỗ)/lãi HĐTC	531.453	551.051	663.053	781.706	Tổng tài sản ngắn hạn	15.522.310	18.097.963	20.976.917	27.571.484
- Lợi nhuận khác	304.528	290.816	290.816	290.816	Nguyên giá TSCĐHH	11.782.649	11.782.649	11.782.649	16.977.728
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	7.652.952	9.124.696	10.509.171	11.384.446	Khấu hao lũy kế	-4.234.460	-5.287.422	-6.340.385	-8.051.302
- Chi phí lãi vay	39.582	31.178	28.643	25.012	+ Giá trị còn lại TSCĐHH	7.548.189	6.495.227	5.442.264	8.926.426
Lợi nhuận trước thuế	7.613.370	9.093.518	10.480.528	11.359.435	+ Đầu tư tài chính dài hạn	700.375	739.283	785.458	831.633
- Thuế TNDN	1.545.166	1.818.704	2.096.106	2.271.887	+ Tài sản dài hạn khác	341.541	341.541	341.541	341.541
LNST	6.068.204	7.274.815	8.384.422	9.087.548	Tổng tài sản dài hạn	10.247.827	11.791.966	13.343.371	11.639.283
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-605	52.599	125.133	187.520	Tổng Tài sản	25.770.137	29.889.929	34.320.289	39.210.766
LNST của cổ đông CT Mẹ	6.068.809	7.222.216	8.259.289	8.900.028	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đồng/cp)	6.068	7.221	8.258	8.899	+ Phải trả ngắn hạn	3.818.017	4.271.225	4.587.245	4.978.468
EBITDA	8.727.814	10.199.559	11.584.033	13.117.264	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.279.525	1.397.847	1.397.847	1.337.635
Khấu hao	1.074.862	1.074.862	1.074.862	1.732.818	+ Quý khen thưởng	355.719	358.599	357.159	357.879
Tăng trưởng doanh thu	13,0%	10,2%	12,6%	12,0%	Nợ ngắn hạn	5.453.261	6.027.671	6.342.251	6.673.982
Tăng trưởng LN HKKD	-6,6%	21,5%	15,4%	7,9%	+ Vay và nợ dài hạn	346.384	228.061	89.062	10.275
Tăng trưởng EBIT	-4,5%	19,2%	15,2%	8,3%	+ Phải trả dài hạn	92.904	92.904	92.904	92.904
Tăng trưởng EPS	-22,6%	19,0%	14,4%	7,8%	Nợ dài hạn	439.288	320.965	181.966	103.179
Chỉ số khả năng sinh lợi	2014	2015F	2016F	2017F	Tổng nợ	5.892.549	6.348.636	6.524.217	6.777.161
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,2%	38,5%	38,4%	37,0%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	17,3%	18,9%	19,3%	18,7%	+ Thặng dư	0	0	0	0
ROE DuPont	32,6%	33,9%	33,1%	30,7%	+ Vốn điều lệ	10.001.026	10.001.026	10.001.026	10.001.026
ROA DuPont	24,9%	26,1%	26,1%	24,7%	+ LN chưa phân phối	9.679.418	13.290.526	17.420.170	21.870.184
Tỷ suất EBIT	21,9%	23,7%	24,2%	23,4%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	119.954	172.553	297.686	485.206
LNST / LNST	79,7%	80,0%	80,0%	80,0%	Vốn chủ sở hữu	19.800.398	23.464.105	27.718.882	32.356.416
LNST / EBIT	99,5%	99,7%	99,7%	99,8%	Tổng cộng nguồn vốn	25.770.137	29.889.929	34.320.289	39.210.766
Vòng quay tổng tài sản	1,44	1,39	1,35	1,32	Lưu chuyển tiền tệ	2014	2015F	2016F	2017F
Đòn bẩy tài chính	1,31	1,30	1,27	1,24	Tiền đầu năm	2.745.646	1.527.876	3.394.588	5.372.139
ROIC	30,1%	33,5%	38,1%	37,0%	Lợi nhuận trước thuế	7.613.369	9.093.518	10.480.528	11.359.435
Chỉ số hiệu quả hoạt động	2014	2015F	2016F	2017F	+ Khấu hao	1.032.730	1.074.862	1.074.862	1.732.818
Số ngày phải thu	28,7	28,1	28,1	28,1	+ Điều chỉnh	-492.988	31.178	28.643	25.012
Số ngày tồn kho	55,0	63,6	63,6	63,6	+ Thay đổi vốn lưu động	-2.824.787	-2.155.336	-2.836.704	-3.173.317
Số ngày phải trả	31,1	36,1	36,1	36,1	Tiền từ HKKD	5.328.324	8.044.223	8.747.329	9.943.947
Thời gian luân chuyển tiền	52,6	55,6	55,6	55,6	+ Thanh lý tài sản cố định	53.894	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	6,6	6,1	6,1	6,1	+ Chi mua sắm TSCĐ	-858.946	-2.597.539	-2.597.539	0
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2014	2015F	2016F	2017F	+ Tăng (giảm) đầu tư	-3.067.667	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,85	3,00	3,31	4,13	+ Các hđ đầu tư khác	0	-21.462	-28.729	-28.729
CS thanh toán nhanh	2,18	2,32	2,57	3,33	Tiền từ HĐĐT	-3.872.719	-2.619.001	-2.626.268	-28.729
CS thanh toán tiền mặt	0,28	0,56	0,85	1,63	+ Cổ tức đã trả	-4.000.514	-3.611.108	-4.129.644	-4.450.014
Nợ / Tài sản	6,3%	5,4%	4,3%	3,4%	+ Tăng (giảm) vốn	70.102	52.599	125.133	187.520
Nợ / Vốn sử dụng	7,6%	6,5%	5,1%	4,1%	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-233.883	118.322	0	-60.212
Nợ / Vốn CSH	8,3%	7,0%	5,4%	4,2%	+ Thay đổi nợ dài hạn	1.490.975	-118.323	-138.999	-78.787
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	5,0%	4,7%	4,1%	3,4%	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	1,3%	0,8%	0,3%	0,0%	Tiền từ HĐTC	-2.673.320	-3.558.510	-4.143.510	-4.401.493
Khả năng TT lãi vay	193,34	292,66	366,90	455,17	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.217.715	1.866.712	1.977.551	5.513.725
Định giá	2014	2015F	2016F	2017F	Tiền cuối năm	1.527.931	3.394.588	5.372.139	10.885.864
P/E	17,8	15,0	13,1	12,1	<i>Đvt: Triệu đồng</i>				
P/B	5,5	4,6	3,9	3,4					
EV / EBITDA	13,9	0,2	0,2	0,1					
Giá trị sổ sách	19.678	23.289	27.418	31.868					

Nguồn: VNM, FPTS

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
28/09/2014	THÊM	106.000	120.000
25/03/2015	MUA	107.000	129.000

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, Thạch Thàng, Quận
Hải Châu TP, Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84,511) 3553666
Fax: (84,511) 3553888