

## TĂNG TỶ TRỌNG

**Giá mục tiêu** 142,000 VND  
**Giá hiện tại** 121,000 VND

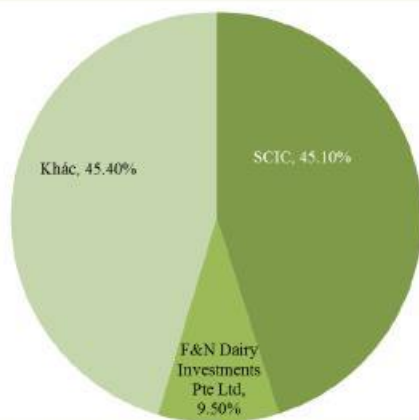
**Le Minh Triet**  
**(+84-8) 5413-5472**  
[trietle@phs.vn](mailto:trietle@phs.vn)

### Sơ lược công ty

Mã CP	VNM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	8,340
CP đang lưu hành (triệu)	833.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	100,846
Biên độ 52 tuần (đồng)	121,000 – 152,000
KLGD trung bình 3 tháng	3,586,207
Beta	0.75
Sở hữu nước ngoài	49%
Ngày niêm yết đầu tiên	19/01/2006

### Cổ đông lớn

SCIC	45.10%
F&N Dairy Investments Pte Ltd	9.50%
Khác	45.40%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
<b>Tuyệt đối</b>	-18	-20	-24
<b>Phần trăm (%)</b>	-12.9	-14.2	-16.6



## Vượt thách thức, tạo cơ hội

**Chi phí ăn mòn lợi nhuận 1Q14:** Nhờ tăng cường hoạt động khuyến mãi, kích thích sức mua của người tiêu dùng nên doanh thu thuần trong quý 1 của VNM đạt kết quả đáng khích lệ là 7,844 tỷ VND, tương ứng tăng tốt 15.1% YoY. Tuy nhiên, tác động từ việc tăng giá nguyên liệu đầu vào là sữa bột nguyên kem, sữa bột gầy và sữa tươi đã đẩy GVHB tăng cao 21.2% YoY và giảm lợi nhuận gộp xuống chỉ còn 2,565 tỷ VND. Thêm vào đó, việc gia tăng tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu thuần từ mức 10.6% trong 1Q13 lên 12.9% trong 1Q14 cũng làm gia tăng gánh nặng chi phí lên hoạt động kinh doanh của VNM. Dù vậy, nhờ hoạt động tài chính ghi nhận khoản lợi nhuận tích cực là 119 tỷ (+34% YoY) nên đã góp phần cải thiện LNNT và LNST với kết quả lần lượt là 1,743 tỷ VND (-6.7% YoY) và 1,394 tỷ VND (-8.9% YoY).

**Chiến lược mở rộng quy mô và đẩy mạnh xuất khẩu:** Bên cạnh kế hoạch nâng cấp các nhà máy, phát triển chuỗi cung ứng thì trọng tâm đầu tư của VNM nằm ở khâu mở rộng vùng nguyên liệu và đàn bò sữa. Theo kế hoạch phát triển trong vòng 3 năm tới, VNM sẽ đầu tư hơn 3,200 tỷ VND để nâng tổng quy mô lên 9 trang trại với số bò sữa dự kiến là 46,000 con so với quy mô hiện tại là 5 trang trại với hơn 9.200 con bò sữa. Việc chủ động nguồn sữa tươi này sẽ giúp VNM hạ giá thành và không còn chịu tác động từ biến động chi phí nhập khẩu sữa từ nước ngoài.

Bên cạnh đó, VNM còn lên chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường giàu tiềm năng như Campuchia, Đông Âu, Trung Đông, Châu Phi, Cuba, Mỹ. Hiện công ty đã chính thức xây dựng nhà máy tại Campuchia với tổng vốn đầu tư 23 triệu USD (VNM sở hữu 51% cổ phần) và dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2015. Ngoài ra, VNM cũng vừa nhận được giấy phép đầu tư vào Ba Lan với quy mô đầu tư khoảng 3 triệu USD. Việc đầu tư vào Ba Lan nhằm củng cố khâu cung cấp nông sản, gia súc và đồng thời đây cũng là cơ hội giúp sản phẩm của VNM tiếp cận thị trường Đông Âu.

Có thể thấy, chiến lược đầu tư mở rộng quy mô và thúc đẩy xuất khẩu nhằm củng cố chuỗi giá trị của VNM. Việc chủ động các yếu tố đầu vào sẽ giúp công ty giảm chi phí và tránh bị biến động bởi yếu tố bên ngoài, trong khi đó mở rộng thị trường sẽ gia tăng doanh thu và lợi nhuận của công ty. Tuy vẫn còn quá sớm để khẳng định chiến lược của VNM sẽ mang lại quả ngọt nhưng trước mắt những bước đi này càng khẳng định thêm vị thế là doanh nghiệp sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam của VNM.

**Triển vọng 2014 vẫn tích cực dù bị áp trần giá bán sữa bột:** Bộ Tài chính vừa ban hành quy định áp trần giá sữa đối với 25 sản phẩm sữa bột của 5 doanh nghiệp sữa (trong đó có VNM) và bắt đầu có hiệu lực từ 01/06/2014. Theo đó, VNM bị áp trần giá sữa đối với 5 sản phẩm sữa bột và điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu của VNM trong 6 tháng cuối năm do mảng sữa bột hiện đang chiếm gần 20% tổng doanh thu của công ty. Dù vậy, VNM vẫn có thể tăng giá các sản phẩm sữa khác để bù đắp cho phần thiếu hụt từ mảng sữa bột.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần cả năm 2014 của VNM sẽ vẫn tăng trưởng tích cực 20% YoY và đạt kết quả khả quan là 37,271 tỷ VND. Sự gia tăng chi phí đầu vào sẽ kéo biên lợi nhuận gộp của công ty xuống còn 35%, tức giảm 1.1 điểm phần trăm. Bên cạnh đó, tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu thuần sẽ vẫn ở mức 12% như năm 2013. LNST tương ứng tuy tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn ở mức hai con số (11%) và đạt 7,228 tỷ VND.

**Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu là 142,000 VND.** Chúng tôi định giá cổ phiếu VNM ở mức 142,000 VND dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 60%, P/E kỳ vọng 15.8x và EPS dự phóng năm 2014) và P/B (tỷ trọng 40%, P/B kỳ vọng 6.0x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2014). Giá mục tiêu của VNM hiện đang cao hơn giá thị trường (121,100 VND) 17.0% nên chúng tôi đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu này.

(tỷ VND)	2012	2013	KH 2014	2014E
Doanh thu thuần	26,562	30,949	36,298	37,271
Biên LN gộp	34.2%	36.1%		35%
Biên LN HDKD	23%	24%		23%
LN trước thuế	6,930	8,010		9,149
LN sau thuế	5,819	6,534		7,228
Tăng trưởng so với cùng kỳ	+38%	+12%		+11%
EPS (TTM)	10,473	7,840		8,672
Giá trị sổ sách	27,881	21,051		24,725
P/E	11.6	15.4		15.8
P/B	4.3	5.7		6.0

### Sơ lược công ty

VNM là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh sản phẩm sữa hàng đầu của Việt Nam. Sản phẩm của VNM chủ yếu được tiêu thụ tại thị trường Việt Nam và một phần xuất khẩu sang các thị trường nước ngoài như Úc, Campuchia, Iraq, Philipines và Mỹ.

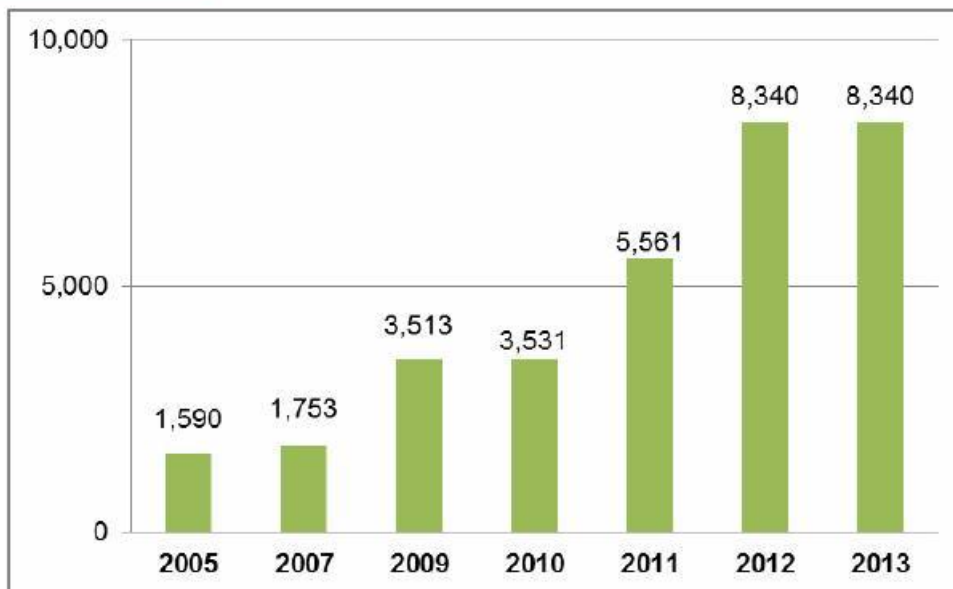
### Lịch sử công ty

- CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk) được thành lập dựa trên quyết định số 155/2003 QĐ-BCN ngày 01/10/2003 của Bộ Công nghiệp.
- Tháng 04/2004: Vinamilk sáp nhập nhà máy sữa Sài Gòn (SAIGONMILK).
- Tháng 06/2005: Công ty mua lại phần vốn góp của đối tác trong Công ty Sữa Bình Định và sáp nhập vào Vinamilk.
- Cổ phiếu của Vinamilk chính thức giao dịch trên sàn chứng khoán TP.HCM (HOSE) vào ngày 19/01/2006 với mã cổ phiếu là VNM.



VINAMILK

### Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: VNM

**Chỉ số tài chính (tỷ VND)**

Kết quả kinh doanh	2012	2013	2014E	Chỉ số tài chính	2012	2013	2014E
Doanh thu thuần	26,562	30,949	37,271	<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Giá vốn hàng bán	17,485	19,766	24,226	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	23%	17%	18%
Lợi nhuận gộp	9,077	11,183	13,045	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	38%	23%	17%
Chi phí quản lý DN	2,871	3,888	4,473	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	38%	12%	11%
Doanh thu tài chính	475	507	664	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	26%	16%	16%
Chi phí tài chính	51	91	87	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	24%	13%	17%
Lợi nhuận tài chính	3	0	-	<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
LN hoạt động kinh doanh	6,206	7,295	8,572	Biên lợi nhuận gộp	34%	36%	35%
Lợi nhuận trước thuế	6,930	8,010	9,149	Biên LN trước thuế	26%	26%	25%
Lợi nhuận sau thuế	5,819	6,534	7,228	Lợi nhuận ròng biên	22%	21%	19%
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	ROA	30%	29%	27%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>19,698</b>	<b>22,875</b>	<b>26,549</b>	ROE	38%	37%	35%
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>11,111</b>	<b>13,019</b>	<b>15,572</b>	<b>Phân tích DuPont</b>			
Tiền và tương đương tiền	1,252	2,746	3,352	Lợi nhuận ròng biên (1)	22%	21%	19%
Khoản phải thu	2,246	2,728	2,354	Vòng quay tổng tài sản (2)	135%	135%	140%
Tồn kho	3,473	3,217	3,676	Đòn bẩy (3)	127%	130%	129%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>8,587</b>	<b>9,856</b>	<b>10,977</b>	ROE = (1)x(2)x(3)	38%	37%	35%
Phải thu dài hạn	284	318	379	<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Tài sản cố định	8,042	8,918	9,925	Số ngày phải thu	29.73	28.74	23.05
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>19,698</b>	<b>22,875</b>	<b>26,549</b>	Số ngày tồn kho	70.41	61.77	55.39
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,205</b>	<b>5,307</b>	<b>5,918</b>	Số ngày phải trả	42.09	39.44	35.40
Vay ngắn hạn	4,145	4,956	5,554	Vòng quay tổng tài sản	1.35	1.35	1.40
Khoản phải trả	2,248	1,968	2,394	Vòng quay tài sản dài hạn	3.09	3.14	3.40
Vay dài hạn	60	351	364	Vòng quay tài sản cố định	3.30	3.47	3.76
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15,493</b>	<b>17,545</b>	<b>20,607</b>	<b>Hệ số thanh toán</b>			
Vốn điều lệ	8,340	8,340	8,340	Thanh toán hiện tại	2.68	2.63	2.80
Thặng dư vốn	1,277	1,277	1,277	Thanh toán nhanh	1.84	1.98	2.14
Quý đầu tư phát triển	94	950	950	Thanh toán tiền mặt	0.30	0.55	0.60
Lợi nhuận giữ lại	5,199	6,150	9,212	<b>Cơ cấu vốn</b>			
<b>Dòng tiền</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.27	0.30	0.29
<b>Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>5,295</b>	<b>6,252</b>	<b>8,523</b>	Tổng nợ/tổng tài sản	0.21	0.23	0.22
<b>Tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(4,974)</b>	<b>(1,590)</b>	<b>(3,759)</b>	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.27	1.30	1.29
<b>Tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>(2,225)</b>	<b>(3,168)</b>	<b>(4,158)</b>	<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>			
Dòng tiền thuần trong kỳ	(1,904)	1,494	606	PE	11.55	15.43	15.8
Tiền đầu kỳ	3,157	1,252	2,746	PBV	4.34	5.75	6.0
Tiền cuối kỳ	1,252	2,746	3,352	PS	2.53	3.26	2.71
				EPS	10,473	7,840	8,672
				Tiền/cổ phiếu	11,436	8,783	9,701
				Giá trị sổ sách	27,881	21,051	24,725

Nguồn: PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Tăng tỷ trọng** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Trung lập** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Giảm tỷ trọng** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Không đánh giá** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

**Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)**

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | Fax: (84-8) 5 413 5472

Website: [www.phs.vn](http://www.phs.vn) | E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)