

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên cao cấp

17/02/2016

CTCP Sữa Việt Nam (VNM)
Sản xuất Sữa

Giá thị trường: 128.000 VND	Giá mục tiêu 1 năm: 145.000 VND	TL tăng 13,3% / LS cổ tức 3,8%
SL cổ phiếu lưu hành 1.200 tr / Pha loãng hoàn toàn 1.200 tr	Thấp nhất 52 tuần 92.000 / cao nhất 140.000	Cổ phần Nhà nước 5,2% / Nội bộ 0,6%
Giá trị vốn hóa: 6.620 tr USD	GTGD trung bình/ngày (30 ngày): 2.4 tr USD	Sở hữu KN 49% / Room KN 49%

	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	35.072	40.080	44.460	50.053
Tăng trưởng %	13,3%	14,3%	10,9%	12,6%
LNST và sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	6.069	7.773	9.712	10.502
Tăng trưởng %	-7,1%	27,9%	25,0%	8,1%
Tăng trưởng EPS theo báo cáo (*)	-7,1%	27,9%	25,0%	8,1%
Tăng trưởng EPS chuẩn hóa (*)	-7,1%	27,9%	25,0%	8,1%
PER theo giá thị trường (theo báo cáo)	28,1	22,0	17,6	16,3
PER theo giá thị trường (chuẩn hóa)	28,1	22,0	17,6	16,3
PBR theo giá thị trường	7,8	7,4	6,6	5,8
ROE %	32,6%	38,5%	44,2%	42,3%
Cổ tức / cổ phiếu (đồng)	3.667	5.333	4.900	5.300
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	2,4%	4,2%	3,8%	4,1%
Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu	-37,2%	-39,1%	-42,9%	-45,0%

Ghi chú: (*) Việc tính EPS có phần ảnh hưởng đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200; EPS chuẩn hóa được tiếp tục điều chỉnh bằng cách loại trừ tác động của các khoản mục bất thường.

Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu còn 145.000 đồng (từ 146.000 đồng), tương ứng với khuyến nghị KHẢ QUAN dựa theo các yếu tố sau:

Tiêu dùng trong nước cải thiện cùng với sự phục hồi của doanh số xuất khẩu từ mức cơ sở thấp năm 2014 dẫn đến tăng trưởng doanh thu. Sức mua trong nước và niềm tin tiêu dùng cải thiện giúp dẫn dắt doanh số ngành sữa, thúc đẩy doanh thu thuần và LNST, khi cả hai đều đạt lần lượt 100% dự báo 2015 của chúng tôi.

Biên LN tiếp tục hưởng lợi từ chi phí bột sữa trong khi chi phí bán hàng đã ổn định. Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy nhờ mức tăng trưởng biên LN gộp 8,1 điểm %, xuất phát từ chi phí bột sữa đầu vào ở mức thấp. Trong cuộc họp gần đây với chúng tôi, VNM cho rằng chi phí bán hàng trong % doanh thu sẽ duy trì ổn định ở mức hiện tại, đây là tín hiệu tích cực trong bối cảnh chi phí bán hàng tăng mạnh khi cạnh tranh ngày càng gay gắt đã làm giảm tác động tích cực từ giá nguyên liệu giảm trong năm vừa qua.

Diễn biến giá bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa gầy (SMP) gần đây khiến chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST năm 2016. Ban lãnh đạo công ty cho biết VNM đã chốt giá bột sữa đầu vào cho nhu cầu sản xuất trong năm 2016. Do đó, chúng tôi giả định mức sụt giảm 10% giá bột sữa đầu vào trong năm 2016 dựa theo giá SMP và WMP trung bình giai đoạn T11/2015 - T2/2016 và T11/2014 - T2/2016, giai đoạn mà VNM chốt phần lớn giá nguyên liệu đầu vào. Do đó, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng LNST lên 25,0% trong năm 2016 so với năm 2015 (so với 12,9% trước đó).

Tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn cho 2015. Vào tháng 8/2015, VNM đã trả cổ tức bằng tiền mặt đợt 1 là 3.333 đồng/ cổ phiếu cho FY15 (điều chỉnh cho số lượng cổ phiếu mới). Với lượng tiền mặt dồi dào để chi trả chi phí đầu tư cho tương lai, ban lãnh đạo dự kiến mức

cổ tức còn lại cho FY15 là ít nhất 2.000 đồng/ cổ phiếu, được chi trả sau ĐHCĐ sắp tới. Điều này tương đương với tỷ lệ chi trả cổ tức tối thiểu 82% cho 2015, so với khoảng 60% trong ba năm gần đây.

Giá mục tiêu hầu như không thay đổi vì việc tăng phần bù rủi ro được bù đắp bởi sự kết hợp phương pháp hệ số PER. Giá mục tiêu dựa trên DCF của chúng tôi thấp hơn do phần bù rủi ro được nâng từ 7% lên 8%, mặc dù dự báo lợi nhuận sau thuế cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kết hợp phương pháp hệ số PER (tỷ trọng 40%), giúp bù đắp ảnh hưởng từ DCF.

Nhìn lại năm 2015 – VNM tiếp tục củng cố vị trí là công ty hàng đầu Việt Nam

Lợi nhuận quay trở lại đà tăng nhờ biên LN gộp tăng mạnh

Sau năm đầu tiên có mức lợi nhuận sụt giảm năm 2014 do nhu cầu tiêu dùng trì trệ trong nước, doanh số xuất khẩu giảm mạnh do các xung đột nội bộ ở Iraq, cạnh tranh gia tăng và “cú sốc” chi phí nguyên liệu đầu vào, VNM đã quay trở lại đà tăng trưởng trong năm 2015, khi người Việt đã gia tăng tiêu thụ sữa, cùng với giá bột sữa (WMP và SMP) giảm mạnh đã giúp hỗ trợ cho biên LN của VNM. Với việc công ty quay trở lại đà tăng và vẫn duy trì được các yếu tố cơ bản tốt, VNM tiếp tục là một trong những cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Thậm chí, kỳ vọng này còn được nâng cao khi VNM nâng trần room nước ngoài, điều có khả năng sẽ xảy ra trong bối cảnh VNM vừa ban hành nghị quyết loại bỏ các ngành nghề kinh doanh có điều kiện ra khỏi điều lệ công ty (xem thêm ở trang 5). Chúng tôi cho rằng động thái này là sự chuẩn bị của VNM để nâng trần room nước ngoài. Sự tham gia tự do của NĐT nước ngoài vào cổ phiếu này có thể sẽ dẫn đến việc tăng trưởng hệ số, theo quan điểm của chúng tôi.

Hình 1: Tổng hợp KQKD 2015 của VNM và ghi nhận của VCSC

Tỷ đồng	2015	2014	Tăng trưởng	% dự báo của VCSC	Ghi chú
Doanh thu					
Trong nước	32.161	29.387	9,4%	99,7%	Tăng trưởng sản lượng
Xuất khẩu	5.269	2.957	78,2%	101,8%	Tăng từ mức thấp năm 2014 và tăng mạnh giá bán trung bình
Nhà máy Driftwood	2.650	2.728	-2,9%	104,5%	
Tổng cộng	40.080	35.072	14,3%	100,3%	
LN gộp					
Trong nước	12.899	10.140	27,2%	101,7%	Chi phí bột sữa đầu vào thấp hơn
Xuất khẩu	2.726	775	251,9%	105,4%	Tăng giá bán trung bình đáng kể thúc đẩy biên LN gộp
Nhà máy Driftwood	637	477	33,5%	100,5%	
Tổng cộng	16.262	11.392	42,8%	102,3%	
Chi phí bán hàng	6.258	3.684	69,8%	98,4%	Gia tăng cạnh tranh + chi phí hoa hồng tăng mạnh khi xuất khẩu nhằm tăng giá bán trung bình
Chi phí G&A	1.233	795	55,0%	132,0%	Chi phí nhân công và CB-CNV tăng gấp đôi
LN từ HĐKD	8.772	6.912	26,9%	101,9%	
LNTT	9.367	7.613	23,0%	100,0%	
LNST	7.773	6.069	27,9%	100,1%	
Biên LN gộp %	40,6%	35,2%			
Chi phí bán hàng %	15,6%	13,4%			
G&A %	3,1%	2,3%			

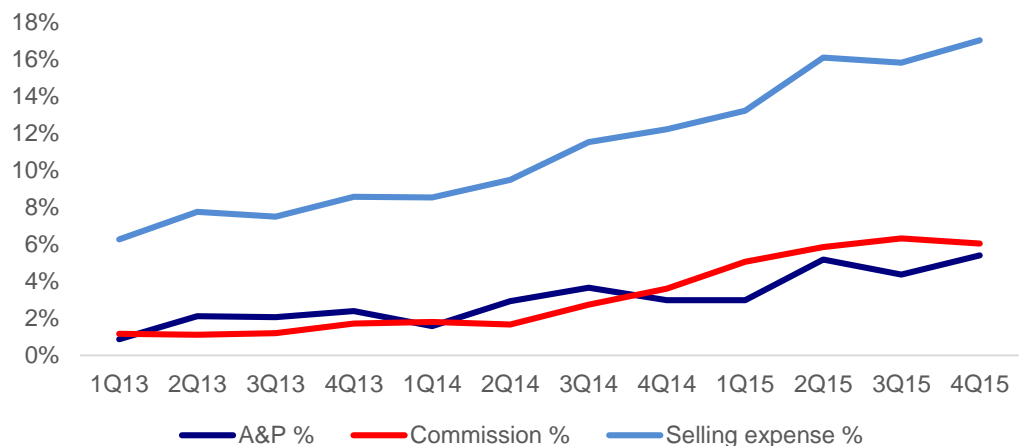
Nguồn: VNM và VCSC

Chi phí Quảng cáo & Khuyến mãi (A&P) dự kiến sẽ duy trì ổn định là một điểm sáng khác

Chi phí bán hàng tăng mạnh trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng đã làm giảm một phần lợi nhuận của VNM trong vài năm qua. Tuy nhiên, trong cuộc họp mới đây, công ty cho biết tỷ trọng chi phí bán hàng tính theo % doanh thu sẽ ổn định ở mức hiện tại. Điều này là phù hợp với quan điểm của chúng tôi khi cho rằng trong dài hạn, các công ty nhỏ sẽ không thể cạnh tranh với lợi thế quy mô của VNM, trong khi VNM vẫn đang tiếp tục giành thêm thị phần. Diễn biến này đã hỗ trợ tích cực cho biên LN của VNM sau năm 2016, khi giá WMP và SMP có thể quay trở lại mức bình thường so với mức thấp hiện tại. Với kịch bản này, chúng tôi cho rằng VNM có thể tăng giá bán để bù đắp cho tác động của giá nguyên liệu đầu vào gia tăng, khi công ty không tăng giá trong năm 2015 và 2016.

Chi phí hoa hồng tăng mạnh trong năm 2015 (tăng 168% so với 2014), chủ yếu là do mức tăng mạnh tỷ lệ hoa hồng cho nhà phân phối tại Iraq khi giá bán trung bình tăng và không liên quan đến tiêu dùng trong nước. Do đó, nếu loại trừ việc giá bán trung bình tăng đáng kể trong năm 2015, chúng tôi cho rằng chi phí hoa hồng sẽ tăng phù hợp với doanh thu từ năm 2016 trở đi.

Hình 2: Chi phí bán hàng tính theo % doanh thu hàng quý của VNM trong 3 năm qua



Nguồn: VNM & VCSC

Hình 3: Thị phần của VNM trong từng phân khúc

	2015	2014
Sữa tươi	53%	51%
Sữa đặc	~80%	~80%
Yogurt	85%	85%
Sữa bột	27%	~25%

Nguồn: VNM

Chi phí quản lý (G&A) bất ngờ tăng vọt trong quý 4/2015 đẩy chi phí G&A tính theo % doanh thu đạt 3,1% trong năm 2015, so với mức 2,3% trong 9 tháng đầu năm và 2,3% trong năm 2014. Điều này xuất phát từ việc chi phí nhân viên tăng mạnh từ 77 tỷ đồng (3,5 triệu USD) trong quý 4/2014 lên 376 tỷ đồng (16,9 triệu USD) trong quý 4/2015. Ban lãnh đạo công ty cho biết công ty đã áp dụng chính sách thưởng mới cho 2015. Theo kế hoạch mới này, các CB-CNV (cấp quản lý trở lên) được thưởng bằng tiền mặt và họ có thể sử dụng số tiền này để mua cổ phiếu VNM trên thị trường. Vừa qua, 12 thành viên HĐQT, những người có nghĩa vụ phải công bố thông tin trong số những CB-CNV đủ tiêu chuẩn,

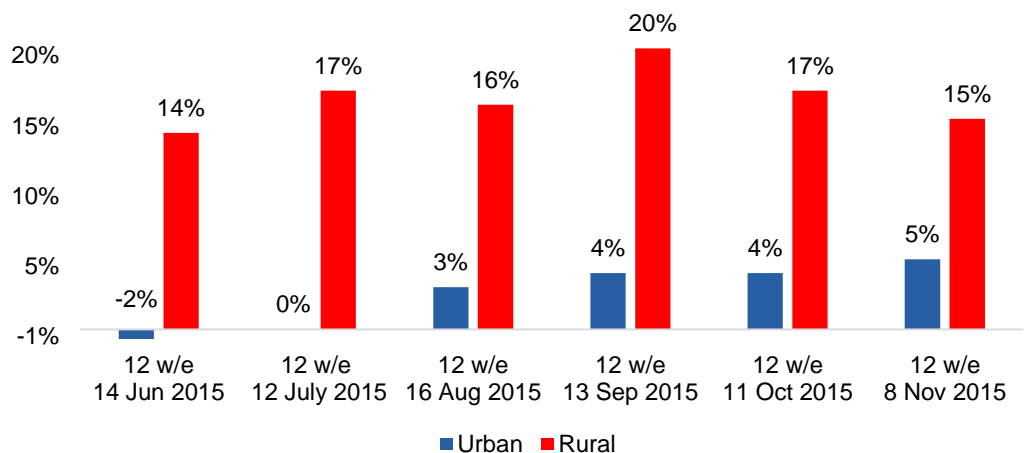
đã đăng ký mua 400.830 cổ phiếu sử dụng khoản thưởng bằng tiền mặt theo chương trình này. Chúng tôi ước tính rằng tổng số cổ phiếu sẽ được mua sẽ khoảng hơn 2 triệu cổ phiếu.

Tóm tắt ngành Sữa năm 2015 – Tăng trưởng nhanh của khu vực nông thôn là một lợi thế của VNM

Lượng tiêu thụ sữa trong năm 2015 đã gia tăng nhờ sức mua và niềm tin tiêu dùng cải thiện. Tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng bán ra khi các công ty sữa không tăng giá trong bối cảnh chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi.

Các khu vực nông thôn tiếp tục tăng nhanh hơn khu vực thành thị. Do mức độ thâm nhập thấp hơn ở các khu vực nông thôn, VNM có thể giành được thị phần khi sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp ở các khu vực này.

Hình 4: Tăng trưởng giá trị sữa giữa khu vực thành thị và nông thôn Việt Nam (so với năm trước)



Nguồn: Kantar Worldpanel

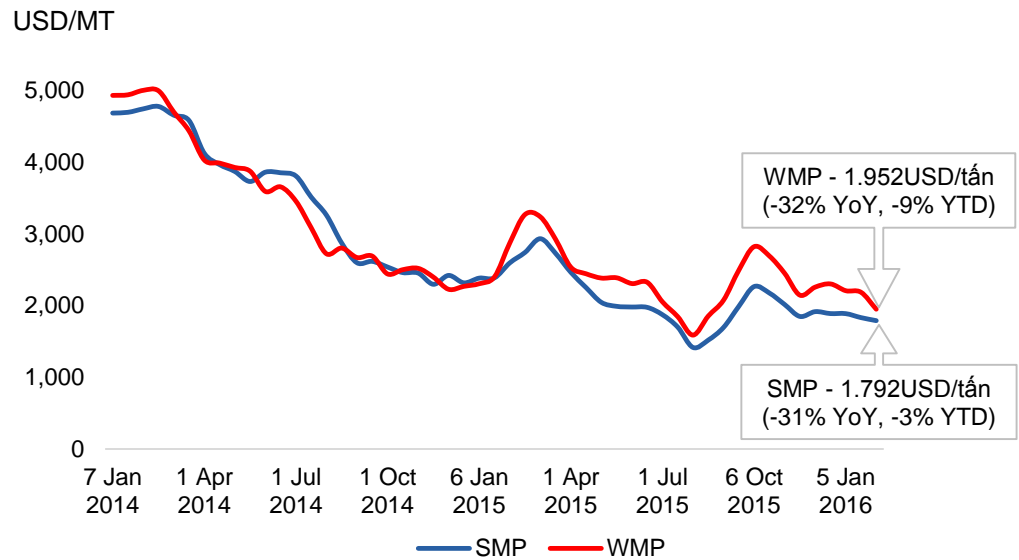
Năm 2016 – Triển vọng lợi nhuận tích cực nhờ giá bột sữa vẫn ở mức thấp

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST 2016 thêm 10,8% lên 9.715 tỷ đồng (436 triệu USD, tăng 25% so với 2015). Điều này xuất phát từ biên LN gộp ước tính cao hơn, một phần bù đắp bởi chi phí quản lý doanh nghiệp tăng. Vui lòng xem số liệu dự báo chi tiết ở trang 9.

Chúng tôi nâng dự báo biên LN gộp thêm 375 điểm cơ bản lên 44,3% trong năm 2016, khi VNM đã hoàn tất việc chốt giá bột sữa. Đây là thông tin tích cực cho VNM khi giá bột sữa vẫn đang trong xu hướng giảm và hiện đang ở mức thấp nhất trong nhiều năm. Dựa theo diễn biến giá bột sữa WMP và WMP trong giai đoạn tháng 11/2015 – tháng 2/2016 so với tháng 11/2014 và tháng 2/2015 (tháng 11-tháng 2 thường là thời điểm VNM chốt giá bột sữa khi có nguồn cung dồi dào nhất), chúng tôi thận trọng giả định mức sụt giảm 10% của giá bột sữa đầu vào trong năm 2016 so với 2015, so với mức 0% trong báo cáo cập nhật gần đây của chúng tôi.

Chúng tôi cũng nâng giả định chi phí quản lý doanh nghiệp tính theo % doanh thu thêm 90 điểm cơ bản lên 3,1%, nhằm ghi nhận kế hoạch thưởng cho CB-CNV mới. Mặc dù công ty cho biết khoản thưởng này có thể chỉ là khoản mục bất thường, chúng tôi vẫn thận trọng đưa giả định này vào định giá đến khi có thông tin rõ ràng hơn.

Hình 5: Diễn biến giá WMP và VMP



Nguồn: Global Dairy Trade

Mở rộng thị trường xuất khẩu. VNM đang dần mở rộng sự hiện diện tại Myanmar khi đã chọn được nhà phân phối và bắt đầu xuất khẩu sang quốc gia này. Mặt khác, VNM cũng tìm cách thâm nhập vào thị trường Nga sau khi tham dự một vài hội chợ thương mại tại đây để giới thiệu sản phẩm. Thành lập văn phòng đại diện tại Nga là bước đi tiếp theo của VNM. Myanmar và Nga là hai quốc gia đông dân và có tiềm năng giúp VNM duy trì tăng trưởng xuất khẩu.

Quá trình nâng FOL vốn được chờ đợi có thể sắp diễn ra

Ngày 15/2/2016, VNM đã công bố Nghị quyết HĐQT với nội dung rút 7 ngành nghề kinh doanh bao gồm Bốc xếp hàng hóa, Hoạt động dịch vụ chăn nuôi, Hoạt động dịch vụ sau thu hoạch, Hoạt động dịch vụ trồng trọt, Xử lý hạt giống để nhân giống, In ấn và Môi giới BĐS khỏi điều lệ công ty. Quyết định này sẽ được các cổ đông bỏ phiếu bằng văn bản và dự kiến hoàn thành vào cuối tháng 3/2016.

Chúng tôi cho rằng động thái này xuất phát từ ý định rút các ngành nghề kinh doanh có điều kiện ra khỏi điều lệ công ty của VNM, tạo tiền đề của việc nâng trần room nước ngoài. Đây là một thông tin rất tích cực khi chúng tôi đã nhìn thấy điều này được thực hiện hóa bằng hành động của công ty. Điều này cũng hỗ trợ cho quan điểm của chúng tôi rằng VNM xứng đáng được định giá lại để thu hẹp định giá với các công ty cùng ngành tại Châu Á, khi mức trần room nước ngoài và thanh khoản thấp là các yếu tố khiến cho định giá của các cổ phiếu Việt Nam thấp hơn.

Định giá

Hình 6: Tổng hợp định giá

đồng/cp	Giá trị hợp lý	Trọng số	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	133.156	60%	79.894
PER	163.222	40%	65.289
Giá mục tiêu			145.183
PER 2015 theo giá mục tiêu			24,9x
PER 2016 theo giá mục tiêu			19,9x

Nguồn: VCSC

Chúng tôi áp dụng mô hình định giá kết hợp phương pháp DCF (60%) và PER (40%) để đạt được giá mục tiêu 145.000 đồng (TL tăng 13,3% + lợi suất cổ tức 3,8%).

Hình 7: Tổng hợp định giá DCF

Chi phí vốn	Báo cáo trước đây	Điều chỉnh	FCFF (5 Year)	
Beta	0,8	0,8	PV của Dòng tiền tự do	47.691
Phần bù rủi ro thị trường %	7	8	PV của giá trị cuối (5.0% g)	105.719
LS phi rủi ro %	6,5	6,5	PV của FCF và TV	153.409
Chi phí Vốn CSH %	12,1	12,9	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	10.027
Chi phí nợ %	5,0	5,0	- Nợ	1.844
Nợ %	7,3	8,1	- Lợi ích CĐTS	1.787
Vốn CSH %	92,7	91,9	Giá trị vốn CSH	159.806
Thuế suất thực tế %	17	17	Cổ phiếu(triệu)	1.200
WACC %	11,5	12,2	Giá cổ phiếu, đồng	133.156

Dù nâng dự báo EPS 2016 10,8%, giá mục tiêu từ DCF của chúng tôi giảm còn 133.000 đồng (từ mức 146.000 đồng) chủ yếu do điều chỉnh tăng phần bù rủi ro từ 7% lên 8%.

Hình 8: Phân tích so sánh với các công ty cùng ngành

(triệu USD) Công ty	Mã	GT vốn hóa	DT thuần 12 tháng gần nhất	y-o-y %	LNST 12 tháng gần nhất	y-o-y %	Nợ/Vố n CSH %	ROE %	P/E trượt	P/E trượt tương đối	P/E dự báo 2016	P/B quý gần nhấ t
Inner Mongolia Yili Industrial Group	600887 CH	12.382	9.335	9,5	679	(0,1)	48,0	22,7	19,4	1,3	16,1	4,3
MEIJI Holdings	2269 JP	12.970	10.023	4,4	432	135,2	58,9	14,1	28,3	1,9	NA	3,7
Want Want China Holdings	151 HK	8.950	3.740	(4,5)	588	(15,8)	68,8	29,3	15,7	1,9	NA	4,4
China Mengniu Dairy Company	2319 HK	5.812	8.045	2,6	427	36,8	40,5	12,7	14,3	1,7	NA	1,8
China Huishan Dairy Holdings	6863 HK	5.071	653	1,9	135	(44,7)	64,6	6,4	48,8	5,8	NA	2,6
NESTLE Pakistan	NESTLE PA	3.155	974	2,7	90	18,0	158,4	67,0	35,7	3,8	32,0	23,5
Bright Dairy & Food	600597 CH	2.009	3.621	13,6	70	(14,0)	51,4	11,0	30,2	2,1	27,4	3,8
Fraser & Neave Holdings	FNH MK	1.651	1.049	4,3	93	38,8	16,0	19,2	18,8	1,1	21,2	3,4
Megmilk Snow Brand	2270 JP	1.797	4.726	4,8	118	NA	93,0	11,5	14,1	0,9	NA	1,5
Biostime International	1112 HK	1.797	728	(3,9)	115	(14,9)	82,8	25,9	15,9	1,9	NA	3,9
Yashili International	1230 HK	1.091	393	(25,9)	19	(67,5)	25,0	2,3	53,9	6,5	NA	1,1
Morinaga Milk Industry	2264 JP	1.106	5.056	1,4	56	99,7	96,5	5,3	19,2	1,3	NA	1,0
Henan Kedi Dairy	002770 CH	862	108	4,7	15	22,8	81,0	16,7	45,0	1,1	18,0	7,0
Vinamilk	VNM VN	6.620	1.866	14,3	355	27,9	8,8	34,7	21,1	2,0	17,7	7,5
Trung vị		2.009	3.621	2,7	114,9	8,9	64,6	14,1	19,4	1,9	24,3	3,7
Trung bình		4.512	3.727	1,2	218,1	16,2	68,1	18,8	27,7	2,4	24,2	4,8

Nguồn: Bloomberg & VCSC

Khi so sánh các công ty cùng ngành, chúng tôi sử dụng định giá dựa theo “tỷ lệ PER tương đối” (PER của công ty/PER của chỉ số liên quan). Với cách tính này, VNM đã xóa bỏ được khoảng chênh lệch định giá với các công ty cùng ngành trong khu vực khi các cổ phiếu ngành sữa Trung Quốc, chiếm phần lớn trong các công ty được chúng tôi sử dụng so sánh đã chịu sự điều chỉnh đáng kể tại thị trường của mình. Ngược lại, một năm lợi nhuận tốt cùng với tâm lý phấn khởi của các NĐT về vấn đề FOL đã hỗ trợ cho diễn biến giá cổ phiếu của VNM trong năm 2015. PER tương đối năm 2015 của cả VNM và các công ty cùng ngành đang đạt khoảng 2 lần (xem hình 7).

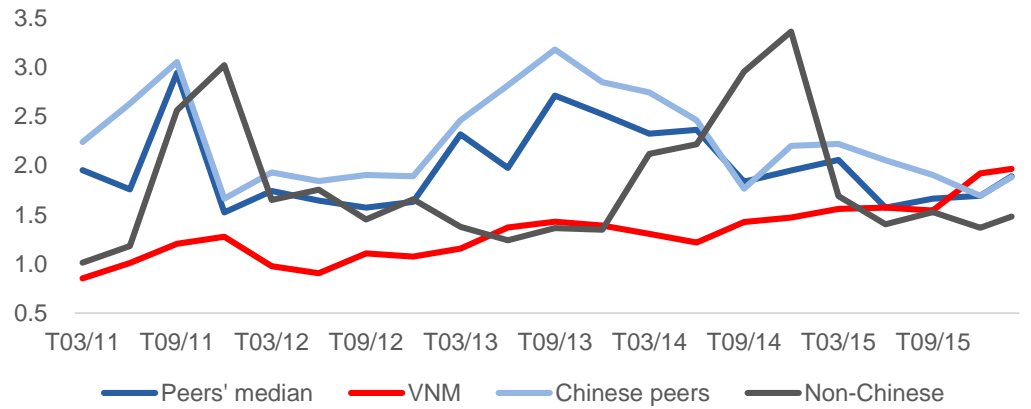
Như đã đề cập, chúng tôi cho rằng VNM có thể được giao dịch với mức cao hơn theo PER tương đối so với các công ty cùng ngành trong khu vực do 3 nguyên nhân sau:

- 1) Trong khi nền kinh tế Trung Quốc vẫn đang gặp khó khăn, tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn đang tích cực, trong đó tiêu dùng nội địa là tác nhân chính.
- 2) VNM có vị thế và các chỉ số hoạt động vượt trội.
- 3) Trong khi giới sự tham gia của khối ngoại và cổ phiếu thanh khoản là một trong số các yếu tố khiến giá trị định giá của Việt Nam thấp hơn các quốc gia Châu Á khác, gia tăng FOL tại VNM có thể dẫn đến gia tăng mức định giá của VNM và VN-Index, tương ứng với PER tương đối của VNM sẽ tăng cao hơn so với mức 2,0 lần hiện tại.

Do đó, chúng tôi áp dụng mức chênh lệch 25% cho VNM, tương ứng với PER tương đối mục tiêu 2015 2,5. Con số này tương ứng với PER 28 lần năm 2015 và PER 22 lần năm

2016 đối với VNM, so với mức trung bình lần lượt 28 lần và 24 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Hình 9: Diễn biến PER tương đối của VNM so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN tỷ đồng	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	40.080	44.460	50.053	Tiền và tương đương	1.359	1.781	3.674
Giá vốn hàng bán	-23.818	-24.765	-28.471	Đầu tư TC ngắn hạn	8.668	8.668	8.668
Lợi nhuận gộp	16.262	19.695	21.582	Các khoản phải thu	2.199	2.461	2.770
Chi phí bán hàng	-6.258	-7.388	-8.391	Hàng tồn kho	3.810	3.735	4.294
Chi phí quản lí DN	-1.233	-1.386	-1.440	TS ngắn hạn khác	696	696	696
LN thuần HĐKD	8.772	10.921	11.751	Tổng TS ngắn hạn	16.732	17.340	20.102
Doanh thu tài chính	649	787	951	TS dài hạn (gộp)	14.194	16.880	19.093
Chi phí tài chính	-163	-187	-168	- Khấu hao lũy kế	-5.291	-6.845	-8.271
Trong đó, chi phí lãi vay	-31	-37	-18	TS dài hạn (ròng)	8.903	10.035	10.822
Lợi nhuận từ công ty LDLK	13	21	23	Đầu tư TC dài hạn	170	776	976
Lợi nhuận/(chi phí) khác	96	174	185	TS dài hạn khác	1.673	881	907
LNTT	9.367	11.716	12.742	Tổng TS dài hạn	10.746	11.692	12.705
Thuế TNDN	-1.598	-1.992	-2.230	Tổng Tài sản	27.478	29.032	32.808
LNST trước CĐTS	7.770	9.724	10.512				
Lợi ích CĐ thiểu số	4	-10	-11	Phải trả ngắn hạn	2.194	2.075	2.386
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	7.773	9.715	10.502	Nợ ngắn hạn	1.475	0	0
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	7.773	9.715	10.502	Nợ ngắn hạn khác	2.335	2.892	3.256
EBITDA	9.848	12.193	13.177	Tổng nợ ngắn hạn	6.004	4.967	5.642
EPS cơ bản báo cáo, VND	5.829	7.285	7.875	Nợ dài hạn	368	368	368
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.829	7.285	7.875	Nợ dài hạn khác	182	182	182
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽¹⁾ , VND	5.829	7.285	7.875	Tổng nợ	6.554	5.517	6.192

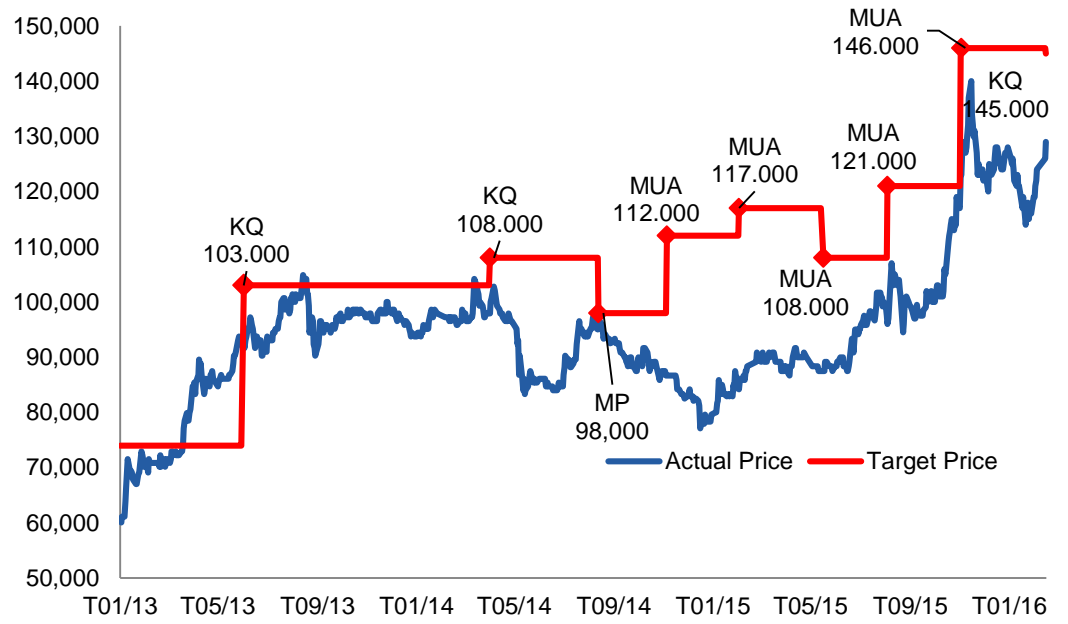
TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F				
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	14,6%	10,9%	12,6%	Vốn cổ phần	12.007	12.007	12.007
Tăng trưởng LN HĐKD	28,7%	24,5%	7,6%	Thặng dư vốn CP	0	0	0
Tăng trưởng LNTT	23,0%	25,1%	8,8%	Lợi nhuận giữ lại	5.392	7.283	9.323
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	27,9%	25,0%	8,1%	Vốn khác	3.294	3.984	5.034
				Lợi ích CĐTS	231	241	252
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	20.924	23.515	26.616
Biên LN gộp %	40,6%	44,3%	43,1%	Tổng cộng nguồn vốn	27.478	29.032	32.808
Biên LN từ HĐ %	21,9%	24,6%	23,5%				
Biên EBITDA	24,6%	27,4%	26,3%				
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	19,4%	21,9%	21,0%				
ROE %	38,5%	44,2%	42,3%				
ROA %	29,2%	34,4%	34,0%				

				LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng			
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền đầu năm	1.528	1.359	1.781
Số ngày tồn kho	56,9	55,6	51,5	Lợi nhuận sau thuế	7.773	9.715	10.502
Số ngày phải thu	19,0	19,1	19,1	Khấu hao	1.097	1.273	1.426
Số ngày phải trả	31,1	31,6	28,0	Thay đổi vốn lưu động	177	252	-194
TG luân chuyển tiền	44,9	43,2	42,5	Điều chỉnh khác	-925	-170	-1.066
				Tiền từ hoạt động KD	8.123	11.070	10.667
Thanh khoản				Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.024	-2.686	-2.213
CS thanh toán hiện hành	2,8	3,5	3,6	Đầu tư	-1.564	-606	-200
CS thanh toán nhanh	2,0	2,6	2,7	Tiền từ HĐ đầu tư	-2.588	-3.292	-2.413
CS thanh toán tiền mặt	1,7	2,1	2,2				
Nợ/Tài sản	6,7%	1,3%	1,1%	Cổ tức đã trả	-6.001	-5.881	-6.361
Nợ/Vốn sử dụng	8,1%	1,5%	1,4%	Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Nợ/Vốn CSH	-39,1%	-42,9%	-45,0%	Tăng (giảm) nợ dài hạn	22	0	0
Khả năng thanh toán lãi vay	279,6	296,3	638,4	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	196	-1.475	0
				Tiền từ các hoạt động TC khác	79	0	0
				Tiền từ hoạt động TC	-5.704	-7.356	-6.361
				Tổng lưu chuyển tiền tệ	-169	422	1.894
				Tiền cuối năm	1.359	1.781	3.674

Dự báo KQLN

Tỷ đồng	KQ 2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (hiện nay)	So sánh dự báo 2016 hiện nay và 2015	Ghi chú
Doanh thu	40.080	44.230	44.460	10,9%	
Trong nước	32.161	35.434	35.434	10,2%	Chỉ tăng trưởng sản lượng
Xuất khẩu	5.269	6.209	6.323	20,0%	Tăng trưởng từ các thị trường hiện tại và mở rộng sang thị trường khác (Myanmar, Nga ...)
Nhà máy Driftwood	2.650	2.587	2.703	2,0%	
Lợi nhuận gộp	16.262	17.934	19.695	21,1%	
Trong nước	12.899	13.872	15.251	18,2%	
Xuất khẩu	2.726	3.415	3.794	39,2%	
Nhà máy Driftwood	637	647	650	2,0%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-6.258	-7.340	-7.388	18,1%	Tích cực đẩy mạnh A&P để giành thị phần
Chi phí điều hành	-1.233	-986	-1.386	12,5%	
LN từ HĐKD	8.772	9.607	10.921	24,5%	
Chi phí lãi vay	-31	-17	-37	17,4%	
LN ngoài HĐKD	626	978	832	32,9%	Thu nhập từ lãi vay cao hơn từ nguồn tiền mặt cao
LN trước thuế	9.367	10.568	11.716	25,1%	
LN sau thuế	7.770	8.772	9.724	25,2%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	7.773	8.763	9.715	25,0%	
EBITDA	9.848	10.880	12.193	23,8%	
Biên lợi nhuận gộp %	40,6%	40,5%	44,3%		
Trong nước %	40,1%	39,1%	43,0%		Giả định giá bột sữa đầu vào giảm 10% so với năm 2015
Xuất khẩu %	51,7%	55,0%	60,0%		Giả định giá bột sữa đầu vào giảm 10% so với năm 2015
Nhà máy Driftwood %	24,0%	25,0%	24,0%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	15,6%	16,6%	16,6%		Tích cực đẩy mạnh A&P để giành thị phần
Chi phí điều hành/Doanh thu %	3,1%	2,2%	3,1%		Ghi nhận kế hoạch thường mới cho CB-CNV
Biên LN từ hoạt động %	21,9%	21,7%	24,6%		
Biên EBITDA %	24,6%	24,6%	27,4%		
Biên LNST %	19,4%	19,8%	21,9%		
Thuế suất %	17,1%	17,0%	17,0%		

Lịch sử khuyến nghị



Phân tích kỹ thuật

Đồ thị giá VNM kết thúc đà giảm ngắn hạn. Đồng thời, theo mô hình giá trung hạn, đồ thị giá cũng có dấu hiệu kết thúc nhịp điều chỉnh trong trung hạn.

Theo hệ thống các chỉ báo xung lượng, chúng tôi đánh giá lực cầu đã có dấu hiệu gia tăng trở lại và đang bước vào giai đoạn biến động mạnh theo chiều hướng tích cực trong ngắn hạn.

Nếu đồ thị giá vượt hoàn toàn mức 130,000 thì xu hướng trung hạn có thể sẽ được nâng lên mức TĂNG.

Tính đến ngày 16/02/2016	(đồng/CP)
Chu kỳ phân tích	1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	140,000
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	120,000
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	145,000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	115,000
Xu hướng trung hạn	TRUNG TÍNH



Nguồn: VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành
Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

BDS và Xây dựng

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.