

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 1, 2015

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

Triển vọng tốt nhờ nguyên liệu giá thấp

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **125.000**

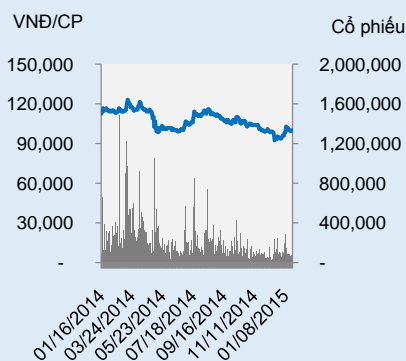
Giá thị trường (21/01/2015) 100.000

Lợi nhuận kỳ vọng **25%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	92.500-123.000
Vốn hóa	100.012 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.000.118.604 CP
KLGD bình quân 10 ngày	101.426 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.300 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,3%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	-11,1%	4,7%	-2,9%	-9,8%
VN-Index	6,7%	5,8%	-2,4%	-4,2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Điểm nhấn đầu tư.

□ **Lợi nhuận ước tính năm 2014 tương đương với kế hoạch năm.** Năm 2014, mặc dù sức mua yếu và cạnh tranh cao, tuy nhiên Vinamilk vẫn duy trì được mức tăng doanh thu khá tốt. Doanh thu cả năm ước tính tăng 13,3% so với năm 2013, đạt khoảng 37.437 tỷ đồng, trong đó tăng trưởng chủ yếu từ 2 yếu tố:

(1) Tăng thị phần ở mặt hàng sữa nước và sữa bột. Đây là 2 nhóm đóng góp doanh thu lớn nhất, gần 60% tổng doanh thu của Công ty. Vinamilk duy trì vị trí đứng đầu tại phân khúc sữa nước và đứng thứ hai về thị phần đối với sữa bột. Năm 2014, thị phần sữa nước của Công ty đã tăng thêm 2% từ mức 49% năm 2013 lên 51% (theo nghiên cứu của Neilson Vietnam). Thị phần của sữa bột ước tính trong năm 2014 cũng tăng thêm 1% từ mức 24,6% (năm 2013).

(2) Hợp nhất doanh thu từ Công ty con Driftwood (Vinamilk sở hữu 70%). Chúng tôi ước tính doanh thu đóng góp từ Driftwood khoảng trên 2.700 tỷ đồng tương đương 7,7% tổng doanh thu của Vinamilk.

Tuy nhiên do chi phí nguyên liệu cao cùng việc phải tăng mạnh chi phí bán hàng để phát triển thị trường, lợi nhuận của Vinamilk chỉ đạt khoảng 5.983 tỷ đồng giảm 8% so với năm 2013.

□ Theo kế hoạch 2014, VNM sẽ chia tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế, dựa trên lợi nhuận ước tính của năm 2014 chúng tôi dự kiến VNM sẽ thực hiện chi thêm 1.323 tỷ đồng cho cổ tức đợt 2/2014 ứng với tỷ lệ khoảng 13% sẽ được thực hiện vào tháng 7/2015.

□ **Triển vọng kinh doanh năm 2015 khả quan với dự báo lợi nhuận tăng trưởng mạnh.**

Năm 2015, tăng trưởng doanh thu của Vinamilk chủ yếu dựa trên tăng trưởng về sản lượng, giá bán có thể sẽ điều chỉnh giảm nhẹ đối với một số sản phẩm cho trẻ em dưới 6 tuổi do quy định về trần giá sữa vẫn áp dụng cho năm 2015. Tăng trưởng sẽ tiếp tục đến từ hai nhóm sản phẩm sữa nước và sữa bột. Xu hướng tiêu dùng sữa tươi ngày càng nhiều sẽ tạo cơ hội lớn cho VNM nhờ lợi thế về nguồn nguyên liệu trong nước. Đến nay, Vinamilk đang là đơn vị bao tiêu 60% nguồn sữa nguyên liệu trong dân trên cả nước cùng với nguồn cung từ hệ thống trang trại tự đầu tư, nguồn nguyên liệu nội địa đã đóng góp 30% tổng nhu cầu nguyên liệu của Công ty.

Biên lợi nhuận dự báo sẽ ổn định và cải thiện mạnh so với năm 2014.

Theo dự báo của USDA, giá sữa nguyên liệu sẽ có khả năng duy trì ở mức thấp đến khi tình trạng dư cung giảm bớt. Điều này phụ thuộc chủ yếu vào

tồn kho của Trung Quốc. Ước tính, lượng tồn kho của Trung Quốc sẽ đủ cho nhu cầu của nửa đầu năm 2015, và sau đó nhu cầu cũng sẽ tăng trở lại và hỗ trợ giá sữa tăng lên. Với dự báo về giá sữa nguyên liệu, Vinamilk cũng sẽ thỏa thuận với nhà cung cấp để chốt giá sữa cho năm 2015 để hạn chế tác động của biến động giá lên hoạt động Công ty. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận bình quân của năm 2015 sẽ khoảng 38%, tăng thêm 2,5% so với năm 2014.

Chi phí bán hàng tiếp tục tăng để duy trì thị phần. Thị trường sữa hiện nay đang trở nên rất cạnh tranh với sự gia tăng đầu tư vào ngành không chỉ đối với các công ty sữa mà còn có thêm các doanh nghiệp mới. Do vậy, chi phí cho việc duy trì và phát triển thị trường của Vinamilk sẽ ngày càng tăng. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí bán hàng so với doanh thu của Công ty vẫn được đánh giá là khá thấp trong số các doanh nghiệp hàng tiêu dùng. Ước tính tỷ lệ này của Vinamilk trong năm 2015 là 14%.

Khuyến nghị

Chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu (kết hợp hai phương pháp DCF và PE) là **125.000 đồng/cp**. Chúng tôi đã điều chỉnh mức giá định giá theo phương pháp PE (từ mức PE 18x xuống 16x) do đó giá kết hợp của hai phương pháp giảm so với mức 132,000 đồng/cp trong báo cáo trước đây.

Triển vọng ngắn hạn tích cực và tiềm năng tăng trưởng dài hạn khả quan là những điểm nhấn đầu tư đối với VNM. Với mức giá giao dịch 100.000 đồng/cp (21/01/2015), PE của Công ty dựa trên EPS 2015 sẽ khoảng 14 lần, vẫn khá thấp so với các doanh nghiệp có cùng ngành và quy mô trong khu vực.

Một số chỉ số tài chính của VNM

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	26.562	30.949	35.072	37.438
EBITDA	Tỷ VND	6.741	8.082	7.751	9.390
EBIT	Tỷ VND	6.206	7.295	6.520	8.044
LNST	Tỷ VND	5.819	6.534	5.984	7.238
EPS	VND	6.978	7.835	5.979	7.233
P/E	x	14,33	12,76	16,72	13,83
P/B	x	5,38	4,75	5,06	4,42
ROA	%	33%	31%	25%	27%
ROE	%	42%	40%	32%	34%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	45,08%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	5,92%

CƠ ĐỒNG LỚN

SCIC	45,08%
F&N Dairy Investments Pte Ltd	11,33%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	26.562	30.949	35.072	37.438
Giá vốn	17.485	19.766	22.756	23.254
Lợi nhuận gộp	9.077	11.183	12.316	14.183
Doanh thu tài chính	475	507	588	588
Chi phí tài chính	51	91	98	90
Lợi nhuận sau thuế	5.819	6.534	5.984	7.238

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014E	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.252	2.746	1.473	3.055
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.246	2.728	2.210	2.359
Hàng tồn kho	3.473	3.217	3.704	3.785
Tài sản cố định hữu hình	8.042	8.918	9.687	10.089
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	284	318	1.599	525
Tổng tài sản	19.698	22.875	25.514	27.491
Nợ ngắn hạn	-	179	1.019	-
Nợ dài hạn	-	184	-	-
Vốn chủ sở hữu	15.493	17.545	19.916	22.796
Tổng nguồn vốn	19.698	22.875	25.514	27.491

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014E	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	22,8%	16,5%	13,3%	6,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	38,0%	12,3%	-8,4%	21,0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	34,2%	36,1%	35,1%	37,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	21,9%	21,1%	17,1%	19,3%
ROA (%)	33,0%	30,7%	24,7%	27,3%
ROE (%)	41,6%	39,6%	31,9%	33,9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,21	0,23	0,22	0,17
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,27	0,30	0,28	0,21
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	6.978	7.835	5.979	7.233
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.578	21.039	19.772	22.617

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999