

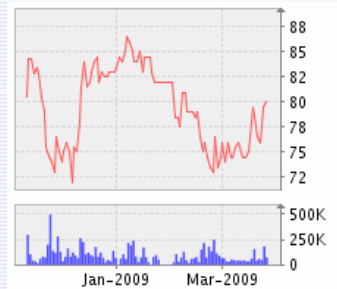
VNM: Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

Giới thiệu chung

Tiền thân là công ty Sữa - Café Miền Nam trực thuộc Tổng Cục thực phẩm, chính thức cổ phần hoá vào tháng 12/2003, niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 01/2006. Hiện nay vốn điều lệ của VNM đạt 1.752,7 tỷ đồng.

VNM là công ty sản xuất sữa lớn nhất Việt nam, chiếm 37% thị phần trong nước, với các nhóm sản phẩm chủ lực là: sữa đặc, sữa bột, sữa nước và sữa chua.

Thông tin cổ phiếu (25/03/09)



Giá cổ phiếu (đ)	80.000
Số CP đang lưu hành	175.275.670
Vốn hóa (tỷ đ)	14.022
% sở hữu Nhà Nước	47,6%
% sở hữu nhà ĐTNN	44,44%
% sở hữu khác	7,96%
KL trung bình 6 tháng	136.294

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 184-186-188 Nguyễn Đình Chiểu, Quận 3, Tp.Hồ Chí Minh.

ĐT: 083 9300358

Fax: 083 9305206

Website: www.vinamilk.com.vn

Người được phỏng vấn:

Bà: Lê Quang Thanh Trúc
Trưởng ban Đầu tư Tài chính
Đại diện Công bố Thông tin

Chuyên viên phân tích:

Đinh Thị Mai
mai.dinh@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2007	2008	2009E	Quý	Q1/08	Q4/08	Q1/09E
Doanh thu (tỷ đ)	6.648	8.208	9.028	Doanh thu (tỷ đ)	1.808	2.252	2.257
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,3%	31,7%	33,6%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,6%	29,3%	33,6%
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	963	1.228	1.492	Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	309	208	373
EPS (đ)	5.496	7.015	8.519	Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,1%	9,2%	16,5%
Tăng trưởng EPS	n/a	28%	21%	Tổng tài sản (tỷ đ)	6.004	5.933	n/a
P/E (lần)	n/a	11,4	9,39	Tài sản ngắn hạn (tr đ)	3.322	3.396	n/a
P/B (lần)	n/a	3,17	2,6	Vay ngắn hạn (tỷ đ)	534	188	n/a
Cổ tức/giá	n/a	3,63%	3,75%	Chỉ số thanh toán hiện hành	275%	278%	n/a
ROA	17,8%	20,7%	21,1%	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	4.603	4.420	n/a
ROE	22,1%	26,9%	27,0%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	12,1%	4,6%	n/a

Quan điểm đầu tư:

Mặc dù quy mô vốn và doanh thu lớn, song hiệu quả hoạt động và mức sinh lời trên vốn chủ sở hữu của VNM khá cao. Cụ thể, tỷ suất lợi nhuận gộp 2008 của VNM đạt 31,7%, tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 15%, ROE đạt 26,9%. Doanh thu tăng trưởng trung bình hơn 15% trong 2 năm qua trong khi lợi nhuận ròng lại ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng hơn nhiều (khoảng 36%). Trong năm 2009, tốc độ tăng trưởng doanh thu được dự báo là 10%, theo đó tăng trưởng lợi nhuận đạt khoảng 21%.

VNM đang được giao dịch với mức P/E 2008=11,4, P/B2008=3,17, đắt hơn chút ít so với thị trường chung (P/E2008=9,38) và so với trung bình ngành sản xuất thực phẩm (P/E 2008=10,35, P/B2008=1,3). Tuy nhiên, P/E2009 và P/B2009 ước tính khoảng 9,39 và 2,6 dựa trên dự báo của chúng tôi cho thấy sự cải thiện đáng kể về mức định giá của cổ phiếu này. Quan trọng hơn, VNM là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất sữa các loại-chủ yếu phục vụ nhu cầu nội địa có sức cầu gia tăng ổn định và do vậy chúng tôi tin tưởng vào khả năng tăng trưởng bền vững trong dài hạn hơn của doanh nghiệp này.

Một số rủi ro cần lưu ý: (1) biến động giá nguyên liệu nhập khẩu và tỷ giá (sữa bột - chiếm hơn 50% nguyên liệu sản xuất - nhập khẩu hoàn toàn, giá tính theo USD). (2) an toàn thực phẩm (là ngành hàng có độ nhạy cảm cao với sức khỏe người tiêu dùng). (3) rủi ro đầu tư tài chính (công ty hiện có 571 tỷ đồng đầu tư vào cổ phiếu, tại ngày 31/12/2008 đã trích lập dự phòng 22% giá trị danh mục).

Hoạt động công ty:

VNM là doanh nghiệp sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam với 37% thị phần (theo số liệu năm 2008), với bốn nhóm sản phẩm chính bao gồm: sữa đặc, sữa bột, sữa nước và sữa chua. Tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình của công ty khoảng 28%/năm (2006-2008). Ngoại trừ nguyên liệu sữa bột được nhập khẩu 100% theo hợp đồng có giá cố định thời hạn 1 năm, các nguyên liệu đều khác VNM mua từ thị trường nội địa. Hiện nay tổng công suất toàn công ty là 504 nghìn tấn/năm, hiệu suất sử dụng 70%. Mạng lưới phân phối rộng khắp 64/64 tỉnh thành với hơn 125.000 điểm bán lẻ.

Cơ cấu doanh thu qua các năm:

	2004	2005	2006	2007	2008
Sữa bột	31%	37%	35%	24%	28%
Sữa đặc	34%	28%	27%	35%	29%
Sữa nước	20%	21%	24%	24%	28%
Sữa chua, kem	9%	9%	10%	11%	13%
Sản phẩm khác	6%	5%	4%	6%	2%

Nguồn: Vinamilk và VNDirect tổng hợp

Sữa đặc: Đây là dòng sản phẩm truyền thống và quen thuộc với người tiêu dùng qua các nhãn hiệu Ông Thọ và Ngôi Sao Phương Nam. Sữa đặc được dùng trong chế biến đồ ngọt, pha café, làm cocktail trái cây, ngoài ra còn được người tiêu dùng có thu nhập thấp pha để uống. Sữa đặc luôn đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu nội địa của VNM, tăng trưởng bình quân qua các năm từ 2004-2008 đạt mức 13%/năm. VNM chi phối tới 79% thị phần sữa đặc nội địa (ACNielsen, 2007). Trong tương lai, cùng với sự chuyển hướng trong thị hiếu tiêu dùng từ sữa đặc sang sữa nước, dự báo VNM khó có khả năng gia tăng thị phần sữa đặc và do vậy tốc độ tăng trưởng sản phẩm sữa đặc của VNM sẽ chậm lại, chỉ khoảng 5% trong năm 2009.

Sữa nước: Danh mục các sản phẩm sữa nước của VNM khá đa dạng với sữa không đường, sữa có hương vị, và sữa cho nhu cầu đặc biệt (Canxi, DHA...). Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu của sữa nước không ngừng tăng lên qua các năm, tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 28%/năm (2004-2008). Hiện nay VNM đang chiếm 35% thị phần, đứng thứ hai sau Dutch Lady với 37,2% thị phần (ACNielsen, 2007). Tuy nhiên, VNM đang có nhiều ưu thế hơn Dutch Lady nhờ khả năng chủ động nguồn nguyên liệu sữa tươi (công ty đang tự phát triển đàn bò, đồng thời đã xây dựng được quan hệ thu mua chặt chẽ với người nông dân). Nhóm sản phẩm 100% sữa tươi nguyên chất đang được thị trường rất ưa chuộng, tạo sự khác biệt lớn với các sản phẩm hoàn nguyên từ sữa bột. Sản phẩm sữa nước của VNM được dự báo sẽ duy trì được mức tăng trưởng hiện nay trong những năm sắp tới & năm 2009 ước tính mức tăng trưởng đạt 21%.

Sữa bột: Doanh thu sữa bột đến từ cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu (chủ yếu là Iraq). Năm 2008, doanh thu sữa bột chiếm 28% trong cơ cấu doanh thu (tăng 4% so với 2007), trong đó khoảng 50% là doanh thu từ thị trường xuất khẩu, tăng trưởng bình quân 15%/năm (2004-2008). Sản phẩm sữa bột có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nên được VNM tập trung phát triển trong thời gian tới. Tuy nhiên các sản phẩm sữa bột của VNM với nhãn hiệu Dielac đang gặp phải sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm sữa bột ngoại nhập được các bà mẹ ưa chuộng và tin dùng. Theo thống kê của AC Nielsen năm 2007, VNM nắm giữ 13,8% thị phần sữa bột nội địa. Năm 2009, ước tính dòng sản phẩm này sẽ tăng trưởng khoảng 5%.

Sữa chua: Chiếm 13% cơ cấu doanh thu 2008, tăng trưởng bình quân 29%/ năm (2004-2008). Các sản phẩm sữa chua uống, sữa chua ăn dưới nhãn hiệu Vinamilk đang chiếm lĩnh thị trường sữa chua trong nước với 27% thị phần sữa chua uống, và 97% thị phần sữa chua ăn (ACNielsen, 2007). Tăng trưởng năm 2009 đối với dòng sản phẩm sữa chua ước đạt khoảng 7%.

Sản phẩm khác: VNM còn một số sản phẩm kem, pho mát, các sản phẩm không sữa như nước ép trái cây nhãn hiệu V-Fresh, nước uống tinh khiết nhãn hiệu ICY, café Moment... Các sản phẩm này chỉ đóng góp khoảng 2% vào doanh thu 2008.

Kết quả kinh doanh 2008:

Năm 2008, VNM đạt 8.380 tỷ đồng tổng doanh thu, 1.228 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, vượt 2,2% và 7,9% so với kế hoạch, tương ứng ghi nhận mức tăng trưởng 23% và 27% so với năm 2007. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 27,3% lên 31,7%. Nguyên nhân chủ yếu là do: (1) thay đổi trong cơ cấu sản phẩm, tăng tỷ trọng sữa bột và sữa nước, sữa chua là những nhóm sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp cao & giảm tỷ trọng sữa đặc có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn; (2) tăng giá bán sản phẩm khi giá cả các nguyên liệu nội địa tăng lên do ảnh hưởng của lạm phát cao trong năm 2008.

Dự báo 2009:

Với dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu các nhóm sản phẩm đề cập đến ở trên, doanh thu thuần năm 2009 của VNM ước đạt 9.028 tỷ đồng, tăng 10% so với năm 2008. Trong đó, sữa nước, sữa bột và sữa chua tiếp tục là trọng tâm phát triển của VNM.

Về khía cạnh chi phí, việc ký lại hợp đồng cung cấp nguyên liệu sữa bột mới với mức giá rẻ hơn đáng kể so với hợp đồng cũ, trong khi các yếu tố khác thay đổi không nhiều, sau khi đã tính đến yếu tố VND mất giá khoảng 8% so với USD trong năm 2009 thì tỷ suất lợi nhuận gộp năm nay của VNM sẽ tăng lên từ 31,7% lên 33,6%. Theo đó, lợi nhuận sau thuế 2009 ước đạt 1.492 tỷ đồng, tăng trưởng 21% so với năm 2008.

Trong năm 2009, chi tiêu cho đầu tư của VNM theo kế hoạch đã công bố vào khoảng 1.200 tỷ đồng, trong đó VNM dự kiến giải ngân cho dự án nhà máy Mega 203 tỷ, dự án nhà máy nước giải khát 295 tỷ, dự án văn phòng Phú Mỹ Hưng 158 tỷ và dự án đầu tư thêm xe máy, từ máy 127 tỷ.

Công ty cũng vừa thực hiện ký thỏa thuận việc bán lại toàn bộ phần vốn góp trong liên doanh Bia SABMiller cho SABMiller để tập trung vào phát triển các sản phẩm sữa, hứa hẹn khả năng tăng trưởng và mở rộng thị phần trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi chưa có thông tin cụ thể về sự kiện SABMiller nên chưa đưa vào phần dự báo.

Rủi ro đầu tư:

Biến động giá nguyên liệu và tỷ giá: VNM nhập khẩu hoàn toàn nguyên liệu sữa bột, trong khi sữa bột chiếm hơn 50% nguyên liệu sản xuất của toàn công ty, do đó VNM có khả năng gặp rủi ro biến động giá sữa thế giới và rủi ro biến động tỷ giá. Trong đó, rủi ro biến động giá sữa đã được VNM hạn chế một phần bằng cách ký hợp đồng theo giá cố định với nhà cung cấp trong 1 năm.

Rủi ro về an toàn thực phẩm: VNM kinh doanh trong ngành có mức độ nhạy cảm cao đối với sức khỏe người tiêu dùng, nên VNM có thể gặp rủi ro về chất lượng sản phẩm khi có bất cứ thông tin không tốt nào liên quan đến chất lượng sản phẩm của VNM.

Rủi ro đầu tư tài chính: Thời gian qua, VNM tham gia đầu tư 571 tỷ đồng vào cổ phiếu, chiếm 9.6% tổng tài sản 2008. Tại thời điểm 31/12/2008, khoản đầu tư này được trích lập dự phòng 127,9 tỷ đồng, tương đương khoảng 22% giá trị danh mục đầu tư.

Định giá

VNM đang được giao dịch với mức P/E 2008=11,4, P/B2008=3,17, đắt hơn chút ít so với thị trường chung (P/E2008=9,38) và so với trung bình ngành sản xuất thực phẩm (P/E 2008=10,35, P/B2008=1,3). Tuy nhiên, P/E2009 và P/B2009 ước tính khoảng 9,39 và 2,6 dựa trên dự báo của chúng tôi cho thấy sự cải thiện đáng kể về mức định giá của cổ phiếu này. Quan trọng hơn, VNM là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất sữa các loại-chủ yếu phục vụ nhu cầu nội địa có sức cầu gia tăng khá bền vững và do vậy chúng tôi vẫn tin tưởng vào khả năng tăng trưởng bền vững trong dài hạn hơn doanh nghiệp này.

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh

51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922