

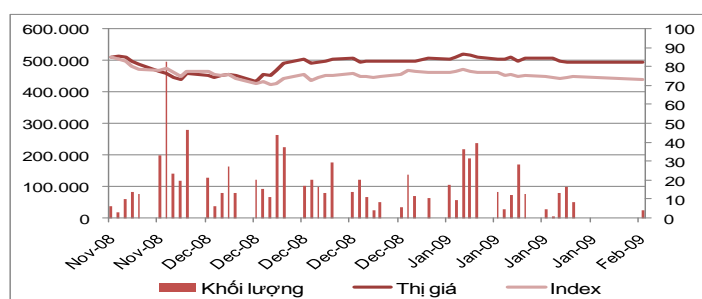
VNM – Giá thị trường ở mức cao hơn giá trị nội tại

Mã CK: VNM | Sàn GD: HOSE | Ngành: Thực phẩm – Đồ uống

Ngày 16 tháng 2 năm 2009

Các chỉ số cơ bản	2006	2007	2008	Các chỉ số cơ bản	2006	2007	2008
Tăng trưởng doanh thu thuần	17,39%	0,44%	20,7%	Tỷ suất lãi HDSXKD	8,98%	9,53%	15,5%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	39,5%	62,14%	44,5%	Tỷ suất lãi trước thuế	11,05%	14,49%	16,82%
Nợ / Vốn chủ sở hữu	32,75%	25,4%	30,28%	ROA	19,49%	21,33%	23,29%
Vay ngắn hạn / Tổng nợ	1,95%	0,92%	13,75%	ROE	30,33%	27,95%	28,2%
Các chỉ số thị trường							
Vốn hóa hiện tại (Tỷ đồng)			14.197,3	Số cổ phiếu lưu hành			175.275.670
Khoảng giá 52 tuần (Nghìn đồng)			68 – 140	Biến động giá 1 tháng			- 4,7%
P/E			11,48	P/B			2,98

Biểu đồ 1: Biến động giá



Nguồn: VincomSC

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 4 quý 2008

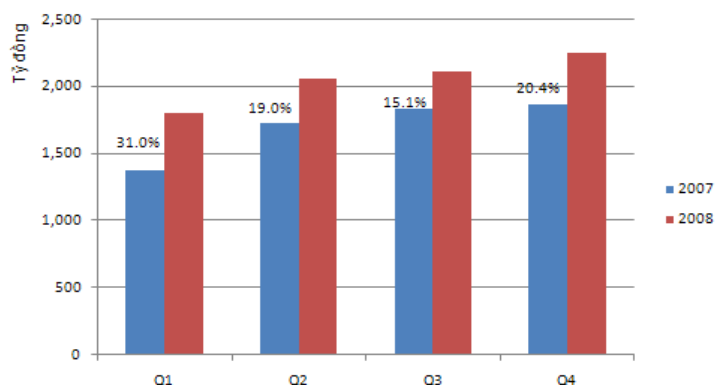
	4Q08	4Q07	Thay đổi
Doanh thu thuần	8.239	6.822	20,8%
Giá vốn hàng bán	5.603	4.956	13,1%
Lợi nhuận gộp	2.635	1.866	41,2%
Chi phí bán hàng	1.069	974	9,7%
Chi phí quản lý	290	220	31,7%
Lợi nhuận SXKD	1.277	672	90,0%
Thu nhập tài chính	239	258	-7,2%
Chi phí tài chính	187	69	169,8%
Thu nhập tài chính ròng	52	188	-72,5%
Thu nhập khác ròng	58	99	-41,6%
Lợi nhuận trước thuế	1.386	959	44,5%
Thuế thu nhập	122	0	
Lợi nhuận ròng	1.264	967	30,7%

Nguồn: Tổng hợp báo cáo tài chính - VincomSC

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Năm 2008 là năm thành công của VNM khi vượt cả chỉ tiêu kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Thành công đến từ thị phần chủ đạo của VNM, giá sản phẩm tăng trong khi cầu co dẫn thấp, quy trình kiểm soát chi phí đầu vào hiệu quả, và không có quá nhiều đầu tư tài chính.
- Chỉ tiêu kế hoạch năm 2009 của VNM là phù hợp với điều kiện thị trường và năng lực quản lý của VNM với tăng trưởng doanh thu ở mức 7% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế ở mức 21,1%.
- Lợi nhuận của VNM sẽ còn tiếp tục tăng trưởng tốt trong giai đoạn ngành sữa chưa hoàn toàn mở cửa thị trường theo tiến trình gia nhập WTO. Tuy nhiên, về trung và dài hạn, khi thị trường mở cửa tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa nội địa bao gồm VNM sẽ sụt giảm đáng kể. Lợi nhuận dài hạn của VNM sẽ phụ thuộc rất nhiều vào mức độ cạnh tranh thị trường sữa nước và sữa bột. Lợi thế cạnh tranh sẽ thuộc về những doanh nghiệp có thể kiểm soát được nguồn nguyên liệu bò sữa trong nước.
- Trong ngắn hạn, hoạt động kinh doanh của VNM đối mặt với rủi ro thua lỗ của liên doanh bia với SAB Miller và của dòng sản phẩm cà phê Moment.
- So với các doanh nghiệp đồ uống và thực phẩm tại Việt Nam, VNM có P/E cao tương đối và điều này cũng đúng khi so sánh với các doanh nghiệp niêm yết trong nhóm xếp hạng S&P 10 của Việt Nam.
- Trong mô hình định giá của chúng tôi, mức giá hiện tại của VNM là khá cao so với mục tiêu tăng trưởng doanh thu 7% vào năm sau của VNM. Ngay với giả định mức tăng trưởng doanh thu năm 2009 tới 8% và nền kinh tế bắt đầu tăng mạnh trở lại ngay từ năm 2010, mức giá của VNM cũng không thể cao hơn mức 62.000 đồng / cổ phiếu.

Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu thuần



Nguồn: Tổng hợp báo cáo tài chính - VincomSC

Bảng 2: Tỷ suất lợi nhuận

Tỷ suất lãi HDSXKD	Q1	Q2	Q3	Q4
2006	12,3%	14,3%	8,7%	2,6%
2007	9,0%	11,8%	9,2%	9,3%
2008	16,2%	21,3%	16,1%	9,1%
Tỷ suất lãi ròng	Q1	Q2	Q3	Q4
2006	15,2%	14,7%	7,8%	8,6%
2007	23,4%	14,3%	10,0%	11,3%
2008	17,1%	18,8%	15,9%	9,4%
	2005	2006	2007	2008
ROE	28,10%	30,33%	27,95%	28,2%
EPS			5.472 VND	7.077 VND

Nguồn: Tổng hợp báo cáo tài chính - VincomSC

Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận và chi phí

Tỷ suất lợi nhuận	2008	2007	Thay đổi
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	16,82%	14,6%	+2,77%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,27%	15,25%	+1,16%
Tỷ suất chi phí / Doanh thu	4Q2008	4Q2007	Thay đổi
Giá vốn hàng bán / Doanh thu	68,01%	72,64%	-4,63%
Chi phí hoạt động / Doanh thu	16,49%	17,5%	-1,01%

Nguồn: Tổng hợp báo cáo tài chính - VincomSC

KẾT QUẢ KINH DOANH 2008

Doanh thu tăng trưởng vững chắc

Bất chấp những bất ổn vĩ mô trong năm 2008, doanh thu thuần của VNM tăng trưởng ổn định trong cả bốn quý so cùng kỳ năm trước với mức tăng mạnh nhất vào Q1-2008 (31%), và tiếp sau đó là Q4-2008 (20,4%). Xét cả năm VNM có mức tăng trưởng doanh thu thuần đạt 20,77%, từ mức 6,821 tỷ đồng trong năm 2007 lên 8,238 tỷ đồng trong năm 2008. Có hai điểm chính cần lưu ý trong bức tranh tăng trưởng của VNM trong năm 2008. Thứ nhất, mức tăng trưởng mạnh mẽ trong Q1-2008 và Q4-2008 phần lớn là do sự tăng giá của các sản phẩm có thị phần lớn như sữa bột, bột dinh dưỡng, sữa đặc có đường, và sữa chua ăn. Thứ hai, mặc dù trong một thời gian ngắn VNM phải chịu tác động của vụ nhiễm độc melamine toàn cầu, doanh thu của VNM trên thực tế hưởng lợi từ vụ việc này do không một sản phẩm sữa nào của VNM bị cáo buộc có nhiễm chất melamine.

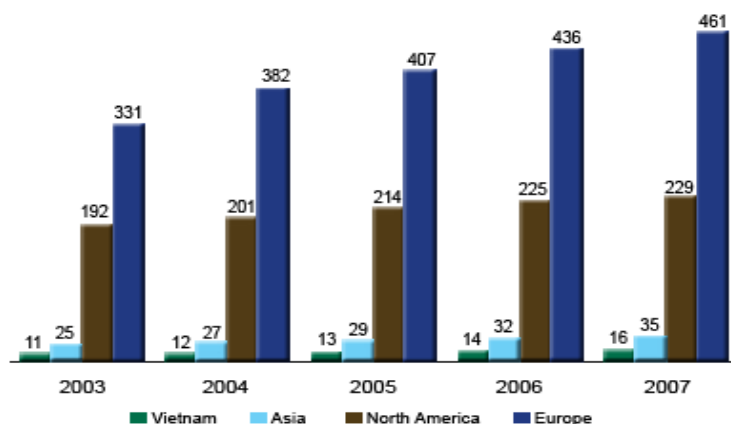
Khả năng sinh lời tăng trưởng ấn tượng

Trong năm 2008, với những biến động vĩ mô lớn và không thể lường trước được như lạm phát phi mã, thị trường tín dụng đóng bóng, suy thoái kinh tế, rất nhiều doanh nghiệp bao gồm cả các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đồ uống thực phẩm đã phải gánh chịu sự sụt giảm lợi nhuận rất lớn. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh năm 2008 của VNM lại cho thấy khả năng sinh lời đã được cải thiện hết sức ấn tượng so cùng kỳ năm trước.

So với năm 2007, cả tỷ suất lợi nhuận trước thuế và tỷ suất lợi nhuận ròng trong năm 2008 tăng lần lượt 2,77% và 1,16%. Như vậy, ngay cả khi không còn được ưu đãi miễn 100% thuế thu nhập như trong năm 2007, tỷ suất lợi nhuận ròng của VNM vẫn đạt mức cao hơn trong năm 2008. Nguyên nhân chủ yếu của thành công này là do VNM đã quản lý và cắt giảm chi phí hết sức hiệu quả trong năm 2008. Tỷ suất giá vốn hàng bán và tỷ suất chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu đã giảm đáng kể, lần lượt ở mức 4,63% và 1%. Đây là những biến động rất tích cực khi đặt trong bối cảnh chung của toàn ngành. Chương trình hợp tác với nông dân nuôi bò sữa nhằm tăng tỷ lệ nguyên vật liệu mua tại Việt Nam đã giúp cho VNM phần nào tránh được những thiệt hại do biến động giá nguyên liệu nhập khẩu, và qua đó tăng được tỷ suất lãi gộp của mình. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng việc tăng tỷ suất lãi gộp và tỷ suất lãi hoạt động sản xuất kinh doanh có đóng góp một phần không nhỏ từ việc giá các sản phẩm của VNM trong năm 2008 đã tăng lên đáng kể, ngay cả tại các thời điểm giá nguyên liệu nhập khẩu giảm.

Kết thúc năm 2008, ROE của VNM đã tăng 0,25% so với năm 2007 lên mức 28,2%. EPS cũng tăng 29,33% lên mức 7.077 đồng so với mức 5.472 đồng trong năm 2007. Nguyên nhân chủ yếu của mức tăng trưởng ấn tượng này là do tốc độ tăng doanh thu thuần, sự

Biểu đồ 3: So sánh mức tiêu thụ sữa trung bình theo từng năm (Đôla Mỹ)



Nguồn: Euromonitor International

Bảng 4: Phân tích độ nhạy của EBT dựa trên tỷ lệ Giá vốn / Doanh thu và Chi phí bán hàng & quản lý / Doanh thu

		Tỷ lệ Giá vốn hàng bán / Doanh thu thuần				
Tỷ lệ Chi phí bán hàng / Doanh thu thuần	1.525 tỷ đồng	63%	64%	65%	66%	67%
	14%	2.205	2.114	2.023	1.933	1.842
	14.5%	2.159	2.069	1.978	1.888	1.797
	15%	2.114	2.023	1.933	1.842	1.752
	15.5%	2.069	1.978	1.888	1.797	1.706
	16.5%	1.978	1.888	1.797	1.706	1.616
	17%	1.933	1.842	1.752	1.661	1.570

Nguồn: VincomSC

cải thiện trong tỷ suất lợi nhuận và không có sự kiện nào trong năm gây ra hiện tượng pha loãng cổ phiếu.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

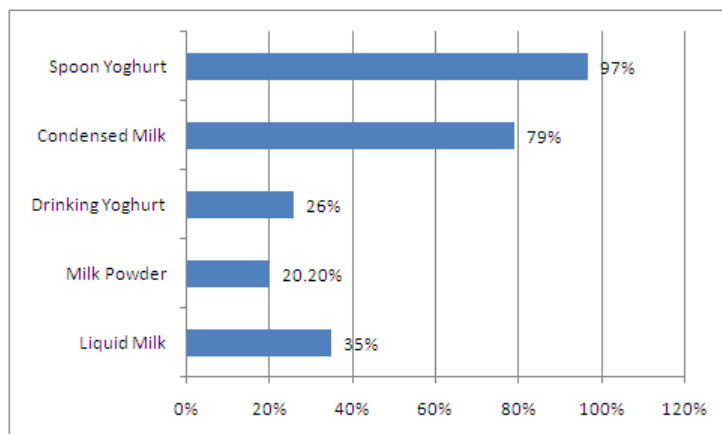
Trên cơ sở mức tăng trưởng doanh thu thuần 25,5% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 27,7% trong năm 2008, chỉ tiêu kế hoạch trong năm 2009 của VNM được đặt ra như sau:

- Doanh thu: 9.020 tỷ đồng (tăng 7,6%)
- Lợi nhuận trước thuế: 1.670 tỷ đồng (tăng 22,6%)
- Lợi nhuận sau thuế: 1.490 tỷ đồng (tăng 21,1%)

Có thể thấy VNM đặt mục tiêu khá khiêm tốn về mức tăng trưởng doanh thu trong năm 2009. Tuy nhiên, trong bối cảnh nền kinh tế tiếp tục suy thoái với hàng loạt khó khăn trước mắt, tỷ lệ tăng trưởng 7,6% là khá hợp lý. Thông thường tăng trưởng của ngành sữa phụ thuộc chủ yếu vào tăng trưởng GDP và tốc độ đô thị hóa. Bên cạnh đó, đặc điểm nhân chủng học cũng là một yếu tố rất quan trọng tác động đến lượng tiêu thụ sữa của từng người tiêu dùng. So với mức tiêu thụ sữa bình quân tại các nước châu Âu và Mỹ, lượng tiêu thụ sữa trung bình của người dân Việt Nam còn ở mức rất thấp. Ngay cả khi so sánh với lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm sữa trung bình tại các quốc gia châu Á láng giềng (Xem Biểu đồ 3), ngành sữa Việt Nam vẫn còn nhìn thấy cơ hội tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai với kỳ vọng giá trị toàn thị trường tăng xấp xỉ 70% vào năm 2014. Trong năm 2009, khi nền kinh tế thế giới và Việt Nam đang lâm vào đợt suy thoái kéo dài, tăng trưởng GDP, tốc độ đô thị hóa, chi tiêu của người tiêu dùng được kỳ vọng sẽ không còn tăng mạnh như trước đây. Ngoài ra, năm 2009 cũng sẽ không phải là năm VNM dễ dàng tăng giá các sản phẩm của mình với lý do lạm phát. Do vậy, mức tăng trưởng 7,6% về doanh thu là có cơ sở.

Điểm đáng lưu ý là mục tiêu lợi nhuận trước và sau thuế của VNM. Lợi nhuận của VNM chịu tác động rất lớn bởi chi phí giá vốn và chi phí bán hàng. Trong năm 2008, tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần là 68% (giảm 4,63% so với năm 2007). Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu thuần là 16,5% (giảm 1,1% so với năm 2007). Với tỷ suất lợi nhuận trước thuế năm 2009 ở mức 18,51%, theo mô hình dự báo thu nhập của chúng tôi, VNM phải giảm được tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần xuống 66% và giữ được tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu thuần ở mức 16,5%. Trong thời gian trước mắt khi thị trường sữa nội địa vẫn còn được bảo hộ, việc duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp hay tỷ suất lợi nhuận hoạt động sản xuất kinh doanh cao như hiện nay là hoàn toàn trong khả năng của VNM do các doanh nghiệp trong nước vẫn giữ khả năng tăng giá ngay cả khi giá nguyên liệu giảm (như giai đoạn cuối năm 2008). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận này theo chúng tôi là khó giữ được khi thị trường sữa được mở cửa cho các nhà cung cấp nước ngoài trong tương lai. Tại các quốc gia như Malaysia hoặc Nhật Bản, tỷ suất lợi nhuận hoạt động sản xuất kinh

Biểu đồ 4: Thị phần các sản phẩm theo giá trị



Nguồn: Báo cáo thường niên của Vinamilk

doanh của các doanh nghiệp sản xuất sữa thường dao động ở quanh mức 10%.

Xu hướng cạnh tranh trên thị trường sữa trong tương lai sẽ là sữa bột và sữa nước. Tuy nhiên, đây lại không phải là hai lĩnh vực mà VNM có ưu thế tuyệt đối về thị phần như sữa chua ăn hay sữa đặc có đường (Xem Biểu đồ 4). Hiện tại cũng như trong tương lai, hai lĩnh vực này là những mảng thị trường mà VNM sẽ phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ trên thị trường. Trong tương lai, với thị trường sữa (đặc biệt là sữa nước với sản phẩm sữa tươi nguyên chất), lợi thế cạnh tranh sẽ nằm trong tay những doanh nghiệp nắm được nguồn nguyên liệu bò sữa trong tay. Điều này lại tiếp tục cho thấy rủi ro về hoạt động của VNM về trung và dài hạn khi thị trường sữa mở cửa hoàn toàn. Hiện tại, mặc dù VNM vẫn là doanh nghiệp duy nhất trên thị trường có những hợp đồng cung cấp sữa nguyên liệu hết sức hiệu quả với nông dân. Tuy nhiên, khi thị trường sữa hoàn toàn mở cửa theo lộ trình gia nhập WTO của Việt Nam, cả nông dân nuôi bò sữa lẫn các doanh nghiệp sản xuất sữa nội địa sẽ phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt của các công ty rất mạnh từ Úc và New Zealand.

Một vấn đề đáng lo ngại khác đối với hoạt động của VNM đó là khoản đầu tư của VNM vào liên doanh bia với SABMiller và phát triển thương hiệu cà phê Moment. Cho đến thời điểm hiện tại, trên thị trường tiêu dùng cả hai sản phẩm này vẫn chưa tìm được chỗ đứng, đặc biệt là bia Zorok của liên doanh. VNM đã đầu tư 108 tỷ đồng thời cấp hơn 200 tỷ vay ưu đãi cho liên doanh này. Đây là một trong những rủi ro đáng ngại trong thời gian tới đối với những nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu VNM.

GIÁ TRỊ NỘI TẠI CỔ PHIẾU VNM

So sánh với các doanh nghiệp nội địa, giá cổ phiếu VNM hiện đang đắt hơn tương đối so với bình quân các doanh nghiệp đồ uống & thực phẩm và so với nhóm cổ phiếu S&P 10 (Xem Bảng 5 và 6). Tuy nhiên, mức giá cao tương đối của VNM lại được hỗ trợ bởi các yếu tố căn bản vượt trội, đặc biệt là tốc độ tăng trưởng trong năm 2008. Tính đến cuối năm 2008, VNM là một trong số ít các doanh nghiệp niêm yết trên sàn vượt chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Điều này có thể được lý giải là do VNM hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh có tính chất phòng vệ cao, ít bị tác động bởi chu kỳ kinh tế và đặc biệt là vị thế độc quyền của các doanh nghiệp sữa trong nước hiện nay. Tuy nhiên, chênh lệch giá tương đối giữa VNM và cổ phiếu của các doanh nghiệp nội địa là quá cao so với tiềm năng tăng trưởng tương đối giữa các công ty. Giá cổ phiếu quá thấp của các công ty nội địa hiện tại phản ánh kết quả kinh doanh hết sức yếu kém trong năm 2008 và xu hướng lao dốc của toàn thị trường. Tuy nhiên, năm 2008 là một năm hết sức đặc biệt, với đủ loại biến cố xảy đến với các doanh nghiệp trong nước nên khó khăn là điều dễ hiểu.

Sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền với các giả định khác nhau về tăng trưởng doanh thu trong tương lai, mức giá hiện tại 81.000

Bảng 5: So sánh nhóm cổ phiếu đồ uống và thực phẩm

Cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu đồng)	Trailing P/E	Trailing EPS	Tăng trưởng EBT
VDL	36.844	3,80	8,161	n/a
SAF	46.002	3,95	4,302	20,0%
HHC	83.768	4,37	3,503	-8,6%
NKD	201.650	5,14	3,193	-53,0%
SCD	129.708	4,91	3,118	19,1%
SGC	72.670	4,71	2,590	-16,0%
CAN	48.500	3,91	2,482	19,3%
FMC	77.495	6,24	1,636	-55,6%
BBC	172.713	7,46	1,502	-31,2%
LAF	46.384	10,21	784	-78,4%
TAC	313.173	26,45	624	-88,6%
HNH	97.000	-2,43	-3,993	-385,1%
TRI	39.251	-0,27	-19,038	-786,2%
Bình quân	180.337	6	682	-120,4%
VNM	13.846.778	11,16	7,077	40,66%

Nguồn: Tổng hợp báo cáo tài chính - VincomSC

Bảng 6: So sánh nhóm cổ phiếu S&P 10

Cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu đồng)	Trailing P/E	Trailing EPS	Tăng trưởng EBT
FPT	6.570.027	7,79	6,037	23,0%
PVS	2.740.000	4,53	6,048	n/a
PVD	8.789.139	9,64	6,897	66,1%
DPM	11.609.640	8,43	3,631	n/a
PVI	2.298.985	11,57	2,092	-52,9%
SJS	1.971.600	11,29	4,393	-28,1%
VIC	7.565.613	63,68	1,060	n/a
ITA	2.763.878	9,22	2,266	-27,6%
KBC	4.813.580	17,55	2,045	n/a
Bình quân	5.478.016	16	3,830	-3,91%
VNM	13.846.778	11,16	7,077	40,7%

Nguồn: Tổng hợp báo cáo tài chính - VincomSC

Bảng 7: Kịch bản tăng trưởng doanh số giả định

2009	2010	2011	2012	2013	2014	Từ năm 2015 trở đi
10%	12%	16%	20%	18%	16%	5%

Nguồn: VincomSC

Bảng 8: Giả định tỷ suất chiết khấu

	Sau 2014	
Chi phí vốn	18%	11%
Chi phí nợ	10%	8%
Tỷ số D/E mục tiêu	25%	25%
Thuế doanh nghiệp	25%	25%
Tỷ suất chiết khấu	15.90%	10.00%

Nguồn: VincomSC

đồng của VNM là quá cao. Với giả định tăng trưởng lạc quan nhất (nền kinh tế bắt đầu hồi phục tăng trưởng trong năm 2010), giá cổ phiếu của VNM không thể cao hơn mức 62.000 đồng / cổ phiếu. Tăng trưởng doanh số của VNM sẽ phụ thuộc vào mức tăng trưởng ngành sữa của Việt Nam. Và mức tăng trưởng ngành sữa được quyết định chủ yếu bởi tốc độ tăng trưởng GDP, tốc độ đô thị hóa và thói quen tiêu dùng. Căn cứ vào giá trị toàn ngành sữa hiện tại, tốc độ đô thị hóa, và mức tiêu thụ trung bình của người tiêu dùng tại Việt Nam so sánh với người tiêu dùng tại các thị trường châu Á láng giềng (chúng ta không so sánh với người tiêu dùng tại châu Âu và Mỹ do sự khác biệt rất lớn về nhân chủng học và chế độ dinh dưỡng), thị trường sữa Việt Nam vẫn còn tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng ước đạt 70% so với hiện tại vào năm 2014.

Với giả định trên, trong mô hình chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xây dựng kịch bản tăng trưởng tăng dần bắt đầu từ năm 2009 và đạt mức tăng trưởng đỉnh 20% vào năm 2012, sau đó giảm dần. Từ sau năm 2015, mức tăng trưởng đều sẽ là 5% mỗi năm (Xem Bảng 7). Mô hình định giá sử dụng hai tỷ suất chiết khấu cho hai giai đoạn tăng trưởng khác nhau: tăng trưởng mạnh và tăng trưởng ổn định (Xem Bảng 8). Giá cổ phiếu hiện tại của VNM phụ thuộc rất lớn vào tốc độ tăng trưởng doanh số, tỷ suất lãi gộp và tỷ suất lãi hoạt động sản xuất kinh doanh.

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN VINCOM

Trụ sở chính

Tầng 4, tháp B, Vincom City Tower
191 Bà triệu, Q. Hai bà trung, Hà nội,
Việt nam
Tel: +84 4 39742299
Fax: +84 4 39744288

Chi nhánh Hồ Chí Minh

182 Đường Nguyễn Văn Thủ
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt nam
Tel: +84 8 38247999
Fax: +84 8 38239188

Phòng Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Website: www.vincomsc.com.vn

Email: vfgresearch@vfg.com.vn

Tel: +84 4 9742299 Ext. 1202

Bản quyền: Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Vincom bởi luật pháp Việt nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với báo cáo này cần được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vincom.

Tuyên bố miễn trách: Những dữ liệu trong báo cáo này được dựa trên và dẫn xuất từ những nguồn thông tin đại chúng và được nhận định là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không bảo đảm và cam kết về tính chính xác và phù hợp của các thông tin đó đối với mọi đối tượng.