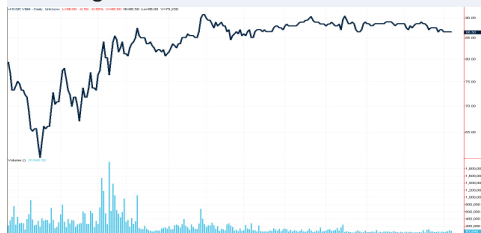


## Biểu đồ giá



Nguồn: HSC

## Thông tin cổ phiếu vào ngày 5/11/2010

Giá CP (đồng)	86,500
Số lượng niêm yết hiện tại	353,072,120
Số lượng CP đang lưu hành	353,012,040
Giá cao nhất trong 52 tuần	94,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	64,000
Thay đổi giá trong 3 tháng	-6.0%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-6.5%
Thay đổi giá trong 12 tháng	3.0%
Khối lượng CP giao dịch tự do	186,080,596
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	4,464
(GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	30,535,541
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	1,566
Số lượng được phép sở hữu	162,413,175
Số lượng còn được phép mua	6,601
% sở hữu nước ngoài	46.0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	46.0%

Nguồn: HSC

## Chỉ tiêu chính

Tỷ đồng	2008	2009
Tổng tài sản	5,967	8,531
Vốn chủ sở hữu	4,813	6,673
Doanh thu	8,209	10,615
LN trước thuế	1,371	2,732
Lợi nhuận sau thuế	1,250	2,376

Nguồn: VNM

## Các chỉ số cơ bản

	2008	2009
<b>Khả năng thanh khoản</b>		
- Hệ số thanh toán hiện thời	3.3	3.2
- Hệ số thanh toán nhanh	1.5	2.4
<b>Khả năng sinh lời</b>		
- ROE	28.1%	42.7%
- ROA	21.9%	32.8%

## Hiệu quả hoạt động

- Vòng quay khoản phải thu	13.8	16.2
- Vòng quay hàng tồn kho	3.2	4.3
- Vòng quay tổng tài sản	1.4	1.5
- Vòng quay vốn CSH	1.8	1.9

Nguồn: VNM

## Trưởng phòng Nghiên cứu

Trần Hương Mỹ  
my.th@hsc.com.vn

## Mô hình dự báo lợi nhuận

Tỷ đồng	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng doanh thu	10,821	14,878	18,032	21,365	25,074	28,741
%y/y	29.1%	37.5%	21.2%	18.5%	17.4%	14.6%
LN gộp	3,879	4,860	5,912	6,926	8,238	10,013
%y/y	49.3%	25.3%	21.7%	17.2%	18.9%	21.5%
EBIT	2,738	3,995	4,096	4,714	5,830	7,503
%y/y	95.8%	45.9%	2.5%	15.1%	23.7%	28.7%
LN trước thuế	2,732	3,973	4,076	4,714	5,830	7,503
%y/y	99.2%	45.5%	2.6%	15.7%	23.7%	28.7%
LN sau thuế	2,376	3,377	3,464	4,007	4,956	6,377
%y/y	90.1%	42.1%	2.6%	15.7%	23.7%	28.7%
Tỷ suất LN gộp	36.5%	33.3%	33.4%	33.0%	33.5%	35.5%
Tỷ suất EBIT	25.8%	27.3%	23.1%	22.5%	23.7%	26.6%
Tỷ suất LN trước thuế	25.7%	27.2%	23.0%	22.5%	23.7%	26.6%
Tỷ suất LN sau thuế	22.4%	23.1%	19.6%	19.1%	20.1%	22.6%
EPS (đã điều chỉnh)	6,771	9,574	9,813	11,351	14,038	18,065
BVPS	18,999	24,577	30,473	36,766	45,491	57,860
P/E	12.8	9.0	8.8	7.6	6.2	4.8
P/B	4.6	3.5	2.8	2.4	1.9	1.5

Nguồn: HSC ước tính

**Nhận định về KQKD Q3 của Vinamilk (Hose): Tiếp tục duy trì đánh giá Vượt trội (Outperform).**

- VNM công bố kết quả 9 tháng đầu năm 2010 với doanh thu tăng 50.1% và lợi nhuận sau thuế tăng 62.5% so với cùng kỳ năm trước.
- Tốc độ tăng trưởng ấn tượng này được dẫn dắt chủ yếu bởi tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ở mức cao: 42% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, tăng trưởng giá bán đóng vai trò kém quan trọng hơn với mức tăng giá bình quân chỉ là 8% so với cùng kỳ năm trước.
- Trong năm 2010, tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm dần theo quý do công ty sử dụng phương pháp bình quân gia quyền để tính giá thành và giá nguyên liệu mà công ty mua cho năm nay cao hơn năm ngoái.
- Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhưng trong quý 3, công ty vẫn đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế rất khả quan: tăng 55.6% so với quý 3 năm 2009 và tăng 25.1% so với quý 2 năm nay. Lý do chính là khoản lợi nhuận khác 400.7 tỷ chủ yếu đến từ lợi nhuận bán nhà máy cà phê Sài Gòn cho Công ty Trung Nguyên.
- VNM hiện có P/E dự phóng năm 2010 là 9 lần và P/B là 3.5 lần. Chúng tôi tiếp tục giữ mức đánh giá cổ phiếu VNM là Vượt trội (Outperform).

## KQKD Q3 2010

Đơn vị tính: tỷ đồng	Q3 2009	Q2 2010	Q3 2010	y/y%	q/q%	9 tháng đầu năm 2009	9 tháng đầu năm 2010	y/y%	Kế hoạch năm 2010	% hoàn thành KH
Tổng doanh thu	3,054	4,068	4,476	46.5%	10.0%	7,892	11,848	50.1%	14,428	82.1%
Doanh thu thuần	2,998	3,987	4,376	46.0%	9.8%	7,741	11,613	50.0%	NA	NA
Lợi nhuận gộp	1,141	1,365	1,396	22.4%	2.3%	2,816	3,901	38.5%	NA	NA
Doanh thu tài chính thuần	49	87	59	19.4%	-32.6%	194	232	19.6%	NA	NA
Chi phí bán hàng	334	333	406	21.7%	21.8%	862	981	13.8%	NA	NA
Chi phí quản lý	72	85	92	26.9%	8.6%	202	249	23.5%	NA	NA
Lợi nhuận trước thuế	867	1,086	1,358	56.6%	25.1%	2,020	3,412	69.0%	3,137	108.8%
Lợi nhuận sau thuế	731	931	1,137	55.6%	22.1%	1,775	2,885	62.5%	2,666	108.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38.1%	34.2%	31.9%			36.4%	33.6%		NA	NA
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	28.9%	27.2%	31.0%			26.1%	29.4%		21.7%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	24.4%	23.4%	26.0%			22.9%	24.8%		18.5%	
Chi phí bán hàng/doanh thu	11.1%	8.4%	9.3%			11.1%	8.4%		NA	NA
Chi phí quản lý/doanh thu	2.4%	2.1%	2.1%			2.6%	2.1%		NA	NA

- VNM đã công bố kết quả kinh doanh hợp nhất Q3/2010. Trong Q3, doanh thu đạt 4.476 nghìn tỷ đồng, tăng 46.5% so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 11.848 nghìn tỷ đồng, tăng 50.1%. Tốc độ tăng trưởng này khá tốt do sản lượng sản phẩm tiêu thụ đóng vai trò quan trọng, tăng 42% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, giá bán tăng không đáng kể, bình quân chỉ tăng 8% so với cùng kỳ năm trước. Trên thực tế, giá bán bình quân đã được điều chỉnh tăng 8% từ tháng 12 năm ngoái và giá đã không thay đổi cho tới cuối Q3. Vào đầu tháng 10, công ty đã tăng giá bán sản phẩm sữa tươi thêm 3% sau khi điều chỉnh giá thu mua sữa tươi nguyên liệu tăng 12%. Điều này sẽ có ảnh hưởng đến doanh thu và tỷ suất lợi nhuận của VNM trong Q4.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3 giảm xuống 31.9% so với mức 34.2% đạt được trong Q2 do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng. Do công ty sử dụng phương pháp bình quân gia quyền để tính chi phí nên chi phí nguyên liệu trong Q3 cao hơn so với Q2 các nguyên liệu chính như đường và bột sữa nhập khẩu đều tăng giá. Như đã đề cập trong báo cáo trước của mình, chúng tôi dự báo giá nhập khẩu bột sữa tính bằng đồng USD sẽ tăng 15% so với năm trước. Thêm vào đó, chúng tôi cũng đã giả định việc tỷ giá tăng 5% sẽ tiếp tục tác động đến chi phí nguyên liệu nhập khẩu trong năm nay. Chúng tôi cũng đã dự báo giá đường bình quân trong năm 2010 sẽ tăng 40% so với trong năm 2009. Nhìn vào bảng dưới đây có thể thấy trong Q3, chi phí nguyên liệu đầu vào tăng 15% so với Q2, cao hơn mức tăng trưởng của doanh thu là 10%. Tuy nhiên, chúng tôi không cần phải sửa đổi mô hình dự báo của mình.
- Do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, tồn kho nguyên liệu đã tăng mạnh 218% so với đầu năm, lên 1.25 nghìn tỷ đồng vào ngày 30/9/2010 từ mức 574 tỷ đồng vào ngày 31/12/2009.
- Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm, trong Q3, công ty vẫn đạt được sự tăng trưởng lợi nhuận trước thuế ấn tượng, tăng 55.6% so với cùng kỳ năm trước và tăng 25.1% so với quý trước. Điều này chủ yếu là do 400.7 tỷ đồng lợi nhuận thuần khác từ việc chuyển nhượng nhà máy cà phê Sài Gòn cho Trung Nguyên. Trên thực tế, khoản lợi nhuận này chiếm 30% tổng lợi nhuận trước thuế của VNM trong Q3.
- Nhà máy cà phê Sài Gòn có công suất thiết kế là 2,400 tấn cà phê xay và 1,500 tấn cà phê hòa tan. Nhà máy này đã đi vào hoạt động từ năm 2008. Mặc dù nhà máy có công suất lớn và có công nghệ sản xuất hiện đại, thì sản lượng sản xuất vẫn đạt thấp trong vài năm qua. Từ năm 2007-2009, doanh thu từ cà phê của VNM không vượt quá được con số 100 tỷ đồng, tức không vượt quá 1% tổng doanh thu của công ty. Điều này chủ yếu là do sự thay đổi trong chiến lược của VNM kể từ đầu năm ngoái khi công ty quyết định tập trung lại vào sản phẩm sữa và đồ uống.
- Cả VNM lẫn Trung Nguyên đều không công bố giá trị của hợp đồng chuyển nhượng, tuy nhiên dựa trên báo cáo tài chính Q3 của VNM, chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng chuyển nhượng là 620-660 tỷ đồng và VNM đã ghi nhận 330-380 tỷ đồng trong Q3.
- Tiền gửi ngân hàng và trái phiếu đầu tư của VNM cũng giảm mạnh tính vào thời điểm cuối Q3. Tại

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Đơn vị tính: tỷ đồng	Tổng chi phí - Q2 2010	Tổng chi phí - Q3 2010	y/y%
Chi phí nguyên vật liệu	2,480	2,848	15%
Chi phí nhân công	72	71	-1%
Chi phí khấu hao	50	56	13%
Chi phí dịch vụ mua ngoài	45	59	30%
Chi phí khác	5	3	-44%
Chi phí sản xuất	2,652	3,037	15%
Giá vốn hàng bán	2,622	2,980	14%
Tỷ suất LN gộp	34.2%	31.9%	

thời điểm cuối Q3, mục tiền gửi ngân hàng và trái phiếu đầu tư của VNM đạt 1,967 nghìn tỷ đồng, giảm 62% so với mức 3.179 nghìn tỷ đồng tính vào thời điểm cuối Q2. Trong Q3, công ty đã sử dụng nhiều tiền mặt để trả cổ tức (1.06 nghìn tỷ đồng), để mua 19.3% cổ phần của một nhà máy sản xuất bột sữa tại New Zealand (179 tỷ đồng) và để mở rộng các dự án khác (528 tỷ đồng).

- VNM hiện có P/E dự phóng năm 2010 là 9 lần và P/B là 3.5 lần. Chúng tôi tiếp tục đánh giá cổ phiếu VNM là Vượt trội (Outperform).

Báo cáo kết quả HĐKD (tỷ đồng)	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng doanh thu	<b>6,675</b>	<b>8,381</b>	<b>10,821</b>	<b>14,878</b>	<b>18,032</b>	<b>21,365</b>	<b>25,074</b>	<b>28,741</b>
Doanh thu thuần	6,648	8,209	10,615	14,610	17,707	20,981	24,623	28,224
Giá vốn hàng bán	(4,836)	(5,611)	(6,736)	(9,750)	(11,795)	(14,054)	(16,385)	(18,211)
Lợi nhuận gộp	<b>1,812</b>	<b>2,598</b>	<b>3,879</b>	<b>4,860</b>	<b>5,912</b>	<b>6,926</b>	<b>8,238</b>	<b>10,013</b>
Doanh thu tài chính	258	265	440	358	162	179	388	635
Chi phí tài chính	(26)	(198)	(185)	(111)	(20)	(0)	-	-
Chi phí bán hàng	(975)	(1,052)	(1,245)	(1,325)	(1,605)	(1,922)	(2,269)	(2,595)
Chi phí quản lý	(204)	(298)	(293)	(319)	(374)	(469)	(526)	(551)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	<b>955</b>	<b>1,371</b>	<b>2,732</b>	<b>3,973</b>	<b>4,076</b>	<b>4,714</b>	<b>5,830</b>	<b>7,503</b>
Lợi nhuận khác	120	130	136	510	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	<b>955</b>	<b>1,371</b>	<b>2,732</b>	<b>3,973</b>	<b>4,076</b>	<b>4,714</b>	<b>5,830</b>	<b>7,503</b>
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	<b>963</b>	<b>1,250</b>	<b>2,376</b>	<b>3,377</b>	<b>3,464</b>	<b>4,007</b>	<b>4,956</b>	<b>6,377</b>

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2013F
Tài sản ngắn hạn	<b>3,178</b>	<b>3,188</b>	<b>5,119</b>	<b>5,993</b>	<b>5,113</b>	<b>7,101</b>	<b>10,294</b>	<b>14,719</b>
Tiền & các khoản tương đương tiền	118	339	426	1,801	1,401	1,333	1,396	2,999
Đầu tư ngắn hạn	654	374	2,314	1,263	163	1,563	3,963	6,063
Các khoản phải thu	655	646	778	1,071	1,298	1,538	1,805	2,069
Hàng tồn kho	1,675	1,775	1,312	1,461	1,771	2,098	2,462	2,822
Tài sản ngắn hạn khác	76	53	288	397	481	570	669	767
Tài sản dài hạn	<b>2,247</b>	<b>2,779</b>	<b>3,412</b>	<b>5,234</b>	<b>8,347</b>	<b>9,089</b>	<b>9,502</b>	<b>9,857</b>
Các khoản phải thu dài hạn	1	0	9	13	15	18	21	24
Tài sản cố định	1,642	1,937	2,525	3,741	6,850	7,587	7,997	8,348
Bất động sản đầu tư	-	27	27	27	27	27	27	27
Đầu tư dài hạn	401	571	602	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Tài sản dài hạn khác	204	244	249	199	200	201	202	203
Tổng tài sản	<b>5,425</b>	<b>5,967</b>	<b>8,531</b>	<b>11,227</b>	<b>13,460</b>	<b>16,190</b>	<b>19,796</b>	<b>24,575</b>
Nợ phải trả	<b>1,073</b>	<b>1,154</b>	<b>1,858</b>	<b>2,551</b>	<b>2,703</b>	<b>3,211</b>	<b>3,738</b>	<b>4,150</b>
Nợ ngắn hạn	933	973	1,601	2,344	2,463	2,932	3,418	3,799
Nợ dài hạn	140	182	256	207	240	279	319	351
Nguồn vốn chủ sở hữu	<b>4,352</b>	<b>4,813</b>	<b>6,673</b>	<b>8,676</b>	<b>10,758</b>	<b>12,979</b>	<b>16,059</b>	<b>20,425</b>
Vốn chủ sở hữu	4,224	4,666	6,456	8,442	10,506	12,707	15,762	20,097
Vốn và quỹ khác	128	147	218	235	252	272	297	329
Lợi ích của cổ đông thiểu số	<b>36</b>	<b>51</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
Tổng nguồn vốn	<b>5,425</b>	<b>5,967</b>	<b>8,531</b>	<b>11,227</b>	<b>13,460</b>	<b>16,190</b>	<b>19,796</b>	<b>24,575</b>

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

# Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



## TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place  
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM  
**T** : (+84 8) 3 823 3299  
**F** : (+84 8) 3 823 3301

## CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
**T** : (+84 4) 3 933 4693  
**F** : (+84 4) 3 933 4822

**E**: [infor@hsc.com.vn](mailto:infor@hsc.com.vn) **W**: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)

*Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này*