

# CÔNG TY CP SỮA VIỆT NAM (VNM) – CẬP NHẬT KQKD Q2/2009

Khuyến nghị: MUA

## THÔNG TIN TỔNG QUAN

Ngành	Thực phẩm & Đồ uống
Niêm yết	HOSE
Mã CK	VNM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.753
Giá cao nhất trong 52 tuần	124.000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	65.000
KLGDBQ trong 10 ngày	269.561

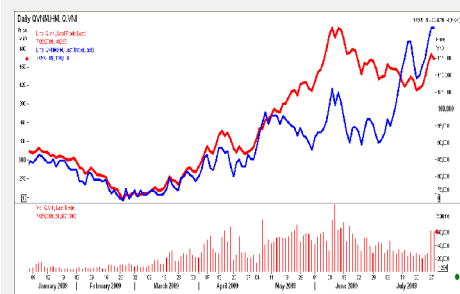
## CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (28/07/2009)	124.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	21.741
P/E 2008 (x)	17,4
P/E forward 2009 (x)	11,4
P/B trailing (x)	3,8
ROE trailing (%)	27,1
ROA trailing (%)	22,7

## TỶ SỐ TÀI CHÍNH 1H-2009

Doanh thu (tỷ đồng)	4.744
LNST (tỷ đồng)	1.045
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	35,3
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	22,0
Tỷ suất EBITDA (%)	26,7
Nợ/Vốn CSH (%)	0,5
EPS (VND)	5.959

## ĐỒ THỊ GIÁ



Nguồn: Reuters

## TIÊU ĐIỂM CÔNG TY

**Kết quả kinh doanh khả quan trong 1H-09 với sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh** – VNM đạt 4.744 tỷ doanh thu thuần và 1.152 tỷ LNTT trong 1H-09, tương ứng tăng 23,5% và 53,2% so với cùng kỳ năm 2008. Doanh thu nội địa vẫn chiếm tỷ trọng chính với 88,2% tổng doanh thu thuần trong khi doanh thu từ xuất khẩu chiếm 11,8% còn lại tương ứng với 557,5 tỷ đồng. Với kết quả khả quan này, VNM đã hoàn thành được 51,5% kế hoạch doanh thu và 69% kế hoạch LNTT cho năm 2009. Tổng sản lượng tiêu thụ của VNM trong 1H-09 đạt 945,6 triệu sản phẩm, tăng gần 20% so với 1H-08, là nguyên nhân chủ yếu cho tăng trưởng doanh thu.

Sữa nước, sữa bột và sữa đặc vẫn chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu vào khoảng 28% mỗi loại trong khi sữa chua chiếm khoảng 14%. Theo định hướng của VNM, các dòng sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao khoảng 40% như sữa nước, sữa bột, sữa chua và kem sẽ được tập trung phát triển mạnh trong năm nay và các năm tới. Dòng sản phẩm cà phê cũng sẽ có những đóng góp nhỏ khoảng 1-2% vào doanh thu công ty nhưng chưa có đóng góp lợi nhuận trong năm nay.

**Tỷ suất lợi nhuận biên tăng trưởng đáng kể nhờ vào cơ cấu sản phẩm và chi phí đầu vào thấp** – Tỷ suất lợi nhuận gộp biên 1H-09 đạt mức cao 35,5%, nhờ vào sự cải thiện đáng kể của tỷ suất lợi nhuận gộp biên trong quý 2 là 37,6% so với mức 32,4% trong quý 1. Tính từ đầu năm 2009 đến nay, VNM chưa có sự điều chỉnh tăng giá bán nào cho tất cả các dòng sản phẩm của mình và dự kiến chính sách giá này sẽ tiếp tục được duy trì trong nửa cuối năm 2009. Tuy nhiên, sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm hướng đến các dòng sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao cùng với chi phí giá nguyên vật liệu trung bình trong quý 2 thấp hơn so với quý 1 (do VNM vẫn sử dụng khoảng 2,5 tháng tồn kho nguyên vật liệu giá cao năm 2008 cho hoạt động sản xuất trong Q1-09) phần nào giải thích cho sự tăng trưởng của tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý 2. Lợi nhuận gộp biên cao hơn cùng với lợi nhuận thu được từ việc chuyển nhượng SAB Miller đã giúp VNM tăng tỷ lệ lợi nhuận thuần biên lên 22% trong 1H-09, tăng 7% so với tỷ suất năm 2008.

**Nguồn cung cấp nguyên liệu ổn định** – VNM vẫn duy trì tỷ lệ mua nguyên liệu gồm khoảng 25% từ nguồn nguyên liệu trong nước và 75% từ nguồn nguyên liệu nhập khẩu nước ngoài mặc dù hiện giá nguyên liệu trong nước đang cao hơn nguyên liệu nhập khẩu. Chiến lược thu mua nguyên liệu này vừa là chính sách hỗ trợ và đảm bảo ổn định nguồn cung trong nước của VNM, vừa đảm bảo hạn chế phần nào các biến động mạnh về giá của nguyên liệu nhập khẩu. Giá nguyên liệu bột sữa nhập trong Q2-09 tăng hơn 10% so với giá trung bình trong Q1, nhưng không gây ảnh hưởng nhiều đến VNM do công ty đã hợp đồng thống nhất giá mua nguyên liệu với bên cung cấp từ đầu năm và chỉ điều chỉnh nếu có những biến động lớn bất thường.

**Tăng trích lập dự phòng đầu tư tài chính dài hạn** – Cuối Q2-09, giá trị đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu của VNM vào khoảng 550 tỷ. Hơn 95 tỷ dự phòng cho đầu tư chứng khoán đã được trích lập thêm trong kỳ, chủ yếu cho đầu tư dài hạn, nâng tổng giá trị dự phòng cho danh mục đầu tư của công ty lên 218 tỷ đồng (tương đương 40% giá trị đầu tư).

**Lượng tiền mặt lớn** – Từ hoạt động kinh doanh ổn định và đạt hiệu quả cao, hiện VNM đang có một dòng tiền nhàn rỗi dồi dào 1.780 tỷ gửi ngắn hạn tại các ngân hàng. Với chiến lược không đầu tư thêm vào cổ phiếu, VNM chủ yếu dự trữ tiền tại các ngân hàng cho nhu cầu vốn cho nhiều dự án hiện tại và trong tương lai của công ty. Bên cạnh đó, một phần dòng tiền (vào khoảng 200 tỷ) cũng sẽ được dùng cho hoạt động đầu tư vào trái phiếu.

**Dự báo 2009 – Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đạt mức cao được củng cố bởi tăng trưởng doanh thu ổn định tập trung vào các nhóm sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận biên cao.** Với hoạt động kinh doanh như hiện nay, chúng tôi dự kiến doanh thu của VNM cho năm 2009 tăng 15% so với năm 2008. Nếu không có các biến động lớn về chi phí đầu vào cho hoạt động sản xuất và giá bán vẫn được giữ nguyên trong nửa cuối năm 2009, nhiều khả năng VNM sẽ duy trì được tỷ lệ lợi nhuận gộp biên cho năm 2009 cao xoay quanh mức 35-36%.

Chúng tôi dự kiến LNTT năm 2009 của VNM sẽ đạt khoảng 2.148 tỷ, tăng hơn 28,5% so với kế hoạch công ty đã đề ra. Bên cạnh đó, kế hoạch phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:1 nếu được thông qua trong ĐHCĐ bất thường sắp tới có thể sẽ bắt đầu được thực hiện trong tháng 09/2009, tăng vốn điều lệ của công ty lên hơn 3.500 tỷ đồng.

**Khuyến nghị.** Với giá thị trường hiện tại là 124.000 đồng, cổ phiếu VNM đang giao dịch ở mức P/E forward 2009 là 11,4x. Đây là mức P/E có thể cân nhắc để đầu tư vào VNM, dựa trên những yếu tố nền tảng vững chắc, trước hết là kết quả kinh doanh khả quan với mức tăng trưởng ấn tượng và dòng tiền dồi dào trong năm 2009, tiếp nối bởi sự ổn định trong hoạt động kinh doanh của công ty về dài hạn cùng tỷ suất sinh lời cao. Hơn nữa, VNM vẫn đảm bảo tỷ lệ chi trả cổ tức là 3.000 đồng/cổ phiếu trong các năm tới sau khi vốn điều lệ đã tăng lên gấp đôi, làm cho tỷ suất cổ tức/giá của VNM cao hơn và tăng thêm tính hấp dẫn cho việc đầu tư vào VNM. Chúng tôi do đó khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNM cho mục đích đầu tư dài hạn.

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (tỷ đồng)	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Doanh thu thuần	6.648,2	8.209,0	4.743,8	9.440,3
GVHB	4.835,8	5.611,0	3.068,0	6.046,9
Lợi nhuận gộp	1.812,4	2.598,0	1.675,8	3.393,4
Lợi nhuận trước thuế	955,4	1.371,3	1.152,5	2.148,1
Thuế TNDN	-	122,6	106,8	236,3
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	1,4	0,9	2,2
Lợi nhuận sau thuế	963,3	1.250,1	1.044,7	1.911,8

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
<i>Tài sản ngắn hạn</i>	<i>3.172,4</i>	<i>3.187,6</i>	<i>4.047,9</i>	<i>3.917,4</i>
Tiền và các khoản tương đương tiền	117,8	338,7	875,8	755,2
Đầu tư tài chính ngắn hạn	654,5	374,0	985,0	968,2
Dự phòng đầu tư tài chính ngắn hạn	(0,2)	(123,0)	(100,9)	(100,9)
Phải thu ngắn hạn	654,7	646,4	657,5	668,3
Hàng tồn kho	1.669,9	1.775,3	1.239,9	1.242,5
Tài sản ngắn hạn khác	75,5	53,2	289,7	283,2
<i>Tài sản dài hạn</i>	<i>2.252,7</i>	<i>2.779,4</i>	<i>2.792,1</i>	<i>3.190,1</i>
Tài sản cố định	1.646,9	1.936,9	2.078,2	2.478,2
Đầu tư tài chính dài hạn	401,0	598,1	448,3	448,3
Dự phòng đầu tư tài chính dài hạn	-	-	(117,0)	(117,0)
Tài sản dài hạn khác	204,0	243,8	265,6	263,6
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>5.425,1</b>	<b>5.967,0</b>	<b>6.840,0</b>	<b>7.107,5</b>
Nợ ngắn hạn	933,4	972,5	847,4	858,2
Nợ dài hạn	139,9	182,0	162,9	222,9
Vốn điều lệ	1.752,8	1.752,8	1.753,3	3.506,6
Tổng vốn chủ sở hữu	4.315,9	4.762,0	5.718,1	5.973,6
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>5.425,1</b>	<b>5.967,0</b>	<b>6.840,0</b>	<b>7.107,5</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2007A	2008A	Q1-2009A	1H-2009A
Lợi nhuận trước thuế	955,4	1.371,3	573,3	1.152,5
Lợi nhuận từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	1.039,1	1.669,7	484,7	1.195,4
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	313,5	1.269,8	650,0	1.325,4
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	(1.016,0)	(531,8)	180,4	(589,6)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính	663,4	(517,1)	(180,7)	(179,6)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(39,1)	220,8	649,6	556,3
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	156,9	117,8	338,7	338,7
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái	-	-	11,8	(19,1)
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	117,8	338,7	1.000,1	875,8

CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH	2007A	2008A	1H-2009A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (y-o-y %)	0,4	23,5	23,5	15,0
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên (%)	27,3	31,7	35,3	35,9
Tỷ suất lợi nhuận thuần biên (%)	14,5	15,2	22,0	20,3
ROA (%)	17,8	20,5	22,7	26,9
ROE (%)	22,1	27,2	27,1	32,0
EPS (VND)	5.496	7.132	5.959	10.904
Tăng trưởng EPS (%)	39,7	29,8	49,6	52,9

## 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.

Trịnh Thanh Cần	<a href="mailto:can.trinh@vcsc.com.vn">can.trinh@vcsc.com.vn</a>
Hoàng Thị Hoa	<a href="mailto:hoa.hoang@vcsc.com.vn">hoa.hoang@vcsc.com.vn</a>
Đinh Thị Như Hoa	<a href="mailto:hoa.dinh@vcsc.com.vn">hoa.dinh@vcsc.com.vn</a>
Ông Thị Thanh Thảo	<a href="mailto:thao.ong@vcsc.com.vn">thao.ong@vcsc.com.vn</a>
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	<a href="mailto:nhi.nguyen@vcsc.com.vn">nhi.nguyen@vcsc.com.vn</a>
Võ Phúc Nguyên	<a href="mailto:nguyen.vo@vcsc.com.vn">nguyen.vo@vcsc.com.vn</a>
Võ Xuân Quỳnh	<a href="mailto:quynh.vo@vcsc.com.vn">quynh.vo@vcsc.com.vn</a>
Lê Chí Hiếu	<a href="mailto:hieu.le@vcsc.com.vn">hieu.le@vcsc.com.vn</a>

### **BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT**

---

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam  
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209  
<http://www.vcsc.com.vn>