



VINAMILK

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	148,000
Giá thị trường (11/12/2015)	123,000
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	1,200
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	147,617
Giá trị sổ sách/cp	19,390
Sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Giá hiện tại (đ/cp)	123,000
KLTB 10 ngày (cp)	525,661
Giá thấp nhất 52T (đ)	92,000
Giá cao nhất 52T (đ)	140,000
+/- 7 ngày qua	0.00%
+/- 1 tháng qua	-5.38%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cập nhật khuyến nghị Mua trung và dài hạn cổ phiếu VNM với giá mục tiêu **148.000 đồng**, tăng 20,33% so với mức giá đóng cửa ngày 11/12/2015. Chúng tôi ước tính LNST 2015 của VNM có thể đạt 8.100 tỷ đồng (+33,48%yoy), tương đương EPS 2015 khoảng 6.749 đồng/cp. So với các công ty sữa trong khu vực và trên thế giới thì mức P/E hiện tại của VNM vẫn rất hấp dẫn, trong khi đó các chỉ tiêu hiệu quả như ROE cũng vượt trội hơn so với các doanh nghiệp nói trên.

Kết quả kinh doanh 9T2015 khả quan. Doanh thu thuần đạt 29.765 tỷ đồng (+14% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 5.869 tỷ đồng (+35% yoy), hoàn thành tương ứng 76% và 86% kế hoạch kinh doanh năm 2015. Nguyên nhân do: (1) Nhu cầu sữa tăng; (2) Công ty tiếp tục đẩy mạnh hoạt động marketing; (3) Hưởng lợi từ xu hướng giảm giá sữa bột nguyên liệu từ giữa năm 2014.

Chúng tôi đánh giá năm 2016, bên cạnh kỳ vọng mở room và thoái vốn, KQKD của VNM sẽ tiếp tục được cải thiện trên cơ sở:

- (1) Nghiên cứu và đưa ra thị trường các sản phẩm mới,** VNM sẽ tập trung phát triển các dòng sản phẩm mang lại biên lợi nhuận gộp cao như sữa chua, sữa bột, sữa nước trong khi giảm tỉ trọng đóng góp doanh thu của sản phẩm biên lợi nhuận thấp như sữa đặc.
- (2) Giá nguyên liệu ở mức thấp.** Với việc mặt bằng giá nguyên liệu cuối năm 2015 thấp hơn so với tháng 11/2014, chúng tôi cho rằng VNM có thể tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp hiện tại (khoảng 39,80% trong 9T2015).
- (3) Đẩy mạnh xuất khẩu và khai thác thị trường tiềm năng** Bên cạnh đó việc chuyển hướng xuất khẩu sang các nước như Campuchia, Myanmar, Cuba... đang là hướng đi mới của VNM. Nhà máy sữa Angkor Dairy của VNM tại Campuchia đã đi vào hoạt động, dự kiến ra mắt sản phẩm sữa nước đầu tiên của VNM tại Campuchia với tên gọi Angkor Milk vào tháng 7, sữa đặc và sữa có đường sẽ được sản xuất từ tháng 10.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	9T 2015
DTT (tỷ đ)	21,627	26,541	30,948	34,976	29,765
% tăng trưởng yoy	37%	23%	17%	13%	14%
Tổng tài sản (tỷ đ)	15,583	19,698	22,875	25,770	25,959
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	12,477	15,493	17,545	19,680	19,217
Vốn điều lệ (tỷ đ)	5,561	8,340	8,340	10,006	12,007
LN thuần (tỷ đ)	4,751	6,630	7,712	7,309	7,043
LN sau thuế (tỷ đ)	4,218	5,819	6,534	6,068	5,869
% yoy	17%	38%	12%	-7%	35%
EPS	7,585	6,978	7,835	6,064	4,888
ROE	34%	38%	37%	31%	
ROA	27%	30%	29%	24%	

Nguồn: BSC tổng hợp

TỔNG QUAN CTCP SỮA VIỆT NAM

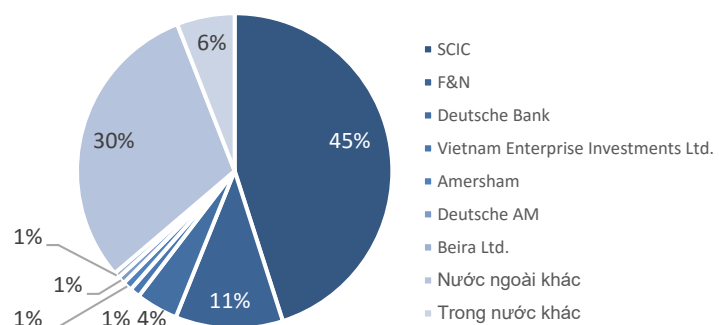
Tên công ty	CTCP Sữa Việt Nam
Địa chỉ	10 Tân Trào, Phường Tân Phú, Quận 7, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại	+84 (8) 54 155 555
Fax	+84 (8) 54 151 230
Email	vinamilk@vinamilk.com.vn
Vốn điều lệ	12,007 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Chế biến, sản xuất và kinh doanh sữa tươi, sữa hộp, sữa bột, bột dinh dưỡng, sữa chua, sữa đặc, sữa đậu nành, nước giải khát Chăn nuôi bò sữa

- Ngày 29/04/1993: Công ty Sữa Việt Nam được thành lập theo Quyết định số 420/CNN/TCLD của Bộ Công Nghiệp Nhẹ theo loại hình Doanh Nghiệp Nhà Nước
- Công ty cổ phần Sữa Việt Nam được cổ phần hóa ngày 01/10/2003, chuyển Doanh nghiệp Nhà nước Công ty Sữa Việt Nam trực thuộc Bộ Công nghiệp thành công ty cổ phần Sữa Việt Nam.
- Niêm yết trên sàn HOSTC vào ngày 19/01/2006 với mã chứng khoán VNM
- Công ty trải qua 7 lần tăng vốn điều lệ trước khi niêm yết, và vốn điều lệ của công ty hiện nay là 12,007 tỷ đồng

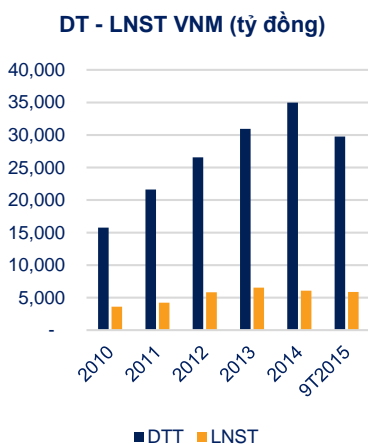
Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu
Công ty TNHH Một thành viên Bò Sữa Việt Nam	100%
Công ty TNHH Một thành viên Sữa Lam Sơn	100%
Vinamilk Europe Spółka Z Organiczna Odpowiedzialnoscia	100%
Công ty TNHH Bò Sữa Thống Nhất Thanh Hóa	96.11%
Driftwood Dairy Holding Corporation	70%
Angkor Dairy Products Co., Ltd	51%
Công ty Cổ phần Nguyên liệu Thực phẩm Á Châu Sài Gòn	15%
Miraka Limited	19.3%

Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	Tỷ lệ
Tổng Công ty đầu tư và kinh doanh vốn nhà nước	450.8 triệu	45.06%
F&N Dairy Investment Pte Ltd.	110.4 triệu	11.03%

Kế hoạch thoái vốn của cổ đông lớn nhất – SCIC – nắm giữ tới 45.06% Vinamilk là cơ hội lớn cho các nhà đầu tư ngoại tham gia đầu tư vào Vinamilk. Hiện nay, room khối ngoại của Vinamilk đã hết do vậy doanh nghiệp sẽ hưởng lợi từ việc nới room nước ngoài sắp tới



Nguồn: BSC tổng hợp

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH


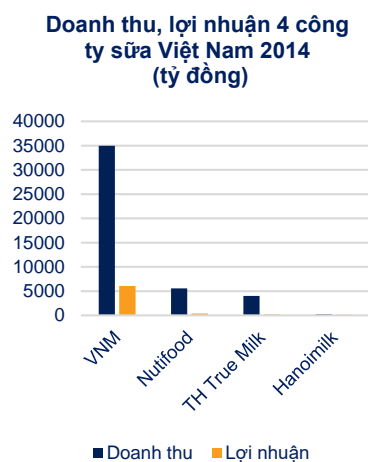
Nguồn: BCTC VNM

Kết quả kinh doanh 9T2015 khả quan. Doanh thu thuần đạt 29.765 tỷ đồng (+14% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 5.869 tỷ đồng (+35% yoy), hoàn thành tương ứng 76% và 86% kế hoạch kinh doanh năm 2015. Nguyên nhân do

- 1) Kinh tế Việt Nam phục hồi, tăng trưởng GDP có thể đạt 6,5% theo báo cáo của ANZ. Niềm tin người tiêu dùng Việt Nam tăng cao kỷ lục và doanh số bán lẻ các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu vẫn tăng trưởng tích cực, trong đó có ngành sữa
- 2) Công ty tiếp tục đẩy mạnh hoạt động marketing, khuyến mãi, đặc biệt là các phân khúc sản phẩm có biên lợi nhuận cao như sữa nước, sữa bột, sữa chua
- 3) Hưởng lợi từ xu hướng giảm giá sữa bột nguyên liệu từ giữa năm 2014. Vinamilk tập trung nhập nguyên liệu sữa vào tháng 11 nhằm đặt hàng dài hạn cho năm sản xuất. Giá bột sữa tách béo (SMP) trung bình tháng 11/2014 khoảng 2.350 USD/MT và bột sữa nguyên kem (WMP) khoảng 2.450 USD/MT, giảm một nửa so với cùng kỳ năm 2013 đã giúp VNM cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Định hướng kinh doanh và chiến lược phát triển trong thời gian tới:

Nghiên cứu và đưa ra thị trường các sản phẩm mới, đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của thị trường đồng thời tăng biên lợi nhuận gộp. Trong năm 2014, Vinamilk đã tung ra thị trường 29 sản phẩm mới và cải tiến 58 sản phẩm hiện tại. Thêm vào đó, VNM sẽ tập trung phát triển các dòng sản phẩm mang lại biên lợi nhuận gộp cao như sữa chua, sữa bột, sữa nước trong khi giảm tỉ trọng đóng góp doanh thu của sản phẩm biên lợi nhuận thấp như sữa đặc. Với việc chuyển đổi cơ cấu tỉ trọng kinh doanh, chúng tôi cho rằng VNM có thể tăng biên lợi nhuận gộp từ 35% năm 2014 lên 40% trong 4-5 năm tới.



Nguồn: BSC tổng hợp

Đầu tư trên 50% vốn vào những công ty sản xuất sữa thành phẩm tại vùng nguyên liệu sữa rẻ, vừa đảm bảo nguồn cung sữa nguyên liệu, vừa mở rộng thị trường và tăng lợi nhuận từ hợp nhất kết quả kinh doanh. Hiện tại VNM đang đầu tư nuôi bò tại New Zealand thông qua công ty liên kết Miraka nhờ đất rẻ, không tốn chi phí xây trang trại, khí hậu tốt. Năm 2014 dòng sản phẩm cao cấp mang thương hiệu Twin Cow được Vinamilk sản xuất hoàn toàn tại New Zealand đã ra mắt thị trường, bước đầu thu được những tín hiệu tiêu thụ khả quan. Năm 2013, VNM mua và nắm quyền chi phối (70%) công ty sữa của Mỹ là Drifwood Dairy. Sau khi hợp nhất kết quả kinh doanh, công ty con này đã đóng góp 2.700 tỷ đồng doanh thu (khoảng 7,7% tổng doanh thu của VNM) trong năm 2014. Cuối năm 2014, Vinamilk đã hoàn tất thủ tục pháp lý thành lập công ty con 100% vốn tại Ba Lan tạo nguồn cung ứng bò sữa thuần chủng Châu Âu chất lượng cao và nguồn nhập khẩu sữa nguyên liệu ổn định. Hàng năm VNM luôn dành một khoản ngân sách phục vụ cho hoạt động M&A của mình. Trong năm 2015, số tiền này lên tới 4 triệu USD.

Đẩy mạnh xuất khẩu và khai thác các thị trường tiềm năng mới. Do bất ổn về chính trị, doanh thu xuất khẩu năm 2014 sang thị trường chủ lực Iraq bị giảm sút, VNM đang tiến hành đa dạng hóa nhằm giảm thiểu phụ thuộc xuất khẩu vào thị trường này. Chuyển hướng xuất khẩu sang các nước như Campuchia, Myanmar, Cuba... đang là hướng đi mới của VNM. Nhà máy sữa Angkor Dairy của VNM tại Campuchia đã đi vào hoạt động, dự kiến ra mắt sản phẩm sữa nước đầu tiên của VNM tại Campuchia với tên gọi Angkor Milk vào tháng 7, sữa đặc và sữa có đường sẽ được sản xuất từ tháng 10.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi ước tính LNST 2015 của VNM khoảng 8.100 tỷ đồng (+33,48%/yoy), tương đương EPS 2015 khoảng 6.749 đồng/cp.

Theo thống kê của Bloomberg, xét trong nhóm thực phẩm sữa trên toàn cầu, có tổng cộng 10 mã cổ phiếu niêm yết có vốn hóa gần sát với VNM (giao động trong khoảng +/- 10%) đồng thời cũng thuộc nhóm vốn hóa đầu ngành. So sánh với nhóm ngành, VNM có PE trailing 12M và ROE lần lượt ở mức thấp hơn và cao hơn nhiều so với trung bình nhóm ngành. Cho thấy cổ phiếu VNM vẫn đang ở mức giá hấp dẫn.

Mã	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	PE	ROE (%)	Ngành
<i>Trung bình</i>			30.91	17.29	
VNM VN Equity	VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	147,617	21.00	37.88	Food-Dairy Products
2319 HK Equity	CHINA MENGNIU DAIRY CO	142,163	15.31	12.67	Food-Dairy Products
WWAV US Equity	WHITEWAVE FOODS CO	149,067	39.91	13.64	Food-Dairy Products
FSF NZ Equity	FONTERRA SHAREHOLDERS FUND	139,726	19.98	7.19	Food-Dairy Products
LALAB MM Equity	GRUPO LALA SAB DE CV	126,521	27.11	15.31	Food-Dairy Products
GLB ID Equity	GLANBIA PLC	122,620	30.61	19.44	Food-Dairy Products
6863 HK Equity	CHINA HUIZHAN DAIRY HOLDINGS	112,657	47.42	6.37	Food-Dairy Products
PLT IM Equity	PARMALAT SPA	109,237	26.37	5.29	Food-Dairy Products
NEST IN Equity	NESTLE INDIA LTD	190,739	48.09	45.51	Food-Dairy Products
2267 JP Equity	YAKULT HONSHA CO LTD	198,210	33.29	9.59	Food-Dairy Products

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Nếu xét tất cả nhóm ngành Thực phẩm sữa niêm yết toàn cầu theo thống kê của Bloomberg, trung vị PE ở mức 21,63. Do đó chúng tôi lấy PE = 22x để định giá cổ phiếu VNM, giá hợp lý cho cổ phiếu VNM = 148.000 đồng / cp (+20,33% so với mức giá 123.000 đồng ngày 11/12/2015).



QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Giảm
- Chỉ báo xu hướng MACD: Kém tích cực
- Chỉ báo RSI: Trung tính

Nhận định: VNM nhiều khả năng đã hoàn thành xong quá trình điều chỉnh từ đỉnh 140 khi đang tích lũy tại vùng 123, tương ứng mốc 38,2% Fibonacci Retracement 96 – 140. Khối lượng giao dịch đang giảm dần càng nâng cao sự tin cậy của đợt tích lũy này, đồng thời cho thấy áp lực bán đã giảm.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua gom tại vùng 123, có thể mua bình quân giá xuống khi VNM về ngưỡng hỗ trợ thấp hơn là 118, đồng thời xem xét cắt lỗ nếu VNM thủng ngưỡng hỗ trợ 118 với khối lượng lớn.

Đồ thị kỹ thuật VNM



HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Lê Thị Hải Đường
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

