

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)

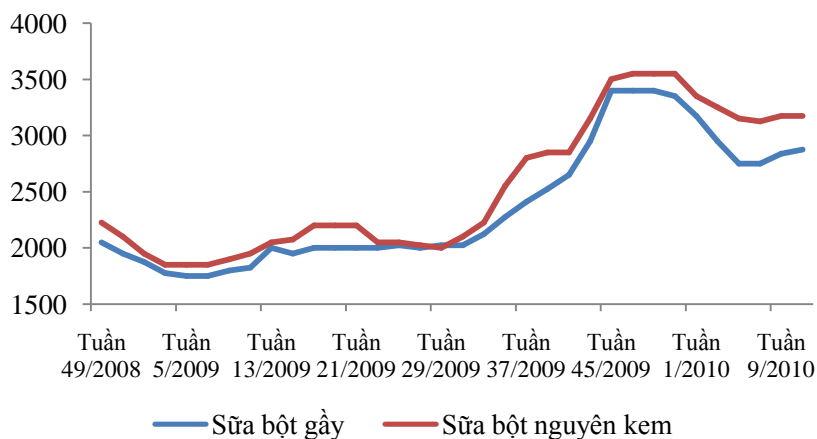
BÁO CÁO CẬP NHẬT

THÔNG TIN NGÀNH SỮA QUÝ 1/2010

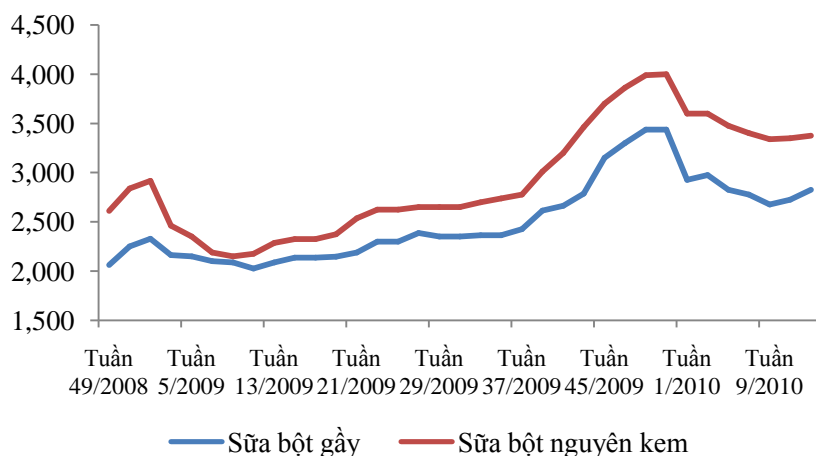
Giá nguyên liệu sữa giảm khoảng 15% - 20% trong quý 1/2010: Trong quý 1/2010, giá sữa bột thể giới đã trải qua chu kỳ điều chỉnh giảm giảm khoảng 15% - 20% sau chuỗi tăng giá liên tục khoảng 60% trong năm 2009. Giá sữa bột gầy Tây Âu trong tháng 3/2010 đã giảm xuống còn 2.725 USD/tấn so với mức 3.437 USD/tấn trong tháng 12/2009. Đồng thời, giá sữa bột gầy Úc trong tháng 3/2010 cũng đã giảm xuống 2.875 USD/tấn so với mức 3.400 USD/tấn trong tháng 12/2009.

Việc giảm giá sữa nguyên liệu nhìn chung sẽ có thể làm giảm chi phí nguyên liệu của các công ty sữa. Tuy nhiên, đối với những công ty sữa đã ký hợp đồng mua nguyên liệu cho cả năm 2010 với mức giá cố định từ tháng 12/2009 (thời điểm giá cao) thì có thể sẽ không được hưởng lợi nhiều.

Giá sữa bột Úc theo tuần (USD/tấn)



Giá sữa bột Tây Âu theo tuần (USD/tấn)



Nguồn: Hiệp hội sữa Việt Nam, USDA

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán:	VNM
Sàn giao dịch:	HOSE
Giá kỳ vọng:	110.524
Giá thị trường (26/5/2010)	89.500
Giá cao nhất 52 tuần:	99.000
Giá thấp nhất 52 tuần:	64.000
Số lượng cổ phần lưu hành:	353.056.800
Giá trị thị trường (tỷ VNĐ):	32.481
KLGD trung bình 10 ngày:	281.772
Tỷ lệ trả cổ tức 2010 (dự kiến)	30%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước:	47.5%
Sở hữu nước ngoài:	11.66%
Sở hữu khác:	40.84%

ĐỒ THỊ GIÁ



BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)

Các công ty sữa tăng giá sữa bán lẻ khoảng 10%-15%. Trong quý 1/2010, giá sữa bán lẻ đã tăng khoảng 10%-15% sau mức tăng 6% vào tháng 12/2009. Các công ty sữa đã tăng giá bán lẻ sữa nhằm đảm bảo mức lợi nhuận trong bối cảnh giá sữa nguyên liệu tăng mạnh vào thời điểm cuối năm 2009.

Thị phần sữa nước và sữa chua của các công ty sữa Việt Nam tăng mạnh.

Thị trường sữa nước và sữa chua đang chứng kiến sự bứt phá ngoạn mục của các công ty trong nước với lợi thế về chi phí, địa điểm do đặc tính ngắn hạn của sản phẩm. Cụ thể, nhóm sữa nước của VNM tăng 47,8% trong năm 2009 chiếm 39% thị phần sữa nước của cả nước và vượt qua thị phần sữa nước của Dutch Lady (khoảng 35%); nhóm sữa chua, kem, phô mai của Vinamilk trong năm 2009 cũng tăng tới 51,7%.

Trong khi đó, sữa bột vẫn là mảng thị trường cạnh tranh gay gắt nhất giữa các công ty trong nước và nước ngoài khi lợi thế giá rẻ chưa thể thuyết phục người tiêu dùng về chất lượng tương đương sữa ngoại.

Triển vọng ngành sữa năm 2010

Giá sữa thế giới tăng từ đầu quý 2/2010. Từ đầu quý 2/2010, giá sữa bột nguyên liệu trên thế giới lại bắt đầu chu kỳ tăng. Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ, cung và cầu sữa bột nguyên liệu đang trong tình trạng giằng co nên giá sữa thế giới từ giờ tới cuối năm 2010 có thể chỉ tăng nhẹ khoảng 10% trong khi các công ty ký hợp đồng giá cố định ở mức cao vào cuối năm 2009 là một bất lợi. Trong bối cảnh việc kiểm soát giá sữa đầu ra chưa được chặt chẽ, chúng tôi dự báo các công ty sữa có thể sẽ có 1 đợt tăng giá nữa trong quý 2 hoặc đầu quý 3.

Các công ty sữa trong nước tiếp tục củng cố thị phần sữa nước và sữa chua.

Quý 2 là thời điểm bắt đầu mùa nắng nóng, với lợi thế sẵn có trên mảng thị trường sữa nước và sữa chua nên các công ty trong nước vẫn có thể tiếp tục tăng tốc để hoàn toàn chiếm lĩnh mảng thị trường này trong tương lai. Ngoài ra, một số công ty có kế hoạch phát triển dòng sản phẩm nước giải khát có lợi cho sức khỏe cũng sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu từ mùa hè này.

Cạnh tranh trên thị trường sữa bột tiếp tục gay gắt. Cạnh tranh trong mảng thị trường sữa bột đang diễn ra rất gay gắt. Mặc dù giá sữa ngoại liên tục tăng 5-7% từ đầu năm 2010 nhưng người tiêu dùng vẫn chuộng sữa ngoại hơn sữa nội, do đó khả năng tăng doanh thu từ mảng sữa bột của các công ty trong nước không cao như các sản phẩm khác.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2010 VÀ DỰ BÁO 2010

Chỉ tiêu	Thực hiện Q1/2010	So với KH của VNM
Doanh thu gộp (tỷ đồng)	3.304,6	23%
LNST (tỷ đồng)	816,8	31%

Doanh thu quý 1/2010 tăng 57,1% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần Q1/2010 của VNM đạt 3.250,1 tỷ đồng, tăng 57,1% so với cùng kỳ năm 2009 và thậm chí cao hơn doanh thu quý 3/2009 (quý 3 thường là quý đạt được mức tiêu thụ cao nhất). Quý 1 thường là quý có kết quả kinh doanh thấp nhất, nhưng kết quả này cho thấy mặc dù giá sữa tăng nhưng nhu cầu của người tiêu dùng vẫn không hề giảm sút.

Doanh số bán hàng quý 2/2010 dự kiến sẽ có thể tăng mạnh nhờ doanh thu từ

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)

sữa nước, sữa chua và một phần từ sản phẩm nước giải khát bắt đầu được tung ra. Thị phần sữa nước và sữa chua của VNM lần lượt đạt 39% và 55%, đều cao hơn đối thủ cạnh tranh chính Dutch Lady. Với 9 nhà máy trải khắp các tỉnh từ Bắc vào Nam, Vinamilk có khả năng tiếp cận nguồn cung cấp sữa tươi cũng như tiếp cận người tiêu dùng tốt hơn, nhờ vậy, trong năm 2010, VNM có thể tăng tốc trong mảng thị trường này và bỏ xa các đối thủ cạnh tranh.

Biên lợi nhuận gộp giảm 2% so với quý trước. Biên lợi nhuận gộp quý 1/2010 đạt 35% thấp hơn khoảng 2% so với quý 4/2009 do giá sữa bột nhập khẩu và giá đường đã ký cố định ở mức khá cao. Nhưng do VNM duy trì số ngày hàng tồn kho khoảng 60 ngày nên biên lợi nhuận gộp quý 1/2010 có thể chưa phản ánh hết mức giá đầu vào tăng.

Biên lợi nhuận các quý tiếp theo có thể thấp hơn từ 1%-2% nhưng bù lại, giá đường bán lẻ trong nước đang có dấu hiệu hạ nhiệt nên VNM có thể giảm chi phí trong quý 3/2010 và quý 4/2010 (với giá đường tại thời điểm tháng 12/2009, chi phí đường chiếm khoảng 16% tổng giá vốn hàng bán), do đó, biên lợi nhuận gộp năm 2010 có thể giữ ở mức 35%.

Chi phí bán hàng/doanh thu giảm mạnh từ 11.66% quý 4/2009 xuống 7.5% quý 1/2010 cho thấy Vinamilk đang tận dụng tốt thành quả marketing từ các năm trước và có xu hướng ổn định các loại chi phí này. Tuy nhiên, do quý 2/2010, Công ty bắt đầu tung ra sản phẩm nước giải khát mới nên chi phí bán hàng của Công ty sẽ có thể tăng lên đáng kể (khoảng 9%). Doanh thu từ nước giải khát năm 2010, 2011 và 2012 dự kiến lần lượt là 500, 1000 và 1500 tỷ.

Tiền gửi ngắn hạn lớn. Trong quý 1/2010, Vinamilk có một khoản đầu tư ngắn hạn khá lớn (2400 tỷ đồng), đây là khoản tiền gửi có kỳ hạn dưới 1 năm. Với lãi suất hiện tại, tính riêng khoản tiền gửi này ước tính có thể sẽ mang lại cho Vinamilk khoản doanh thu tài chính trong quý 2/2010 khoảng 60 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2010.

Chỉ tiêu	Dự báo của BVSC	Kế hoạch VNM
Doanh thu (tỷ đồng)	14.481	14.428
LNST (tỷ đồng)	3.323	2.666
EPS	9.402	7.589

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **MUA/NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VNM ở mức giá hiện tại cho cả mục tiêu đầu tư ngắn và dài hạn.

Chỉ số tài chính	Đơn vị: triệu đồng				
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011F
Tổng tài sản (triệu VNĐ)	5.425.121	5.966.958	8.531.062	10.957.170	15.176.031
Vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	4.315.942	4.761.913	6.638.039	8.779.904	11.025.039
Doanh thu thuần (triệu VNĐ)	6.648.190	8.208.035	10.605.811	14.191.533	16.883.967
Lợi nhuận sau thuế (triệu VNĐ)	963.398	1.228.204	2.375.815	3.323.123	3.685.324
ROA (%)	17,76%	20,58%	27,85%	30,33%	24,28%
ROE (%)	22,32%	25,79%	35,79%	37,85%	33,43%
EPS cơ bản (VNĐ)	5.496	7.007	6.763	9.460	10.491
P/E (x)	16.3	12.8	13.2	9.5	8.5
P/B (x)	3.7	3.4	4.9	3.7	3.0

(*) P/E, P/B được tính theo giá thị trường ngày 26/5/2010

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)

PHỤ LỤC

Đơn vị tính: triệu đồng

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2007A	2008A	2009A	2010E	2011F
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	6.675.030	8.379.616	10.822.256	14.481.157	17.228.537
Các khoản giảm trừ doanh thu	26.838	171.581	216.445	289.623	344.571
Doanh thu thuần	6.648.190	8.208.035	10.605.811	14.191.533	16.883.967
Giá vốn hàng bán	4.835.770	5.609.084	6.736.200	9.417.677	11.321.372
Lợi nhuận gộp	1.812.420	2.598.952	3.869.611	4.773.856	5.562.595
Doanh thu hoạt động tài chính	257.865	264.840	439.267	408.348	380.396
Chi phí tài chính	25.862	202.566	184.755	(16.054)	2.953
Chi phí bán hàng	974.805	1.062.732	1.245.476	1.277.238	1.519.557
Chi phí quản lý doanh nghiệp	204.192	292.486	292.763	317.385	377.600
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	865.427	1.306.006	2.585.885	3.603.636	4.042.881
Lợi nhuận (lỗ) khác	89.954	130.120	136.232	260.460	242.380
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-	(73.950)	-	-	-
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	955.381	1.362.177	2.731.105	3.864.096	4.285.261
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-	144.753	377.086	540.973	599.936
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	(8.017)	(10.780)	(21.796)	0	-
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế	963.398	1.228.204	2.375.815	3.323.123	3.685.324
Lợi ích của cổ đông thiểu số	50	(1.367)	14.696	20.556	22.797
Lợi nhuận sau thuế	963.348	1.229.570	2.361.119	3.302.567	3.662.528
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2007A	2008A	2009A	2010E	2011F
Tài sản ngắn hạn	3.172.434	3.187.605	5.118.618	5.492.647	6.446.630
Tiền và các khoản tương đương tiền	117.819	338.654	426.135	642.340	641.840
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	654.485	374.002	2.314.254	972.683	1.157.222
Các khoản phải thu ngắn hạn	654.720	646.385	778.011	1.190.447	1.418.115
Hàng tồn kho	1.669.871	1.775.342	1.311.886	2.613.788	3.142.141
Tài sản ngắn hạn khác	75.539	53.222	288.334	73.388	87.312
Tài sản dài hạn	2.252.687	2.779.353	3.412.444	5.464.523	8.729.401
Các khoản phải thu dài hạn	762	474	8.822	1.430	1.702
Tài sản cố định	1.646.966	1.936.922	2.524.530	4.149.624	7.170.253
Bất động sản đầu tư	-	-	27.489	27.489	27.489
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	401.018	570.657	602.478	916.373	1.090.229
Tài sản dài hạn khác	203.941	243.810	249.124	369.607	439.729
TỔNG TÀI SẢN	5.425.121	5.966.958	8.531.062	10.957.170	15.176.031
Nợ phải trả	1.073.230	1.154.432	1.857.658	2.141.901	4.115.627
Nợ ngắn hạn	933.357	972.502	1.601.363	1.826.548	2.452.648
Nợ dài hạn	139.873	181.930	256.295	315.353	1.662.980
Vốn chủ sở hữu	4.315.942	4.761.913	6.638.039	8.779.904	11.025.039
Vốn chủ sở hữu	4.224.320	4.665.715	6.455.773	8.447.591	10.656.506
Nguồn kinh phí và quỹ khác	91.622	96.198	182.265	332.312	368.532
Lợi ích cổ đông thiểu số	35.949	50.614	35.365	35.365	35.365
TỔNG NGUỒN VỐN	5.425.121	5.966.958	8.531.062	10.957.170	15.176.031

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VINAMILK)

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng. tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

Trụ sở chính

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84-4-3928 8080
Fax: 84-4-3928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: Số 6 Lê Thánh Tôn, Quận 1, TP HCM.
Tel: 84-8-3914 6888
Fax: 84-8-3914 7999

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH

PHỤ TRÁCH PHÒNG PHÂN TÍCH

Tạ Thanh Sơn	<u>tason@bvsc.com.vn</u>	Vũ Thị Thanh Quyên	<u>quyenvtt@bvsc.com.vn</u>
---------------------	--	---------------------------	--

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lưu Văn Lương	<u>luonglv@bvsc.com.vn</u>	Nguyễn Quang Minh	<u>minhngq@bvsc.com.vn</u>
Nguyễn Minh Ngọc	<u>ngocnm@bvsc.com.vn</u>	Hoàng Hồ Phú	<u>phuhh@bvsc.com.vn</u>
Nguyễn Lương Quý	<u>quintl@bvsc.com.vn</u>	Hứa Thị Thùy Liên	<u>lienhtt@bvsc.com.vn</u>
Nguyễn Phi Hùng	<u>hungnp@bvsc.com.vn</u>	Phạm Viết Lan Anh	<u>anhpvl@bvsc.com.vn</u>
Nguyễn Thị Phương Nhật	<u>nhatntp@bvsc.com.vn</u>	Nguyễn Thị Hải Yến	<u>haiyen@bvsc.com.vn</u>
Vũ Thị Mai	<u>maivt@bvsc.com.vn</u>		
Chế Thị Mai Trang	<u>trangctm@bvsc.com.vn</u>		
Phạm Việt Hùng	<u>hungpv@bvsc.com.vn</u>		
Nguyễn Kim Chi	<u>chink@bvsc.com.vn</u>		
Nguyễn Thị Lâm Anh	<u>anhntl@bvsc.com.vn</u>		