



Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk)

184—186 Nguyễn Đình Chiểu

Mã chứng khoán: VNM

Ngành: Sản xuất và chế biến thực phẩm

P6,Q3 Tp. Hồ Chí Minh

Sàn giao dịch: HsX

Lĩnh vực: Sản xuất và chế biến đồ uống

<http://www.vinamilk.com.vn>

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu: 104,500 VNĐ

Giá hiện tại (21/06/2010): 89,500 VNĐ

Vn Index (21/06/2010): 514.59



BÁN

MUA

EPS_2009: 14,340 VNĐ P/E : 7.46

BVPS (2009): 25,265 VNĐ P/B : 4.29

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực hoạt động chính

- Sản xuất và kinh doanh thực phẩm: các sản phẩm từ sữa, các loại bánh...
- Kinh doanh nhà, môi giới, cho thuê bất động sản, kinh doanh kho, bến bãi.
- Sản xuất mua bán bia, rượu, đồ uống, chè, café, thực phẩm.

VNM

Jun 07, 2010 - Daily chart

<https://www.tvsi.com.vn>


Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị: Triệu đồng		
	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	6,648,193	8,208,982	10,613,771
Lợi nhuận gộp	1,812,421	2,598,013	3,878,709
Lợi nhuận SXKD	865,427	1,315,090	2,595,399
LNST	963,398	1,248,698	2,376,067
Tổng tài sản	5,425,117	5,966,959	8,482,036
Vốn chủ sở hữu	4,315,937	4,761,913	6,637,739
ROE	22.81%	26.79%	36.80%
ROA	17.76%	20.95%	28.01%
EPS ('000VNĐ)	5,497	7,132	6,763
Book value('000 VNĐ)	24,101	26,619	18,378

- Mặc dù hoạt động trong ngành sản xuất và chế biến thực phẩm là ngành có tính chất chu kỳ song hoạt động của VNM ổn định và hướng tới sự phát triển bền vững.
- VNM đã có sự chuyển hướng chiến lược, tập trung phát triển mặt hàng sữa và nước giải khát. Nhà máy Bia đã được chuyển nhượng vốn cho đối tác vào năm 2009 và dự kiến nhà máy café sẽ được chuyển nhượng cho Trung Nguyên vào năm nay.
- VNM hiện đang mở rộng đàn bò sữa tại các tỉnh như Nghệ An, Bình Định...nhằm hướng tới việc tự cung cấp nguồn sữa nguyên liệu, giảm thiểu sự phụ thuộc từ bột sữa nhập khẩu.
- Tình hình tài chính lành mạnh và đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm là một lợi thế của VNM.

(*): EPS được tính là EPS điều chỉnh cho đến hết năm 2009

Thông tin chính liên quan		
Ngày	Tin tức	Nguồn
07/06/2010	VNM: Nhận chuyển nhượng 100% vốn góp trong F&N Việt Nam	Www.tvsi.com.vn
10/05/2010	VNM: Mua thầu tóm CTCP Sữa Lam Sơn	Www.tvsi.com.vn
02/03/2010	VNM: Được chấp nhận niêm yết bổ sung cổ phiếu	Www.tvsi.com.vn

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

LỢI THẾ CẠNH TRANH CỦA VNM

Thị trường sữa Việt Nam hiện vẫn còn rất tiềm năng

Việt Nam hiện đang là một thị trường tiềm năng không chỉ đối với VNM mà toàn ngành sữa khi dân số hiện nay là 90 triệu dân. Trong đó, trẻ em chiếm tới 36%, tốc độ tăng trưởng dân số bình quân hàng năm là 1.5% và tốc độ tăng trưởng thu nhập khoảng 5%/năm. **Thu nhập ngày được cải thiện cùng với sự gia tăng dân số trẻ sẽ là yếu tố khiến cho sức cầu các sản phẩm có lợi cho sức khỏe như sữa ngày được nâng cao.** Điển hình trong giai đoạn từ năm 2004 đến năm 2009 doanh thu của VNM tăng trung bình gần 20%/năm phần lớn là do sản lượng tiêu thụ công ty bán ra hàng kỳ tăng lên. Mức tiêu thụ sữa tính bình quân đầu người của Việt Nam (14 lit/người/năm) nếu so sánh với một số nước khác như Thái Lan (23lit/người/năm), Trung Quốc (25lit/người/năm) thì vẫn đang ở mức thấp hơn. Mặc dù VNM là công ty sữa hàng đầu trong nước hiện nay song thị trường nội địa vẫn còn đang rất hứa hẹn cho VNM có thể tiếp tục phát triển trong thời gian tới.

Nguyên liệu chính bị phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu

Thị phần lớn, dây chuyền công nghệ hiện đại, mạng lưới phân phối rộng, thương hiệu mạnh là những nét nổi bật mà VNM hiện đang sở hữu cho vị trí dẫn đầu ngành sản xuất sữa tại Việt Nam hiện nay. Tuy nhiên có một điểm đáng chú ý cho toàn ngành (không phải chỉ riêng VNM) là hiện nay **nguồn nguyên liệu chính để sản xuất là sữa bột lại phải nhập khẩu phần lớn** (chiếm đến 70% nhu cầu nguyên liệu). VNM đang sở hữu 5 trang trại chăn nuôi bò sữa ở Tuyên Quang, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Định và Lâm Đồng. Hiện nay sản lượng sữa nguyên liệu do các trang trại của VNM cung cấp và thu mua ngoài của các hộ nông dân mới chỉ đáp ứng được 20% nhu cầu. Dự kiến đến năm 2012 nguyên liệu trong nước sẽ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu sản xuất nhờ có đàn bò dự kiến lên tới 10,000 con. Hiện nay trang trại chăn nuôi tại Nghệ An đang được xây dựng trở thành trang trại chăn nuôi hiện đại nhất Đông Nam Á với quy mô lên đến 49ha với số lượng bò thuần chủng lên tới 3,000 con (dự kiến). Đây có thể thấy là những bước chuẩn bị cơ sở của VNM để có thể chủ động hơn về nguồn nguyên liệu và giảm thiểu được rủi ro từ biến động giá thế giới cũng như biến động tỷ giá trong nước.

VNM chịu sự cạnh tranh lớn nhất ở phân khúc sữa bột

Sữa đặc, sữa nước và sữa chua là những mặt hàng VNM chiếm lĩnh được phần lớn thị phần trong nước nhờ thời gian hoạt động tương đối lâu hơn so với các công ty khác. **Cạnh tranh lớn nhất trong các dòng sản phẩm của VNM hiện nay có lẽ là sản phẩm sữa bột** (đặc biệt là sữa bột dành cho trẻ em) **từ các hãng ngoại nhập khẩu như Dutch Lady, Nestle, Abbott, Mead Jonhson...** Nhãn sữa bột của công ty hiện nay là Dielac dành cho trẻ em và người lớn. Tuy nhiên với tâm lý ưa chuộng các sản phẩm nhập ngoại cho trẻ nhỏ (mặc dù sản phẩm nội địa có giá chỉ bằng 1/3 so với sữa nhập khẩu) thì thị phần của VNM bị san sẻ cho các hãng sữa ngoại không phải là nhỏ.

Sản phẩm thay thế đối với sữa không nhiều

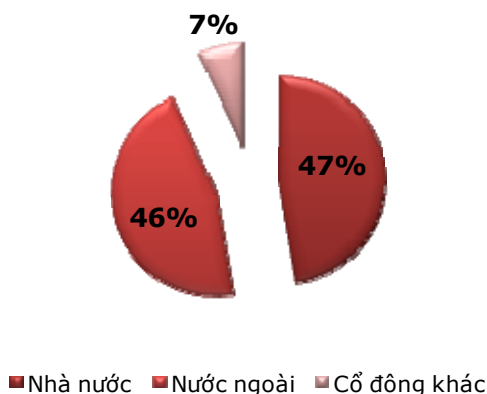
Đối với các sản phẩm chức năng như sữa đặc, sữa bột dành cho trẻ nhỏ, phụ nữ mang thai hay người già thì các sản phẩm thay thế không nhiều bởi khó có loại sản phẩm nào có thể thay thế hoàn toàn cho chức năng của chúng. Tuy nhiên với dòng sản phẩm như sữa chua, sữa tươi... có sự xuất hiện của một dòng sản phẩm thay thế nổi bật hơn đó là các loại nước giải khát, nước tăng lực với rất nhiều các nhãn hiệu xuất hiện ngày càng nhiều trên thị trường. Trước đây VNM có xây dựng chiến lược mở rộng sang lĩnh vực bia và café song sự mở rộng này đã mang lại kết quả không như mong muốn. VNM đã thanh lý chuyển nhượng vốn Liên doanh bia Sabmiller cho đối tác trong năm 2009, sản phẩm Café hòa tan của VNM không thực sự nổi bật bên cạnh những thương hiệu truyền thống như Trung Nguyên, Nestle Café hay Vina Café. Dự kiến quý 2/2010, VNM sẽ chuyển nhượng dự án café cho Trung Quốc. Hiện nay, công ty đang đầu tư xây dựng nhà máy nước giải khát với các sản phẩm như sâm, bí đao...nhằm mở rộng thị phần sang thị trường hấp dẫn này. Tỷ lệ lợi nhuận trên các dòng sản phẩm nước giải khát này có thể lên tới 30%.

Rào cản gia nhập không nhỏ cho các công ty mới

Theo cam kết của Việt Nam khi gia nhập WTO, thuế suất đối với sữa bột thành phẩm nhập khẩu cho đến năm 2012 là 25%/năm. Tuy nhiên hiện nay cả thuế nhập khẩu sữa bột nguyên liệu cũng như sữa bột thành phẩm đều thấp hơn so với cam kết. Do đó trong một vài năm tới khi áp dụng mức thuế suất mới này không chỉ giá sữa ngoại tăng mà ngay cả giá các sản phẩm sữa nội địa cũng sẽ tăng giá theo. Với lợi thế nhờ quy mô và truyền thống hoạt động lâu năm chắc chắn VNM không phải chịu sức ép về lợi nhuận biên như những công ty mới. **Thêm vào đó đối với các công ty sản xuất hàng tiêu dùng như VNM, hệ thống phân phối bán lẻ khá quan trọng.** Hiện nay mới chỉ có VNM và một số các hãng sữa bột ngoại nhập sở hữu hệ thống đại lý rộng khắp trên cả nước. Đối với các doanh nghiệp mới có dự định thâm nhập vào thị trường còn tiềm năng này thì đây cũng là một thử thách tương đối lớn.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông của VNM



Cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp:

Với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kể từ năm 2006 (năm mà VNM bắt đầu niêm yết trên HoSE) thấp nhất là 30%/năm (đặc biệt năm 2009 lên tới 90%) có thể thấy VNM xứng đáng khi được đánh giá là cổ phiếu Bluechip trên hai sàn niêm yết. Cơ cấu cổ đông của VNM cũng góp phần củng cố thêm cho nhận định này khi sở hữu của nước ngoài đã gần sát với quy định (tối đa 49%), nhà nước cũng là một cổ đông lớn song không phải là cổ đông nắm quyền chi phối hoạt động. Với tỷ lệ sở hữu của các tổ chức lên đến hơn 65%, có thể thấy cơ cấu cổ đông của VNM không bị phân tán và điều này giúp cho việc định hướng hoạt động của VNM được tập trung và các quyết định sẽ được thực hiện nhanh chóng hơn. Nhìn chung các cổ phiếu có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao cũng là một yếu tố thể hiện sự đánh giá tốt về hoạt động của công ty.

% sở hữu trên VDL

STT	Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ sở hữu
Hội đồng quản trị			
1	Bà Mai Kiều Liên (*)	Chủ tịch Hội đồng quản trị	23.89%
2	Bà Ngô Thị Thu Trang	Thành viên Hội đồng quản trị	0.05%
3	Ông Hoàng Nguyên Học (*)	Thành viên Hội đồng quản trị	23.77%
4	Ông Dominic Scriven	Thành viên Hội đồng quản trị	8.6915%
5	Ông Wang Eng Chin	Thành viên Hội đồng quản trị	10.0598%
Ban điều hành			
1	Bà Mai Kiều Liên	Tổng giám đốc	23.77%
2	Bà Ngô Thị Thu Trang	Giám đốc điều hành kiêm giám đốc tài chính	0.05%
3	Bà Nguyễn Thị Thanh Hoà	Giám đốc điều hành chuỗi cung ứng	0.0325%
4	Bà Nguyễn Thị Như Hằng	Giám đốc điều hành phát triển nguồn nguyên liệu	0.0266%
5	Ông Trần Minh Văn	Giám đốc điều hành dự án	0.0162%
6	Ông Phạm Phú Tuấn	Quyền giám đốc điều hành	0.0006%
7	Ông Nguyễn Quốc Khánh	Quyền giám đốc điều hành	0.0032%
8	Bà Nguyễn Hữu Ngọc Trân	Quyền giám đốc điều hành	0.0002%
Ban kiểm soát			
1	Bà Nguyễn Thị Tuyết Mai	Trưởng ban kiểm soát	0.0030%
2	Ông Nguyễn Anh Tuấn	Thành viên ban kiểm soát	0.0000%
3	Ông Nguyễn Trung Kiên	Thành viên ban kiểm soát	0.0028%

Hội đồng quản trị và ban điều hành

Những vị trí chủ chốt trong ban lãnh đạo của VNM đều được đảm nhiệm bởi những người có kinh nghiệm lâu năm trong ngành sữa và chế biến thực phẩm. Có thể thấy với tầm bao phủ thương hiệu rộng lớn trên cả nước, bên cạnh Tổng giám đốc (kiêm chủ tịch Hội đồng quản trị) là các Giám đốc điều hành trực tiếp một mảng hoạt động khiến cho quản lý công ty thuận tiện và chuyên nghiệp hơn.

Với mục tiêu lọt vào Top 50 các công ty sản xuất sữa lớn nhất trên thế giới nên VNM xây dựng cho mình những người phụ trách chuyên môn đặc thù như: giám đốc phụ trách phát triển nguồn nguyên liệu, phụ trách chuỗi cung ứng... Đây là một điều đáng ghi nhận bởi không có công ty sản xuất sữa nào tại Việt Nam (hoặc phần ít trong ngành chế biến thực phẩm có đủ quy mô và tiềm lực) có thể xây dựng được hệ thống quản lý như vậy.

Ngoài những người giỏi chuyên môn và giàu kinh nghiệm trong nước, ban lãnh đạo của VNM cũng có sự tham gia của những chuyên gia nước ngoài tăng cường sự tư vấn hỗ trợ cho HĐQT khi có chiến lược vươn ra thị trường thế giới.

(*): % sở hữu tính chung của cá nhân và đại diện phần vốn SCIC

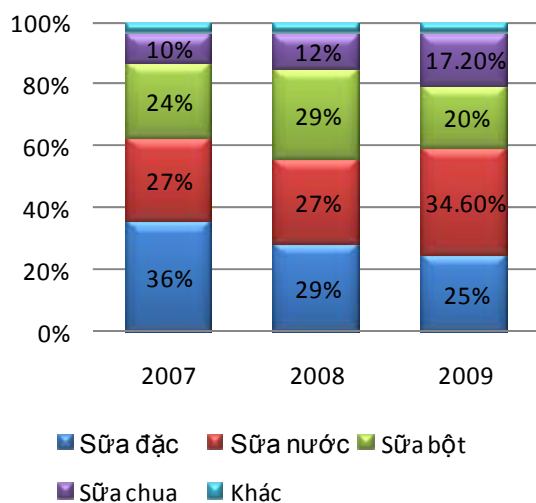
Chính sách cổ tức của doanh nghiệp

Lợi nhuận tăng thấp nhất là 30%/năm, trong khi tốc độ tăng vốn từ năm 2006—2008 là không đáng kể (trừ năm 2009 thường cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1) nên EPS của VNM tăng trưởng khá ổn định. Mức chi trả cổ tức hàng năm tương xứng với mức độ tăng trưởng của lợi nhuận cho thấy quyền lợi của cổ đông luôn được đảm bảo. Tỷ lệ chi trả trên mệnh giá cũng được xếp vào loại những cổ phiếu có mức cổ tức cao trên thị trường hiện nay.

Năm	Hình thức	Tỷ lệ cổ tức/ mệnh giá	Cổ tức/EPS	Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận
2006	Tiền mặt	19%	41%	30%
2007	Tiền mặt	29%	53%	32%
2008	Tiền mặt	10%	14%	30%
2009	Tiền mặt	40%	59%	90%

LĨNH VỰC KINH DOANH CHÍNH

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp

Thị trường tiêu thụ



Sản phẩm kinh doanh chính

Trước đây, VNM cũng đã tính đến việc đầu tư mở rộng sang lĩnh vực sản xuất bia và café. Tuy nhiên hai dự án này đã không mang lại kết quả như mong đợi nên thời gian tới công ty sẽ chỉ tập trung vào sữa và nước giải khát. Với sản phẩm từ sữa, năng lực sản xuất sẽ được nâng lên gấp đôi so với hiện tại khi nhà máy sản xuất sữa Mega đi vào hoạt động vào năm 2012. Trong cơ cấu doanh thu có thể thấy **sữa nước và sữa chua đang dần thay thế sữa đặc** (vốn là mặt hàng có giá trị gia tăng thấp) trong cơ cấu sản phẩm. Đối với mặt hàng nước giải khát, hiện nay công ty đang đầu tư xây dựng một nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 4/2010. Đây là mặt hàng có tỷ suất sinh lời cao, (30%) nên nếu như chiếm lĩnh được thị trường thì sẽ đem lại lợi nhuận tốt cho VNM trong những năm tới.

Thị trường tiêu thụ và thị phần

Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu chưa thực sự ổn định song lợi nhuận lại tăng trưởng khá đều, trung bình đạt khoảng hơn 30%/năm. Đặc biệt năm 2009 mặc dù tình hình kinh tế gặp khó khăn chung, song lợi nhuận của VNM tăng gần gấp đôi so với năm trước. Hiện nay thị trường trong nước đóng góp đến 90% doanh thu của VNM, một phần nhỏ doanh thu xuất khẩu đến từ các nước như Trung Đông, Campuchia, Philippines và Úc với hai sản phẩm chính là sữa bột và sữa đặc. Tuy nhiên cho đến thời điểm hiện tại, công ty vẫn xác định việc **phát triển sản phẩm cho thị trường nội địa** là mục tiêu chính, thị trường nước ngoài sẽ là mục tiêu cho giai đoạn về sau.

Theo số liệu mà chúng tôi thu thập được hiện nay thị phần các mặt hàng của VNM như sau: sữa chua 97%, sữa đặc 70%, sữa nước 55%, sữa bột 35% thị phần của cả nước. Như vậy có thể thấy với lợi thế về quy mô và kinh nghiệm thì sữa đặc và sữa chua là hai mặt hàng mà khó đối thủ nào có thể cạnh tranh với công ty tại thời điểm hiện tại.

Mạng lưới phân phối và công suất hoạt động

VNM đã xây dựng cho mình một mạng lưới phân phối khá tốt với hơn 200 nhà phân phối và hơn 135,000 điểm bán lẻ trên cả nước. Công suất hiện tại của VNM vào khoảng 550,000 tấn sữa/năm và hiệu suất sử dụng hiện nay khoảng 75%. Dự kiến khi nhà máy sữa Mega đi vào hoạt động công suất sẽ được nâng lên gấp đôi.

Nguồn nguyên liệu

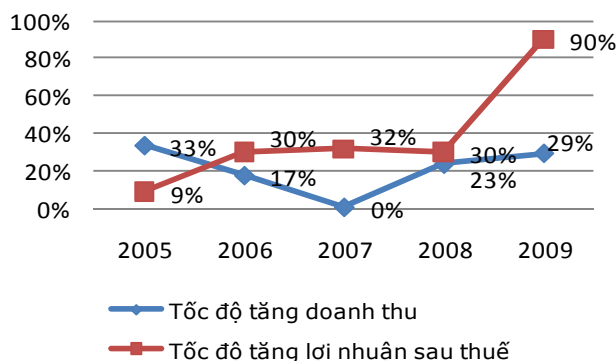
Sữa bột nhập khẩu hiện đang chiếm đến 70% nguyên liệu sản xuất của VNM. Hiện công ty đang có bốn trang trại chăn nuôi bò sữa ở các tỉnh Tuyên Quang, Bình Định, Thanh Hóa và Nghệ An với số lượng khoảng gần 3,000 con; cung cấp mỗi năm khoảng 7,000 tấn sữa. Có thể thấy là lượng sữa tươi của các trang trại không đủ cung cấp cho các nhà máy của VNM hoạt động, công ty vẫn phải tiến hành thu mua sữa của các hộ nông dân bên ngoài để đáp ứng nhu cầu sản xuất.

Dự án đang thực hiện			
STT	Nhà máy	Vốn đầu tư	Sản phẩm
1	Nhà máy nước giải khát	390 tỷ	Nước giải khát
2	Nâng cấp nhà máy Tiên Sơn theo tiêu chuẩn Mega	400 tỷ	Sữa
3	Nhà máy Mega	1,330 tỷ	Sữa
4	Dielac 2	1,400 tỷ	Sữa bột

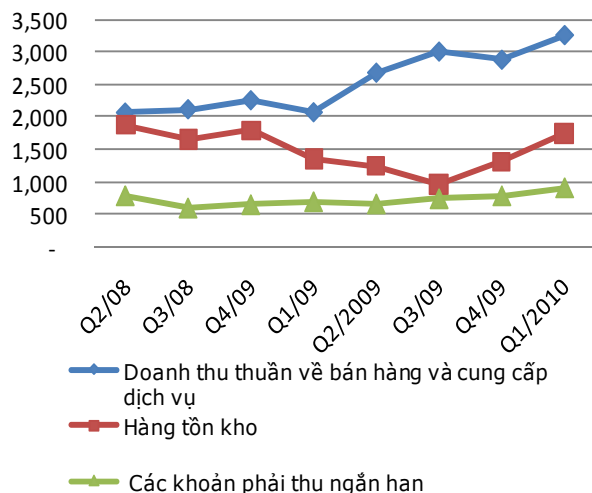
ĐẶC THÙ HOẠT ĐỘNG

Mặc dù sản xuất hàng tiêu dùng là mặt hàng gắn liền với chu kỳ kinh tế song cổ phiếu VNM có tính ổn định và tăng trưởng bền vững.

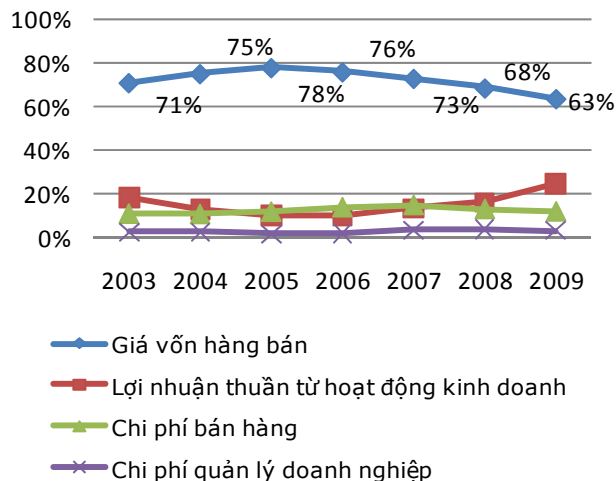
Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận



Quan hệ doanh thu, hàng tồn kho và các khoản phải thu ngắn



Các yếu tố tác động lợi nhuận



Cổ phiếu VNM là cổ phiếu có tính ổn định và bền vững

Hoạt động trong ngành sản xuất hàng tiêu dùng— một ngành gắn liền với chu kỳ phát triển của nền kinh tế. Song trong năm 2008 và 2009 khi mà hàng loạt các ngành bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế thế giới thì lợi nhuận của VNM vẫn tăng trưởng ổn định, thậm chí còn tốt hơn cả những năm trước đó. Điều này có thể lý giải được khi thị trường nội địa đóng góp hơn 90% doanh thu cho công ty nên khi suy thoái kinh tế xảy ra VNM cũng sẽ không bị tác động nhiều như một số ngành sản xuất hàng xuất khẩu như thủy sản, dệt may, da giày... Thêm vào đó sữa dành cho trẻ em và người già là những mặt hàng luôn được ưu tiên trong nhu cầu tiêu dùng của dân cư, do đó mặc dù giá sữa có sự điều chỉnh mạnh trong năm 2008 và 2009 song sản lượng tiêu thụ liên tục tăng.

Theo dõi doanh thu của VNM qua các quý, chúng tôi nhận thấy rằng hoạt động của công ty có tính phát triển ổn định đi lên. Chú trọng vào sản xuất các sản phẩm từ sữa nên doanh thu hàng quý của công ty không có tính thời vụ. Sự khéo léo của ban lãnh đạo được thể hiện ở mối quan hệ giữa doanh thu và hàng tồn kho của công ty. Mỗi khi hàng tồn kho thay đổi khiến cho doanh thu biến động theo thì quý sau dự trữ lại được bổ sung để đảm bảo cho hoạt động luôn được thông suốt. Thêm vào đó mặc dù doanh thu hàng quý có sự biến động tương đối mạnh thì các khoản phải thu của VNM ít khi thay đổi, nó chỉ dao động chiếm khoảng 10%. Kỳ thu tiền bình quân trong những năm gần đây trung bình khoảng dưới 30 ngày. Đây có thể đánh giá là một điểm tốt trong việc phân phối và tiêu thụ sản phẩm khi tiền bán hàng nhanh chóng được thu hồi, hạn chế sự chiếm dụng vốn của khách hàng. Để làm được điều này cơ bản là do công ty sở hữu mạng lưới quan hệ tốt với các siêu thị lớn và hơn 135,000 điểm bán lẻ trên cả nước.

Quản lý chi phí ngày một tốt hơn góp phần làm cho tỷ suất lợi nhuận được cải thiện.

Mặc dù bị phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu và giá bột sữa trên thị trường thế giới biến động không ngừng song tỷ lệ lãi gộp ngày một tăng lên. Bên cạnh việc quản lý tốt chi phí sản xuất trực tiếp, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng được khống chế hiệu quả hơn. Đối với một số các công ty khác chi phí quảng cáo có thể chiếm đến 30% giá thành sản xuất song nhờ có thương hiệu mạnh nên chỉ cần quảng cáo một dòng sản phẩm (sữa nước, sữa chua...) thì các sản phẩm khác cũng được biết đến nhờ nhận diện thương hiệu. Mặc dù liên tiếp mở rộng các nhà máy sản xuất, trang trại chăn nuôi song chi phí quản lý doanh nghiệp hầu như chiếm tỷ lệ ổn định so với doanh thu. Với tỷ suất sinh lời tương đối khá và ổn định thì sản lượng càng tăng thì lợi nhuận thu về càng lớn. Trong năm 2009 và dự kiến trong một vài năm sắp tới, công ty chủ trương giảm đầu tư tài chính, tập trung vào lĩnh vực sản xuất sữa và nước giải khát nên có thể sẽ thanh lý dần các khoản đầu tư vào các đơn vị khác. Đây có thể là một trong những yếu tố khiến cho lợi nhuận trong tương lai gần hấp dẫn hơn.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Để nhìn nhận hoạt động của VNM trong quá khứ được rõ nét hơn, chúng tôi tiến hành phân tích các tỷ số tài chính của VNM theo năm dựa trên một số các nhóm chỉ tiêu tài chính cơ bản như sau:

Khả năng thanh toán

Tài sản ngắn hạn có ưu thế hơn khi luôn chiếm khoảng trên 60% tổng tài sản của VNM. Trong khi đó nợ ngắn hạn chỉ chiếm khoảng 20% cơ cấu nguồn vốn, chính vì vậy nên khả năng thanh toán của VNM luôn được đảm bảo ở mức tốt. Trong giai đoạn từ 2005 trở về trước, VNM duy trì lượng lớn tiền mặt và các khoản phải thu ngắn hạn song thời gian gần đây công ty đã tận dụng được lượng tiền mặt đó để tăng cường tích trữ hành tồn kho nhằm tránh sự biến động giá nguyên liệu trên thị trường thế giới và tăng cường đầu tư tài chính.

Cơ cấu vốn

Trong những năm gần đây nợ chỉ chiếm khoảng 30% cơ cấu vốn của VNM, hai phần ba trong số đó là nợ ngắn hạn chủ yếu là các khoản phải trả cho người bán chứ VNM không phải đi vay vốn bên ngoài để bổ sung vốn lưu động dành cho hoạt động. Nợ dài hạn chỉ chiếm khoảng 3% tổng nguồn vốn cho thấy năng lực tài chính của VNM thực sự vững mạnh. Việc không cần sự hỗ trợ nhiều từ nguồn vốn vay giúp cho công ty chủ động hơn trong việc thực hiện các dự án đầu tư của mình và giảm thiểu đáng kể chi phí đi vay sẽ khiến cho lợi nhuận thuộc về các cổ đông trở nên hấp dẫn hơn.

Khả năng hoạt động

Hiện nay trên thị trường chứng khoán Việt Nam không có công ty nào trong ngành tương xứng về quy mô vốn cũng như năng lực sản xuất mà có thể dùng để so sánh đánh giá với VNM. Vì vậy nên chúng tôi sử dụng những số liệu quá khứ của chính bản thân công ty để nhận xét khả năng hoạt động trong thời gian vừa qua. Vòng quay hàng tồn kho và khoản phải thu có xu hướng ngày càng nhanh hơn điều này chứng tỏ khả năng sử dụng vốn lưu động ngày một tốt hơn. Khi vòng quay vốn lưu động càng lớn thì khả năng tạo ra doanh thu cho VNM sẽ nhiều hơn. Thực tế cho thấy doanh thu năm 2008 và 2009 của VNM tăng hơn 20%/năm. Vòng quay tài sản cố định có xu hướng giảm từ 2006 đến nay nguyên nhân là do VNM đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng sản xuất, tốc độ tăng trưởng của tài sản dài hạn nhanh hơn doanh thu. Hiện nay VNM cũng mới chỉ hoạt động hết có 75% công suất toàn dụng của các nhà máy. Các dự án mà VNM đang thực hiện nếu như được đưa vào hoạt động đúng kế hoạch thì trong những năm tới chỉ tiêu này khó có thể được cải thiện bởi doanh thu trong những năm đầu khó có thể đạt được mức công suất thiết kế.

Khả năng sinh lời

Chi phí sữa nguyên liệu là thành tố chính trong cơ cấu giá thành sản phẩm của VNM. Mặc dù giá sữa bột nhập khẩu (chiếm đến 70% nguyên liệu) có những lúc biến động mạnh trên thị trường thế giới song giá vốn hàng bán/doanh thu lại có xu hướng giảm trong những năm qua khiến cho lãi gộp tăng. Nguyên nhân là do công ty ưu tiên phát triển những mặt hàng có giá trị gia tăng cao như sữa nước, sữa chua. Hoạt động tài chính năm 2009 nhận được một khoản lãi đáng kể từ việc chuyển nhượng vốn của nhà máy bia Sabmiller cho đối tác và thu lãi tiền gửi. Việc kiểm soát chi phí quảng cáo, khuyến mại và hỗ trợ nhà phân phối giảm, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm xuống điều này khiến các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời năm sau tốt hơn năm trước. Nợ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu vốn của VNM nên việc tận dụng đòn bẩy để làm tăng ROE không có. ROE cao chủ yếu là do lợi nhuận sau thuế biên của công ty thực sự tốt. ROA tăng lên đều đặn khiến cho ROE cũng tăng lên song hành qua các năm. Tóm lại, lợi nhuận của công ty ngày càng được cải thiện là nhờ việc quản lý chi phí nguyên liệu đầu vào tốt, chi phí kinh doanh được sử dụng hiệu quả. Trong những năm tới khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, nếu như việc quản lý chi phí đầu vào tốt vẫn được duy trì thì lợi nhuận của công ty có thể sẽ còn lạc quan hơn.

Đánh giá hiệu quả dòng tiền

Lượng tiền mặt của VNM luôn được giữ đảm bảo cho nhu cầu vốn lưu động của công ty. Thời gian công ty cho khách hàng chiếm dụng vốn của mình luôn thấp hơn thời gian công ty chiếm dụng vốn của người bán. Lượng tiền mặt thu về khi bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao (khoảng 80% doanh thu bán hàng) điều này giúp cho VNM không gặp phải khó khăn về vấn đề thanh khoản. Một điểm cần lưu ý khác là hoạt động sản xuất kinh doanh vừa mang lại nguồn thu chính vừa mang lại dòng tiền thực dương qua các năm. Hoạt động đầu tư (chủ yếu là mua sắm dây chuyền công nghệ) và hoạt động tài chính không mang lại dòng tiền chính cho VNM.

PHÂN TÍCH SWOT

Vinamilk là thương hiệu sữa hàng đầu tại Việt Nam được hỗ trợ bởi truyền thống, uy tín chất lượng sản phẩm.

Nguồn nguyên liệu vẫn phải dựa phần lớn vào sữa bột nhập khẩu khiến hoạt động của công ty ít nhiều sẽ bị ảnh hưởng.

Tỷ lệ sữa bình quân đầu người của Việt Nam hiện nay vẫn đang ở mức thấp nếu so sánh với các nước phát triển trên thế giới.

Sữa bột hiện nay vướng phải sự cạnh tranh gay gắt với các sản phẩm ngoại nhập. Thị trường xuất khẩu chứa phát triển.

Điểm mạnh

- Vinamilk là công ty sữa hàng đầu Việt Nam được hỗ trợ bởi truyền thống hoạt động, uy tín, cũng như thương hiệu được xây dựng tốt.
- VNM có danh mục các sản phẩm đa dạng thích hợp cho các độ tuổi và đáp ứng các nhu cầu khác nhau. Đây là lợi thế không phải công ty nào cũng có được.
- VNM có mạng lưới phân phối và bán hàng trải rộng trên cả nước. Các đại lý của VNM cũng được trang bị hệ thống tủ đông để bảo quản sản phẩm đến tay người tiêu dùng.
- Nhờ có ban lãnh đạo và điều hành tốt. Điều này thể hiện ở khả năng kiểm soát chi phí đầu vào ổn định, lợi nhuận của công ty tăng trưởng ổn định qua các năm.

Điểm yếu

- Hiện nay mặc dù VNM đang có kế hoạch xây dựng trang trại bò sữa trong nước song nguyên liệu phần lớn vẫn phải nhập khẩu (chiếm đến 90%) do đó sẽ chịu tác động bởi các yếu tố như: giá thế giới, tỷ giá...
- Giá thành các sản phẩm từ sữa hiện nay nếu như so sánh với các nước phát triển trên thế giới vẫn đang ở mức khá cao. Điều này khiến cho một phần đối tượng người tiêu dùng trong nước có thể tiếp cận với các sản phẩm này.
- Thị phần lớn, thương hiệu mạnh nhưng nếu so sánh về giá cả thì các sản phẩm của công ty chưa có tính cạnh tranh cao so với các sản phẩm khác.

Cơ hội

- Thị trường sữa Việt Nam ngày càng phát triển do thu nhập người dân ngày được cải thiện, nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm tăng cường sức khỏe như sữa ngày một tăng thêm. Thêm vào đó với lợi thế là một doanh nghiệp nội địa lớn trong ngành, VNM sẽ dễ dàng khi tìm hiểu thị hiếu người tiêu dùng nếu như so sánh với các hãng sữa ngoại khác.
- Hệ thống phân phối tốt cũng là một yếu tố hỗ trợ khi VNM đưa vào sản thị trường các dòng sản phẩm mới (nếu các sản phẩm này được người tiêu dùng chấp nhận).

Thách thức

- Sữa (đặc biệt là sữa bột nhập khẩu dành cho trẻ em) hiện nay vẫn nhận được sự quan tâm của người tiêu dùng trong nước. Sữa nước, sữa chua và sữa đặc là những sản phẩm mà VNM đã chiếm được thị phần lớn. Tuy nhiên sự cạnh tranh ở phân khúc sữa bột ngày càng khó khăn hơn.
- Thị trường xuất khẩu chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu của VNM hiện nay chủ yếu tiêu thụ các sản phẩm sữa đặc và sữa bột. Hiện chúng tôi chưa có thêm thông tin về việc phát triển những thị trường này của VNM. Tuy nhiên những thị trường xuất khẩu này cũng đang tiềm ẩn những rủi ro chính trị như Thái Lan, Iraq...

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu VNM theo phương pháp thu nhập phụ trội dành cho chủ sở hữu dựa trên những giả định được cho là hợp lý nhất.

Những giả định cơ bản về tình hình kinh tế vĩ mô trong thời gian sắp tới:

- Lãi suất cơ bản VNĐ chính thức tăng lên 8% năm từ ngày 1/12/2009, dự báo lãi suất này sẽ được duy trì hết quý 2/2010.
- Lạm phát năm 2009 ở mức 6.88%/năm. Sang năm 2010 các chính sách của chính phủ vẫn tập trung vào việc khống chế lạm phát dưới hai con số. Theo như dự báo của chúng tôi lạm phát trung bình cho giai đoạn 2010 đến 2015 là 8%/năm.
- Phần bù rủi ro thị trường được xác định cho giai đoạn 2010 đến 2015 là 7.54%/năm.

Mô hình được xây dựng là mô hình định giá ba giai đoạn với các giả định như sau:

- **Giai đoạn 1: Từ năm 2010 đến 2014**

- Xem xét kế hoạch doanh thu do công ty xây dựng từ năm 2010 đến năm 2012 chúng tôi thấy VNM có khả năng hoàn thành được kế hoạch đã đề ra. Chúng tôi cũng tiến hành dự báo cho hai năm cuối của giai đoạn này với tốc độ tăng doanh thu là 24% và lợi nhuận tăng 10%.
- Tổng vốn đầu tư được VNM xây dựng cho giai đoạn này là 7,827 tỷ đồng. Năm 2011 được xác định là năm bắt đầu thực hiện một số các dự án mới mở rộng hoạt động của công ty như dự án nhà máy Tiên Sơn theo tiêu chuẩn Mega, nhà máy Mega, nhà máy sữa Dielac nên tổng vốn đầu tư dự kiến trong năm này dự kiến chiếm đến 44% tổng vốn đầu tư giai đoạn này.
- Theo dõi nhu cầu vốn lưu động của công ty trong quá khứ, chúng tôi nhận thấy vốn lưu động chiếm khoảng 20% so với doanh thu. Tỷ lệ này cũng được sử dụng để xác định vốn lưu động cho VNM trong giai đoạn này.
- Tỷ lệ nợ trong cơ cấu nguồn vốn trong quá khứ ổn định ở mức dưới 30%/năm. Do đó khi xác định tổng nhu cầu vốn đầu tư (bao gồm đầu tư vào tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn) ngoài nợ phần còn thiếu sẽ được xác định bằng lợi nhuận bổ sung của công ty vào mỗi năm.
- Tính cho đến năm 2009, khấu hao tài sản cố định của VNM mới chỉ ở mức 55% tổng TSCĐ và tỷ lệ trích khấu hao trung bình khoảng 10%/năm. Căn cứ vào vào mức khấu hao hiện tại chúng tôi giả định rằng khấu hao các năm tới sẽ bằng khấu hao năm cũ cộng thêm 3% khấu hao các tài sản mới vào mỗi năm.
- Lãi suất chiết khấu chính là chi phí vốn chủ sở hữu được xác định với hệ số đo lường rủi ro biến động giá cổ phiếu so với biến động chung của toàn thị trường (beta) là 0.95. Với lãi suất phi rủi ro là 12%, phần bù rủi ro lãi suất là 6.5% thì tỷ suất chiết khấu giai đoạn này ở mức 18%/năm.
- VNM mới thực hiện thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1 vào năm 2009. Vì vậy chúng tôi giả định trong thời gian tới VNM không có sự thay đổi lớn nào về số lượng cổ phiếu lưu hành.
- Giả định tỷ lệ chi trả cổ tức được giữ ổn định ở mức 40% trên mệnh giá ổn định cho các năm tiếp theo.
- Các dự án được thực hiện và đưa vào hoạt động sẽ gần với thời điểm được xác định trong tương lai.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

• **Giai đoạn 2: Từ năm 2014 đến năm 2019**

Trong giai đoạn này lãi suất phi rủi ro sẽ hạ xuống 10%/năm, phần bù rủi ro thị trường là 6.5%. Mức biến động giá cổ phiếu VNM so với biến động chung của toàn thị trường là không nhiều nên giả định Beta của cổ phiếu vẫn chỉ xoay quanh giá trị xấp xỉ 1. Lãi suất chiết khấu cho giai đoạn này ở mức 15.7%.

• **Giai đoạn 3: Từ năm 2020 đến sau này.**

Tốc độ tăng trưởng dài hạn của kinh tế Việt Nam là 5%/năm, tốc độ tăng dân số dài hạn cũng sẽ xấp xỉ ở mức 1.5%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của VNM được chúng tôi dự báo sẽ ổn định ở mức 6.5%. Chi phí vốn chủ sở hữu giai đoạn này ở mức 10%/năm.

Kết quả định giá thu nhập vượt trội cho cổ phiếu VNM như sau:

Giá trị sổ sách VNM (31/12/2009)	18,378
Giá trị vượt trội từ 2010 đến 2019	27,252
Giá trị cổ phiếu ở giai đoạn cuối cùng	58,621
Giá cổ phiếu VNM hiện tại (VNĐ)	104,252

Giá cơ sở	Lãi suất chiết khấu					
	104,252	8%	9%	10%	11%	12%
Tốc độ tăng trưởng	4.5%	103,151	90,368	82,234	76,603	72,473
	5.5%	126,930	103,701	90,796	82,584	76,899
	6.5%	182,414	127,700	104,252	91,225	82,935
	7.5%	459,833	183,698	128,471	104,802	91,653
	8.5%	-	463,686	184,982	129,241	105,352

Giá cổ phiếu VNM được xác định theo phương pháp thu nhập vượt trội ba giai đoạn là 104,500 VNĐ đồng. Đây cũng là mức giá chúng tôi khuyến nghị cho cổ phiếu cho đến thời điểm hiện tại.

Sau khi đã tính toán giá cổ phiếu VNM theo một phương án được chọn là phương án cơ sở, chúng tôi nhận thấy giá trị của giai đoạn 3 (giai đoạn cuối cùng) có ảnh hưởng lớn nhất tới giá cổ phiếu. Bảng độ nhạy giá trị cổ phiếu được xác định theo hai yếu tố lãi suất chiết khấu (giai đoạn 3) và tốc độ tăng trưởng (giai đoạn 3) sẽ đưa cho các nhà đầu tư các giá trị của cổ phiếu phù hợp với sự kỳ vọng của mỗi người. Trong đó:

Giá trị lớn nhất 463,686 VNĐ

Giá trị nhỏ nhất 72,473 VNĐ

Giá trị trung bình 123,136 VNĐ

Trên thị trường niêm yết cũng như thị trường chưa niêm yết Việt Nam hiện nay không có công ty nào có quy mô tương xứng với VNM để có thể lựa chọn các chỉ tiêu định giá theo phương pháp hệ số tương đối (P/E và P/B) so sánh với VNM. Nếu như VNM hoàn thành kế hoạch đề ra từ đầu năm nay mức EPS dự báo cho năm 2010 xấp xỉ 9,000 VNĐ. Giá trị sổ sách cho đến cuối năm là 23,000 VNĐ. Hiện nay VNM đang được chúng tôi xếp vào nhóm ngành Sản xuất và chế biến thực phẩm, ngành này hiện nay đang có mức P/E là 9.48 thấp hơn một chút so với mức trung bình chung của thị trường (Sàn Ho: 11.51— Sàn Ha: 10.51) (tính theo mức giá ngày 18/06/2010). Nếu như lấy mức P/E kỳ vọng cho VNM hiện tại là 12x thì mức giá được dự tính là 108,000 VNĐ. Mặc dù giá tính theo phương pháp hệ số tương đối không chênh lệch nhiều so với mức giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền song chúng tôi vẫn nghiêng về mức giá 104,500 VNĐ cho mục tiêu đầu tư dài hạn, giá theo P/E chỉ mang tính chất tham khảo. Nếu so sánh giữa mức giá mục tiêu và mức giá hiện tại của VNM là 85,500 VNĐ thì lợi suất chênh lệch xấp xỉ 16.8% cho đến hết năm. Chúng tôi cũng đưa ra khuyến nghị mua đối với cổ phiếu VNM tại thời điểm hiện tại.

TỶ SỐ TÀI CHÍNH QUA CÁC NĂM

Chỉ tiêu tài chính	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Khả năng thanh toán							
Khả năng thanh toán tổng quát	2.460	3.637	2.361	4.127	5.055	5.169	4.689
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.199	3.056	1.522	2.541	3.399	3.278	3.265
Khả năng thanh toán nhanh	3.043	3.365	2.010	3.583	4.802	4.327	5.225
Khả năng thanh toán tức thời	2.920	3.945	1.756	2.541	3.399	3.489	3.297
Khả năng hoạt động							
Vòng quay hàng tồn kho	0.533	4.068	4.050	5.190	2.896	3.161	5.134
Vòng quay các khoản phải thu	0.560	23.640	7.532	12.937	10.154	12.700	14.567
Kỳ thu tiền bình quân	643.292	15.228	47.793	27.826	35.453	28.347	24.714
Vòng quay tổng tài sản	0.172	1.655	1.447	1.834	1.225	1.376	1.251
Vòng quay tài sản cố định	1.996	10.082	7.445	6.175	4.037	4.238	4.204
EBIT	82564	552405	569863	734470	955381	1371313	2731358
EBIT/Tổng tài sản	3%	22%	15%	20%	18%	23%	32%
Khả năng cân đối vốn							
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	68.47%	37.92%	73.48%	31.98%	24.87%	24.24%	27.25%
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	40.64%	27.50%	42.36%	24.23%	19.78%	19.35%	21.33%
Vốn dài hạn/Tổng nguồn vốn	59.36%	72.50%	59.44%	78.24%	82.13%	82.85%	81.28%
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	40.64%	27.50%	40.56%	21.76%	17.87%	17.15%	18.72%
Khả năng sinh lời							
Lợi nhuận biên gộp	29.22%	25.09%	22.33%	24.27%	27.26%	31.65%	36.54%
Lợi nhuận biên trước thuế	18.27%	12.87%	9.93%	11.10%	14.37%	16.71%	25.73%
Lợi nhuận biên sau thuế	12.43%	12.25%	9.98%	11.05%	14.49%	15.23%	22.38%
ROA	2.13%	20.26%	14.44%	20.27%	17.76%	20.95%	28.01%
ROE	3.60%	28.52%	26.12%	27.40%	22.81%	26.79%	36.80%
Tỷ số giá trị thị trường							
Số lượng cổ phiếu lưu hành	150,998,962	157,922,672	159,000,000	159,000,000	175,275,700	175,275,700	351,265,300
Book value (nghìn đồng)	10,335	11,493	13,551	16,792	24,101	26,619	18,378
EPS (nghìn đồng)	372	3,278	3,539	4,601	5,497	7,132	6,763
Tốc độ tăng EPS		782%	8%	30%	19%	30%	-5%
Phân tích Dupont (ROE)							
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	12.43%	12.25%	9.98%	11.05%	14.49%	15.23%	22.38%
Doanh thu/Tổng tài sản	0.172	1.655	1.447	1.834	1.225	1.376	1.251
Vòng quay tài sản cố định	1.996	10.082	7.445	6.175	4.037	4.238	4.204
Tài sản cố định/ Tài sản	0.086	0.164	0.194	0.297	0.304	0.325	0.298
Tổng tài sản/ VCSH	1.685	1.379	1.735	1.320	1.257	1.253	1.278

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

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 Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm 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.

TVSI 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 TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Lê Thùy Ngọc Khanh

Email: khanhltn@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thông kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

• Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283