

Ngô Thị Thanh Tâm

Chuyên viên phân tích

 Email: tamntt@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7581

Biến động giá VNM và VN-INDEX 2013-2018

Thông tin giao dịch ngày 18/04/2018

Giá hiện tại (đ/CP)	187.500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	214.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	138.389
Số lượng CP niêm yết (CP)	1.451.453.429
Số lượng CP lưu hành (CP)	1.451.263.614
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	873.203
% sở hữu nước ngoài	59,5%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	14.514
Vốn hóa (tỷ đồng)	267.758

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty CP Sữa Việt Nam
Địa chỉ	Số 10, đường Tân Trào, P.Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm từ sữa
Chi phí chính	Giá vốn hàng bán, chi phí lãi vay
Lợi thế cạnh tranh	Quy mô sản xuất, thương hiệu
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu đầu vào, sự cạnh tranh của thị trường

Danh sách cổ đông lớn

SCIC	36,01%
F&N Dairy Investments PTE.LTD	17,25%
Platinum Victory Pte. Ptd	10,03%
F&N BEV Manufacturing Pte.Ltd*	2,70%
Arisaig Asean Fund Limited	1,37%

* F&N BEV Manufacturing Pte.Ltd* là công ty con 100% thuộc sở hữu F&N Dairy Investments PTE.LTD

Tiếp tục tăng trưởng bền vững

Năm 2017, VNM đạt doanh thu thuần 51.135 tỷ đồng (+8,9% yoy), LNST 10.278 tỷ đồng (+9,8% yoy). Giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, doanh thu ở thị trường xuất khẩu chưa ổn định (giảm 23% yoy) đã gây ra cho doanh nghiệp những khó khăn nhất định, nhưng bù lại doanh thu nội địa tăng 13,6%, thị phần toàn ngành sữa trong nước tăng 2% so với năm 2016 đã giúp VNM vẫn có được mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương ứng gần 9 và 10% trong năm 2017.

Năm 2018, VNM đặt kế hoạch khá thận trọng, mục tiêu duy trì mức tăng trưởng ổn định. Cụ thể, doanh thu kế hoạch 55.500 tỷ đồng (+,5% yoy), lợi nhuận sau thuế 10.752 tỷ đồng (+4,6% yoy).

Chúng tôi đánh giá VNM có thể đạt được kế hoạch trên do:

(1) Ngành sữa trong nước được dự báo tiếp tục tăng trưởng 7%/năm trong giai đoạn 2017-2021, VNM tiếp tục duy trì vị thế đầu ngành (2) VNM ngày càng mở rộng thị phần trong nước và gia tăng sự hiện diện trên thị trường quốc tế (3) Giá sữa nguyên liệu được dự báo sẽ không tăng so với 2017.

Một số thông tin quan trọng tại ĐHCĐ 2018:

- VNM sẽ chia cổ tức năm 2017 bằng tiền mặt là 5.000 đồng/cp, đã tạm ứng 3.500 đồng/cp, phần còn lại sẽ được thanh toán vào ngày 26/06/2018. Cổ tức năm 2018 tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế. Tạm ứng cổ tức đợt 1 là 2.000 đồng/cp, thực hiện trong quý 3/2018. Đợt 2 dự kiến vào tháng 5-6 năm 2019.
- VNM sẽ phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu cho cổ đông hiện hữu, ngày đăng ký cuối cùng dự kiến vào quý 3/2018, tỷ lệ phát hành 5:1, không bị hạn chế quyền chuyển nhượng.
- VNM hiện chưa có rủi ro về thay đổi nhân sự cấp cao, ĐHCĐ 2018 bầu thêm 2 thành viên HĐQT mới.
- VNM trình lên các cơ quan nhà nước có liên quan đề xuất phát hành ESOP giai đoạn 2018-2021 nhưng chưa có kết quả.
- SCIC đã báo cáo cơ quan có thẩm quyền để tiếp tục thoái vốn khỏi VNM nhưng đang chờ kết quả.

Vinamilk hiện đang được giao dịch quanh mức P/E trailing

29x, cao hơn 25% so với P/E trailing bình quân của các doanh nghiệp so sánh cùng ngành trên thế giới (khoảng 22x-23x). Chúng tôi cho rằng VNM xứng đáng với P/E cao hơn mức bình quân nhờ vào triển vọng tăng trưởng bền vững, tình hình tài chính lành mạnh, ROE cao, tỷ lệ chi trả cổ tức cao và khá ổn định. Tuy nhiên, trong thời gian tới, nhà đầu tư cần lưu ý một số rủi ro như (1) *rủi ro biến động giá nguyên liệu*, (2) *rủi ro cạnh tranh ngành sữa trong nước*, (3) *rủi ro bất ổn ở thị trường xuất khẩu*, (4) *rủi ro tỷ giá*. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với mã cổ phiếu VNM ở thời điểm hiện tại.

I. Tình hình sản xuất kinh doanh năm 2017, kế hoạch hoạt động năm 2018 và chiến lược giai đoạn 2017-2021

1. Tình hình sản xuất kinh doanh và phân phối lợi nhuận năm 2017

Bảng 1: Kết quả kinh doanh cả năm 2017 của VNM

(Tỷ đồng)	2017	2016	%YoY	Các tỷ lệ biên	2017	2016
Doanh thu thuần	51.135	46.965	8,88%	Biên Lợi nhuận gộp	45,37%	46,41%
Lợi nhuận gộp	24.234	22.336	8,50%	Chi phí bán hàng/Doanh thu	25,91%	27,04%
Chi phí bán hàng	11.537	10.759	7,23%	Chi phí QLDN/Doanh thu	4,28%	2,51%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.268	1.053	20,35%	Biên EBIT	15,19%	16,87%
Lợi nhuận HĐKD (EBIT)	11.430	10.524	8,61%	Biên LNTT	1,60%	1,64%
Doanh thu tài chính	816	723	12,98%	Biên LNST	14,00%	15,48%
Chi phí tài chính	87	102	-15,04%			
Thu nhập khác	213	182	16,87%			
Chi phí khác	211	105	100,55%			
Lợi nhuận trước thuế (LNTT)	12.229	11.238	8,82%			
<i>Thuế suất TNDN thực</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>-4,3%</i>			
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	10.278	9.364	9,76%			
EPS (đồng/cổ phiếu)	6.355	5.831	8,99%			

(Tỷ đồng)	Doanh thu	LNTT	LNST
TH 2017	51.135	12.229	10.278
KH 2017	51.000	11.800	9.735
%TH/KH	100,26%	103,64%	105,58%

Nguồn: BCTC VNM

Đà tăng trưởng Doanh thu - Lợi nhuận đã chậm lại. Năm 2017, VNM đạt doanh thu thuần 51.135 tỷ đồng (+8,9% yoy), LNST 10.278 tỷ đồng (+9,8% yoy). Giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, doanh thu ở thị trường xuất khẩu chưa ổn định (giảm 23%yoy) đã gây ra cho doanh nghiệp những khó khăn nhất định, nhưng bù lại doanh thu nội địa tăng 13,6%, thị phần toàn ngành sữa trong nước tăng 2% so với năm 2016 đã giúp VNM vẫn có được mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương ứng gần 9 và 10% trong năm 2017.

Với quy mô doanh thu lớn, thị phần đã chiếm tới 58% toàn ngành sữa trong nước cùng với những khó khăn tại thị trường xuất khẩu thì việc tốc độ tăng trưởng giảm dần của VNM là điều hợp lý. VNM sẽ khó có thể duy trì mức tăng trưởng cao như giai đoạn trước (2006-2016 CAGR của doanh thu là 22%). Trong 5 năm tới, VNM đặt kế hoạch tăng doanh thu trong nước bình quân 9-10%/năm cao hơn mức tăng trưởng của ngành (đạt 7%/năm), tăng trung bình 1% thị phần mỗi năm.

Để tìm hiểu rõ hơn về tổng quan doanh nghiệp, tình hình và các kế hoạch sản xuất kinh doanh cũng như sức khỏe tình hình tài chính của VNM giai đoạn qua vui lòng xem [chi tiết tại Phụ lục](#).

Một số thông tin quan trọng tại ĐHCĐ 2018:

- **Chia cổ tức bằng tiền mặt năm 2017 là 5.000 đồng/cổ phiếu:** Trong năm 2017, VNM chia cổ tức bằng tiền 7.982 tỷ đồng, tương ứng 77% lợi nhuận sau thuế, cao hơn so với mức 50% theo kế hoạch. Cổ tức năm 2017 đã ứng trước qua 2 đợt là 3.500 đồng/cổ phần, phần còn lại 1.500 đồng/cổ phần sẽ được thanh toán vào ngày 26/06/2018.

Bảng 2: Tình hình chi trả cổ tức của VNM giai đoạn 2011-2017

Cổ tức	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
%LNST	44%	45%	61%	60%	82%	83%	77%
Tiền mặt (đồng/CP)	4.000	3.800	4.800	4.000	6.000	6.000	5.000

Nguồn: VNM

Theo kế hoạch, cổ tức năm 2018 tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế. Tạm ứng cổ tức đợt 1 là 2.000 đồng/cổ phần, thực hiện trong quý 3/2018. Đợt 2 dự kiến vào tháng 5-6 năm 2019.

- **Phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn vốn chủ sở hữu cho cổ đông hiện hữu, ngày đăng ký cuối cùng dự kiến vào quý 3/2018, tỷ lệ phát hành 5:1**, tối đa phát hành không quá 290.290.686 cổ phần, không bị hạn chế quyền chuyển nhượng. Theo đó, vốn điều lệ tăng thêm tối đa là 2.903 tỷ đồng, nâng tổng vốn điều lệ lên 17.417 tỷ đồng. Nguồn vốn để phát hành cổ phần sẽ trích theo thứ tự ưu tiên từ thặng dư vốn cổ phần, quỹ đầu tư phát triển và lợi nhuận chưa phân phối.
- **Chưa có rủi ro về sự thay đổi nhân sự cấp cao, ĐHCĐ 2018 bầu thêm 2 thành viên HĐQT mới.** Hội đồng quản trị mới bầu vào năm 2017 với nhiệm kỳ 5 năm nên trước mặt VNM chưa có rủi ro về nhân sự cấp cao. Vừa qua, VNM mới bổ sung 2 thành viên Hội đồng quản trị, từ 9 thành viên lên 11 thành viên. Thành viên HĐQT mới trúng cử là ông ALAIN XAVIER CANY (Đại diện phần vốn của Jardine Cycle & Carriage), VNM vẫn đang tìm kiếm thành viên thứ 11 cho Hội đồng quản trị.
- **VNM trình lên các cơ quan nhà nước có liên quan đề xuất phát hành ESOP giai đoạn 2018-2021 nhưng chưa có kết quả.** Cụ thể, chương trình dự kiến chia làm 2 đợt. Đợt 1 phát hành 1% vốn điều lệ trong năm 2018, đợt 2 phát hành tiếp 1% vốn điều lệ trong năm 2020. Điều kiện để được phát hành đợt 2 là VNM đạt chỉ tiêu kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận sau thuế tối thiểu 3 năm liên từ 2017-2019, hoặc lũy kế tối thiểu của 3 năm này đạt kế hoạch kinh doanh của ban điều hành. Giá phát hành bằng 2 lần giá trị sổ sách 1 cổ phần (BVPS) của VNM theo báo cáo tài chính hợp nhất soát xét gần nhất, BVPS của VNM cuối 2017 khoảng 16.000 đồng. Cổ phiếu ESOP sẽ bị hạn chế chuyển nhượng 2 năm, mỗi năm giải tỏa 50%. Việc phát hành này sẽ giúp VNM giữ chân được nhân sự chất lượng và thu hút nhân lực trong ngành, thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai. Kế hoạch này đã được cổ đông lớn SCIC ủng hộ.
- **SCIC đã báo cáo cơ quan có thẩm quyền để tiếp tục thoái vốn khỏi VNM nhưng đang chờ kết quả.** Hiện VNM có hai cổ đông lớn sau SCIC là F&N (sở hữu 17,25% VNM) và Platinum Victory Pte. Ptd (10.03%). Nếu SCIC thoái vốn các lần tiếp theo, khả năng 2 cổ đông lớn này sẽ muốn mua thêm cổ phiếu để gia tăng tỷ lệ sở hữu và tham gia kiểm soát công ty. Có thể thấy, sau khi tuột mất cơ hội mua lại cổ phần VNM từ SCIC hồi tháng 11/2017 vừa qua, F&N liên tục đăng ký mua vào, tuy nhiên khối lượng mua được không như ý, tính đến hiện nay F&N và công ty con sở hữu 18,62% VNM, tăng 1,21% so với thời điểm tháng 9/2017.

Bảng 3: Cơ cấu cổ đông VNM

Danh sách cổ đông lớn	31/03/2018	30/09/2017*
SCIC	36,01%	39,33%
F&N Dairy Investments PTE.LTD	17,25%	16,04%
Platinum Victory Pte. Ptd	10,03%	4,50%
F&N BEV Manufacturing Pte.Ltd*	2,70%	2,70%
Khác	34,01%	37,43%

Nguồn: FPTs Research

* Cơ cấu cổ đông trước đợt thoái vốn của SCIC 2017

2. Kế hoạch năm 2018 và khả năng thực hiện

Năm 2018, VNM đặt kế hoạch khá thận trọng, duy trì mức tăng trưởng ổn định. Cụ thể, doanh thu kế hoạch 55.500 tỷ đồng (tăng 8,5% yoy), lợi nhuận trước thuế 12.800 tỷ đồng (tăng 4,7% yoy), lợi nhuận sau thuế 10.752 tỷ đồng (tăng 4,6% yoy).

Bảng 4: Kế hoạch 2018

ĐVT: Tỷ đồng	Kế hoạch 2018	Thực hiện 2017	KH2018/TH2017
Doanh thu	55.500	51.135	108,5%
Lợi nhuận trước thuế	12.800	12.228	104,7%
Lợi nhuận sau thuế	10.752	10.278	104,6%

Ghi chú: thuế TNDN bình quân dự kiến của VNM năm 2018 là 16%

Nguồn: VNM

Lý giải cho điều này, VNM cho biết, họ không đưa kế hoạch quá cao hơn mức phát triển bình quân của thị trường trong nước và chưa đủ tự tin ở thị trường xuất khẩu. Việc đặt kế hoạch quá cao sẽ gây áp lực cho công nhân viên và hệ thống vận hành, không tốt cho sự phát triển bền vững của công ty.

VNM đã chốt một phần giá sữa nguyên liệu cho năm 2018 và cố gắng giữ mức giá nguyên liệu đầu vào bằng với năm 2017.

Chúng tôi đánh giá VNM có khả năng đạt được kế hoạch trên:

- Ngành sữa trong nước được dự báo tiếp tục tăng trưởng 7%/năm trong giai đoạn 2017-2021 (xem [phân tích triển vọng ngành tại đây](#)), với thị phần đầu ngành, dự báo doanh thu trong nước của VNM tăng tối thiểu 9-10%/năm để có thể lấy thêm 0,5-1% thị phần là khả thi.
- Doanh thu xuất khẩu tăng 8% (chiếm 8-9% tổng doanh thu, bằng tỷ lệ 2017) có thể thực hiện được nhờ vào thị trường Campuchia, Myanmar tiếp tục đem lại doanh thu tích cực, cơ hội lớn ở thị trường Trung Quốc sau khi đại diện nước này sang kiểm tra nhà máy của VNM, sự giúp sức của Jardine ở các thị trường trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương và sự mở rộng thị trường xuất khẩu tại UAE, Bangladesh... (xem [phân tích hoạt động xuất khẩu tại đây](#)).
- Mặc dù VNM khá thận trọng trong việc nhận định về giá sữa bột nguyên liệu cho năm 2018. Tuy nhiên theo dự báo về giá sữa bột của USDA và Rabobank (xem [dự báo tại đây](#)), chúng tôi cho rằng, giá nguyên liệu đầu vào của VNM năm 2018 sẽ không cao hơn so với năm 2017.
- Theo bà Mai Kiều Liên - Tổng giám đốc VNM, KQKD Q1/2018 của VNM kém khả quan, là quý thấp điểm nhất của ngành sữa cả nước do ảnh hưởng khí hậu lạnh ở miền Bắc và miền Trung, cũng là dịp Tết, người dân chủ yếu tiêu thụ bia, nước ngọt. Doanh thu xuất khẩu trong Q1/2018 tiếp tục theo đà giảm của năm 2017. Tuy nhiên, theo VNM tình hình sẽ được cải thiện các quý tới.

Tuy nhiên, VNM có thể gặp một số rủi ro ảnh hưởng đến khả năng hoàn thành kế hoạch trên như: 1) rủi ro biến động giá nguyên liệu sữa bột nhập khẩu, phục vụ tới 70% nhu cầu nguyên liệu của VNM, (2) rủi ro cạnh tranh ngành sữa trong nước, khi các hãng sữa quốc tế xuất hiện tại thị trường Việt Nam ngày càng nhiều (3) rủi ro bất ổn ở thị trường xuất khẩu, đặc biệt là các vấn đề chính trị tại Trung Đông và các thị trường mà VNM chưa ổn định được hệ thống phân phối, và (4) rủi ro tỷ giá xuất phát từ các hoạt động xuất nhập khẩu.

3. Chiến lược phát triển giai đoạn 2017-2021

Bảng 5: Mục tiêu 05 năm, giai đoạn 2017 - 2021

	2017	2021	Tăng trưởng
Tài chính:			
Doanh thu (tỷ đồng)	51.135	80.000	11,84%/năm
<i>Nội địa</i>	91%	75%	
<i>Xuất khẩu</i>	9%	25%	
Biên lợi nhuận ròng	20%	17-20%	
Thị phần trong nước	58%	>60%	1%/năm
Kinh doanh:			
Đàn bò của VNM (ngàn con)	26	44-50	100%
Đàn bò trong dân (con)	100.000	170.000	70%
Sữa tươi nguyên liệu/tổng nhu cầu	30%	40%	
Sản lượng sữa của VNM (ngàn tấn)	71	157	121%
Sản lượng sữa trong dân (ngàn tấn)	150	251	67%

Nguồn: VNM

Chiến lược trong 5 năm tới:

- Tiếp tục khai thác tiềm năng ngành sữa trong nước, tăng thị phần thông qua cải tiến về công nghệ, sản phẩm, phát triển kênh bán hàng mới. Tập trung mạnh vào phân khúc trung và cao cấp ở thành thị và các sản phẩm phổ thông ở nông thôn. Trong đó, đặc biệt chú trọng khai thác thị trường nông thôn với sức tiêu thụ các sản phẩm sữa hiện chỉ bằng 1/2 nhu cầu tiêu thụ ở thành thị, trong khi dân số nông thôn chiếm 65% cả nước.
- Gia tăng sự hiện diện trong khu vực ASEAN thông qua thành lập các công ty con bằng M&A hoặc liên doanh hợp tác với các đối tác từ khâu sản xuất đến tiêu dùng. Tìm cơ hội ở Mỹ, Úc, New Zealand để tăng công suất sản xuất và cung ứng sữa bột nguyên liệu.
- VNM đặt kế hoạch tăng doanh thu trong nước bình quân 10%/năm, để tăng được thị phần trung bình 1%/năm. Kế hoạch này được chúng tôi đánh giá là khả thi với vị thế dẫn đầu, năng lực khá cách biệt với các đối thủ cạnh tranh hiện tại của VNM.

II. Quan điểm đầu tư

Bảng 6: Các doanh nghiệp trong ngành trên thế giới

Công ty (triệu USD)	Mã	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2017	LNST 2017	CAGR doanh thu 2013-2017	ROE bình quân 2013-2017	Nợ/VCSH	P/E 2017 điều chỉnh*
FROMAGERIES BEL	FBEL FP	4.228	3.780	203	4,4%	13,4%	na	24,7
ALMARAI CO	ALMARAI AB	15.385	3.675	550	6,0%	16,3%	114%	27,1
EMMI AG-REG	EMMN SW	4.318	3.418	164	1,4%	11,1%	77%	22,2
GRUPO LALA SAB DE CV	LALAB MM	3.279	3.316	152	na	13,7%	157%	23,4
BRIGHT DAIRY & FOOD CO LTD-A	600597 CH	2.400	3.193	98	5,9%	13,1%	na	14,1
EZAKI GLICO CO LTD	2206 JP	3.709	3.161	139	4,5%	9,2%	63%	22,6
GLANBIA PLC	GLB ID	4.974	2.697	232	1,5%	20,4%	80%	22,1
VIETNAM DAIRY PRODUCTS JSC	VNM VN	12.112	2.247	454	11,8%	39,8%	45%	29,9
Trung bình		5.471	3.320	220	4,0%	13,9%	98%	22,3
Trung vị		4.273	3.254	184	4,5%	13,6%	78%	23,0

Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

Các giá trị thời điểm như vốn hóa, giá cổ phiếu lấy tại ngày 15/04/2018. Book value lấy tại 31/12/2017.

** Điều chỉnh về thị trường Việt Nam.*

Vinamilk hiện đang được giao dịch quanh mức P/E trailing 29x, cao hơn 25% so với P/E trailing bình quân của các doanh nghiệp so sánh cùng ngành trên thế giới (khoảng 22x-23x). Chúng tôi cho rằng VNM xứng đáng với P/E cao hơn mức bình quân nhờ vào triển vọng tăng trưởng ổn định (giai đoạn 2013-2017 CAGR doanh thu của VNM là 11,8%, trong khi bình quân các doanh nghiệp so sánh cùng ngành trên thế giới chỉ đạt 4,5%, tình hình tài chính lành mạnh ([xem chi tiết tại đây](#)) và ROE cao (giai đoạn 2013-2017 ROE bình quân của VNM là 40%, bình quân các doanh nghiệp tương đồng trên thế giới chỉ 14%), tỷ lệ chi trả cổ tức cao và khá ổn định. Cổ phiếu VNM sẽ phù hợp với nhà đầu tư ưa thích những doanh nghiệp tăng trưởng bền vững, tình hình tài chính lành mạnh và cổ tức đều đặn. Tuy nhiên, trong thời gian tới, nhà đầu tư cần lưu ý một số rủi ro như (1) *rủi ro biến động giá nguyên liệu*, (2) *rủi ro cạnh tranh ngành sữa trong nước*, (3) *rủi ro bất ổn ở thị trường xuất khẩu*, (4) *rủi ro tỷ giá*. Những rủi ro này có thể khiến sức tăng trưởng của VNM suy giảm (như những dấu hiệu trong năm 2017), ảnh hưởng xấu đến khả năng hoàn thành mục tiêu trong 5 năm tới. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với mã cổ phiếu VNM ở thời điểm hiện tại.

PHU LUC:

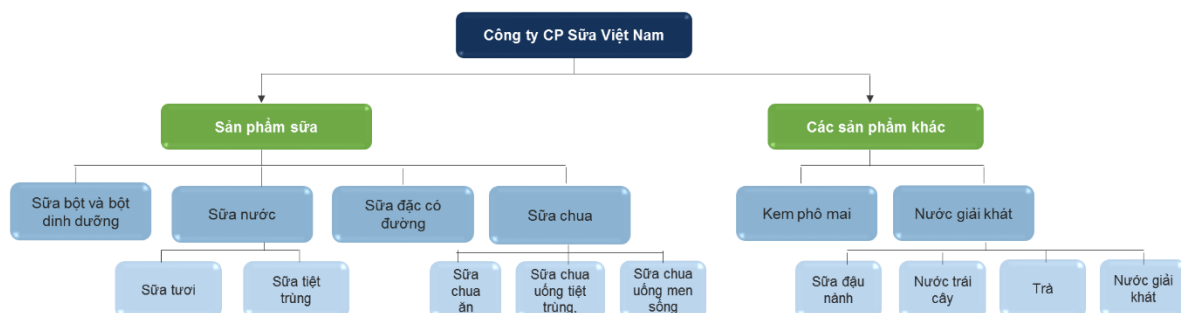
1. Sơ lược về hoạt động của doanh nghiệp

[<Quay lại>](#)

Tính đến năm 2017, Vinamilk đã có 41 năm hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm từ sữa. Vinamilk hiện là công ty vốn hóa lớn thứ 2 thị trường, khoảng 13 tỷ USD, dẫn đầu danh sách 40 thương hiệu giá trị nhất Việt Nam (Forbes Việt Nam), với giá trị hơn 1,7 tỷ USD (giá trị này đã tăng 13% so với 2016) và lọt vào top 50 doanh nghiệp sữa có doanh thu lớn nhất thế giới.

Vinamilk tham gia đầy đủ các khâu trong chuỗi giá trị từ chăn nuôi bò đến sản xuất, tiếp thị và phân phối. Sản phẩm của Vinamilk đa dạng phục vụ nhiều đối tượng.

1.1. Danh mục sản phẩm của VNM



Nguồn: BCTN VNM, 2017

Sản phẩm của Vinamilk đa dạng phục vụ nhiều đối tượng với 250 mặt hàng, chia làm 4 ngành chính là: sữa đặc có đường, sữa nước, sữa chua, sữa bột và bột dinh dưỡng (sữa bột, bột dinh dưỡng, sữa bột dành cho người lớn) và các sản phẩm khác (nước giải khát, kem, phô mai và sữa đậu nành).

Bảng 1: Các sản phẩm đặc trưng của VNM

Đối tượng	Sản phẩm đặc trưng
Trẻ sơ sinh	Dielac Alpha, Optimum Gold
Trẻ nhỏ	Dielac Pedia, Dielac Alpha, Alpha Gold, Ridielac, VNM CanxiPro, Dielac Grow Plus, Alpha Gold
Trẻ nhỏ có nhu cầu dinh dưỡng đặc biệt	Grow Plus, Pedia
Người bình thường	Sữa ông thọ, phô mai, Sữa tươi thanh trùng/tiệt trùng, Sữa hươu cơ, kem, Sữa chua, Sữa đậu nành, Nước ép rau quả, Trà Atiso, Sữa chua men sống Probi
Bà mẹ mang thai và cho con bú	Dielac Optimum Mama, Dielac Mâm
Người cao tuổi hoặc có nhu cầu dinh dưỡng đặc biệt	Sure Prevent, Canxi Pro, Diecerna

Nguồn: VNM

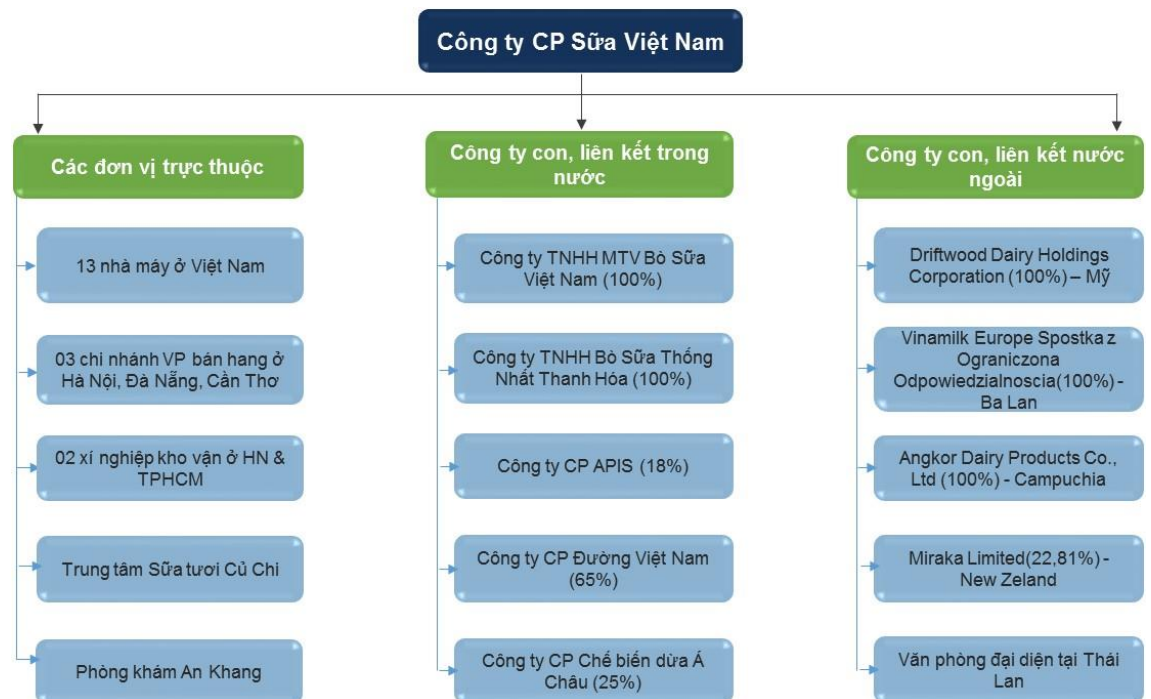
Bảng 2: Thị phần các mảng sữa của VNM theo sản lượng (tính đến 09/2017)

Ngành sữa	Thị phần 2015	Thị phần 2016	Thị phần 2017	Đối thủ cạnh tranh
Sữa bột	25%	40%	41%	Abbott (với các thương hiệu Grow, Pediasure, Similac); FrieslandCampina (Dutch Lady, Friso, Frisolac); Mead Johnson (Enfa, Enfagrow); Nestle (Nan, Lactogen, Cerelac)
Sữa nước	54%	56%	58%	FrieslandCampina (Dutch Lady); IDP (Love'in farm); Công ty CP Sữa TH (TH True Milk); Vinasoy (Vinasoy, Fami) v.v.
Sữa chua ăn	84%	83%	81%	TH True Milk, Dutch Lady, Ba Vi (IDP), Nutrifood
Sữa chua uống	32%	34%	39%	
Sữa đặc có đường	79%	80%	78%	
Tổng ngành sữa	55%	56%	58%	

Nguồn: VNM, FPTs Research

Trong 3 năm gần đây, thị phần ngành sữa của VNM tăng liên tục, hiện dẫn đầu với 58% toàn ngành. Trong đó, hai mảng kinh doanh chính là sữa nước và sữa bột. Thị phần của sữa bột, sữa nước và sữa chua uống tăng tốt, ở chiều ngược lại, sữa chua ăn và sữa đặc có đường ngày càng giảm do nhu cầu sử dụng giảm và cạnh tranh cao.

1.2. Sơ đồ tổ chức của Vinamilk



Hiện tại, VNM có trong tay: 13 nhà máy chế biến các sản phẩm từ sữa trên khắp cả nước. Ngoài ra, VNM còn sở hữu các công ty con như:

- **Driftwood** hoạt động ở nam California - Mỹ, chủ yếu bán sữa tươi, nước trái cây, doanh thu 2017 đạt 2.785 tỷ đồng.
- **Vinamilk Europe** hoạt động ở Ba Lan, chuyên thu mua nguyên liệu sữa phục vụ cho nhu cầu sản xuất của Vinamilk và các công ty con, năm 2017, công ty này xuất khẩu được gần 17 ngàn tấn sữa bột, doanh thu khoảng 734 tỷ đồng.

- **Angkor** hoạt động ở tất cả các tỉnh thành của Campuchia, chủ lực bán sữa tươi tiệt trùng và sữa chua. Doanh thu năm 2017 đạt 461 tỷ đồng.
- **CTCP Đường Việt Nam (Vietsugar)** cung cấp nguyên liệu đường đầu vào cho VNM, giúp VNM tự chủ được nguyên liệu, giảm giá thành sản phẩm. Bên cạnh đó công ty này còn bán đường cho thị trường tiêu dùng trực tiếp qua hệ thống phân phối của VNM. 28/11/2017, Vinamilk chính thức sở hữu 65% Vietsugar, dự kiến sản lượng đạt 140 ngàn tấn đường/năm.
- **Phòng khám An Khang** tại TP HCM, hoạt động chính là khám sức khỏe định kỳ cho cán bộ nhân viên của Vinamilk và phục vụ người dân.
- **Trung tâm sữa tươi nguyên liệu Củ Chi**, đi vào hoạt động từ quý II/2017. Trung tâm này thu mua tất cả các nguồn sữa tươi ở TP.HCM và vùng lân cận, sau đó sẽ điều phối cho các nhà máy chế biến tại TP.HCM và Bình Dương.

Ngoài ra, một số công ty liên kết của VNM như:

- **Miraka** là nhà máy tại New Zealand, chuyên cung cấp sữa bột cho VNM và các công ty con.
- **CTCP Chế biến dừa Á Châu**, chuyên sản xuất các sản phẩm về dừa, chủ yếu xuất khẩu. Ngoài ra, Công ty còn cung cấp nguyên liệu cho VNM làm kem dừa, sắp tới sẽ cùng VNM tung ra sản phẩm mới là nước dừa tiệt trùng đóng gói trong hộp giấy.

1.3. Nguồn nguyên liệu



Sữa tươi sản xuất trong nước đáp ứng được 30% nhu cầu nguyên liệu của VNM, còn lại, VNM nhập khẩu sữa bột nguyên liệu về để sản xuất.

1.3.1. Nguồn nguyên liệu trong nước

HÌNH 1: Sơ đồ hoạt động của VNM trên cả nước



Nguồn: VNM

Hiện nay, VNM có 10 trang trại bò cung cấp sữa tươi được đặt gần các nhà máy, phần lớn ở miền Trung. Tổng đàn bò đạt 126.000 con, tăng 115% so với năm 2016. Trong đó, 7 trang trại đạt chứng nhận Global GAP, có khoảng 101.000 con, 2 trang trại quy mô lớn với công suất thiết kế 24.000 con và 1 trang trại Organic, có khoảng 550 con bò.

Trong năm 2017, Vinamilk đã đưa vào hoạt động 03 trang trại:

- Bò sữa Vinamilk Organic tại Đà Lạt – trang trại hữu cơ chuẩn Châu Âu đầu tiên tại Việt Nam, 550 con.
- Trang trại Thống Nhất Thanh Hóa, 4.000 con.
- Trang trại Tây Ninh, 8.000 con.

Qua năm 2018, VNM tiếp tục dự án mở rộng trang trại, mục tiêu tăng quy mô đàn bò lên 150.000 con, tăng 24.000 con so với 2017, cố gắng nâng năng suất và chất lượng sữa.

Năm 2017, tổng sản lượng sữa tươi nguyên liệu VNM đã thu mua là 224 ngàn tấn:

- 32% trong số đó là từ các trang trại của VNM, khoảng 71 ngàn tấn (tăng 82% so với 2016). Mặc dù chỉ chiếm 18,3% tổng đàn bò, đạt 22.000 con, trong đó 51% con đang vắt trực tiếp, nhưng các trang trại của VNM đã đem lại lượng sữa lớn cho toàn hệ thống. Năm 2017, đàn bò của VNM có năng suất sữa bình quân 25,6 kg/con/ngày, tăng 5% so với 2016. Toàn bộ giống bò được nhập từ Úc, Mỹ, New Zealand. Rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến năng suất cũng như giá thành sữa tươi nguyên liệu là khí hậu và điều kiện thổ nhưỡng, vì thế Vinamilk vẫn đang đẩy mạnh đầu tư vào mảng chăn nuôi bò sữa theo hình thức quy hoạch tập trung, lựa chọn khu vực có điều kiện tự nhiên thuận lợi để hạn chế rủi ro này, chủ động nguồn nguyên liệu.
- 68% lượng sữa còn lại VNM thu mua từ hơn 7.000 hộ nông dân, khoảng 150 ngàn tấn. Ngoài việc thu mua sữa từ các nông hộ quy mô gia đình, VNM còn xây dựng các mối liên kết với các công ty chăn nuôi để phát triển mô hình trang trại 100-200 con. Nguyên liệu đầu vào của VNM được cung ứng thông qua hơn 90 trạm thu mua sữa. Bên cạnh hoạt động chính là thu mua sữa thì các trạm này còn phân phối thức ăn, tư vấn, chuyển giao công nghệ... đến hộ dân.

1.3.2. Nguồn nguyên liệu nhập khẩu

VNM nhập khẩu sữa bột nguyên liệu chủ yếu từ New Zealand, Australia, Mỹ và EU. Doanh nghiệp chốt hợp đồng ngắn hạn, linh hoạt từng tháng, quý, nửa năm... dựa vào dự báo tình hình thị trường nhằm đảm bảo chi phí nguyên liệu đầu vào tốt nhất.

1.4. Năng lực chế biến

Tổng công suất chế biến bình quân hiện nay của VNM đạt khoảng 1,7 triệu tấn/năm. VNM có 13 nhà máy trên cả nước, tập trung chủ yếu ở miền Nam. Trong đó có siêu nhà máy Mega đang hoạt động trong giai đoạn 2 (giai đoạn nâng công suất từ 400 lên 800 triệu lít/năm vào năm 2019), đã đạt công suất 600 triệu lít/năm. Năm 2017, VNM đã mở rộng kho bãi, trang trại với tổng mức đầu tư hơn 5 ngàn tỷ đồng.

Hiện tại, VNM có 6.613 người lao động, trong đó, chủ yếu ở khu vực hoạt động hỗ trợ (hành chính, văn phòng, kế toán...) chiếm 54%, sản xuất chế biến chiếm 30%, bán hàng (7%) và tại các trang trại 9%.

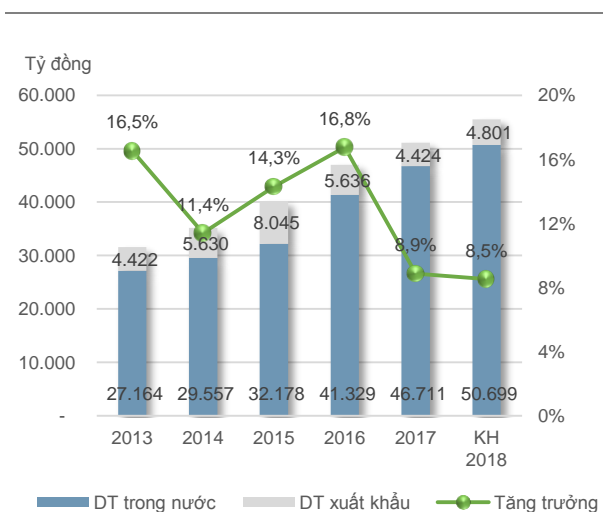
2. Đánh giá tình hình hoạt động – tài chính

2.1. Doanh thu và thị trường tiêu thụ

[<Quay lại>](#)

Thị trường tiêu thụ của VNM trải dài khắp trong nước và 46 quốc gia, vùng lãnh thổ trên thế giới.

BIỂU ĐỒ 1: Doanh thu VNM 2013-KH 2018



Nguồn: VNM

Doanh thu của VNM năm 2017 đạt 51.135 tỷ đồng, tăng 8,9% so với 2016. Trong đó, 91% đến từ doanh thu nội địa 46.533 tỷ (tăng 13,6% yoy), còn lại là doanh thu xuất khẩu 4.602 tỷ (giảm 23% yoy).

So với những năm trước, tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM đã giảm khá mạnh. Năm 2017 là năm nhiều biến động đối với thị trường sữa trong và ngoài nước. Sự cạnh tranh của thị trường trong nước đối với ngành hàng tiêu dùng nói chung và ngành sữa nói riêng ngày càng gay gắt, cùng với đó là giá nguyên liệu tăng cao. Thị trường xuất khẩu giảm sút do bất ổn chính trị ở Trung Đông, đặc biệt là ở Iraq.

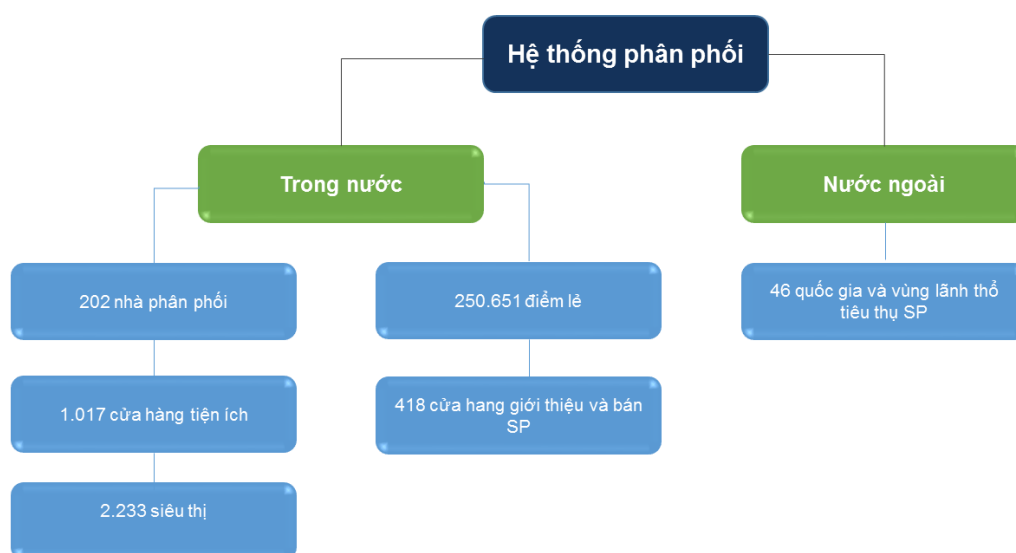
Trước tình hình đó, VNM đã tập trung nguồn lực để phát triển các kênh bán hàng hiệu quả ở thị trường trong nước. Nhờ đó, thị phần toàn ngành sữa trong nước của VNM đã tăng 2% so với chỉ tiêu đề ra là 1%. Tăng mạnh nhất là thị phần ngành sữa nước, theo sau là sữa bột trẻ em và sữa đặc,

trong khi thị phần sữa chua ăn có sự sụt giảm. Kết quả, VNM vượt so với kế hoạch của ĐHCĐ đề ra, hoàn thành 100,3% về doanh thu hợp nhất, và 105,6 % về lợi nhuận sau thuế hợp nhất.

Trong năm 2017, VNM đã cho tung ra thị trường 20 sản phẩm mới và sản phẩm cải tiến, nổi bật như: sữa tươi và sữa chua Organic – 100% hữu cơ theo tiêu chuẩn Châu Âu, Sữa tươi 100% tiệt trùng nhập từ New Zealand, đường tinh luyện cao cấp Vietsugar... VNM đang có xu hướng giảm bột, đường, béo trong các sản phẩm theo thị hiếu người tiêu dùng.

Tuy sản phẩm sữa tươi và sữa chua Organic – 100% hữu cơ mới ra mắt, nhưng được thị trường đón nhận rất tốt, hiện VNM chưa đủ nguyên liệu để sản xuất kịp cho nhu cầu tiêu thụ của thị trường. VNM sẽ tập trung phát triển dòng sản phẩm này trong năm 2018 bằng cách tăng nguyên liệu ở trang trại.

- Trang trại tại Thanh Hóa vừa khánh thành giai đoạn 1, đang triển khai 2.000 con.
- Trang trại tại Đà Lạt, đã có đất mở rộng ở Di Linh, tiếp tục nhập bò Organic mang thai từ Úc về bổ sung.
- Trang trại tại Cần Thơ, kết hợp với nông trường sông Hậu phát triển cho thị trường miền Tây.
- Tại Lào có một đối tác Nhật Bản xây dựng 1 trang trại bò Organic theo tiêu chuẩn Châu Âu, sát với Nghệ An (di chuyển về nhà máy của VNM khoảng 6-7 tiếng), từ tháng 4/2018 VNM sẽ mua sữa ở đây để chế biến, phục vụ cho thị trường miền Trung. VNM kỳ vọng trong 1-2 năm tới, sữa Organic sẽ đáp ứng đủ nhu cầu.



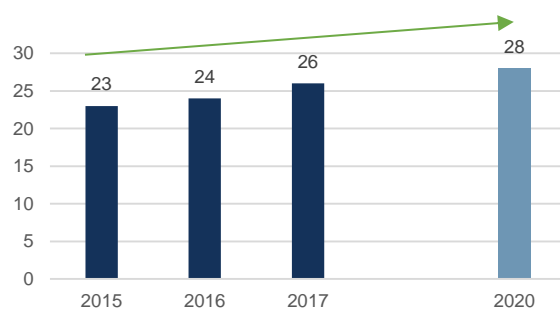
Hệ thống phân phối của VNM trải rộng khắp cả nước, đảm bảo giữ được chất lượng sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng. Đặc biệt là chuỗi hệ thống Giác mơ sữa Việt (GMSV) được VNM phát triển từ 3 năm qua, tuy lợi nhuận còn thấp, nhưng mức độ tăng trưởng cao, mỗi năm trên 100%, hết 2019 dự kiến sẽ tăng từ 418 lên 500 cửa hàng GMSV.

Năm 2018, VNM dự kiến tỷ trọng đóng góp từ thị trường nội địa và xuất khẩu trong doanh thu sẽ tương tự như 2017. Ở thị trường trong nước, công ty tiếp tục mở rộng thị phần, cải tiến và phát triển sản phẩm mới ở tất cả các ngành hàng như: sữa đậu nành hạt óc chó, sữa phomai tươi SuSu cho trẻ em, nước giải khát, sản phẩm ít đường... Đối với thị trường xuất khẩu, VNM không chắc chắn sẽ chủ động được tình hình tiêu thụ sản phẩm, tùy thuộc vào diễn biến ở từng nước.

2.1.1. Thị trường trong nước

[<Quay lại>](#)

Từ nay đến 2021, ngành thực phẩm đồ uống được dự báo sẽ tăng trưởng 11,2%/năm (theo BMI) và ngành sữa sẽ tăng trưởng 7%/năm, bằng mức tăng trưởng 2 năm gần đây (theo Euromonitor và USDA). Động lực tăng trưởng của ngành đến từ: dân số Việt Nam tăng 1,12%/năm (theo IMF), GDP tăng 6,5-7%/năm (theo PwC) và mức tiêu thụ sữa bình quân/người đang ở mức thấp, còn nhiều dư địa tăng trưởng. Cụ thể, tiêu thụ sữa bình quân/người của Việt Nam là 15 kg/người/năm, trong khi các nước lân cận như Trung quốc 26 kg/người/năm, Philipinnes là 22 kg/người/năm, Thái Lan là 34 kg/người/năm, Malaysia là 51 kg/người/năm (theo USDA).

BIỂU ĐỒ 2: Mức tiêu thụ sữa tại Việt Nam (lít/người)


Nguồn: VNM

Theo VNM, năm 2017, mức tiêu thụ sữa bình quân của Việt Nam là 26 lít/người/năm. Dự báo đến 2020, mức tiêu thụ này sẽ tăng lên 28 lít/người/năm.

Với dự báo về tăng trưởng ngành sữa như trên, VNM muốn tăng được thị phần cần phải tăng trưởng trên 7%/năm, cụ thể Vinamilk đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu trong nước bình quân 10%/năm, giai đoạn 2017-2021.

Thị trường sữa trong nước có sự cạnh tranh khốc liệt từ phân khúc thấp cấp đến cao cấp. Mức độ bảo hộ ngành trong nước không cao, các nước xuất khẩu sản phẩm từ sữa vào Việt Nam chịu thuế thấp. Ngày 9/3/2018 vừa qua, Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) chính thức được ký kết. Trong nhóm 10 nước thành viên tham gia hiệp định, có 5 nước có thể xuất khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa sang Việt Nam là New Zealand, Singapore, Malaysia và Nhật Bản, Úc với thuế giảm từ 5-7% còn 0%. Mức thuế này có hiệu lực trong giai đoạn 2018-2024. Như vậy, CPTPP ảnh hưởng chủ yếu về thuế, nhưng mức giảm thuế không quá nhiều, VNM tự tin có thể kiểm soát được năng lực cạnh tranh so với sữa ngoại. Vấn đề từ trước đến nay các công ty Sữa nước ngoài không phát triển mạnh ở Việt Nam vì không có nguồn cung sữa tươi tại chỗ (nếu nhập khẩu sẽ không giữ được hương vị tốt, chi phí vận chuyển lớn). Hơn nữa, các hãng sữa ngoại như Nestle, Abbott, thường bán sản phẩm ở phân khúc giá cao, thị phần toàn ngành nhỏ so với VNM và không có mạng lưới phân phối lớn. Vì vậy, họ khó cạnh tranh với VNM về các sản phẩm như sữa nước, yogurt, sữa đặc mà chủ yếu cạnh tranh về sữa bột.

2.1.2. Về hoạt động xuất khẩu

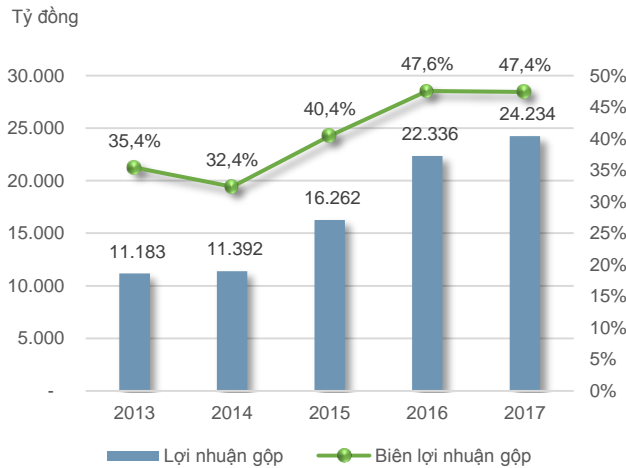
[<Quay lại>](#)

VNM đã xuất khẩu sang 46 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới, các thị trường trọng điểm là Châu Phi, Trung Đông, Đông Nam Á. Trong năm 2017, VNM đã mở mới được 4 thị trường là New Zealand, Brunei, Madagascar và Yemen.

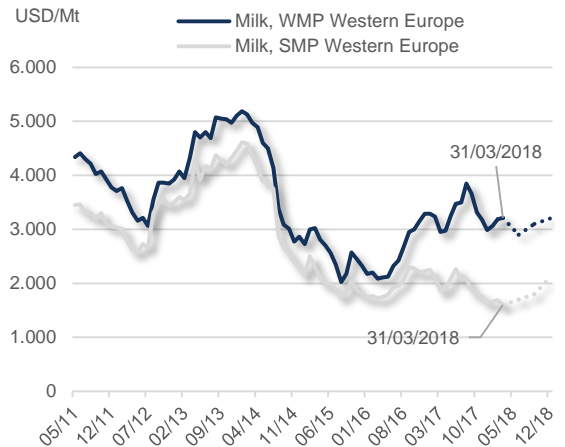
VNM đề ra chiến lược chuyển đổi từ mô hình xuất khẩu sản phẩm sang hợp tác sâu với đối tác phân phối tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm. Như mô hình đã làm ở Campuchia trong 10 năm nay, VNM đã kết hợp cùng nhà phân phối, sau khi chiếm 30-40% thị phần mới tiến hành xây dựng nhà máy, hiện nay đem lại tiềm năng lớn, doanh thu năm 2017 đạt 20,3 triệu USD (+61% yoy). VNM sẽ tiếp tục mở rộng các thị trường nước ngoài – nơi có dân số đông và mức tiêu thụ sữa cao như Myanmar, Trung Quốc, Thái Lan và một số thị trường khác như UAE, Bangladesh...

- **Myanmar:** VNM đã có những chiến lược cụ thể nhờ hợp tác với F&N tại thị trường này (F&N Dairy Investments Pte Ltd hoạt động chính trong lĩnh vực thực phẩm và đồ uống hàng đầu ở Singapore, thuộc sở hữu của tỷ phú Thái Lan – ông Charoen Sirivadhanabhakdi – chủ nhân của Thai Beverage), bước khảo sát thị trường, người tiêu dùng đã xong. Hiện nay VNM vẫn đang xuất khẩu sản phẩm sang Myanmar và tích cực tìm kiếm đối tác phân phối.
- **Trung Quốc:** VNM gặp khó khăn tại thị trường này khi Việt Nam và Trung Quốc vẫn đang gặp một số vướng mắc về chính sách. Kế hoạch trong tháng 4-5/2018, đại diện phía Trung Quốc sẽ sang kiểm tra nhà máy của VNM, sau đó mới cấp giấy chứng nhận xuất khẩu.
- **Các thị trường khác:** Vinamilk đang tìm kiếm đối tác để phân phối, thâm nhập thị trường. Vào tháng 11/2017, VNM có thêm cổ đông lớn bên cạnh F&N là Platinum Victory Pte. Ptd (sở hữu 10,03%), một công ty thuộc Jardine Cycle & Carriage - công ty hàng đầu của Singapore trong lĩnh vực phân phối ô tô ở Đông Nam Á. Công ty này đặc biệt phát triển ở Indonesia, Hồng Kông, Trung Quốc, Thái Lan và Phi-lip-pin. Jardine có hệ thống siêu thị lớn tại Châu Á Thái Bình Dương sẽ giúp Vinamilk tiếp cận thị trường quốc tế, cũng như hiện diện trong khu vực.

2.2. Biên lợi nhuận và khả năng sinh lời

BIỂU ĐỒ 3: Biên lợi nhuận gộp của VNM, 2013-2017


Nguồn: VNM

BIỂU ĐỒ 4: Biến động giá sữa bột và dự báo đến 31/12/2018


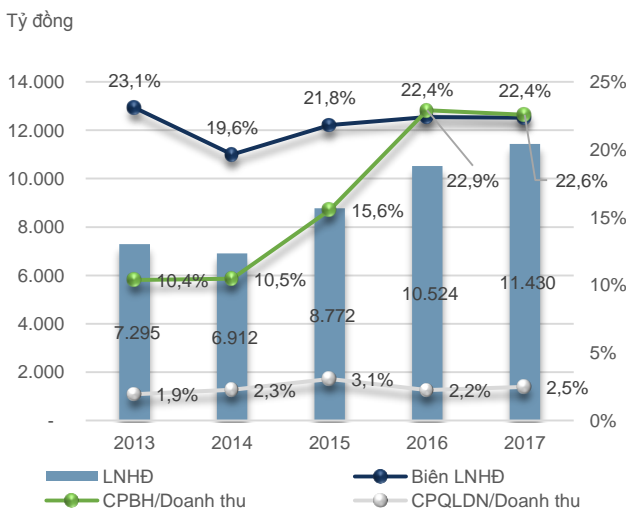
Nguồn: Bloomberg, USDA, Rabobank 2017

Như đã đề cập, 70% nguyên liệu đầu vào của VNM là sữa bột nhập khẩu, Việc chi phí nguyên liệu thường xuyên biến động, trong khi VNM cố gắng giữ cho giá bán được ổn định vì người tiêu dùng ngày nay khá nhạy cảm với sự thay đổi giá nên chấp nhận biến động biên lợi nhuận để giữ vững và mở rộng thị phần trong nước. Vì thế, biên lợi nhuận gộp biến động ngược chiều với biến động giá sữa bột thế giới.

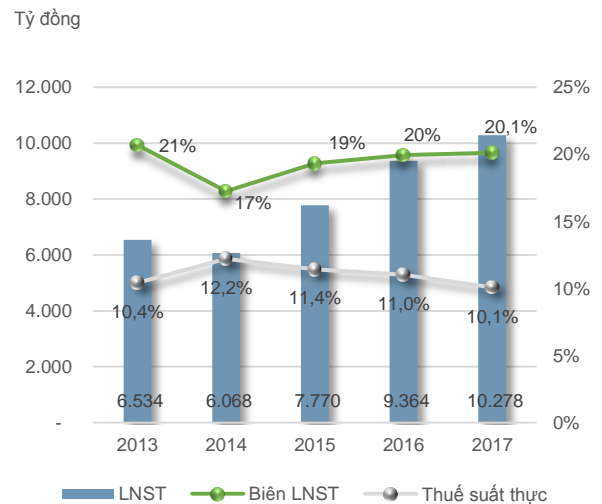
Tính đến cuối quý 1/2018, giá sữa bột gầy-SMP giảm 3,8%, tuy nhiên, giá sữa bột béo- WMP đã tăng 4,9% so với đầu năm 2018. Dự báo cho cả năm 2018, USDA và Rabobank cho rằng, giá SMP bình quân giảm 11%, WMP giảm 6% so với bình quân 2017 do áp lực dư thừa nguồn cung, đặc biệt ở Châu Đại Dương, EU và Mỹ, trong khi nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng chậm lại sau khi tăng cao trước đó. Ngoài ra, giá đường cũng đang trong xu hướng giảm. Điều này sẽ có lợi cho việc chốt giá nguyên liệu của VNM trong năm 2018 hơn so với 2017.

[<Quay lại>](#)

Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp năm 2016 và 2017 tăng so với giai đoạn trước đó còn do thay đổi chính sách hoa hồng cho nhà phân phối. Hoa hồng bằng tiền sẽ được ghi nhận như chi phí bán hàng, trong khi hoa hồng bằng sản phẩm được ghi nhận vào giá vốn bán hàng bán (theo quy định tại Thông tư 200/2014/TTBTC), sự thay đổi trên làm tăng chi phí bán hàng và làm giảm giá vốn hàng bán của VNM.

BIỂU ĐỒ 5: Biên lợi nhuận hoạt động của VNM, 2013-2017


Nguồn: VNM

BIỂU ĐỒ 6: Biên lợi nhuận sau thuế của VNM, 2013-2017


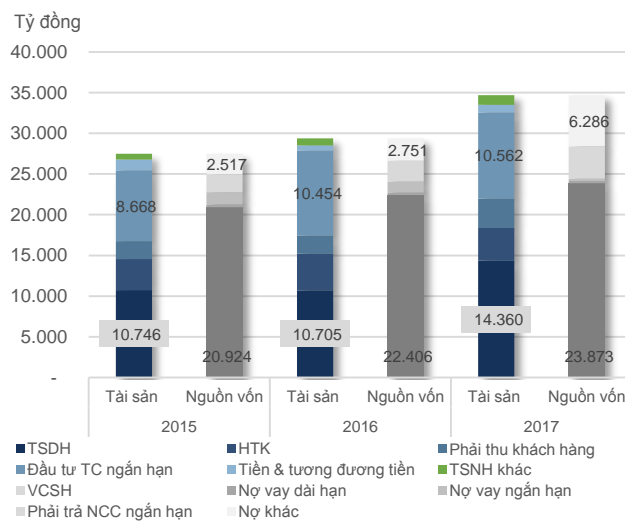
Nguồn: VNM

Chi phí lớn thứ 2 sau giá vốn hàng bán của VNM là chi phí bán hàng. Hai năm 2016-2017, %CPBH/DT tăng cao so với giai đoạn trước đó, chiếm khoảng 23% DT do thay đổi chính sách kế toán đã nêu trên. Năm 2017, VNM chi 7.673 tỷ (+10,5% yoy) cho chi phí khuyến mãi, trưng bày sản phẩm và chi phí hỗ trợ bán hàng để tăng nhận diện thương hiệu từ người tiêu dùng. Năm 2017, VNM cũng chi 1.991 tỷ (-4% yoy) cho quảng cáo và nghiên cứu thị trường qua phương tiện truyền thông và các kênh tiếp thị số (digital communication) như: youtube, facebook, website, Google.

Với tiềm lực tài chính mạnh, chi phí lãi vay của công ty rất thấp (29 tỷ, -15% yoy), chi phí tài chính chủ yếu của công ty là lỗ chênh lệch tỷ giá (53 tỷ, +8% yoy) phát sinh từ hoạt động xuất nhập khẩu nguyên liệu và hàng bán. Cùng với thuế suất thực thấp và khá ổn định, dao động từ 10-12% giúp VNM có biên lợi nhuận sau thuế ổn định, đạt 20% vào năm 2017, khá sát với biên lợi nhuận hoạt động (22,4%).

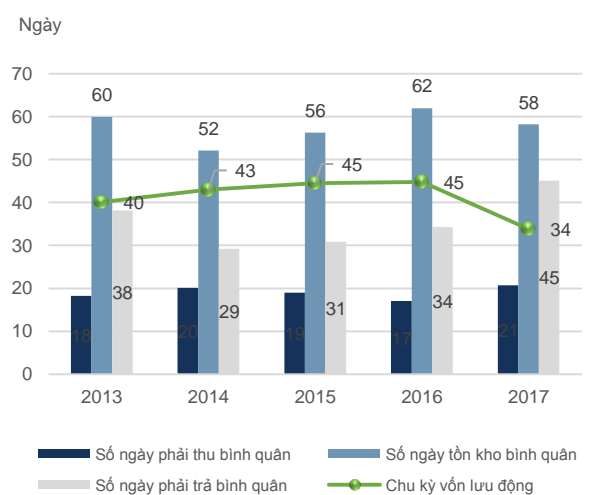
2.3. Cơ cấu nguồn vốn và diễn biến dòng tiền

BIỂU ĐỒ 7: Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: VNM

BIỂU ĐỒ 8: Tình hình vốn lưu động



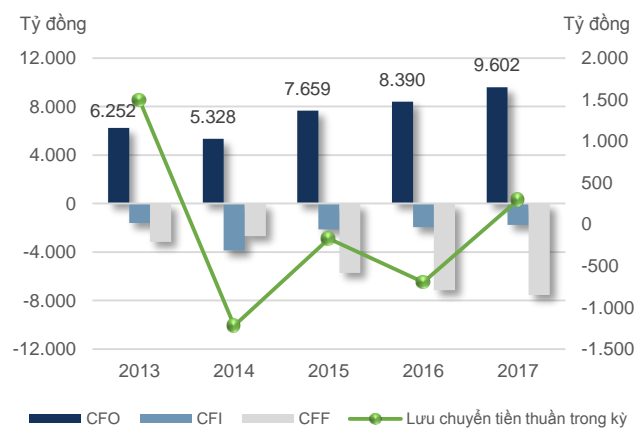
Nguồn: VNM

Tại thời điểm 31/12/2017, Vinamilk có lượng tiền và tương đương tiền cao là 963,3 tỷ đồng và đầu tư tài chính ngắn hạn đến 10.600 tỷ đồng (hai khoản này chiếm đến 57% tài sản ngắn hạn). Công ty đang tìm kiếm cơ hội mới để sử dụng hiệu quả số tiền này, trước mắt, khi chưa sử dụng hết thì sẽ gửi tiết kiệm, đầu tư để có thêm thu nhập tài chính.

Khoản phải thu khách hàng của VNM tăng do công ty thay đổi chính sách công nợ đối với khách hàng trong nước, tăng thời gian thanh toán cho khách hàng để thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm trong xu hướng cạnh tranh ngày càng gia tăng trong 2017. Theo đó, số ngày phải thu bình quân năm tăng lên 21 so với 17 ngày ở năm 2016, hầu hết các khoản phải thu này được thu hồi tốt (dự phòng phải thu khó đòi không đáng kể trong 5 năm qua). Số ngày tồn kho giảm nhẹ, công ty không phát sinh hàng tồn kho chậm lưu chuyển đáng kể trong 2017 (dự phòng giảm giá HTK rất thấp trong 5 năm qua).

Tài sản dài hạn chiếm 41% tổng tài sản, chủ yếu là nhà máy sản xuất, trang trại. Tỷ lệ này khá ổn định trong 5 năm trở lại đây.

Về nguồn vốn, đến cuối 2017, tổng nợ chiếm 31% tổng nguồn vốn (năm liên trước chỉ chiếm 24%), nợ vay rất thấp, chiếm 1,6% tổng nguồn vốn. Các khoản nợ chủ yếu là ngắn hạn, năm 2017, tỷ trọng nợ/tổng nguồn vốn tăng chủ yếu do tăng nợ chiếm dụng như phải trả người bán và cổ tức phải trả.

BIỂU ĐỒ 9: Tình hình dòng tiền của VNM giai đoạn 2013-2017


Nguồn: VNM

VNM có dòng tiền lành mạnh và an toàn. Dòng tiền hoạt động kinh doanh chính luôn dương, dòng tiền đầu tư ổn định, dòng tiền tài chính âm chủ yếu do công ty trả cổ tức cho cổ đông. CFO qua các năm khá lớn và tăng đều đặn (CAGR giai đoạn 2013-2017 là 11,4%), đáp ứng khá tốt cho nhu cầu đầu tư cũng như chi trả cổ tức cho cổ đông.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 7 cổ phiếu VNM và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VNM nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi,
quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt
Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành
Times Square, 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh,
Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch
Thang, Quận

Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888