

Bộ phận

Phân tích Nghiên cứu

Nguyễn Đình Thiên

Email: thien.nd@mhbs.vn

Công ty Cổ phần

Chứng khoán MHB

Trụ sở chính:

Tầng 2, 161 Đồng Khởi, Opera
View, Q.1, TpHCM

Tel: 38.241.567

Fax: 38.241.572

Website: www.mhbs.vn

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu,
Hàn Kiếm, Hà Nội

Tel: 626 82888

Fax: 627 02146

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VNMM)



VINAMILK



Ngày phát hành: 12/04/2010

MỤC LỤC

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN NGÀNH	4
PHÂN TÍCH NGÀNH THEO MÔ HÌNH 05 FORCES CỦA MICHAEL PORTER	8
TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP	10
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH.....	17
PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH.....	22
SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT	24
PHÂN TÍCH SWOT	25
MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ.....	26
NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ	287

Công ty cổ phần sữa Việt Nam – VINAMILK

Mã CK: VNM

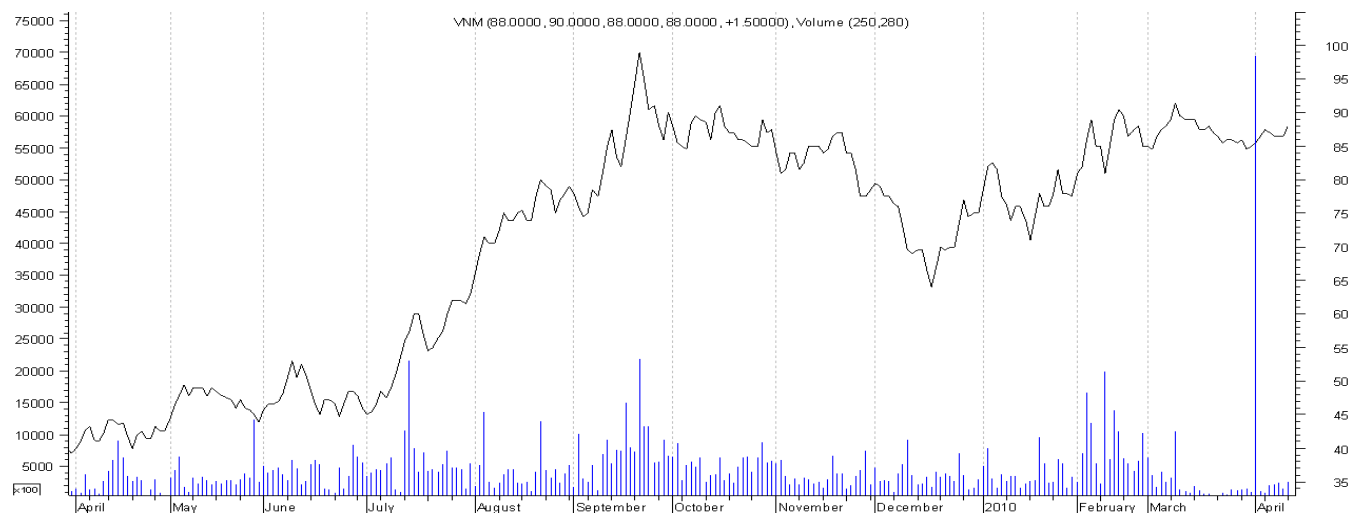
Sàn niêm yết: HSX

Ngày: 12/4/2010

Khuyến nghị đầu tư **MUA** **Giá hiện tại** **88.000** **Giá mục tiêu** **107.000**

Ngành	Hàng tiêu dùng	Vốn điều lệ	3.530 tỷ	EPS 2009	6.764
Lĩnh vực	Thực phẩm, đồ uống	GTVH thị trường	31.070 tỷ	BV	18.379
Giá hiện tại	88.000	KLCP niêm yết	353.072.120	P/E	13
Giá thấp nhất trong 52 tuần	64.000	KLCPLH bình quân năm 2009	350.890.921	P/B	4,79
Giá cao nhất trong 52 tuần	175.000	KLCPGD bình quân 30 ngày	422.280	Beta	0,74

Biểu đồ giá trong 1 năm (đã điều chỉnh giá)



Hội đồng quản trị		Ban điều hành		Ban kiểm soát	
Mai Kiều Liên	Chủ tịch	Mai Kiều Liên	TGD	Nguyễn Thị Tuyết Mai	Trưởng ban
Hoàng Nguyên Học	Ủy viên	Ngô Thị Thu Trang	Phó TGD	Nguyễn Trung Kiên	Thành viên
Ngô Thị Thu Trang	Ủy viên	Nguyễn Hữu Ngọc Trân	Phó TGD	Nguyễn Anh Tuấn	Thành viên
Lê Anh Minh	Ủy viên	Nguyễn Thị Như Hằng	Phó TGD		
Wang Eng Chin	Ủy viên	Nguyễn Thị Thanh Hòa	Phó TGD		
		Nguyễn Quốc Khánh	Phó TGD		
		Phạm Phú Tuấn	Phó TGD		
		Trần Minh Văn	Phó TGD		

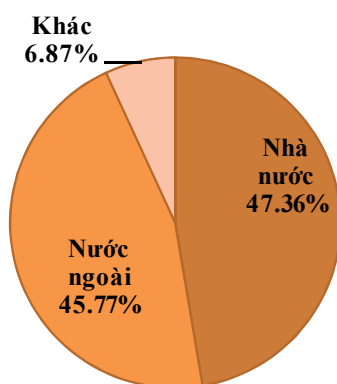
Đvt: tỷ đồng

TÓM TẮT

Chỉ tiêu	2008	2009
Tổng Tài sản	5.967	8.482
Nợ phải trả	1.154	1.808
Vốn chủ sở hữu	4.762	6.638
Doanh thu thuần (DTT)	8.208	10.614
Tăng trưởng DTT	26%	29%
Lợi nhuận gộp	2.598	3.878
Lợi nhuận gộp/DTT	31,6%	36,5%
LNST	1.248	2.376
Tăng trưởng LNST	29,6%	90,3%
LNST/DTT	15,2%	22,3%
Lợi nhuận thuộc cổ đồng công ty mẹ	1.250	2.375
ROA	22%	33%
ROE	28%	41,2%
EPS (đã điều chỉnh) (đồng)	3.563	6.764

Ghi chú: Tháng 7/2009 VNM chia thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 1:1 nâng vốn lên 3.510 tỷ đồng

Cơ cấu cổ đông



VNM hoạt động trong lĩnh vực hàng tiêu dùng - thực phẩm, đồ uống – một ngành có tốc độ tăng trưởng hàng năm xấp xỉ 20%. Hiện nay, VNM là doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam về sản xuất sữa và các sản phẩm từ sữa với khoảng 39% thị phần toàn quốc. Hiện tại, công ty có hệ thống phân phối trải rộng trên toàn quốc với hơn 200 nhà phân phối và hơn 135.000 điểm bán hàng. Ngoài ra VNM còn xuất khẩu đến hơn 10 quốc gia với tỷ lệ đóng góp doanh thu là 17%.

Năm 2009, VNM có sự tăng trưởng vượt bậc khi doanh thu tăng 29,3%, trong đó doanh thu nội địa tăng 35%, lợi nhuận sau thuế tăng 90% so với năm 2008 và đây là mức tăng trưởng cao nhất trong 4 năm vừa qua.

Có nền tảng và vị trí vững chắc trong ngành, được củng cố bởi tiềm năng tăng trưởng cao của ngành sữa và chính sách khuyến khích tăng cường tiêu thụ sữa trong nước của chính phủ, cùng với danh mục sản phẩm tốt, đa dạng, đạt tiêu chuẩn về chất lượng và dinh dưỡng cao. VNM có khả năng duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tốt trong năm 2010 và các năm tiếp theo.

Sản lượng không ngừng được nâng lên. Tổng công suất hiện nay của VNM là 504.000 tấn/năm, hiệu suất sử dụng khoảng 75%. Hiện tại, VNM đang triển khai một số dự án như nhà máy nước giải khát Bình Dương, nhà máy Tiên Sơn theo tiêu chuẩn Mega. Và kế hoạch sắp tới sẽ có các nhà máy Mega Bình Dương, nhà máy Sữa bột Dielac 2 và nâng cấp các nhà máy có sẵn, những dự án này sẽ là động lực tăng trưởng cho VNM trong những năm sắp tới.

Trên cơ sở phân tích về VNM chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VNM là **107.000** đồng / cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **XEM XÉT MUA** vào cổ phiếu VNM với mức giá hiện tại cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Sản phẩm sữa là sản phẩm dinh dưỡng bổ sung ngoài các bữa ăn hàng ngày đối với mọi lứa tuổi, sữa có tác dụng hỗ trợ sức khỏe. Trên thị trường có rất nhiều loại bột ngũ cốc, đồ uống tăng cường sức khỏe... nhưng các sản phẩm này về chất lượng và độ dinh dưỡng không hoàn toàn thay thế được sữa.

Ngành công nghiệp sữa Việt Nam có tốc độ tăng trưởng khá nhanh trong những năm gần đây nhờ vào sự tăng trưởng kinh tế đầy ấn tượng trong thập niên vừa qua. Theo Tổng cục thống kê, tốc độ tăng trưởng bình quân của thị trường sữa từ năm 2000 đến 2009 đạt hơn 9%/năm; mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người tăng 7,85%/năm, từ gần 9 lít năm 2000 lên gần 14 lít năm 2009. Sữa là một trong những mặt hàng có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong ngành thực phẩm đóng gói ở Việt Nam.

Sự đa dạng của sản phẩm nhờ sự mạnh tay đầu tư cho công nghệ sản xuất hiện đại cùng với sự cải thiện cơ sở hạ tầng một cách đáng kể. Qua đó, sản phẩm sữa được sản xuất tại Việt Nam đã có sự gia tăng về tính đa dạng, chất lượng và sản lượng. Thị trường cũng đã tiếp nhận sự thâm nhập của các nhãn hiệu nổi tiếng thế giới như Mead Johnson, Abbott, Nestle, Dutch Lady....

Ngành bán lẻ phát triển sẽ thúc đẩy ngành thực phẩm tăng trưởng cao. Việc mở cửa cho phép các công ty bán lẻ nước ngoài vào thị trường Việt Nam sẽ thúc đẩy ngành hàng bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ hơn sẽ kéo theo sự tăng trưởng cộng hưởng của ngành thực phẩm nhờ vào hệ thống phân phối rộng khắp.

Tình hình thị trường

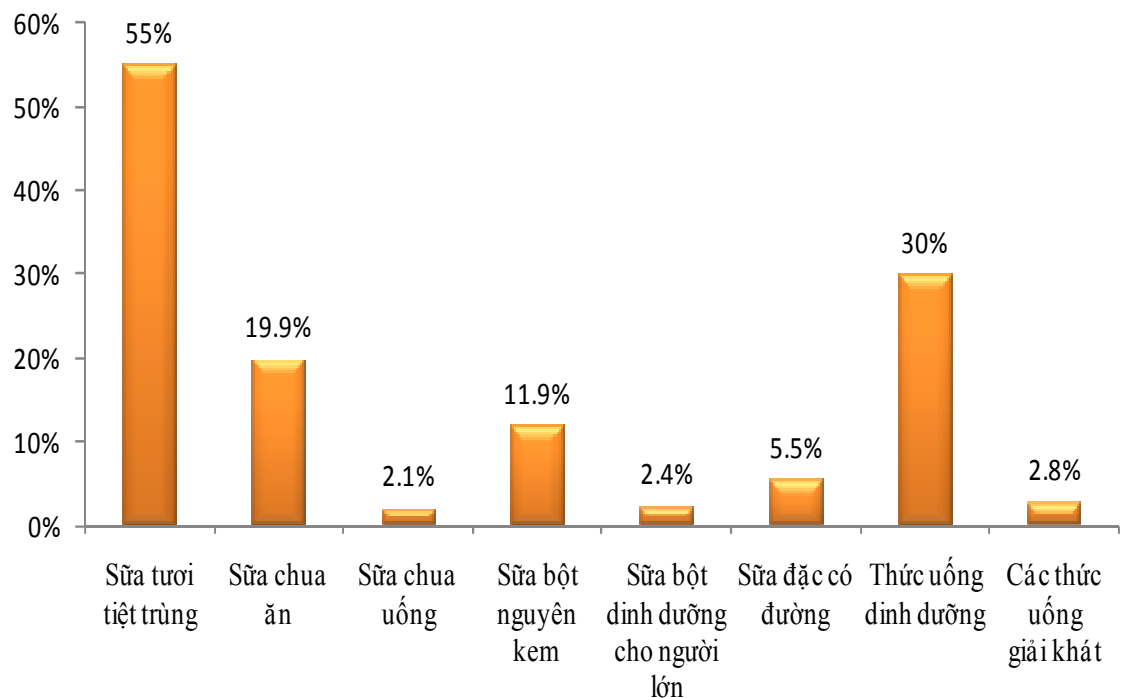
Cạnh tranh gay gắt các nhãn hiệu sữa trong và ngoài nước. Mặc dù có sự giảm sút đầu tư sau cuộc khủng hoảng kinh tế nhưng ngành công nghệ thực phẩm tại Việt Nam vẫn là một kênh hấp dẫn của các nhà đầu tư quốc tế như Unilever, Nestlé... Tại thị trường Việt Nam đang có 83 nhãn hiệu sữa khác nhau của hơn 50 nhà sản xuất, do vậy, cạnh tranh giữa các nhãn hiệu được coi là khá khốc liệt.

Sữa chua và sữa nước là loại sản phẩm được ưa chuộng. Số liệu khảo sát gần đây cho thấy do phù hợp với nhiều lứa tuổi, sữa chua ăn, sữa tươi và sữa tiệt trùng là hai ngành hàng có số người sử dụng cao nhất, lần lượt là 89,1% và 87,1% trong ngành sữa.

Vinamilk vẫn khẳng định là thương hiệu hàng đầu trong tâm trí người tiêu dùng. Theo khảo sát thị hiếu tiêu dùng sữa năm 2009 của AGROINFO cho thấy việc chọn lựa sữa tươi - tiệt trùng của Vinamilk cao nhất, chẳng hạn sữa tươi 100% nguyên chất có

đường của Vinamilk là 26,5%. Đối với các sản phẩm sữa chua ăn, Vinamilk gần như không có đối thủ với 72,1% người tiêu dùng chọn sữa chua có đường, 23,8% chọn sữa chua trái cây, 20,0% chọn sữa chua dâu và 8,5% chọn sữa chua uống của VNM. Với lợi thế phong phú về chủng loại và hệ thống phân phối rộng khắp, các sản phẩm sữa tươi - tiệt trùng, sữa chua của Vinamilk được dự báo vẫn sẽ được người tiêu dùng tin tưởng trong thời gian tới.

Biểu đồ % số người sử dụng các sản phẩm từ sữa và thức uống được sử dụng thường xuyên nhất hiện nay

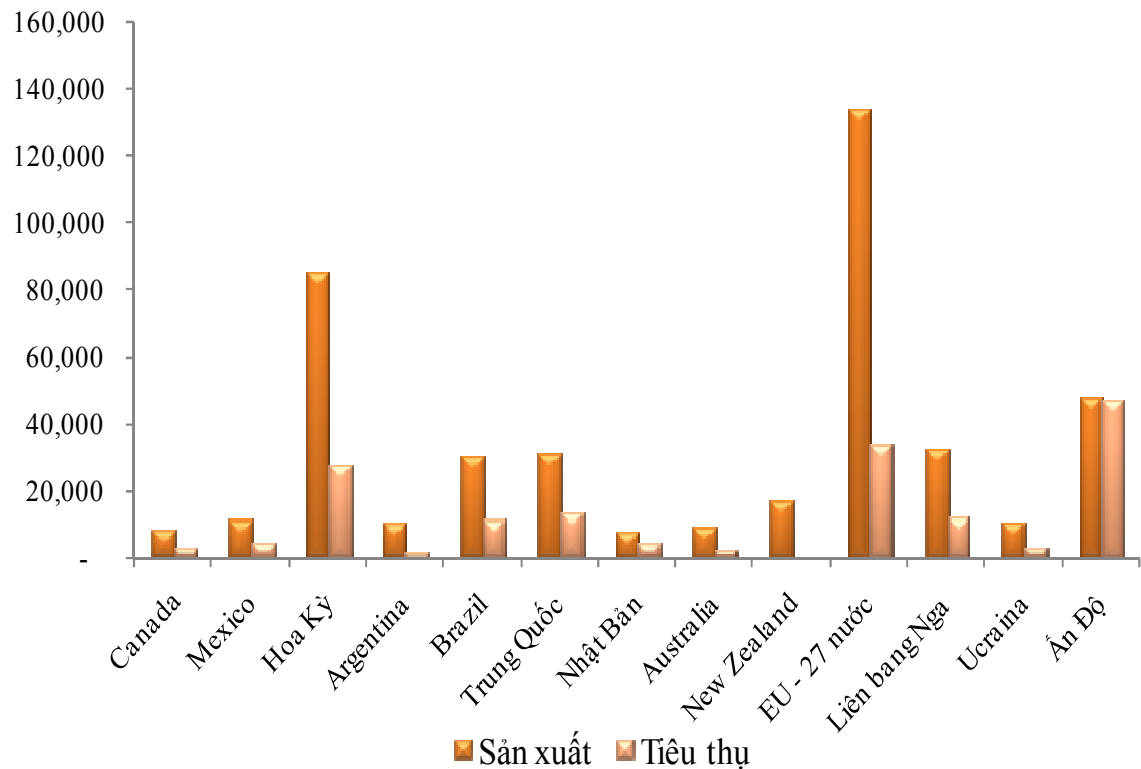


Nguồn: Điều tra tiêu dùng sữa 2009, ARGOINFO

Tiềm năng thị trường ngành sữa tại Việt Nam, Châu Á và thế giới

Sản lượng sản xuất sữa thế giới tăng đáng kể trong năm 2010 so với năm 2009, đó là dự báo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ cho sản phẩm sữa của thế giới năm 2010. Trong khi đó sản lượng sữa của Australia có thể giảm 1% vì hạn hán và giá thức ăn cao. Sản lượng sữa của New Zealand và Cộng đồng châu Âu có thể tăng nhẹ.

Biểu đồ dự báo sản lượng sữa nước sản xuất và tiêu thụ của 1 số nước trên thế giới năm 2010



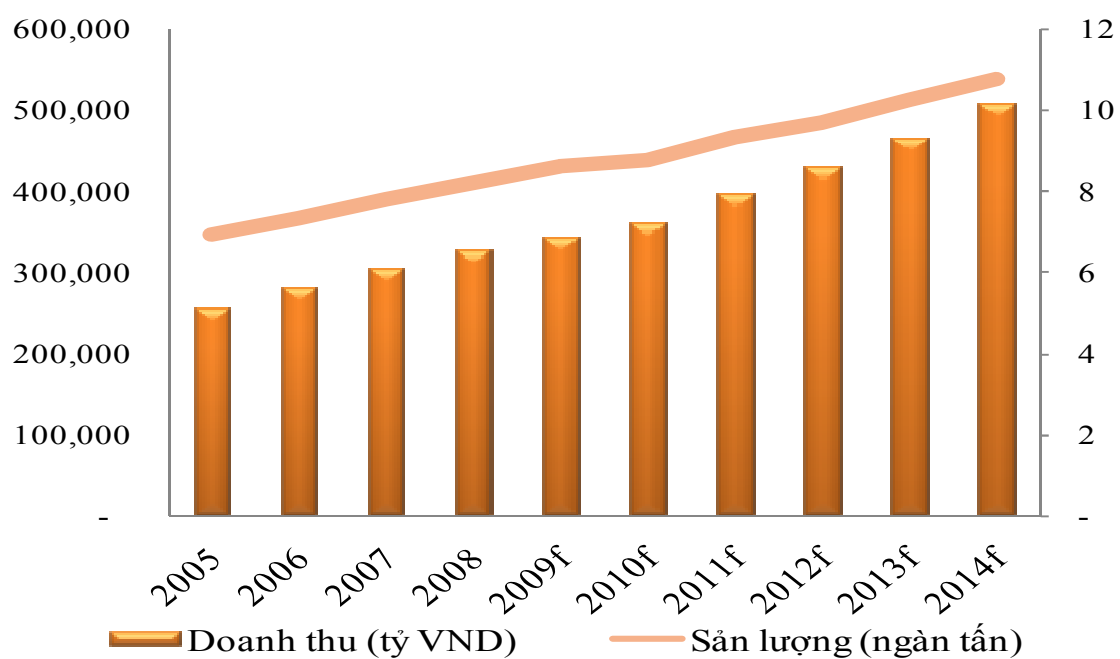
Nguồn: Bộ nông nghiệp Hoa Kỳ, MHBS

Giá sữa trong nước sẽ tăng từ 12% - 17% so với năm 2009. Giá trung bình cho các loại sữa được dự báo là khoảng 0,36 đến 0,37 USD/kg trong năm 2010. Giá bán lẻ sữa ở Việt Nam là khoảng 1,1 USD/ lít, cao hơn mức bình quân của thế giới và cao hơn nhiều so với giá thành sản xuất sữa. Nếu trừ đi các khoản chi phí sản xuất và phân phối sữa thì lợi nhuận của ngành vẫn đạt 28%, một mức sinh lời cao.

Theo dự báo của BMI thì tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của ngành thực phẩm đóng gói tại Việt Nam là 24,2% và tăng trưởng doanh thu là 48,7% trong vòng 4 năm tiếp theo.

Việt Nam được đánh giá là có tiềm năng rất lớn về thị trường sữa. Bởi hiện nay, người Việt Nam mới chỉ tiêu thụ trung bình 14 lít sữa/người/năm. Đây là mức tiêu thụ thấp so với mức 23 lít/người/năm ở Thái Lan hay 25 lít/người/năm ở Trung Quốc. Tổng mức sản xuất sữa của Việt Nam mới chỉ đáp ứng 24% - 27% nhu cầu trong nước. Việt Nam có cơ cấu dân số trẻ, trẻ em dưới 14 tuổi chiếm khoảng 36% dân số và mức tăng dân số trên 1%/năm. Thu nhập bình quân đầu người tăng trên 6%/năm.

Biểu đồ dự báo sản lượng và doanh thu ngành thực phẩm đóng gói đến năm 2014 tại thị trường Việt Nam



e/f: là ước lượng/dự báo của BMI. Nguồn: BMI

PHÂN TÍCH NGÀNH THEO MÔ HÌNH 05 FORCES CỦA MICHAEL PORTER

Tác động từ phía cung

Đối với ngành hàng thực phẩm thuộc lĩnh vực tiêu dùng nhanh (FMCG), nguồn cung cho các sản phẩm chủ yếu là từ các sản phẩm nông nghiệp như sữa bò, đường,... mà giá phụ thuộc rất nhiều vào thời tiết, cách chăm sóc của nông dân, các chất phụ gia. Ngoài ra, hiện nay ngành sữa nước ta chưa chủ động được nguồn nguyên liệu Việt Nam khi vẫn phải nhập khẩu khoảng 75% nguyên liệu bột sữa để sản xuất do đó cũng gặp 1 số khó khăn nhất định.

Tác động từ phía cầu

Với tổng mức sản xuất sữa của Việt Nam mới chỉ đáp ứng 24% - 27% nhu cầu trong nước, đồng thời việc tiêu dùng sữa sẽ tăng cùng với tốc độ tăng trưởng kinh tế đã tạo cho thị trường sữa của Việt Nam tiềm năng tăng trưởng đáng kể. Sự có mặt của các hãng nổi tiếng trên thế giới như Abbott, Nesle, Mead Johnson... cũng đã chứng minh cho sự hấp dẫn của ngành sữa tại thị trường Việt Nam.

Sản phẩm thay thế

Trên thị trường có rất nhiều loại bột ngũ cốc, đồ uống tăng cường sức khỏe... nhưng các sản phẩm này về chất lượng và độ dinh dưỡng không hoàn toàn thay thế được sữa. Tuy nhiên, gần đây sự xuất hiện các sản phẩm chức năng cũng làm cho ngành sữa gặp một số khó khăn nhất định trong giai đoạn sắp tới.

Rào cản thị trường và các đối thủ tiềm năng

Một điều kiện thuận lợi cho những người mới nhập ngành là mạng lưới bán lẻ đã có sẵn rộng khắp tại Việt Nam. Chính vì những thuận lợi này mà gần đây đã có hàng loạt những sản phẩm nổi tiếng nước ngoài tham gia vào thị trường Việt Nam. Ngoài ra, một công ty muốn tham gia vào ngành thì cần đầu tư một dây chuyền sản xuất sữa có giá trị trung bình khoảng vài chục tỷ đồng, đó là một khoản đầu tư không nhỏ chưa tính đến các chi phí xây dựng nhà máy. Bên cạnh đó, các sản phẩm nhập ngoại sẽ bị rào cản thuế suất nhập khẩu và các doanh nghiệp trong nước vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh riêng của mình.

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

Do thị trường sữa Việt Nam còn nhiều tiềm năng và tốc độ tăng trưởng hàng năm cao nên ngoài sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các công ty sữa trong nước như Hanoimilk, Nutifood, BaVi, Moc Chau... còn có các sản phẩm nhập ngoại như Abbott, MeadJohnson, Nestle, Dutch Lady... Với sự hấp dẫn của riêng mình thì thị trường sữa Việt Nam hứa hẹn cũng sẽ có sự tham gia mạnh mẽ từ các công ty sữa hàng đầu thế giới và đầu tư của các công ty trong nước.

Tóm tắt quá trình hình thành và phát triển:

- Năm 1976, được thành lập là Công ty Sữa, Café Miền Nam thuộc Tổng Công ty Thực Phẩm, với 6 đơn vị trực thuộc là: Nhà máy sữa Thống Nhất, Nhà máy sữa Trường Thọ, Nhà máy sữa Dielac, Nhà máy Café Biên Hòa, Nhà máy Bột Bích Chi và Lubico.
- Năm 1982, Công ty Sữa – Cà phê Miền Nam được chuyển giao về Bộ Công nghiệp thực phẩm và đổi tên thành Xí nghiệp Liên hiệp Sữa - Cà phê – Bánh kẹo I.
- Năm 1989, Xí Nghiệp Liên Hiệp Sữa – Cà phê – Bánh kẹo I chỉ còn 3 nhà máy trực thuộc:
 - + Nhà máy Sữa Thống Nhất.
 - + Nhà máy Sữa Trường Thọ.
 - + Nhà máy Sữa Dielac.
- Tháng 3/1992, Xí Nghiệp Liên Hiệp Sữa – Cà phê – Bánh kẹo I chính thức đổi tên thành Công ty Sữa Việt Nam (VINAMILK) - trực thuộc Bộ Công nghiệp nhẹ, chuyên sản xuất, chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa.
- Năm 1994, Công ty Sữa Việt Nam (VINAMILK) đã xây dựng thêm một nhà máy sữa ở Hà Nội để phát triển thị trường tại miền Bắc, nâng tổng số nhà máy trực thuộc lên 4 nhà máy:
 - + Nhà máy Sữa Thống Nhất
 - + Nhà máy Sữa Trường Thọ
 - + Nhà máy Sữa Dielac
 - + Nhà máy Sữa Hà Nội
- Năm 1996, Xí nghiệp Liên doanh Sữa Bình Định tại Quy Nhơn ra đời, góp phần thuận lợi đưa sản phẩm Vinamilk phục vụ rộng khắp đến người tiêu dùng khu vực miền Trung.
- Năm 2000, Công ty đã tiến hành xây dựng thêm:
 - + Nhà máy sữa Cần Thơ
 - + Xí nghiệp Kho vận;
- Tháng 12/2003, Công ty chuyển sang hình thức Công ty cổ phần, chính thức đổi tên là Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam.

-
- Tháng 04/2004: Công ty sáp nhập nhà máy sữa Sài Gòn (SAIGONMILK), nâng tổng vốn điều lệ của Công ty lên 1.590 tỷ đồng
 - Tháng 06/2005: Công ty mua lại phần vốn góp của đối tác trong Công ty Sữa Bình Định và sáp nhập vào Vinamilk
 - Ngày 30/06/2005: Công ty khánh thành nhà máy sữa Nghệ An.
 - Năm 2006:
 - + Mở phòng khám An Khang tại Tp.HCM.
 - + Mua trang trại bò sữa Tuyên Quang.
 - Tháng 9/2007: Mua cổ phần chi phối 55% Công ty sữa Lam Sơn.

Hoạt động kinh doanh chính

- Sản xuất và kinh doanh sữa hộp, sữa bột, bột dinh dưỡng, bánh, sữa tươi, sữa đậu nành, nước giải khát và các sản phẩm từ sữa khác;
- Kinh doanh thực phẩm công nghệ, thiết bị phụ tùng, vật tư, hoá chất (trừ hóa chất có tính chất độc hại mạnh) và nguyên liệu.
- Kinh doanh nhà, môi giới cho thuê bất động sản. Kinh doanh kho bãi, bến bãi. Kinh doanh vận tải hàng bằng ô tô. Bốc xếp hàng hoá.
- Sản xuất mua bán rượu, bia, đồ uống, thực phẩm chế biến, chè uống, cà phê rang – xay – phin – hoà tan.
- Sản xuất và mua bán bao bì, in trên bao bì.
- Sản xuất, mua bán sản phẩm nhựa (không sản xuất bột giấy, tái chế phế thải nhựa tại trụ sở).
- Phòng khám đa khoa.
- Chăn nuôi, trồng trọt, các hoạt động hỗ trợ chăn nuôi, trồng trọt. Xử lý hạt giống để nhân giống.

Chiến lược sản xuất kinh doanh

- củng cố, xây dựng và phát triển một hệ thống các thương hiệu cực mạnh đáp ứng tốt nhất các nhu cầu và tâm lý tiêu dùng của người tiêu dùng Việt Nam.
- Phát triển thương hiệu Vinamilk thành thương hiệu dinh dưỡng có uy tín khoa học và đáng tin cậy nhất với mọi người dân Việt Nam thông qua chiến lược áp dụng

nghiên cứu khoa học về nhu cầu dinh dưỡng đặc thù của người Việt Nam để phát triển ra những dòng sản phẩm tối ưu nhất cho người tiêu dùng Việt Nam.

- Đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh qua thị trường của các mặt hàng nước giải khát có lợi cho sức khỏe của người tiêu dùng thông qua thương hiệu chủ lực VFresh nhằm đáp ứng xu hướng tiêu dùng tăng nhanh đối với các mặt hàng nước giải khát đến từ thiên nhiên và có lợi cho sức khỏe con người.
- củng cố hệ thống và chất lượng phân phối nhằm giành thêm thị phần tại các thị trường mà Vinamilk có thị phần chưa cao, đặc biệt là tại các vùng nông thôn và các đô thị nhỏ.
- Khai thác sức mạnh và uy tín của thương hiệu Vinamilk là một thương hiệu dinh dưỡng có “uy tín khoa học và đáng tin cậy nhất của người Việt Nam” để chiếm lĩnh ít nhất là 35% thị phần của thị trường sữa bột trong vòng 2 năm tới.
- Phát triển toàn diện danh mục các sản phẩm sữa và từ sữa nhằm hướng tới một lượng khách hàng tiêu thụ rộng lớn, đồng thời mở rộng sang các sản phẩm giá trị cộng thêm nhằm nâng cao tỷ suất lợi nhuận chung của toàn Công ty.
- Phát triển nguồn nguyên liệu để đảm bảo nguồn cung sữa tươi ổn định, chất lượng cao với giá cạnh tranh và đáng tin cậy.

Danh sách các công ty con, công ty liên doanh

STT	Tên công ty con	VĐL (tỷ)	Tỷ lệ sở hữu của VNM (%)	Địa chỉ
1	Công ty TNHH Một Thành viên Đầu tư Bất động sản Quốc tế	160	100	184 - 188 Nguyễn Đình Chiểu, P6, Q3, TP HCM
2	Công ty Cổ Phần Bất Động Sản Chiến Thắng Việt Nam	45	100	95 Lê Lợi, Q Hải Châu, TP Đà Nẵng
3	Công ty TNHH Một Thành viên Bò sữa Việt Nam	220	100	184-186-188 Nguyễn Đình Chiểu, P6, Q3, TP HCM
4	Công ty Cổ phần Sữa Lam Sơn	80	55	KCN Lễ Môn, Tỉnh Thanh Hóa

STT	Tên công ty liên doanh	Tỷ lệ sở hữu của VNM (%)	Địa chỉ
1	Công ty CP Nguyên Liệu Thực Phẩm Á Châu Sài Gòn	20	Lô C-9E-CN, KCN Mỹ Phước 3, Huyện Bến Cát, Tỉnh Bình Dương
2	Trang trại mẫu Campina	25	Thôn Tư Tra – Huyện Đơn Dương – Tỉnh Lâm Đồng
3	Căn hộ Horizon	24,5	Công ty địa ốc FICO. Tầng lửng, Khu C, 348 Bến Vân đồn, Phường 1, Quận 5, TP.HCM

Hội đồng quản trị, Ban điều hành

Hội Đồng Quản Trị	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm
Mai Kiều Liên	Chủ tịch	Kỹ sư Công nghệ chế biến sữa	Hơn 34 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Hoàng Nguyên Học	Ủy viên	Cử nhân Tài chính – Kế toán	
Ngô Thị Thu Trang	Ủy viên	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	Hơn 25 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Lê Anh Minh	Ủy viên	Cao học Quản trị kinh doanh	
Wang Eng Chin	Ủy viên	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	Hơn 25 năm kinh nghiệm trong ngành thực phẩm
Ban điều hành	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm
Mai Kiều Liên	TGD	Kỹ sư Công nghệ chế biến sữa	Hơn 34 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Ngô Thị Thu Trang	Phó TGD	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	Hơn 25 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Nguyễn Hữu Ngọc Trân	Phó TGD	Cử nhân Kinh tế	Hơn 8 năm kinh nghiệm trong ngành hàng tiêu dùng nhanh
Nguyễn Thị Như Hằng	Phó TGD	Cử nhân Kinh tế	Hơn 29 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Nguyễn Thị Thanh Hòa	Phó TGD	Kỹ sư Công nghệ thực phẩm	Hơn 17 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Nguyễn Quốc Khánh	Phó TGD	Kỹ sư Công nghệ thực phẩm	Hơn 22 năm kinh nghiệm trong ngành sữa
Phạm Phú Tuấn	Phó TGD	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	
Trần Minh Văn	Phó TGD	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	
Lê Thành Liêm	Kế toán trưởng		
Ban kiểm soát	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm
Nguyễn Thị Tuyết Mai	Trưởng ban	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	
Nguyễn Trung Kiên	Thành viên	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	
Nguyễn Anh Tuấn	Thành viên	Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	

Các loại thuế

Thuế TNDN của Công ty mẹ và các công ty con như sau:

Công ty	Thuế suất hiện hành	Miễn thuế
Công ty mẹ và các thành viên còn lại	25%	
Nhà máy cà phê Sài Gòn	25%	Miễn thuế từ năm 2009 - 2011, từ 2012 - 2016 giảm 50%
Nhà máy Sữa Cần Thơ	15% đến năm 2014 và 25% các năm sau đó	Giảm 50% từ 2009 - 2013
Nhà máy Sữa Dielac	15% đến năm 2014 và 25% các năm sau đó	Giảm 50% từ 2009 - 2013
Nhà máy Sữa Sài Gòn	15% đến năm 2012 và 25% các năm sau đó	Giảm 50% từ 2006 - 2012
Nhà máy Sữa Tiên Sơn	25%	Miễn thuế từ năm 2008 - 2010, từ 2011 - 2015 giảm 50%
Công ty Bò Sữa Việt Nam - Chi nhánh Tuyên Quang	15% đến năm 2018 và 25% các năm sau đó	Miễn thuế từ năm 2009 - 2011, từ 2012 - 2018 giảm 50%
Công ty Bò Sữa Việt Nam - Chi nhánh Bình Định	25%	Miễn thuế năm 2009, từ 2010 - 2013 giảm 50%
Công ty CP Sữa Lam Sơn	15% đến năm 2018 và 25% các năm sau đó	Miễn thuế 3 năm đầu kể từ khi có lợi nhuận chịu thuế, giảm 50% cho 7 năm tiếp theo

Với cơ cấu thuế suất như trên VNM cũng sẽ còn lợi thế lớn từ nguồn vốn chưa phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp. Bên cạnh đó thuế nhập khẩu nguyên liệu sữa cũng tạm thời thấp hơn cam kết với WTO – hiện ở mức 7%. Hiện cũng đang có một số đề xuất tăng thuế nhập khẩu để bảo vệ ngành chăn nuôi bò sữa trong nước, điều này sẽ ảnh hưởng không nhỏ trong vấn đề kiểm soát chi phí đầu vào của VNM. Tuy nhiên, để chủ động nguồn nguyên liệu của mình VNM đã có chiến lược phát triển các trang trại bò sữa cho riêng mình như trang trại mẫu Campina.

Chính sách cổ tức, Tỷ lệ trích lập các quỹ

Căn cứ điều lệ của công ty, chính sách cổ tức và trích lập các quỹ như sau:

- Kết thúc niên độ tài chính, HĐQT có trách nhiệm xây dựng phương án phân phối lợi nhuận và trích lập các quỹ để trình ĐHĐCĐ. Tỷ lệ trích lập các quỹ như sau:

STT	Quỹ trích lập	Tỷ lệ trích (trên LNST)
1	Đầu tư phát triển	10%
2	Dự phòng tài chính	5%
3	Khen thưởng phúc lợi	10%
4	Thưởng ban quản lý điều hành	Dựa vào kết quả kinh doanh

- HĐQT có thể thanh toán cổ tức giữa kỳ nếu xét thấy việc chi trả này phù hợp với khả năng sinh lời của công ty.
- Tình hình thực hiện chi trả cổ tức của công ty.

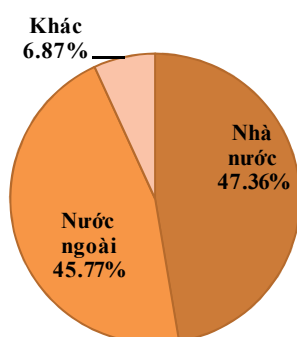
Hình thức trả cổ tức	2007	2008	2009
Bằng tiền	29%	29%	40%

Riêng năm 2009, VNM đã phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 1:1 nâng vốn điều lệ lên 3.510 tỷ đồng

- Theo theo mức chi trả cổ tức trong 3 năm gần nhất chúng tôi dự tính mức chi trả cổ tức bình quân của VNM trong những năm tiếp theo như sau:

Tỷ lệ trả cổ tức sau trích lập các quỹ	2010	2011	2012	2013
	30%	30%	40%	40%

Cơ cấu cổ đông của công ty tại thời điểm cuối tháng 3 năm 2010



STT	Cổ đông	Số cổ phần sở hữu	Tỷ lệ (%)
1	Trong nước	191.474.762	54,23
2	Ngoài nước	161.582.038	45,77
Tổng		353.056.800	100
1	Cá nhân	120.975.946	34,3
2	Tổ chức	232.080.854	65,7
Tổng		353.056.800	100

Với qui định của Nhà nước về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại VNM là 46% thì cơ cấu cổ đông hiện nay nhà đầu tư nước ngoài đã mua và sở hữu hết tỷ lệ của mình tại VNM, điều này càng cho thấy sự tin tưởng vào tăng trưởng nhanh, bền vững và ổn định của VNM trong giai đoạn sắp tới.

Danh sách các cổ đông lớn

STT	Tên cổ đông lớn	Số cổ phần sở hữu	Tỷ lệ (%)
1	SCIC	167.202.282	47,4
2	Deutsche Bank AG London	17.378.510	4,9
3	Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	16.970.002	4,8
4	Vietnam Enterprise Investments Limited	8.672.720	2,5
5	Amersham Industries Limited	12.161.760	3,4
6	Vietnam Dragon Fund Limited	6.591.320	1,9
7	Grinling International Limited	3.104.260	0,9
Tổng cộng		232.080.854	65,7

Giao dịch cổ đông lớn và cổ đông nội bộ trong 6 tháng gần đây

STT	Tên cổ đông lớn	Giao dịch	Số lượng	Tỷ lệ sở hữu sau giao dịch
1	Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	Mua	7.323.127	4,8%
2	Trần Minh Văn	Bán	30.000	0,01%
3	Nguyễn Thị Như Hằng	Bán	30.000	0,01%

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

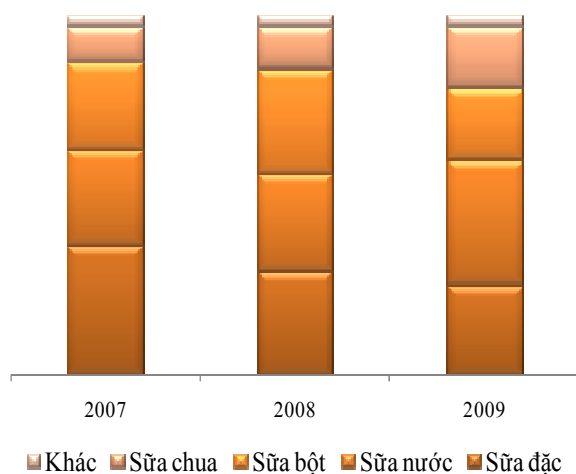
Một số dự án đầu tư mở rộng sản xuất tiêu biểu

STT	Nhà máy	Vốn đầu tư	Sản phẩm	Năm bắt đầu hoạt động	Tình trạng hoạt động
1	Nước giải khát	390 tỷ	- Sữa đậu nành - Sâm bí đao - Nước trái cây	T4 - 2010	40 – 45% so với thiết kế. Công suất: 315 triệu chai/năm
2	Nâng cấp NM Tiên Sơn theo tiêu chuẩn Mega	400 tỷ	Sữa	2012	
3	Nhà máy Mega	1.330 tỷ	Sữa	2013	
4	Dielac 2	1.400 tỷ	Sữa bột	2014	

Với dây chuyền nước giải khát đưa vào hoạt động tháng 4 và tỷ suất sinh lợi dự kiến của dòng sản phẩm này ban đầu là 30% sẽ góp phần làm cho VNM tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong các năm tiếp theo. Tuy nhiên, theo dự kiến năm 2010 VNM sẽ cố gắng hòa vốn khi đưa vào vận hành dây chuyền này. Mục tiêu lọt vào top 50 công ty sữa lớn nhất thế giới với doanh thu đạt 1 tỷ USD vào năm 2012 của VNM sẽ rất khả quan khi các dự án trên hoàn tất và đưa vào hoạt động.

Phân tích cơ cấu doanh thu, chi phí, lợi nhuận

Cơ cấu doanh thu từ HĐKD

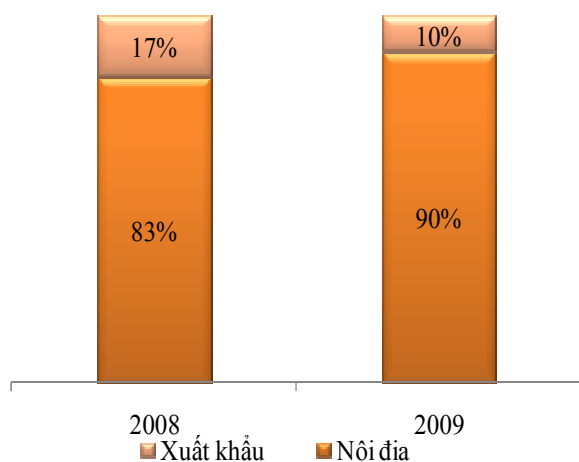


Cơ cấu Doanh thu

Loại sản phẩm	2007	2008	2009
Sữa đặc	36%	29%	25%
Sữa nước	27%	27%	34,6%
Sữa bột	24%	29%	20%
Sữa chua	10%	12%	17,2%
Khác	3%	3%	3%

Ghi chú: tính trên Doanh thu từ HĐSXKD

Doanh thu năm 2009 tăng cao nhờ khai thác tốt thị trường trong nước khi doanh thu nội địa tăng 34,6%. Năm 2009, đánh dấu sự tăng trưởng 51% của sữa chua – dòng sản phẩm mà VNM đang chiếm vị trí độc tôn trên thị trường trong nước. Bên cạnh đó, tăng trưởng của



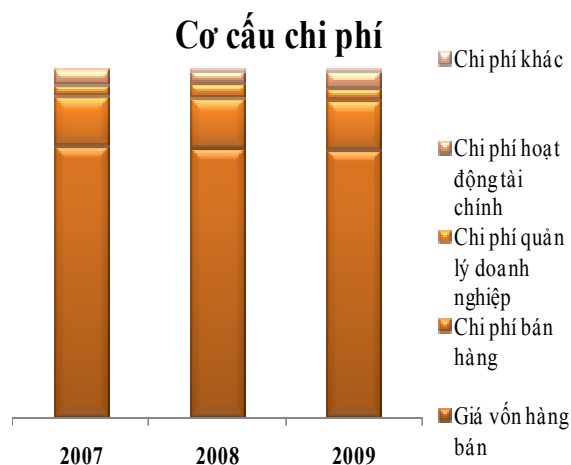
nhóm sữa nước là 47,8%, sữa đặc và sữa bột là 13,3% và 32,5%. Điều này cũng cho thấy được sự đột phá trong định hướng phát triển của VNM khi mà các dòng sản phẩm khác có sự cạnh tranh khốc liệt từ các sản phẩm nhập ngoại.

Lợi nhuận tăng trưởng của năm 2009 là do sản lượng tiêu thụ tăng 25%,

Với 2 dự án mới của VNM sẽ hoạt động trong 2 năm sắp tới, chúng tôi dự kiến doanh thu thuần của VNM sẽ tăng trưởng 38,7% trong năm 2010 và 26,3% năm 2011.

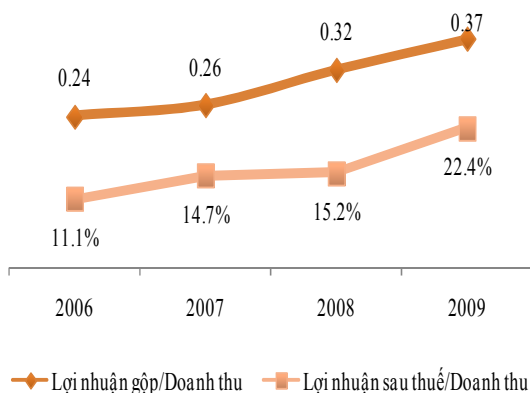
Trong năm 2009 VNM đã nghiên cứu và tung ra thị trường 12 sản phẩm mới.

Cơ cấu chi phí



Khoản mục chi phí	2006	2007	2008	2009
Giá vốn hàng bán	5.012	4.836	5.611	6.735
Chi phí bán hàng	899	864	1.052	1.245
Chi phí quản lý doanh nghiệp	113	204	298	293
Chi phí hoạt động tài chính	40	26	198	185
Chi phí khác			6.729	7.072

Ghi chú: Chi phí tính trên doanh thu thuần

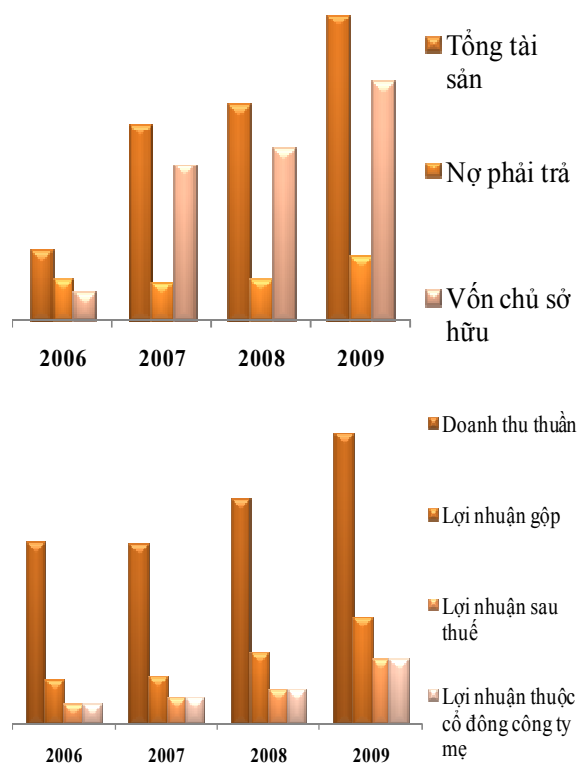


Sự cải thiện tỷ lệ các khoản chi phí trên doanh thu thuần của VNM. Trong cơ cấu chi phí của VNM giá vốn chiếm 63,5%/doanh thu thuần. Giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp có xu hướng giảm dần qua các năm, điều này chứng tỏ trình độ quản lý chi phí của công ty ngày càng tốt hơn, góp phần nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp. Năm 2009, đánh dấu VNM bắt đầu ứng dụng các chương trình quản lý

chi phí như Oracle E-Business, Mercer góp phần giảm dần tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng một cách đáng kể từ 3,6% và 12,8% năm 2008 xuống còn 2,8% và 11,7% năm 2009. Nhờ đó, VNM cũng sẽ tiếp tục giảm các tỷ lệ các khoản mục chi phí này trên doanh thu thuần trong những năm sắp tới. Ngoài ra, với lợi thế về thương hiệu và mối quan hệ tốt với nhà cung cấp trong và ngoài nước tạo điều kiện cho VNM có được nguồn cung rẻ và ổn định.

Vinamilk đã tái cấu trúc lại thương hiệu với những chiến dịch marketing rất tập trung. Thay vì mang lợi nhuận đầu tư sang các ngành bất động sản hay tài chính như các năm trước. Do đó, nhìn vào cơ cấu chi phí trong năm 2009, chi phí bán hàng chỉ tăng 18,36% và chi phí quản lý giảm 1,63% so với năm 2008 bên cạnh mức tăng 29,3% của Doanh thu thuần cho thấy mục tiêu phát triển bền vững bằng chính thể mạnh của mình.

Phân tích kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh



Một số chỉ tiêu chính của VNM qua các năm

ĐVT: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009
Tổng Tài sản	1.954	5.425	5.967	8.482
Nợ phải trả	1.160	1.073	1.154	1.808
Vốn chủ sở hữu	795	4.316	4.762	6.638
Doanh thu thuần (DTT)	6.619	6.538	8.208	10.614
Tăng trưởng DTT	17%	-1%	26%	29%
Lợi nhuận gộp	1.606	1.702	2.598	3.878
Lợi nhuận gộp/DTT	24,3%	26%	31,7%	36,5%
LNST	732	963	1.248	2.376
Tăng trưởng LNST	21%	32%	29,6%	90,3%
LNST/DTT	11,1%	14,7%	15,2%	22,4%
Lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ	732	963	1.250	2.375

Tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu của Vinamilk đã có những bước cải thiện tích cực từ 24,3% năm 2006 lên 31,65% năm 2008 và đạt 36,53% năm 2009 nhờ vào sự tăng trưởng những dòng sản phẩm đem lại tỷ suất sinh lợi cao như sữa bột, sữa chua, kem. Năm 2009, mặc dù giá nguyên liệu sữa bột nhập khẩu trên thị trường thế giới đã giảm (khoảng 13,8 – 43%) công ty vẫn giữ giá bán cũng góp phần làm tăng tỷ suất lợi nhuận gộp. Trong năm 2010, VNM dự định tăng giá trung bình 8% trong khi đã chốt giá nguyên liệu với giá thấp của thế giới. Doanh thu hoạt động tài chính của VNM trong năm 2009 chủ yếu từ việc chuyển nhượng vốn khi thanh lý liên doanh bia Sabmiller và lãi tiền gửi ngân hàng.

Tổng tài sản VNM không ngừng tăng cao, so với năm 2006 tổng tài sản của VNM đã tăng 4,34 lần và 1,42 lần so với năm 2008 tăng mạnh qua các năm do sự tăng trưởng mạnh và mở rộng hoạt động kinh doanh của công ty. Trong các năm sắp tới, công ty tiếp tục đầu tư để cũng sẽ làm tăng đáng kể tổng tài sản của mình với mức đầu tư và các dự án tiêu biểu như sau:

Đvt: tỷ đồng

Tổng mức đầu tư	Đã thực hiện	2010	2011	2012	Các năm sau
8.600	774	1.723	3.461	1.367	1.276

Kế hoạch đầu tư của 1 số dự án tiêu biểu:

Đvt: tỷ đồng

Dự án	2010	2011	2012	Các năm sau
NM nước giải khát Bình Dương	56			
Văn phòng Phú Mỹ Hưng	140			
Nhà máy Tiên Sơn		42	52	298
Văn phòng Hà Nội và các chi nhánh		200	200	
NM Mega Bình Dương	227	1.516	311	704
NM Dielac 2	201	805	201	134
Đầu tư vùng nguyên liệu nước ngoài	195	614	215	

Tỷ lệ nợ thấp chiếm 21,7% trong cơ cấu nguồn vốn của công ty, so với năm 2008 tỷ lệ nợ của công ty có tăng nhẹ khoảng 2%. Tỷ lệ này khá an toàn, chi phí lãi vay chỉ chiếm 0,06% tổng doanh thu của công ty, vì vậy VNM sẽ ít chịu ảnh hưởng khi có biến động lãi suất và chủ động trong việc sử dụng hiệu quả đồng vốn của mình.

Phân tích tình hình đầu tư tài chính

Cuối năm 2009, VNM đang sở hữu một dòng tiền nhàn rỗi dồi dào lên đến 2.740 tỷ đồng trong đó tiền mặt là 375 tỷ, tiền gửi dưới 1 năm là 2.277 tỷ. Đầu tư tài chính dài hạn của công ty chiếm một tỷ lệ rất nhỏ trong tổng tài sản (169 tỷ). Do đó, VNM đã giảm thiểu rủi ro trong lĩnh vực đầu tư tài chính đến mức thấp nhất.

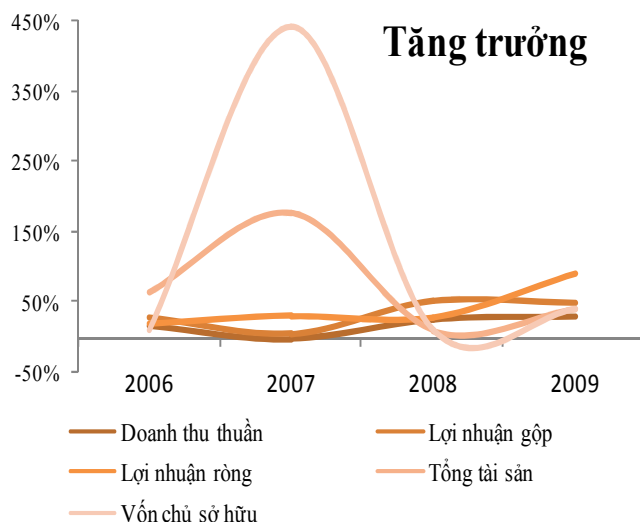
Phân tích các rủi ro đặc thù của VNM

Do nguồn nguyên liệu sản xuất phải nhập khẩu hơn 60% do đó sự biến động tỷ giá hối đoái sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VNM.

Rủi ro từ nguyên liệu nhập khẩu có nhiễm các chất nguy hại như melamine, khuẩn và các vi sinh khác ảnh hưởng đến chất lượng sản phẩm gây nguy hại cho người tiêu dùng.

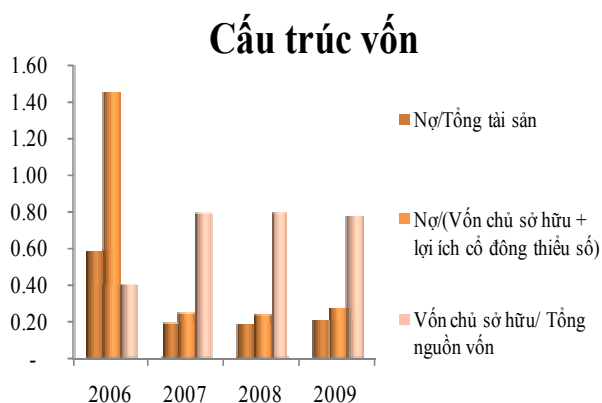
Rủi ro từ các công ty cạnh tranh trong ngành và các hãng sữa hàng đầu thế giới khi mà thị trường sữa Việt Nam đang có những tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của mình

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH



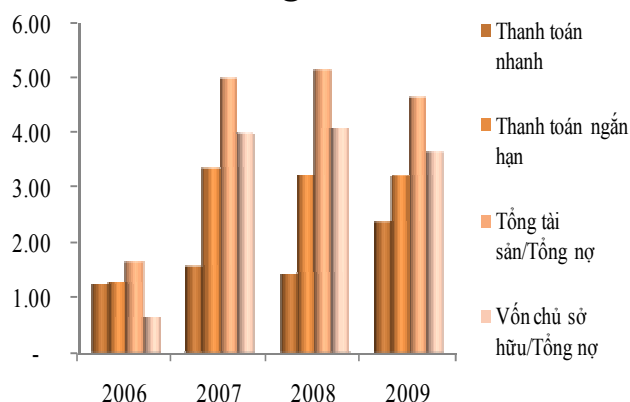
Vinamilk là công ty có sự tăng trưởng bền vững về tài sản và lợi nhuận trong nhiều năm qua. Từ mức tổng tài sản gần 2.000 tỷ và lợi nhuận gộp 1.600 tỷ năm 2006 lên gần 8.500 tỷ và 3.900 tỷ năm 2009 tương ứng với mức tăng 434% và 241%. Đặc biệt, năm 2009 đánh dấu sự tăng trưởng vượt bậc của VNM khi lợi nhuận thuần tăng trưởng gấp đôi so với năm 2008 và đạt 2.376 tỷ VND.

VNM sẽ có sự tăng trưởng mạnh về tổng tài sản trong những năm sắp tới khi VNM tiếp tục đầu tư mở rộng để đa dạng danh mục sản phẩm của mình. Dự án nhà máy nước giải khát cung cấp các sản phẩm như sữa đậu nành, sâm bí đao và nước trái cây, công suất 200 triệu chai/năm cho giai đoạn 1 có tổng vốn đầu tư vào khoảng 390 tỷ đồng sẽ đi vào hoạt động cuối Q1-2010. Với dự kiến chỉ hoạt động khoảng 40-50% công suất thiết kế và đóng góp khoảng 2% vào doanh thu 2010 của công ty. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp của nhóm sản phẩm này khá hấp dẫn là trên 30%.



Cơ cấu nguồn vốn của công ty là rất an toàn, khi tỷ lệ Nợ/VCSH ở mức rất thấp, chỉ khoảng 0,27 lần. Tỷ trọng VCSH rất lớn, chiếm đến 78,3% trong Tổng Nguồn vốn tài trợ, điều này giúp cho VNM ít chịu tác động của lãi suất ngân hàng và khả năng vay nợ để huy động vốn dễ dàng khi có nhu cầu đầu tư.

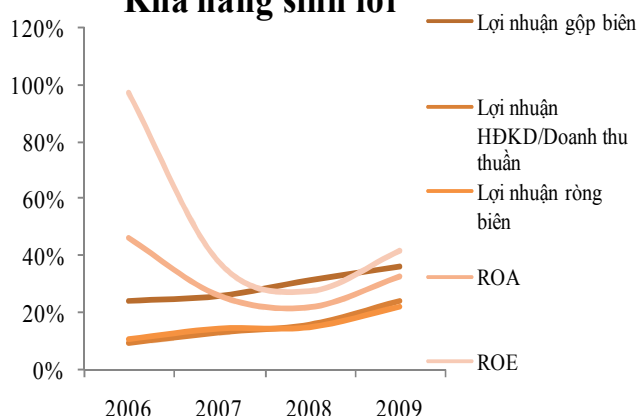
Khả năng thanh toán



Xét trên phương diện khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán nhanh của VNM duy trì ổn định ở mức 1,3 – 1,6 khá tốt từ 2006 – 2009. Tuy nhiên do cơ cấu lại trong hoạt động kinh doanh của mình, VNM đã chuyển đổi các khoản đầu tư tài chính và bất động sản của mình nên trong năm 2009 lượng tiền mặt của VNM còn khá nhiều – chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn tại ngân hàng (2.740 tỷ) và đầu tư trái phiếu làm cho tỷ suất thanh toán nhanh tăng lên 2,42. Điều này giúp cho VNM có được nguồn vốn dồi dào để có thể triển khai được các dự án trong thời gian tới mà không chịu nhiều áp lực trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ từ bên ngoài.

Khả năng sinh lời



Xét về hiệu quả kinh doanh thì VNM đã thể hiện rõ khả năng sinh lời của mình ngay cả khi nền kinh tế gặp khó khăn trong giai đoạn vừa qua, ROE đạt 42% và ROA đạt 33%, riêng EPS đạt mức tăng trưởng 89,7% trong năm 2009 (tương ứng với mức tăng 6.376đ/cp). Điều đó cũng chứng minh được năng lực lãnh đạo của ban điều hành để đưa VNM lên một tầm cao mới. Với mức lợi nhuận biên gộp tăng trưởng 49% và lợi nhuận ròng tăng 90% cho thấy khả năng sinh lời cao của VNM từ các sản phẩm truyền thống của mình. Qua đó VNM cũng sẽ tiếp tục được khẳng định hiệu quả kinh doanh với cổ đông khi công ty tiếp tục cơ cấu lại chính sách kinh doanh và đưa vào hoạt động 2 nhà máy mà dòng sản phẩm có tỷ suất sinh lời khá cao trong giai đoạn sắp tới.

SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

Trên sàn niêm yết HNX hiện có Công ty cổ phần sữa Hà Nội - HNM hoạt động cùng ngành và cạnh tranh với VNM. Tuy nhiên, chúng tôi chọn so sánh VNM với một số công ty niêm yết trong ngành thực phẩm để thấy được sự hiệu quả của VNM và mức độ tăng trưởng của ngành thực phẩm nói chung.

Đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	VNM	KDC	NKD	BBC	SBT
Tổng Tài sản	8.482	4.249	596	737	1.846
Nợ phải trả	1.808	1.760	324	212	191
Vốn chủ sở hữu	6.638	2.426	272	525	1.654
Doanh thu thuần (DTT)	10.614	1.527	768	627	771
Tăng trưởng DTT	29%	4,88%	13,1%	15,2%	36,9%
Lợi nhuận gộp	3.878	506	226	186	203
Lợi nhuận gộp/DTT	36,5%	33,2%	29,4%	29,7%	26,3%
LNST	2.376	527	88	57,3	210
Tăng trưởng LNST	90,3%	-	125%	175%	157,6%
LNST/DTT	22,4%	34,3%	11,5%	9,1%	27,2%
ROA	33%	15%	14,8%	8,89%	12,1%
ROE	41,2%	22,1%	35,4%	11,3%	13,6%
P/E	12,7	10,5	9,37	8,84	8,71
P/B	4,62	2,13	2,82	0,97	1,1
EPS (đã điều chỉnh) (đồng)	6.764	6.190	5.392	3.726	1.485

Từ các chỉ số so sánh như trên ta có thể thấy qui mô và mức độ tăng trưởng của VNM là rất cao trong ngành thực phẩm khi mà chỉ số ROA, ROE tương ứng với mức 33% và 41,2% cao nhất trong các công ty có mức vốn hóa lớn hoạt động trong ngành thực phẩm đang niêm yết trên sàn. Mặc dù mức tăng doanh thu thuần của VNM chỉ đạt 90% thấp hơn các công ty so sánh nhưng do qui mô của VNM là rất lớn với doanh thu thuần đạt 10.614 tỷ đồng thì mức tăng tuyệt đối của VNM rất đáng được quan tâm. EPS của VNM sau khi chia thưởng cho cổ đông với tỷ lệ 1:1 vào tháng 9 năm 2009 vẫn đạt được mức cao 6.764 đồng/cổ phiếu.

PHÂN TÍCH SWOT

Thế mạnh (S)	Cơ hội (O)
<ul style="list-style-type: none"> - Danh mục sản phẩm đa dạng và có thương hiệu mạnh. - Mạng lưới phân phối và bán hàng rộng khắp. - Quan hệ bền vững với các nhà cung cấp, đảm bảo nguồn sữa và nguyên vật liệu đáng tin cậy. - Năng lực nghiên cứu và phát triển theo định hướng thị trường. - Kinh nghiệm quản lý tốt được chứng minh bởi kết quả hoạt động kinh doanh bền vững. - Thiết bị và công nghệ sản xuất đạt chuẩn quốc tế. 	<ul style="list-style-type: none"> - Thuế nhập khẩu nguyên liệu sữa đang thấp hơn theo cam kết với WTO tạo cơ hội cho giảm việc giảm chi phí => nâng cao cạnh tranh. - Việt Nam có thị trường nội địa rộng lớn. - Người tiêu dùng Việt Nam, đặc biệt là giới trẻ và tầng lớp giàu có, rất chuộng các sản phẩm có thương hiệu. - Người dân ngày càng quan tâm hơn đến sức khỏe và hiểu được lợi ích của những sản phẩm từ sữa.
Điểm yếu (W)	Thách thức (T)
<ul style="list-style-type: none"> - Chưa chủ động được hoàn toàn nguồn nguyên liệu. Với khoảng 60% nguyên liệu nhập khẩu, điều này sẽ dẫn tới lợi nhuận của công ty sẽ bị ảnh hưởng do biến động tỷ giá. - Chưa tận dụng hết nguồn tiền mặt hiện có để mở rộng qui mô, phát triển sản xuất để sinh lợi tối đa cho cổ đông. 	<ul style="list-style-type: none"> - Thị trường sữa Việt Nam có mức cạnh tranh cao. Ngoài các tên tuổi trong nước còn có các sản phẩm nhập khẩu nổi tiếng như Abbott, Mead Johnson, Nestles Dutch Lady, v.v. - Sữa ngoại nhập dễ dàng hơn khi Việt Nam gia nhập WTO. - Mức tiêu thụ sản phẩm phụ thuộc vào mức sống của người dân và tăng trưởng kinh tế.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Mô hình dự báo doanh thu, lợi nhuận

Từ năm 2010 doanh thu VNM sẽ tiếp tục tăng trưởng cùng với mức tăng trưởng ngành đồng thời thêm nguồn thu từ nhà máy nước giải khát sẽ đi vào hoạt động vào tháng 4 năm 2010. Dựa vào doanh thu được dự báo từ chiến lược kinh doanh của VNM chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận cho giai đoạn 2010 - 2012 như sau:

Chỉ tiêu	2010	2011	2012
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	14.512	18.048	22.492
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	3.464	4.284	5.293
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	2.944	3.641	4.499
EPS (đồng)	8.381	10.365	12.806

Các mô hình định giá

Các giả định:

- Thu nhập ròng, EBIT của công ty từ năm 2010 tăng trưởng trung bình 24,7%/năm trong 3 năm, tăng trưởng liên tục 20%, 17% trong năm 2013, 2014 và tăng trưởng 15% trong 3 năm sau đó, 12% cho năm 2018 và sau đó tăng trưởng ổn định 3%.
- Từ 2014 công ty phát triển ổn định, chi phí đầu tư thuần và thay đổi vốn lưu động hằng năm được tài trợ bằng khấu hao.
- Lãi suất chiết khấu WACC = 14,75% được tính trên mức bình quân vốn chủ sở hữu và bình quân nợ trong giai đoạn 2010 - 2012.
- Lãi suất chiết khấu Re = 16% được tính trên mức lãi suất tiền gửi tiết kiệm 10,5% cộng (+) mức bù rủi ro 5,5%.
- P/E bình quân 13 lần; P/B bình quân là 3 lần.
- Giá trị sổ sách thời điểm cuối năm 2009 là 18.379 đồng/CP, năm 2010 công ty chỉ phát hành tăng vốn thông qua chương trình cổ phiếu ưu đãi cho nhân viên (ESOP).
- Tỷ lệ chia cổ tức mỗi cổ phần giai đoạn 2010-2012 được tính theo chiến lược kinh doanh giai đoạn 2010 – 2012 của công ty bình quân là 33%, sau 2013 giả định công ty trả cổ tức với tỷ lệ ổn định trên lợi nhuận sau thuế là 40% và ổn định ở mức 30% từ năm 2019.

- **Mô hình FCFF**

Kết quả định giá theo FCFF: **129.225 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 30% trong việc kết hợp các mô hình.

- **Mô hình FCFE**

Kết quả định giá theo FCFE: **134.279 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 30% trong việc kết hợp các mô hình.

- **Mô hình định giá theo P/E**

Kết quả định giá theo P/E: **88.011 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 20% trong việc kết hợp các mô hình.

- **Mô hình định giá theo P/B**

Kết quả định giá theo P/B: **55.133 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 10% trong việc kết hợp các mô hình.

- **Mô hình định giá theo chiết khấu dòng cổ tức (DDM)**

Kết quả định giá theo DDM: **47.039 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 10% trong việc kết hợp các mô hình.

- **Tổng hợp các mô hình định giá**

Theo các mô hình định giá chúng tôi sử dụng, giá trị hợp lý của VNM nằm trong khoảng **47.039 – 134.279 đồng/CP**. Với việc cho các tỷ lệ như trên trong phần kết hợp các mô hình thì giá hợp lý bình quân của VNM vào khoảng **107.000 đồng/CP**.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	129.225	30%	38.768
FCFE	134.279	30%	40.284
P/E	88.011	20%	17.602
P/B	55.133	10%	5.513
DDM	47.039	10%	4.704
Giá hợp lý bình quân		100%	106.871

Giá trị VNM theo các phương pháp định giá chúng tôi sử dụng ước tính vào khoảng **107.000 đồng/CP** cao hơn **21,4%** so với giá đóng cửa ngày 12/04/2010.

Qua phân tích tình hình hoạt động kinh doanh có thể nhận thấy VNM là cổ phiếu có hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt với các mức sinh lời cao và ổn định. Cơ cấu tài chính tuy còn sử dụng vốn tự có nhiều hơn đi vay nhưng vẫn đảm bảo tỷ suất sinh lời cho cổ đông và tốc độ đầu tư tăng trưởng của công ty.

Triển vọng phát triển ngành và công ty trong thời gian tới tương đối tốt khi kinh tế hồi phục kéo theo mức sống của dân cư dẫn đến chi tiêu cho các sản phẩm bổ dưỡng tăng cao. Đặc biệt, với nhà máy nước giải khát sẽ hoạt động vào tháng 4/2010 và doanh thu ước tính của VNM trong quý 1 đã tăng 50% so với cùng kỳ năm ngoái hứa hẹn đem lại sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010. Ngoài ra, các nhà máy và vùng nguyên liệu VNM đầu tư cho các năm sau cũng sẽ giúp VNM tăng trưởng bền vững cả thị trường trong nước và nước ngoài hướng đến mục tiêu doanh thu 1 tỷ USD vào năm 2012 để lọt vào top 50 doanh nghiệp sản xuất sữa lớn nhất thế giới.

Với những phân tích trên, chúng tôi kiến nghị **XEM XÉT MUA** cổ phiếu VNM với mức giá hiện tại cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn (3 - 6 tháng) và mục tiêu đầu tư dài hạn.

Phụ lục Bảng cân đối kế toán, báo cáo hoạt động kinh doanh, các chỉ tiêu tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2009 Đã kiểm toán	2010 Dự báo	2011 Dự báo	2012 Dự báo
A - TÀI SẢN NGẮN HẠN	5.069.157.000.000	4.816.381.121.960	4.221.603.787.407	5.713.335.181.597
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	426.135.000.000	897.404.926.422	800.564.148.676	1.430.837.409.693
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	2.314.253.000.000	1.261.693.000.000	476.943.000.000	947.845.000.000
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	728.634.000.000	1.140.523.669.473	1.363.264.498.135	1.660.767.121.037
IV. Hàng tồn kho	1.311.765.000.000	1.420.158.885.453	1.473.414.843.657	1.528.667.900.295
V. Tài sản ngắn hạn khác	288.370.000.000	96.600.640.612	107.417.296.939	145.217.750.572
B - TÀI SẢN DÀI HẠN	3.412.879.000.000	4.990.831.596.943	8.002.053.348.724	9.378.336.173.957
I. Các khoản phải thu dài hạn	8.822.000.000	9.351.320.000	9.912.399.200	10.507.143.152
II. Tài sản cố định	2.524.964.000.000	4.038.691.404.609	7.135.623.494.682	8.009.957.892.879
1. Tài sản cố định hữu hình	1.835.583.000.000	1.879.794.397.250	2.129.435.225.218	2.359.845.173.457
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	39.241.000.000	84.950.407.359	90.934.827.464	95.876.329.961
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	650.140.000.000	2.073.946.600.000	4.915.253.442.000	5.554.236.389.460
III. Bất động sản đầu tư	27.489.000.000	-	-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	602.479.000.000	697.402.436.050	497.402.436.050	897.402.436.050
V. Lợi thế thương mại				
VI. Tài sản dài hạn khác	249.125.000.000	245.386.436.284	359.115.018.792	460.468.701.877
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	8.482.036.000.000	9.807.212.718.904	12.223.657.136.131	15.091.671.355.554
A - NỢ PHẢI TRẢ	1.808.931.000.000	1.956.325.817.975	2.552.271.508.967	3.171.095.603.574
I. Nợ ngắn hạn	1.552.606.000.000	1.682.566.817.570	2.217.663.759.300	2.760.611.894.446
II. Nợ dài hạn	256.325.000.000	273.759.000.405	334.607.749.666	410.483.709.128
B - VỐN CHỦ SỞ HỮU	6.637.739.000.000	7.815.520.900.928	9.636.019.627.164	11.885.209.751.980
I. Vốn chủ sở hữu	6.455.474.000.000	7.603.815.203.405	9.387.903.955.116	11.592.110.277.435
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	182.265.000.000	211.705.697.523	248.115.672.048	293.099.474.544
C. LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	35.366.000.000	35.366.000.000	35.366.000.000	35.366.000.000
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	8.482.036.000.000	9.807.212.718.904	12.223.657.136.131	15.091.671.355.554

CHỈ TIÊU	2009	2010 Dự báo	2011 Dự báo	2012 Dự báo
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	10.820.142.000.000	14.718.098.155.500	18.254.857.142.267	22.698.089.370.694
Giá vốn hàng bán	6.735.062.000.000	9.496.437.420.000	11.870.546.775.000	14.838.183.468.750
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	3.878.709.000.000	5.015.289.735.500	6.177.939.367.267	7.653.534.901.944
Doanh thu hoạt động tài chính	439.936.000.000	439.936.000.000	439.936.000.000	439.936.000.000
Chi phí tài chính	184.828.000.000	184.828.000.000	184.828.000.000	184.828.000.000
Chi phí bán hàng	1.245.476.000.000	1.600.709.815.322	1.931.105.577.700	2.346.348.352.651
Chi phí quản lý doanh nghiệp	292.942.000.000	376.494.717.457	454.205.404.313	551.872.520.323
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2.595.399.000.000	3.293.193.202.721	4.047.736.385.254	5.010.422.028.970
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	2.731.630.205.890	3.464.052.649.789	4.283.967.591.144	5.292.653.234.860
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	2.376.339.205.890	2.944.444.752.320	3.641.372.452.472	4.498.755.249.631

Các chỉ tiêu tài chính	2006	2007	2008	2009
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	17,4%	-1,2%	25,6%	29,3%
Lợi nhuận gộp	27,6%	5,9%	52,7%	49,3%
Lợi nhuận ròng	20,8%	31,7%	29,6%	90,3%
Tổng tài sản	65,0%	177,6%	10,0%	42,2%
Vốn chủ sở hữu	11,8%	443,2%	10,3%	39,4%
Cấu trúc vốn				
Nợ/Tổng tài sản	0,59	0,20	0,19	0,21
Nợ/(Vốn chủ sở hữu + lợi ích cổ đông thiểu số)	1,46	0,25	0,24	0,27
Vốn chủ sở hữu/ Tổng nguồn vốn	0,41	0,80	0,80	0,78
Khả năng thanh toán				
Thanh toán nhanh	1,30	1,61	1,45	2,42
Thanh toán ngắn hạn	1,34	3,40	3,28	3,26
Tổng tài sản/Tổng nợ	1,68	5,05	5,17	4,69
Vốn chủ sở hữu/Tổng nợ	0,68	4,02	4,12	3,67
Hiệu quả quản lý				
Vòng quay tài sản cố định	6,37	4,42	4,59	4,76
Vòng quay tổng tài sản	4,22	1,77	1,44	1,47
Vòng quay tồn kho	289,05	5,71	3,25	4,36
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	19,24	30,57	28,93	23,64
Khả năng sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	24,3%	26,0%	31,6%	36,5%
Lợi nhuận HĐKD/Doanh thu thuần	9,5%	13,2%	16,0%	24,5%
Lợi nhuận ròng biên	11,1%	14,7%	15,2%	22,4%
ROA	46,6%	26,1%	21,9%	32,9%
ROE	97,2%	37,7%	27,5%	41,7%
EPS	10.759	5.496	7.132	6.764

CAM KẾT CỦA PHÒNG PHÂN TÍCH

Tất cả các quan điểm chúng tôi trình bày trong bản báo cáo này phản ánh hoàn toàn quan điểm riêng của chúng tôi đối với thị trường chứng khoán. Chúng tôi không đưa ra các khuyến cáo ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến hoạt động kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cân trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này

BẢN QUYỀN

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Mọi bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Mọi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.