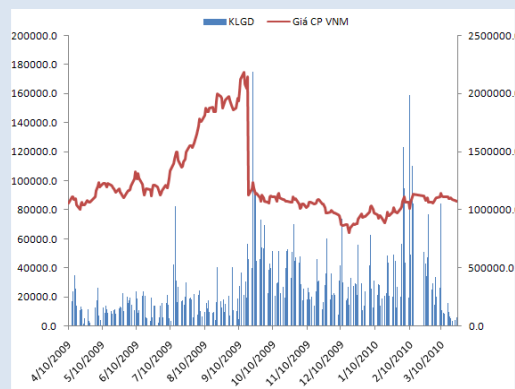


Lê Tất Thành
Chuyên viên phân tích
 Email: thanhtl@thanglongsc.com.vn

Mã: **VNM - Sàn: HOSE**
 Ý kiến phân tích: **MUA**
 Giá mục tiêu: **113,429 VND**

STOCK STATISTICS

Giá ngày 04/05/2010	93.000
Ngành: Thực phẩm và đồ uống	
Mô hình kinh doanh: Các sản phẩm sữa	
Niêm yết từ	19/1/2006
Số cổ phiếu lưu hành	351.265.300
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	351.265.300
Vốn hóa (tỷ VND)	32.667
Giá cao 52 tuần (VND)	177.000
Giá thấp 52 tuần (VND)	64.000
KLGD trung bình 10 ngày	
% Thay đổi giá 1 tháng	4.68%
% Thay đổi giá 3 tháng	9.82%
% Thay đổi giá 6 tháng	5.30%
% Thay đổi giá 12 tháng	107.18%
% Sở hữu nước ngoài	49.0%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%
Beta 52 tuần	0.81
Nguồn: TSC	



ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH	2008	2009	2010E
Assets	5,967	8,482	9,710
Equity	4,762	6,638	8,412
Gross Revenue	8,209	10,613	14,601
EBIT	1,379	2,476	3,206
EAT	1,323	2,376	2,805
EPS	7,546	6,765	7,908
Dividend	2,900	4,000	3,000
PE	5.83	11.09	15.29
PB	1.56	4.08	5.39
Sales Growth	23.5%	29.3%	37.6%
EPS Growth	29.6%	-5.0%	16.8%
Gross Profit Margin	31.6%	36.5%	0.0%
Net Profit Margin	15.2%	22.4%	19.2%
Return on Total Asset	22.4%	33.0%	30.9%
Return on Equity	28.1%	43.1%	39.7%
Dividen Yield %	7.0%	5.3%	NA

Nguồn: VNM, TSC

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM – (VNM : HOSE)

May 6, 2010

Mức tiêu thụ sữa của thị trường Việt nam hiện rất thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới là cơ hội thể hiện tiềm năng tăng trưởng của VNM trong dài hạn. Trong ngắn hạn, doanh thu của VNM được dự báo sẽ có đột biến lớn nhất kể từ năm 2003 do VNM đã giành được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh với các sản phẩm sữa quan trọng. Chúng tôi dự báo EPS năm 2010 vào khoảng 7,903 đồng và với mức PE trung bình ngành là 14.34, chúng tôi dự báo VNM sẽ đạt giá 113,429 vào cuối năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu này.

GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP

VNM tiền thân là Công ty Sữa, Café Miền Nam, trực thuộc Tổng Công ty Lương Thực. Năm 1992, VNM chính thức đổi tên thành Công ty cổ phần Sữa Việt Nam

Hiện tại, VNM sản xuất kinh doanh 6 nhóm sản phẩm chính là sữa bột và bột dinh dưỡng; sữa đặc; sữa nước (sữa tươi); sữa chua, kem và phô mai; nước ép, sữa đậu nành; nước tinh khiết; cà phê.

DIỄN BIẾN MỚI

Từ thông tin của AC Nielsen, doanh thu 3 nhóm sản phẩm (sữa nước, sữa đậu nành, sữa chua) tại 6 thành phố lớn của VNM trong hai tháng đầu năm lần lượt là 118.7 tỷ và 111.6 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu tháng 2 tại 6 thành phố này đã tăng trưởng gần 91% so với mức 58.6 tỷ đồng cùng kỳ năm 2009.

Xét trong tương quan với các doanh nghiệp khác trong ngành, thị phần sữa nước (chiếm 34.6% doanh thu nội địa của VNM) của VNM đã gia tăng đáng kể so với tháng 2 năm ngoái.

Thị phần sữa nước tại 6 thành phố lớn	T2/2009	T2/2010
Vinamilk	46.6%	53.2%
Dutch Lady	47.6%	34.1%
Mộc Châu	2.7%	3.3%
Tân Việt Xuân	1.2%	2.2%
Nutifood	1.0%	3.6%
IDP	0.9%	3.6%
Tổng cộng	100%	100%

Nguồn: AC Nielsen

Thông tin cập nhật tại Đại hội cổ đông 2009 của VNM, kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2010:

Chỉ tiêu kế hoạch - Tỷ đồng	KH 2010	TH 2009	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	14,428	10,820	33.3%
Lợi nhuận trước thuế	3,137	2,731	14.9%
Lợi nhuận sau thuế	2,666	2,376	12.2%

Nguồn: VNM

Kết quả kinh doanh quý I/2010, VNM đạt 3,305 tỷ đồng doanh thu (23% kế hoạch, tăng 56.7% so với cùng kỳ) và 817 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (vượt 30.6% kế hoạch, tăng 68.4% so với cùng kỳ).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp, 11 kg/ người/ năm.
- Ngành Sữa được Chính Phủ quan tâm đầu tư và phát triển.
- Sản phẩm đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng về khẩu vị và yêu cầu môi trường, chất lượng.
- Đứng đầu trong ngành sữa về thương hiệu, thị phần.
- Hệ thống phân phối rộng lớn.
- Dần chiếm lĩnh nguồn nguyên liệu sữa tươi trong nước và gia tăng thị phần sữa bột

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2010 của VNM tăng 37.1%, cao nhất từ năm 2003 trở lại đây do việc VNM đã giành được thị phần từ đối thủ cạnh tranh Dutch Lady với các sản phẩm quan trọng. Do VNM là cổ phiếu được quan tâm khá phổ biến, chúng tôi sử dụng chỉ số PE của các công ty cùng ngành trên thế giới là 14.34. Với EPS 2010 dự báo ở mức 7,903 đồng, chúng tôi xác định giá mục tiêu cuối năm của VNM là 113,429 đồng. Mức giá này cao hơn 22% so với giá đóng cửa ngày 04/05/2010. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu này.

RỦI RO CHÍNH

- Phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu.
- Rủi ro vệ sinh an toàn thực phẩm
- Chính sách quản lý giá của Chính Phủ thay đổi gây bất lợi cho các doanh nghiệp trong ngành.
- Rủi ro đầu tư tài chính ngắn hạn vào chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết

TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

Đơn vị: Triệu VND

Earning Model	2008	2009	2010E
Net sales	8,208,982	10,613,771	14,601,060
Cost of sales	(5,610,969)	(6,735,062)	(9,490,689)
Gross profit	2,598,013	3,878,709	5,110,371
Gross profit margin	31.6%	36.5%	35.0%
Selling expenses	(1,052,308)	(1,245,476)	(1,635,319)
General administration expenses	(297,804)	(292,942)	(365,027)
EBIT	1,378,074	2,476,250	3,206,183
Investment income	264,810	439,936	189,460
Net interest	(197,621)	(184,828)	(90,359)
Net financial items	67,189	255,108	99,101
Other operating income	130,173	143,031	102,157
Other operating expenses	-	(7,072)	(6,000)
Earnings before tax	1,445,263	2,731,358	3,305,284
Income tax	122,615	355,291	499,899
Tax/Profit before amortisation	8.5%	13.0%	15.1%
Profit after taxes	1,322,648	2,376,067	2,805,385
Dividend paid (VND per share)	2,900	4,000	3,000
Retained earnings	814,348	971,067	1,741,097
Weighted average shares (m)	87,638	263,263	353,006
Year end shares (m)	175,276	351,250	354,763
Earnings per share (VND)	7,546	6,765	7,908
Common stock dividend (VND)	2,900	4,000	3,000
Payout ratio (common stock)	38.4%	59.1%	37.9%

Cashflow Statements	2008	2009	2010E
Net profit	1,322,648	2,376,067	2,805,385
Adjustments for:			
Depreciation and amortisation	1,117,999	225,023	279,516
Change in inventories	(1,775,342)	463,577	(1,026,735)
Change in trade receivables	(700,082)	(325,744)	(8,762)
Change in trade payables	784,280	755,043	(655,323)
Cash flow from operations	749,503	3,493,966	1,394,081
Change in tangible fixed assets	(3,326,221)	(818,379)	(1,000,999)
Change in intangible fixed assets	(374,002)	(1,940,251)	372,047
Change in long term investments	(570,657)	(31,822)	(19,281)
Cashflow from investments	(4,270,880)	(2,790,452)	(648,234)
Equity issued	3,862,678	1,700,452	375,907
Change in other funds	146,812	70,819	285,643
Change in financial debts	188,222	(174,939)	59,691
Change in long term liabilities	181,930	74,395	43,931
Dividends to shareholders	(519,611)	(2,286,760)	(1,687,156)
Cash flow from financing	3,860,031	(616,033)	(921,983)
Net cash flow	338,654	87,481	(176,136)
Opening cash	-	338,654	426,135
Closing cash	338,654	426,135	249,999

Projected Free Cash Flow	2008	2009	2010E
Profit after Taxes	1,322,648	2,376,067	2,805,385
Add back depreciation	1,117,999	225,023	279,516
(-) increase in CA, except cash	(2,474,949)	146,180	(1,036,319)
(+) increase in CL	972,502	580,104	(595,632)
(-) increase in PEaC	(2,725,543)	(519,792)	(733,387)
Free Cash Flow	(1,787,343)	2,807,582	719,563

Balance Sheet	2008	2009	2010E
Current Assets			
Cash and cash equivalents	338,654	426,135	250,000
Financial investment	374,002	2,314,253	1,942,206
Accounts receivable	646,385	728,634	876,588
Inventory	1,775,342	1,311,765	2,338,500
Prepaid expenses, other CA	53,222	288,370	150,000
Total current assets	3,187,605	5,069,157	5,557,294
Property and equipment			
At cost	2,725,543	3,245,335	3,978,722
Less accumulated depreciation	(1,117,999)	(1,343,022)	(1,622,538)
Net property and equipment	1,607,544	1,902,313	2,356,184
Other long - term assets	1,171,810	1,510,566	1,796,637
Total Assets	5,966,959	8,482,036	9,710,115
Current Liabilities			
Financial debts	188,222	13,283	72,974
Trade payables	709,816	1,455,475	809,000
Other liabilities	74,464	83,848	75,000
Total Current Liabilities	972,502	1,552,606	956,974
Long-term debt	181,930	256,325	300,256
Stockholders' equity	4,761,913	6,637,739	8,412,241
Common stock	1,752,757	3,512,653	3,547,626
Investment and development funds	869,697	1,756,283	2,036,649
Retained earnings	803,037	892,344	2,010,573
Budget sources and other funds	1,336,422	476,459	817,394
Minority interest	50,614	35,366	40,643
Total liabilities and equity	5,966,959	8,482,036	9,710,115

Growth and Margin (%)	2008	2009	2010E
Sales Growth	23.5%	29.3%	37.6%
EBITDA Growth			
EBIT Growth	44.6%	95.8%	21.1%
Net Income Growth	29.6%	90.3%	18.0%
EPS Growth	29.6%	-5.0%	16.8%
Gross Margin	31.6%	36.5%	0.0%
EBITDA Margin			
EBIT Margin	17.0%	25.8%	0.0%

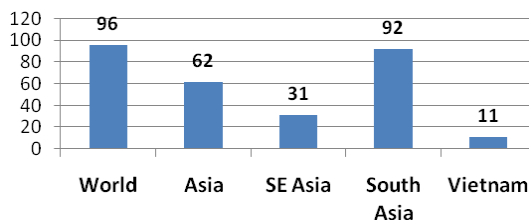
Ratios	2008	2009	2010E
ROE	28.1%	43.1%	39.7%
ROA	22.4%	33.0%	30.9%
Inventory days	112.9	84.3	70.2
Receivable days	28.9	23.7	25.5
Payable days	42.4	43.4	31.4
Net debt/equity	24.2%	27.3%	14.9%
Interest cover - EBIT(x)	51.8	411.4	287.4

Valuation (Multiples)	2008	2009	2010E
PE	5.83	11.09	15.29
PB	1.56	4.08	5.39
Dividend Yield (%)	7.0%	5.3%	NA

Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEaC = Property and Equipment at Cost

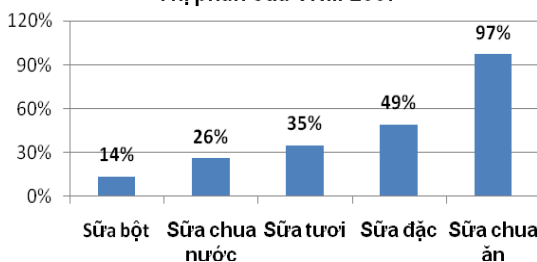
Source: Thang Long Securities

Tiêu thụ sữa bình quân đầu người 2007
(kg/ người/ năm)

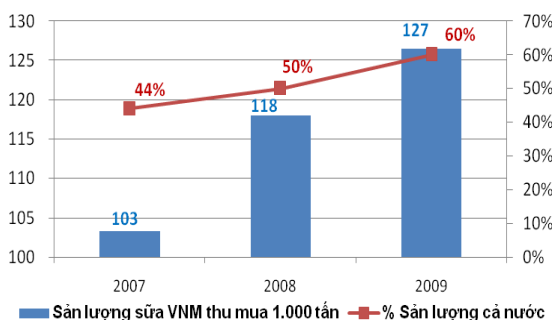


Nguồn: APHCA, TSC tổng hợp và dự báo

Thị phần của VNM 2007



Nguồn: EuroMonitor



Nguồn: DairyVietnam, VNM, TSC tổng hợp

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người thấp. Hiện nay, tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam là 11 kg/ người/ năm, thấp hơn rất nhiều so với mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người trên thế giới 96 kg/ người/ năm, tại Nam Á 92 kg/ người/ năm, Châu Á 62 kg/ người/ năm, Đông Nam Á 31 kg/ người/ năm. Vì vậy, ngành sữa Việt Nam còn tiềm năng tăng trưởng rất cao.

Ngành sữa được sự quan tâm đầu tư và phát triển của Chính Phủ. Theo quy hoạch phát triển ngành sữa đến năm 2010, định hướng đến năm 2020, Chính Phủ đã đặt ra mục tiêu đạt mức tiêu thụ bình quân đầu người 20 kg/ người/ năm và tự túc được 50% nhu cầu nguyên liệu sữa tươi cho sản xuất trong nước vào năm 2020.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Sản phẩm đa dạng về chủng loại và khẩu vị. Sản phẩm của VNM bao trùm trên tất cả các phân khúc, đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. VNM đã đạt được nhiều chứng nhận về môi trường và chất lượng:

- Mười ba năm liền, VNM nằm trong Top 10 "Hàng Việt Nam chất lượng cao".
- Được giải nhất Sáng Tạo 2004 do "Tổ chức sở hữu trí tuệ Thế giới" trao tặng.
- ISO 17025 về Sinh học cho tất cả các phòng thí nghiệm của VNM
- ISO 14000 chứng nhận tại Nhà máy Thống Nhất, Trường Thọ
- ISO 9001, HACCP tái chứng nhận tại các Nhà máy của VNM

Hệ thống phân phối rộng lớn. VNM có hệ thống phân phối rộng lớn với 201 nhà phân phối, 141.000 điểm bán lẻ, trải dài khắp các tỉnh thành trong cả nước.

Các nhà phân phối		Các điểm bán lẻ
Vinamilk	201	141,000
Dutch Lady	150	100,000
Nutifood	121	60,000

Nguồn: VNM, Dutch Lady, Nutifood, TSC

Thương hiệu hàng đầu. VNM là thương hiệu thực phẩm số 1 của Việt Nam, được hầu hết người tiêu dùng biết đến và tin nhiệm. Năm 2008, VNM nhận giải thưởng "Quảng cáo hiệu quả nhất 2008" do tạp chí MEDIA magazine Asia phối hợp với Haymedia của Anh tổ chức hàng năm.

Thị phần chi phối. VNM chiếm 37% thị phần ngành sữa Việt Nam năm 2008. Trong đó, sữa nước chiếm 45% thị phần, sữa bột 14%, sữa đặc 79%, sữa chua 90%, sữa chua uống 26%. Thị phần lớn trên hầu hết các phân khúc đã tạo cho VNM lợi thế kinh tế về quy mô, nâng cao hiệu quả trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

Dần chiếm lĩnh nguồn nguyên liệu sữa tươi trong nước. Những năm gần đây, lượng sữa VNM thu mua đã gia tăng liên tục và chiếm tới 60% nguồn nguyên liệu sữa trong nước trong năm 2009. Do đó, VNM là doanh nghiệp được hưởng lợi chính từ chương trình phát triển đàn bò sữa của Chính Phủ. Đây là cơ sở để ổn định và phát triển lâu dài cho hoạt động sản xuất kinh doanh của VNM.

Chiến lược hướng đến sản xuất các sản phẩm dinh dưỡng và gia tăng thị phần sữa bột.

Theo kế hoạch đầu tư đến năm 2012, Vinamilk đang đầu tư vào hai nhà máy : (1) nhà máy sản xuất nước uống dinh dưỡng, (2) nhà máy Mega tại Bình Dương. Với kế hoạch này, Vinamilk kỳ vọng sẽ tiếp tục dẫn đầu thị phần nước uống dinh dưỡng và tăng thị phần sữa bột

Dự án	Chi phí (Tỷ đồng)	Thời gian
Vinamilk Tower	386	2009-2010
Nhà máy nước dinh dưỡng	392	2009-2010
Nhà máy Mega	1330	2009-2012

Nguồn: VNM

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để định giá cổ phiếu VNM.

Các giả định chính trong mô hình thu nhập:

Giá định doanh thu

Dựa trên nguồn thông tin cập nhật đến tháng 2 từ AC Nielsen, sữa nước, sữa chua và sữa đậu nành của VNM đã có mức tăng trưởng ấn tượng trong hai tháng đầu năm cả về doanh thu và sản lượng tiêu thụ, một phần lớn là do VNM giành được thị phần từ đối thủ cạnh tranh Dutch Lady.

Từ đó, chúng tôi nhận thấy quy mô tiêu thụ các sản phẩm này của VNM đã bước sang một mốc mới và kỳ vọng tiếp tục duy trì trong năm 2010. Triển vọng kinh tế thế giới phục hồi cũng đem lại cho nhóm sữa bột, bột dinh dưỡng, sữa đặc doanh thu cao hơn từ xuất khẩu và tiêu thụ trong nước.

- Nhóm sữa bột và bột dinh dưỡng tăng trưởng 36.8%
- Nhóm sản phẩm sữa đặc tăng trưởng 17.8%
- Nhóm sản phẩm sữa nước tăng trưởng 51.2%
- Nhóm sữa chua, kem và phô mai tăng trưởng 37.5%
- Nhóm sữa đậu nành, nước ép, nước tinh khiết, khác tăng trưởng 50%
- Hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính ngắn và dài hạn 36.6 tỷ với ước tính giá các chứng khoán VNM năm giữ tăng lên 20% trong năm nay, tương đương VN-INDEX tăng 20% từ 500 điểm cuối năm 2009 lên 600 điểm vào cuối năm 2010.
- Lợi nhuận khác 96 tỷ, được lấy trung bình trong vòng 5 năm qua. Số liệu này chúng tôi cho rằng đã dự báo trên cơ sở thận trọng vì doanh thu khác từ tiền bán phế liệu phẩm và tiền thưởng từ nhà cung cấp trong 3 năm gần đây đều đạt trên 96 tỷ đồng/ năm.

Giá định chi phí

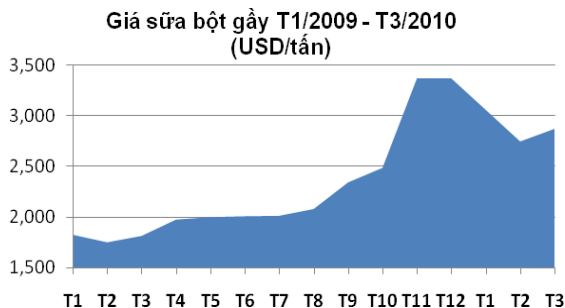
- Tỷ trọng giá vốn hàng bán tăng từ 63.5% lên 65% do nền kinh tế trong nước và thế giới phục hồi, giá cả nguyên vật liệu đầu vào gia tăng. Mặc dù, giá sữa bột gầy đã giảm trở lại trong 3 tháng gần đây kể từ đỉnh 3.375 USD/ tấn, nhưng giá sữa trung bình tháng 3 vẫn ở mức cao 2.875 USD/ tấn so với 1.813 USD/ tấn cùng kỳ năm trước.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tiếp tục giảm còn 11.2% và 2.5% do tận dụng được lợi thế kinh tế theo quy mô.
- Chi phí tài chính được dự báo tiếp tục ở mức cao với khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 80 tỷ. Chúng tôi cho rằng tình hình tỷ giá USD/ VND sẽ còn biến động phức tạp trong năm nay.
- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 15.1%, đây là mức thuế suất hiệu lực mà chúng tôi ước tính dựa trên thông tin lợi nhuận trước thuế và sau thuế của VNM.

Chúng tôi đưa ra bảng dự báo một số chỉ tiêu chính của VNM năm 2010 như sau:

VNM	Doanh thu	LNST	VCSH	VĐL	EPS	BV	Cổ tức
2010F	14,601	2,804	7,950	3,548	7,908	22,408	3,000

Nguồn: VNM, TSC dự báo. Đơn vị tính: Tỷ đồng; EPS pha loãng (bao gồm ESOP)

VNM là cổ phiếu hàng đầu trong ngành sữa cũng như trong ngành thực phẩm và đồ uống trong nước, và được ưa thích bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp trong ngành sữa trên thế giới có hoạt động kinh doanh và quy mô tương đương để định giá.



Nguồn: USDA, TSC tổng hợp

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hoá (USDmn)	P/E
Alaska Milk Corp	Philippin	165	5.29
Dairy Crest Group plc	Anh	780	5.47
Parmalat SpA	Ý	4,814	6.87
Dole Food Company Inc.	Mỹ	1,100	8.46
Robert Wiseman Dairies PLC	Anh	526	11.18
Dean Foods Co. (DF)	Mỹ	2,900	11.59
Lancaster Colony Corporation	Mỹ	1,720	14.59
Saputo Inc.	Canada	5,875	17.01
American Dairy Inc.	China	412	20.09
Ausnutria Dairy Corporation Limited	Hồng Kông	721	23.5
Wimm-Bill-Dann Foods OJSC	Nga	3,850	33.73
Trung bình ngành			14.344

Nguồn: Yahoo Finance, Bloomberg, TSC tổng hợp và dự báo.

Với P/E trung bình ngành 14.34, giá trị cổ phiếu VNM theo phương pháp này là **113,429** đồng/ cổ phiếu

VNM	Doanh thu	EPS	PE mục tiêu	Giá mục tiêu
2010F	14,601	7,908	14.34	113,429

RỦI RO CHÍNH

RỦI RO NGÀNH

Phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu. Mặc dù có năng lực ngã giá cao đối với nguồn nguyên liệu sữa trong nước nhưng sữa trong nước mới đáp ứng khoảng 30% nhu cầu của VNM, phần còn lại phải nhập khẩu từ nước ngoài.

Cạnh tranh trong ngành gay gắt. Ngành sữa có tỷ suất sinh lợi cao và tăng trưởng nhu cầu trung bình trên 20% đã khuyến khích các đối thủ mới gia nhập ngành, cũng như các đối thủ hiện hữu trong và ngoài nước tăng cường các biện pháp marketing, quảng cáo, đa dạng hoá sản phẩm nhằm chiếm lĩnh thị phần. Các đối thủ cạnh tranh chủ yếu của VNM là Dutch Lady, Abbott, Mead Johnson, Nutifood, Hanoimilk.

Hiện tại, các tập đoàn sữa lớn trên thế giới cũng đã đặt nhà máy tại các nước Đông Nam Á để tiêu thụ và phân phối sản phẩm trong khu vực nhằm hưởng mức thuế suất ưu đãi 5% trong khu vực AFTA, càng làm cho môi trường cạnh tranh trong ngành thêm gay gắt.

Tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm. Sự cố Melamine năm 2008 cho thấy các doanh nghiệp phải luôn đề cao cảnh giác rủi ro vệ sinh an toàn thực phẩm, nhất là đối với sản phẩm sữa - đồ uống, thực phẩm dinh dưỡng cung cấp mỗi ngày cho hàng triệu trẻ em và người tiêu dùng trên mọi lứa tuổi. Rủi ro này ảnh hưởng rất lớn đến sự ổn định và phát triển của các doanh nghiệp trong ngành.

Chính sách quản lý giá của Chính Phủ. Theo thông tư 104/2008, Sữa là một trong những mặt hàng nằm trong diện bình ổn giá của Chính Phủ. Những năm gần đây, giá Sữa liên tục gia tăng bất hợp lý đã gây nhiều bức xúc cho người tiêu dùng trong nước, tạo sức ép lên các cơ quan chức năng. Vì vậy, trong thời gian tới, khi thông tư 104 được sửa đổi có thể sẽ gây nhiều bất lợi cho các doanh nghiệp trong ngành Sữa.

RỦI RO DOANH NGHIỆP

Rủi ro đầu tư tài chính ngắn hạn. Trong năm 2009, VNM đầu tư 170 tỷ vào chứng khoán ngắn hạn, chiếm 2% tổng tài sản, trong đó 88 tỷ chứng khoán niêm yết và 82 tỷ chứng khoán chưa niêm yết. Các khoản đầu tư này đã sụt giảm gần 50% giá trị, dẫn đến dự phòng đầu tư lên tới 86 tỷ đồng.

MÔ HÌNH KINH DOANH

VNM tiền thân là Công ty Sữa, Café Miền Nam, trực thuộc Tổng Công ty Lương Thực, 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.

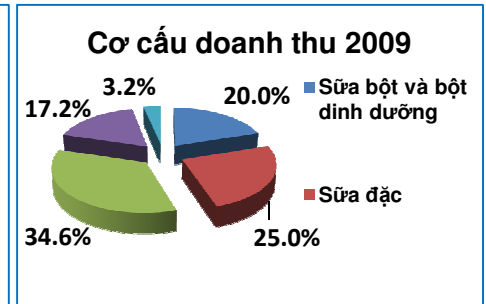
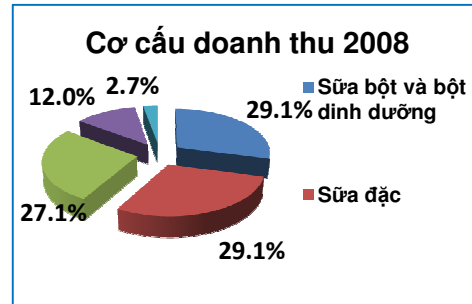
Các sản phẩm kinh doanh

Các sản phẩm của VNM được chia làm 6 nhóm chính. Trong đó, 4 nhóm đầu chiếm hơn 95% tổng doanh thu của công ty

- Sữa bột và bột dinh dưỡng
- Sữa đặc
- Sữa nước (sữa tươi), gồm sữa chua uống
- Sữa chua ăn, kem và phô mai
- Nước ép, sữa đậu nành, nước tinh khiết
- Nhóm cà phê

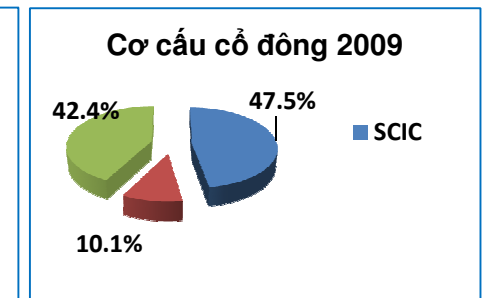
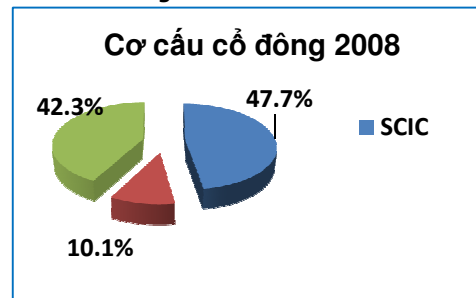
Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính, VNM cũng đầu tư chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết.

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: VNM

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VNM

Hệ thống chi nhánh và nhà xưởng

Trụ sở chính tại Hồ Chí Minh.

- 3 chi nhánh tại Cần Thơ, Đà Nẵng, Hà Nội.
- 8 cửa hàng giới thiệu sản phẩm, trong đó: 1 tại miền Tây, 6 tại miền Nam, 1 tại miền Trung.
- 9 nhà máy sữa: Trường Thọ (HCM), Sài Gòn (HCM), Thống Nhất (HCM), Cần Thơ (Cần Thơ), Dielac (Đồng Nai), Bình Định (Bình Định), Nghệ An (Nghệ An), Hà Nội (Hà Nội), Tiên Sơn (Bắc Ninh). Tổng công suất thiết kế 504 nghìn tấn/ năm/ 9 nhà máy (BCTN 2008).
- 1 nhà máy cà phê Sài Gòn (6.000 tấn cà phê rang xay và 1.500 tấn cà phê hoà tan).
- 2 xí nghiệp kho vận, trong đó 1 tại HCM, 1 tại Hà Nội

Danh sách các công ty con, liên doanh, liên kết

Công ty	Vốn điều lệ 2009 Tỷ đồng	% Sở hữu
Công ty TNHH 1 thành viên Bò Sữa Việt Nam	220	100%
Công ty cổ phần Sữa Lam Sơn	80	55%
Công ty cổ phần Nguyên liệu Thực phẩm Á Châu Sài Gòn	45	20%
Công ty TNHH 1 thành viên Bất động sản quốc tế	160	100%
Công ty cổ phần Bất động sản Chiến thắng – Việt Nam (*)	45	100%

Nguồn: VNM

(*) Do Công ty TNHH MTV Bất động sản quốc tế đầu tư 100% vốn. Hai công ty bất động sản này hiện tại chưa hoạt động.

Chiến lược phát triển và đầu tư

- Mở rộng thị phần tại các thị trường hiện tại và thị trường mới.
- Phát triển toàn diện danh mục sản phẩm sữa nhằm hướng tới một lực lượng tiêu thụ rộng lớn đồng thời mở rộng sang các sản phẩm giá trị cộng thêm có tỷ suất lợi nhuận lớn hơn.
- Phát triển các dòng sản phẩm mới nhằm thỏa mãn nhiều thị hiếu tiêu dùng khác nhau.
- Xây dựng thương hiệu.
- Tiếp tục nâng cao quản lý hệ thống cung cấp.
- Phát triển nguồn nguyên liệu để đảm bảo nguồn cung sữa tươi ổn định và tin cậy.
- Chiến lược kinh doanh 2010 - 2012 của công ty như sau: thị trường nội địa: nhóm hàng sữa nước, sữa chua ăn, sữa bột tiếp tục phát triển mạnh, nhóm hàng sữa đặc tăng trưởng nhẹ; thị trường xuất khẩu: giữ vững thị trường hiện tại, tìm kiếm thêm thị trường mới.
- Tìm kiếm đối tác ở các nước và khu vực có thế mạnh về nguyên liệu sữa nhằm bảo đảm nguồn cung cấp, tận dụng tối đa nguồn nguyên liệu cung cấp trong nước thông qua các biện pháp hỗ trợ nông dân nuôi bò sữa.

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: cổ phiếu được kỳ vọng tăng khoảng 15% để đạt giá mục tiêu. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá mục tiêu. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá mục tiêu.

KHOİ PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600.
Website: www.thanglongsc.com.vn

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668.
E: research@thanglongsc.com.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những căn nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.