

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU:

# VINAMILK - VNM

**Ngành:** Sản xuất chế biến thực phẩm

### SƠ LƯỢC DOANH NGHIỆP

Công ty sữa Vinamilk được thành lập từ năm 1976 đến năm 2003 chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần, với số vốn điều lệ đến nay là 3.530,71 tỷ đồng. Doanh thu nội địa tăng trung bình hàng năm khoảng 20% - 25%. Với 9 nhà máy sữa đặt tại các tỉnh và thành phố lớn, tổng công suất thiết kế đạt khoảng 504 nghìn tấn/năm. Các sản phẩm của Công ty được chia thành các nhóm: sữa nước, sữa bột, sữa đặc, sữa chua ăn và uống, kem, phô mai, và nước trái cây. Vinamilk chiếm 37% thị trường cả nước với 1400 đại lý phân phối trải đều 64 tỉnh thành và xuất khẩu các sản phẩm sang các nước Trung Đông, Campuchia và Philipines. Tính đến nay, Vinamilk đã xây dựng hơn 70 trạm trung chuyển sữa tươi nguyên liệu, với lượng sữa thu mua trên 260 tấn/ngày, chiếm hơn 80% lượng sữa tươi trong cả nước. Ngoài ra Vinamilk còn đầu tư xây dựng 60 bồn sữa, trang trại nuôi bò sữa và xưởng sơ chế có thiết bị bảo quản sữa tươi. Công ty đi đầu trong việc đầu tư vùng nguyên liệu có bài bản và theo kế hoạch.

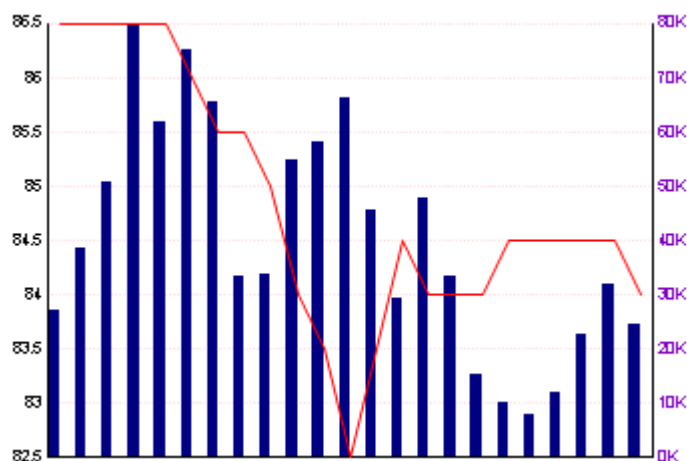
**Tỷ lệ sở hữu:** Sở hữu NN: 47.6(%); Sở hữu khác: 6.8(%)

CÁC CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG		
Chỉ tiêu:	VNM	Ngành
Ngày niêm yết:	28/12/2005	23(mã)
Số CPLH hiện tại (cp):	353,026,720	1.388.011.693
Vốn hóa (tỷ đồng):	29.830,76	76.280,45
EPS (4 Quý gần nhất):	9.875	4.851
Giá trị sổ sách:	20.402	16.726
P/E (1/12/10)	8.56	11,33
P/B (1/12/10)	4,1	3,29

**Giá mục tiêu: 87,700**

**Khuyến nghị: Giữ**

**Giá tham chiếu ngày (1/12/10): 84.500**



KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG (TỶ ĐỒNG)			
Chỉ tiêu	2008	2009	4 quý gần nhất
Doanh thu thuần	8.208,98	10.613,77	14.486,32
Tăng trưởng (%)	23,48	29,29	36,49
Giá vốn hàng bán	-5.610,97	-6.735,06	-9.522,88
Tỷ lệ lãi gộp (%)	31,65	36,54	34,26
Chi phí hoạt động	-1.350,11	-1.538,42	-1.704,65
Lợi nhuận sau thuế	1.248,70	2.376,06	3.485,08
Tăng trưởng (%)	29,61	90,28	46,67
Tổng tài sản	5.916,34	8.446,67	9.790,43
Tăng trưởng (%)	9,78	42,77	15,91
Nợ phải trả	1.154,43	1.808,93	2.586,98
Vốn điều lệ	1.752,76	3.512,65	3.530,71
Vốn chủ sở hữu	4.761,91	6.637,74	7.203,45

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

1. Khả năng thanh toán:	ĐVT	2007	Ngành	2008	Ngành	2009	Ngành	4Q	Ngành
Thanh toán nhanh:	Lần	1.61	1.43	1.45	1.07	2,42	1.32	2.79	1,44
Thanh toán hiện hành:	Lần	3.40	2.20	3.28	1.69	3.26	1.77	3.93	1,99
2. Cấu trúc vốn:									
Nợ / Tổng tài sản:	Lần	0,2	0,32	1,00	0,37	0,21	0,37	0,18	0,34
Nợ / Vốn chủ sở hữu:	Lần	0,25	0,47	0,24	0,61	0,27	0,60	0,22	0,51

P/E thị trường ngày (1/12/10):	10,00
Thị giá thị trường ngày (1/12/10):	84.500
Giá cao nhất từ đầu năm 2010:	175,000
Giá thấp nhất từ đầu năm 2010:	64,000
Khối lượng bình quân/phiên trong 01tháng:	24,450

### PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH KINH DOANH

Vinamilk là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các mặt hàng sữa tại Việt Nam, với thị phần nội địa trên 37%. Trên 96% doanh thu thuần của Công ty đến từ việc kinh doanh sữa và các sản phẩm từ sữa. Hiện nay, hoạt động kinh doanh của VNM tập trung vào 5 nhóm sản phẩm chính:

- Sữa bột và bột dinh dưỡng: Đóng góp 20% vào doanh thu nội địa và là sản phẩm xuất khẩu chính của VNM vào thị trường Trung Đông. Đây là nhóm sản phẩm có mức lợi nhuận biên cao nhất và là trọng tâm phát triển của VNM trong thời gian tới, mục tiêu đến năm 2012 VNM sẽ chiếm lĩnh 35% thị phần sữa bột nội địa. Thị trường tiêu thụ sản phẩm này có tính cạnh tranh cao do đối thủ cạnh tranh trực tiếp là các doanh nghiệp nước ngoài.

- Sữa đặc: Là sản phẩm truyền thống của Công ty, đóng góp 25% vào doanh thu nội địa, tỷ trọng của sản phẩm này đang giảm dần theo chiến lược phát triển của VNM. Một phần nhỏ sản phẩm này được xuất khẩu sang Campuchia và Philippines.

- Sữa tươi: Gồm sữa tiệt trùng và sữa chua uống, đây là nhóm sản phẩm đóng góp lớn nhất 34,6% vào doanh thu nội địa. Đây cũng là sản phẩm trọng tâm phát triển giai đoạn tới của VNM.

- Sữa chua, kem và phô mai: Đóng góp 17,2% vào doanh thu nội địa, chủ lực của nhóm này là sữa chua ăn. VNM giữ thị phần nội địa gần như tuyệt đối về dòng sản phẩm này.

- Nước ép, sữa đậu nành và nước tinh khiết: Nhóm này chưa đóng góp được nhiều vào doanh thu của Công ty nhưng có tiềm năng phát triển tốt trong thời gian tới.

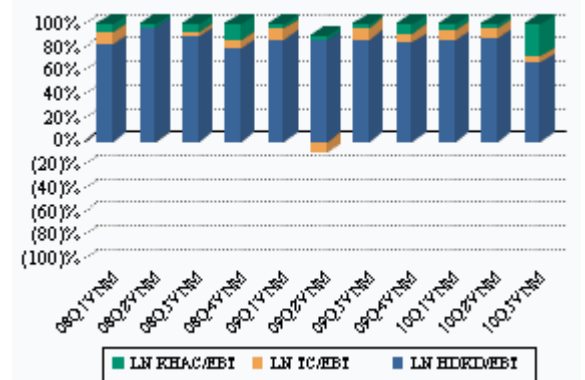
Trước đây, VNM cũng vươn sang khác lĩnh vực khác như cafe và bia nhưng hiện nay VNM đã rút khỏi hoạt động ngoài ngành nghề này để nhằm tập trung vào ngành sản xuất chính là sữa và nước giải khát. Trong quý 3/2010, lợi nhuận khác của VNM tăng đột biến là do Công ty đã hoàn tất việc chuyển nhượng dự án Nhà máy cafe cho Trung Nguyên và bán một số máy móc, thiết bị cũ. Đây là khoản lợi nhuận bất thường, do vậy trong năm tới khó có khoản lợi nhuận này.

Mang tính chất đặc thù ngành, giá vốn hàng bán chiếm tới 85,4% tổng chi phí và VNM sử dụng tới 75% là nguyên liệu nhập khẩu nên rủi ro về việc biến động tỷ giá cũng ảnh hưởng nhiều đến chi phí đầu vào của công ty. Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí hoạt động của Công ty, đây là các khoản chi cần thiết cho hoạt động quảng cáo, khuyến mại, hỗ trợ nhà phân phối... nhằm mở rộng thị phần của Công ty, và đã mang lại những hiệu quả tích cực cho Công ty, thể hiện rõ nhất ở việc doanh thu của Công ty tăng mạnh chủ yếu là do tốc độ tăng trưởng hàng tiêu thụ hàng năm tăng cao hơn tốc độ tăng của giá hàng bán.

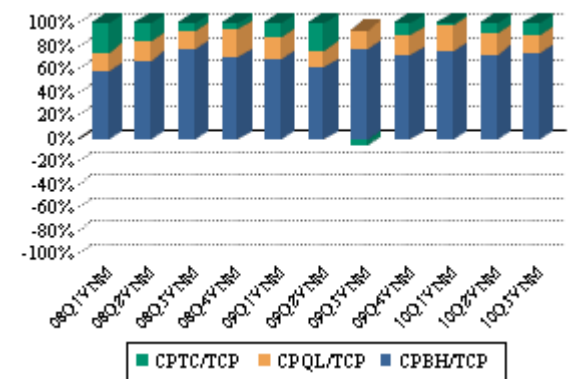
Trong thời gian qua, đặc biệt là quý 3/2010, lượng hàng tồn kho của Công ty tăng đột biến (64% so với đầu năm). Điều này là không đáng lo ngại, do chủ yếu đây là nguyên vật liệu (chiếm 58,22% cơ cấu hàng tồn kho) Công ty nhập về để dự trữ, trong điều kiện tỷ giá có nhiều biến động như hiện nay thì việc này là hoàn toàn hợp lý.

Bên cạnh đó, VNM cũng đã khởi công xây dựng nhà máy sữa Bình Dương với vốn đầu tư khoảng 120 triệu USD, công suất ban đầu đạt khoảng 400 triệu lít/năm. Nhằm vươn rộng ra thị trường nước ngoài, VNM đã tiến hành đầu tư vào công ty Miraka Ltd tại Newzealand. Với việc thiết kế xây dựng nhà máy công suất 32.000 tấn bột sữa/năm, tổng vốn đầu tư là 121 triệu đô la New Zealand, tương đương với 1.623 tỷ đồng Việt Nam, sẽ hoạt động vào tháng 8/2011, hiện tại, VNM đã đầu tư vào dự án 179,31 tỷ đồng. Việc đầu tư vào dự án này chính là nguyên nhân làm chi tiêu đầu tư tài chính dài hạn tăng 107,06% so với đầu năm. Đây là dự án đầu tư ra nước ngoài đầu tiên của Vinamilk.

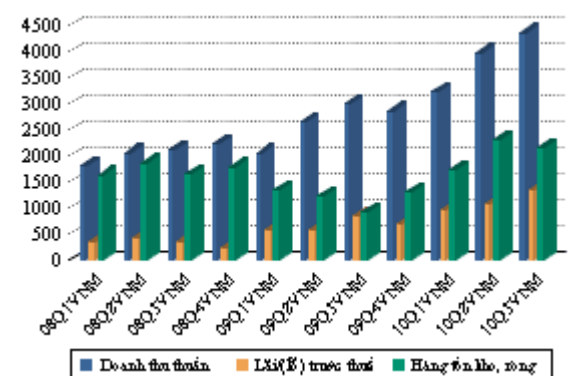
### CƠ CẤU LỢI NHUẬN



### CƠ CẤU CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG



### DT - LNTT - HTK ròng



## PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

**Chỉ số Z hiện tại = 10.70 (Doanh nghiệp an toàn)**

Vinamilk có tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm cao, trung bình 27%/năm. Bên cạnh đó, tốc độ tăng trưởng LNST cũng tăng cao trung bình khoảng 50%/năm và nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu. Nhu cầu tiêu thụ sữa tại Việt Nam đang còn rất cao, hiện cung chưa đáp ứng đủ cầu nên tiềm năng tăng trưởng của Công ty là lớn.

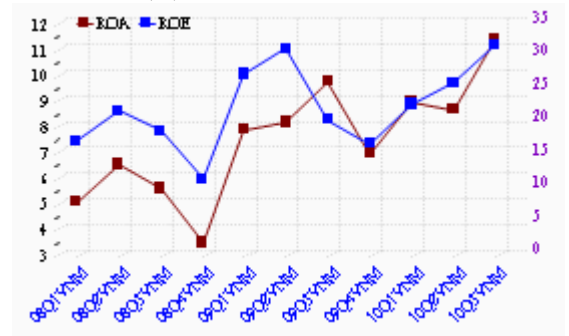
Từ quý 4/2009 đến nay, ROA và ROE của Công ty đều trong xu hướng tăng nhanh, và đạt mức cao, đến quý 3/2010, ROE đạt trên 30%, ROA đạt khoảng 12% (so sánh với ngành, số liệu anh vừa update). EPS hàng năm đạt trung bình trên 6.900 đồng/cổ phiếu. Là một trong những doanh nghiệp có mức vốn hóa lớn nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam, khối lượng cổ phiếu lớn, mức sinh lời của doanh nghiệp này là hấp dẫn so với các công ty niêm yết khác.

Công ty có chỉ số Z luôn nằm trong vùng an toàn. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán tốt hơn hẳn so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành. Chỉ tiêu (Vốn dài hạn – Tài sản cố định) từ quý 3/2009 luôn dương và có giá trị cao, điều này cho thấy tài sản cố định được tài trợ vững chắc bởi nguồn vốn dài hạn. Trong giai đoạn hiện nay, chỉ tiêu này có xu hướng giảm do Công ty bắt đầu tiến hành đầu tư dài hạn vào các dự án mới nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh chính. Tỷ lệ nợ/tổng tài sản và nợ/vốn chủ sở hữu đều ở mức thấp hơn hẳn so với mức trung bình ngành, trong đó nợ vay phải trả lãi chiếm tỷ trọng rất nhỏ 3,4% trong tổng tài sản. Điều này cho thấy Công ty hoàn toàn tự chủ trong việc sử dụng vốn vào hoạt động kinh doanh và đầu tư mà không phụ thuộc vào nguồn vốn vay từ bên ngoài.

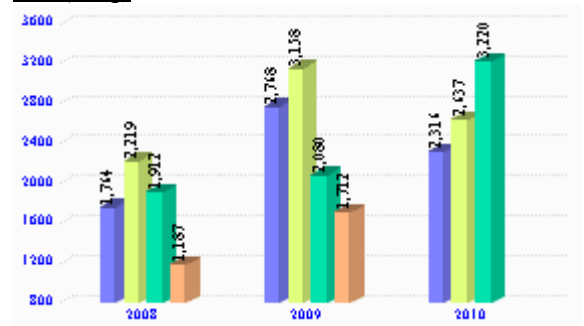
Kết thúc quý 3/2010, Doanh thu của Công ty là 11.848 tỷ đồng đạt 82,1% kế hoạch năm và LNST là 2.885,8 tỷ đồng đạt 108,2% so với kế hoạch năm. Từ đó, kết hợp với những yếu tố khả quan về hoạt động kinh doanh của Công ty, dự kiến LNST cả năm 2010 đạt 3.485,08 tỷ đồng, tương ứng với khối lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại thì EPS đạt 9.875 đồng/cổ phiếu.

*Kiến nghị: VNM là một Công ty có tiềm năng tăng trưởng dài hạn, mức sinh lời hấp dẫn, độ an toàn tài chính cao. Bằng phương pháp P/E, chúng tôi định giá một cổ phiếu VNM là 87.700 đồng. Trong giai đoạn này, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên nắm giữ cổ phiếu VNM.*

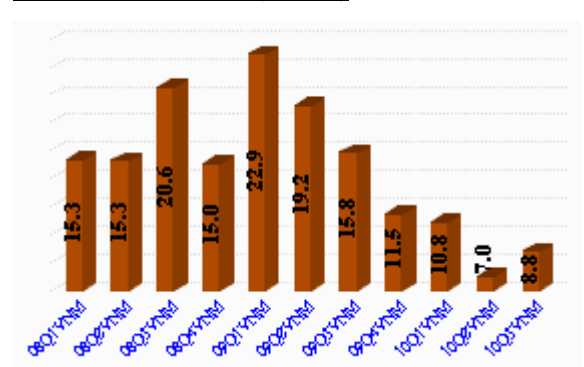
ROA - ROE (%)



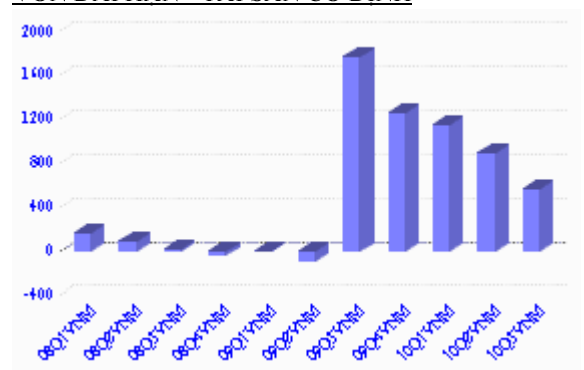
EPS (đồng)



DIỄN BIẾN CHỈ SỐ Z (Altman)



VỐN DÀI HẠN - TÀI SẢN CỐ ĐỊNH



**CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH (23 CÔNG TY)**
**Sản xuất chế biến thực phẩm**

STT	MÃ CK	Giá (đồng) 1/12/2010	EPS (đồng)			ROA 4 Quý (%)	Chỉ số Z tạm tính năm nay	Thặng dư vốn/Cổ phiếu lưu hành	P/E hiện tại (lần)
			2008	2009	4 quý gần nhất				
1	NHS	41.300	4.624	9.476	11.902	41.99	4.38	0	3.47
2	VNM	84.500	7.124	6.764	9.875	48.38	10.70	0	8.56
3	VDL	37.200	8.313	5.841	8.018	25.77	4.37	64	4.62
4	BHS	34.400	-2.335	6.480	6.916	28.86	3.39	8.336	4.97
5	DBC	31.800	3.071	3.209	6.837	25.35	2.78	2.378	4.65
6	LSS	34.700	2.431	5.444	6.267	24.20	4.58	3.833	5.54
7	KDC	51.500	-1.061	6.574	5.860	20.21	5.80	16.159	10.09
8	LAF	19.800	690	2.644	5.775	37.50	3.57	0	4.51
9	NKD	41.000	80	5.398	5.449	29.65	4.36	3.688	7.62
10	TAC	23.000	624	5.886	5.240	31.03	4.95	0	4.39
11	CMX	15.000	3.423	2.555	4.783	32.11	2.16	0	3.14
12	SEC	29.100	3.143	3.127	4.597	30.50	3.55	0	7.28
13	SAF	24.400	4.132	5.166	4.270	23.16	7.12	13	6.15
14	HHC	27.700	3.469	3.719	4.130	18.83	5.18	0	6.71
15	AGC	16.100	-2.368	161	4.077	36.53	3.05	1.778	3.95
16	SGC	18.200	2.544	3.081	2.789	20.62	4.24	0	6.52
17	CAN	24.900	2.411	2.479	2.761	15.79	4.64	3.151	9.02
18	HVG	21.800	3.462	4.915	2.527	10.46	1.79	0	8.89
19	BBC	18.800	1.352	3.715	2.458	7.31	2.43	19.694	7.62
20	SBT	12.100	574	1.480	2.271	19.31	5.68	0	5.30
21	MSN	66.000	14.776	1.400	1.535	20.07	10.67	1.840	42.87
22	IFS	9.400	-7.667	-844	1.401	32.10	1.49	2.381	5.70
23	HNH	11.000	-3.728	1.063	265	2.11	2.41	5.102	41.50

**Ghi chú:**

Nợ / Tổng tài sản: được tính tại thời điểm cuối quý.

Thặng dư vốn: Được tính tại thời điểm cuối quý.

Cổ phiếu lưu hành: Được tính bình quân 4 quý gần nhất.

$Z > 2.99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn;  $1.8 < Z < 2.99$ : Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo về rủi ro tài chính;  $Z < 1.8$ :

Bảo động về rủi ro tài chính

---

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TSS dựa vào các nguồn thông tin mà TSS 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 TSS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

**Mọi ý kiến phản hồi gọi về số (84-4). 37711666 (số lẻ: 148)**

**Webside: [www.tss.com.vn](http://www.tss.com.vn)**