

BÁO CÁO ĐẦY ĐỦ

CÔNG TY CỔ PHẦN VINACAFE BIÊN HÒA

MỤC LỤC

♦ Phân tích hoạt động..	3
♦ Phân tích tài chính.....	6
♦ So sánh VCF và các DN trong ngành.....	8
♦ Phân tích SWOT.....	10
♦ Dự phóng và định giá.....	11
♦ Phụ lục.....	13

Giá mục tiêu: 76.000 VND/CP



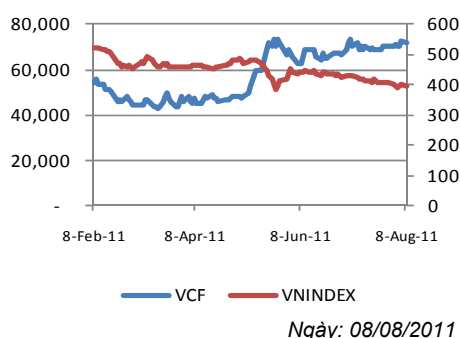
Địa chỉ: Khu công nghiệp Biên Hòa I, Tỉnh Đồng Nai

Tel 84-(61) 383 65 54

Fax 84-(61) 383 61 08

Website www.vinacafebienhoa.com/

Diễn biến giá cổ phiếu



Thông kê cơ bản

Niêm yết	HOSE
Ngành	Thực phẩm
Giá (28/07/2011)	70.000
Vốn hoá (tr.VNĐ)	1.860,5
Dao động giá 52 tuần	42.700-75.500
Số cổ phiếu lưu hành	26.579.135

Nguyễn Thị Hồng Nhung

Chuyên viên phân tích
nhungnh@hbbs.com.vn

Tháng 08/2011

Trụ sở chính

2C Vạn Phúc, Ba Đình, Hà Nội

Tel: + 84 (04) 7 262 275

Fax: + 84 (04) 7 262 305

Website: www.hbbs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN VINACAFE BIÊN HÒA

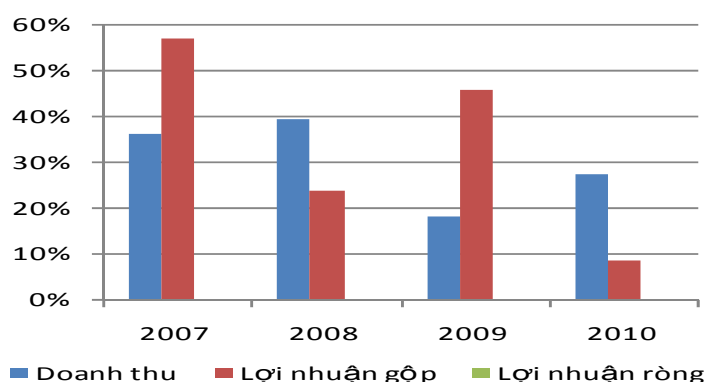
Chỉ số sinh lời (%)

	2007	2008	2009	2010
Tỷ suất LNG	22,4	20,0	24,6	21,0
Tỷ suất EBITDA/DTT	14,5	9,9	14,1	12,0
Tỷ suất LN hoạt động/DTT	13,6	9,2	13,3	11,4
Tỷ suất LNR	17,5	12,2	13,3	12,4
ROE	33,0	31,5	30,8	26,5
ROA	36,5	35,4	34,7	31,6

Chỉ số đòn bẩy và thanh toán

	2007	2008	2009	2010
Thanh toán ngắn hạn	22,2	8,9	12,9	5,4
Thanh toán nhanh	14,8	4,7	9,5	3,7
EBIT/Lãi vay	65,1	234,4	81,0	73,3
Tổng nợ/tổng tài sản	0,1	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ/VCSH	0,1	0,0	0,0	0,0
Thuế suất	-	7,5	7,5	9,4

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận



QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ♦ **Vinacafe Biên Hòa là công ty lâu đời và có vị thế lớn trong ngành sản xuất cà phê, chiếm tới 40% thị phần cà phê hòa tan của cả nước.**
- ♦ **So với các nhãn hiệu cà phê hòa tan khác, công suất chế biến của Vinacafe hiện tại còn khá khiêm tốn với 880 tấn cà phê/năm. Tuy nhiên, công ty hiện đang tiến hành đầu tư dự án nhà máy chế biến cà phê mới với công suất 3.000 tấn/năm. Nhà máy mới dự kiến sẽ đóng góp phần lớn làm tăng doanh thu và cải tiến lợi nhuận gộp của công ty khi hoàn thành vào Quý 3/2012.**
- ♦ **Hoạt động kinh doanh ổn định với các tỷ suất sinh lời ở mức cao**
- ♦ **Ngành cà phê Việt Nam được dự báo là sẽ tiếp tục tăng trưởng cao trong những năm tới. Tiêu thụ cà phê được dự báo là sẽ tăng trưởng ở mức khoảng 8-10%/năm, cao hơn mức trung bình của thế giới và của các nước đang phát triển**

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG

SẢN PHẨM

Vinacafe sản xuất và kinh doanh 2 sản phẩm chính là cà phê và ngũ cốc dinh dưỡng, trong đó sản phẩm cà phê mang thương hiệu Vinacafe là sản phẩm chủ lực của công ty

Cà phê

Thương hiệu Vinacafe được quyết định từ cuối những năm 1970, khi thực hiện nhiệm vụ xuất khẩu cà phê hòa tan theo nghị định thư vào các thị trường Đông Âu và Liên Xô cũ, với ngụ ý đây đích thực cà phê Việt Nam, nhằm đưa thương hiệu cà phê Việt Nam đến các thị trường thế giới. Sản phẩm cà phê của công ty gồm 2 loại: cà phê rang xay (cà phê phin) và cà phê hòa tan.

♦ Cà phê xay

Hiện tại VCF đã phát triển 4 thương hiệu cà phê rang xay: Vinacafe Select, Vinacafe Super, Vinacafe Natural và Vinacafe Gold nhằm đáp ứng nhu cầu đa dạng của các vùng miền. Trong đó, 3 loại đầu tiên là kết hợp giữa Arabica và Robusta trong khi Vinacafe Gold thiên về hương vị Arabica. Đặc điểm chung của các sản phẩm này là 100% cà phê nguyên chất, không pha tạp chất và không sử dụng hương nhân tạo

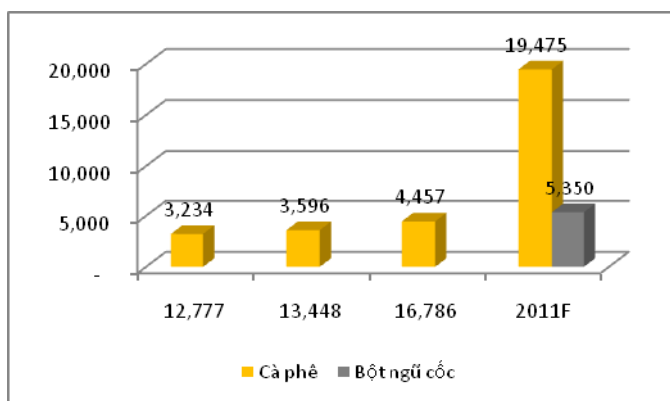
♦ Cà phê hòa tan

Sản phẩm cà phê hòa tan bao gồm cà phê hòa tan nguyên chất, cà phê sữa 3 trong 1 và cà phê sâm 4 trong 1. Cà phê Sâm là sản phẩm mới của Vinacafe và là loại cà phê 4 trong 1 đầu tiên và duy nhất hiện nay ở Việt Nam

Ngũ cốc dinh dưỡng

Công ty phát triển 2 sản phẩm ngũ cốc dinh dưỡng là Ngũ cốc dinh dưỡng Vinacafe (dành cho mọi lứa tuổi) và ngũ cốc dễ mềm (dành cho học sinh). Năm 2010, sản phẩm ngũ cốc có tốc độ tăng trưởng khá nhanh và đóng góp tới 19,7% trong tổng doanh thu cả năm

Sản lượng sản xuất cà phê và ngũ cốc



Nguồn: Vinacafe

THỊ TRƯỜNG VÀ THỊ PHẦN

Xuất khẩu:

Sản lượng và doanh thu từ xuất khẩu chiếm tỷ trọng không lớn. Năm 2010, sản lượng cà phê xuất khẩu chỉ chiếm 8% tổng sản lượng cà phê tiêu thụ, đem lại 71,8 tỷ VND, chiếm 6,6% trong tổng doanh thu.

Nội địa

Chủ yếu các sản phẩm cà phê hòa tan của Vinacafe được tiêu thụ trong nước. Theo Vinacafe, công ty hiện nắm giữ 40% thị phần cà phê hòa tan trong nước (Nescafe nắm giữ 35%, còn lại là G7 và các thương hiệu khác). Ngoài Vinacafe, thị trường cà

phê hòa tan Việt Nam đã từng ghi nhận 4 gương mặt tiêu biểu khác là MacCoffee (Công ty Food Empire Holdings - Singapore); Nescafe (Nestlé - Thụy Sĩ); G7 (Công ty Trung Nguyên); Moment & Vinamilk Café (Công ty Sữa Vinamilk), ngoài ra còn có 1 số nhãn hàng nhập khẩu khác. MacCoffee do không tự chủ về nguyên liệu (phải mua nguyên liệu từ Singapore), không có hệ thống phân phối do phải đóng gói ở nước ngoài rồi đưa đến Việt Nam, nên hiện không có khả năng cạnh tranh với các nhãn hiệu khác. Thương hiệu Moment và sau đó là Vinamilk Café của Vinamilk sau một thời gian cạnh tranh thất bại, buộc phải chuyển nhượng lại nhà máy cho Trung Nguyên

Áp lực thị phần sắp tới sẽ tăng mạnh khi công suất sản xuất cà phê tăng lên. Một nhà máy chế biến cà phê hoà tan được cho là lớn nhất châu Á vừa được khởi công xây dựng vào tháng 9/2010 tại Đắk Lắk, với 100% vốn đầu tư nước ngoài (Ấn Độ), công suất 10.000 tấn/năm. Nhà máy dự kiến bắt đầu hoạt động từ tháng 9/2011

Các nhãn hiệu cà phê hòa tan chính ở Việt Nam

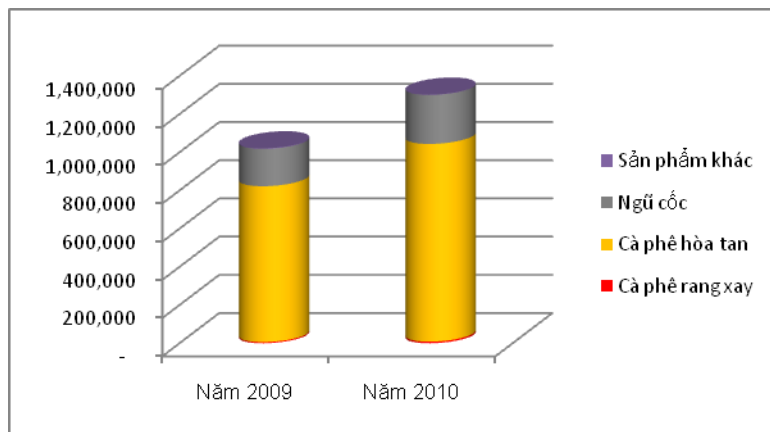
Nhãn hiệu	Vinacafe	Nescafe	G7
Công suất hiện tại	880 tấn/năm	1.000 tấn/năm	3.000 tấn/năm
Chú ý	Sẽ đưa nhà máy mới có công suất 3.200 tấn/năm vào sản xuất năm 2011		Đã tiến hành mua lại nhà máy cà phê Sài Gòn của Vinamilk với công suất 1.500 tấn/năm

Nguồn: HBBS tổng hợp

DOANH THU VÀ CHI PHÍ

Doanh thu

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: Vinacafe

Có thể thấy cà phê sữa và ngũ cốc dinh dưỡng là hai sản phẩm chủ lực của công ty, lần lượt chiếm 78% và 20% trong tổng doanh thu 2010. Tổng hợp lại, các sản phẩm cà phê đem lại khoảng 80% doanh thu cho toàn công ty.

Chi phí

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí. Năm 2010, giá cà phê tăng lên so với năm 2009 nên tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu trong tổng chi phí cũng tăng lên (từ chiếm 80% tổng chi phí năm 2009 lên 84% năm 2010). Chi phí nhân công chỉ chiếm khoảng 5% tổng chi phí. So với hai nhãn hiệu là G7 và Nescafe, thì Vinacafe cũng được cho là ít chú trọng đầu tư vào tiếp thị và bán hàng hơn cả. Chi phí bán hàng chỉ chiếm khoảng 8% tổng chi phí

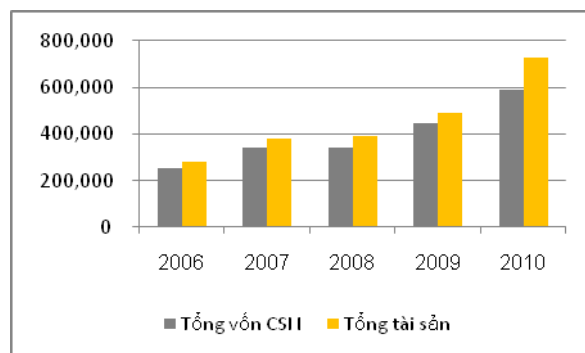
**HỆ THỐNG PHÂN
PHỐI**

Với bề dày kinh nghiệm hơn 30 năm trong ngành sản xuất và kinh doanh cà phê, Vinacafe có lợi thế là có mạng lưới hệ thống phân phối lâu đời và trung thành. Mạng lưới phân phối sản phẩm của Vinacafé hiện nay phủ rộng trên phạm vi cả nước. Thông qua các đại lý (mô hình phân phối chủ yếu), công ty có thể tiếp cận người tiêu dùng hiệu quả và tiết kiệm chi phí. Mô hình này hiện đang áp dụng chủ yếu ở miền Bắc, và dự kiến sẽ tiếp tục triển khai ở miền Trung và miền Nam. Bên cạnh đó, Công ty đang thực hiện phát triển mạnh mạng lưới phân phối thông qua nhà phân phối

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

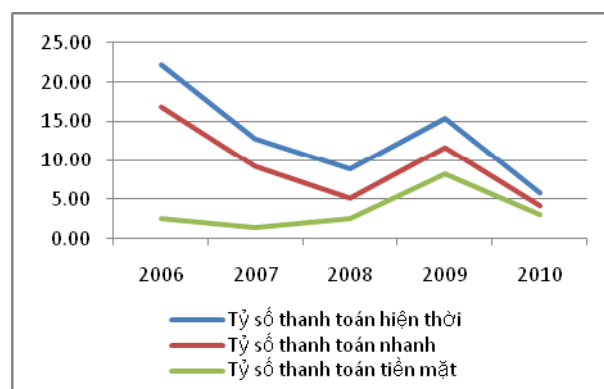
Cơ cấu tài sản, nguồn vốn

Tăng trưởng tổng tài sản 2 năm gần đây ở mức cao, lần lượt ở mức 26% và 48%. Tốc độ tăng trưởng vốn chủ sở hữu thấp hơn (2 năm đều là 31%) cho thấy công ty đã tăng tỷ lệ sử dụng nợ. Đáng chú ý, tỷ lệ tiền nhàn rỗi chiếm tỷ trọng lớn trong cả 2 năm 2009 và 2010. Các khoản tiền và tương đương tiền chiếm tới 50% tổng tài sản. Với đặc thù là một doanh nghiệp chế biến, hàng tồn kho chiếm tỷ trọng tương đối cao trong tổng tài sản (27% năm 2010). Trong khi đó, tài sản cố định do đã khấu hao gần hết, nên chỉ chiếm khoảng 5% giá trị tổng tài sản



Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán giảm dần từ năm 2006 đến 2008 nhưng đột biến vào năm 2009 và đến năm 2010 lại giảm về mức tương đương 2008. Nguyên nhân là tài sản ngắn hạn tăng mạnh trong năm 2009 trong khi nợ ngắn hạn giảm. Năm 2010, nợ ngắn hạn lại tăng mạnh, khiến các hệ số thanh toán giảm. Tuy nhiên, khả năng thanh toán năm 2010 vẫn tốt, các hệ số thanh toán dù giảm so với năm 2009 nhưng vẫn ở mức rất cao so với mức trung bình ngành thực phẩm chế biến



Hiệu quả hoạt động

Khả năng quản lý hàng tồn kho khá tốt. Năm 2010, lượng hàng tồn kho (mà chủ yếu là cà phê nguyên liệu phục vụ chế biến) tăng tới 86% so với năm 2009. Trong khi giá vốn tăng chậm hơn (34%). Đây là nguyên nhân khiến hiệu quả quản lý hàng tồn kho năm 2010 giảm so với năm 2009. Tuy nhiên, hàng tồn kho năm 2010 ở mức cao lại tạo thuận lợi hơn cho công ty trong năm 2011 khi mà giá cà phê nguyên liệu được dự báo là sẽ tăng lên.

Khả năng quản lý các khoản phải trả giảm mạnh. Các khoản phải trả người bán tăng mạnh từ năm 2006 đến năm 2010, đặc biệt tăng 70 tỷ trong năm 2010.

	2006	2007	2008	2009	2010
Vòng quay các khoản phải thu (lần/năm)	10,29	12,59	9,66	10,84	11,64
Vòng quay các khoản phải trả (lần/năm)	245,02	88,24	70,20	90,33	13,11
Vòng quay hàng tồn kho (lần/năm)	6,43	5,16	4,85	7,28	5,23

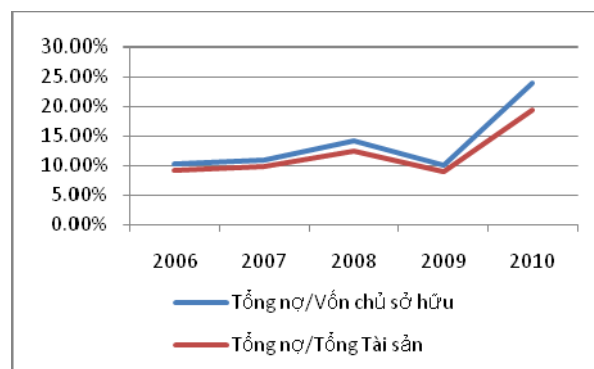
Khả năng sinh lời

Khả năng sinh lời năm 2010 giảm so với năm 2009, nhưng vẫn ở mức cao.

	2006	2007	2008	2009	2010
Tỷ suất LNG	19,5%	22,4%	20,0%	24,6%	21,0%
Tỷ suất LNR	13,2%	17,5%	12,2%	13,3%	12,4%
ROA	21,6%	33,0%	27,3%	30,8%	26,5%
ROE	23,8%	36,5%	30,8%	34,5%	31,2%

Khả năng quản lý nợ

Các hệ số nợ tăng mạnh trong năm 2010, khi các khoản công nợ ngắn hạn và dài hạn của công ty tăng, đặc biệt là công nợ ngắn hạn. Khoản vay ngắn hạn của công ty tăng lên 16 tỷ VND, bao gồm 4 khoản vay bằng USD với lãi suất 6,5%/năm, nhằm phục vụ nhu cầu mua nguyên vật liệu (thực tế hàng tồn kho là nguyên vật liệu năm tăng 68% so với năm 2009). Tuy nhiên, với đặc thù là một doanh nghiệp chế biến, cơ cấu nợ của VCF không cao.



SO SÁNH VINACAFE VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

Vinacafe và các doanh nghiệp trong ngành cà phê

Hiện tại có 3 doanh nghiệp cà phê đang niêm yết trên sàn là Vinacafe (VCF), Tập đoàn Thái Hòa (THV) và An Giang Cà phê (AGC). Tuy nhiên 3 doanh nghiệp này có nhiều điểm khác nhau về loại hình kinh doanh. Trong khi Vinacafe tập trung chế biến cà phê hòa tan từ cà phê nhân nguyên liệu, chủ yếu để tiêu thụ trong nước, thì AGC và THV tập trung sản xuất và xuất khẩu cà phê nhân.

	VCF	THV	AGC
Vốn hóa			
Số lượng cổ phiếu niêm yết (tr.cp)			
Doanh thu 2010 (tr.VND)	1.301.664	2.227.468	1.082.377
LNST 2010 (tr.VND)	161.561	42.026	18.844
Khả năng thanh toán hiện thời	5,79	1,01	1,07
Khả năng thanh toán tiền nhanh	4,11	0,03	0,72
Khả năng thanh toán tiền mặt	3,09	0,03	0,07
Vòng quay khoản phải thu	11,64	4,42	3,37
Vòng quay khoản phải trả	13,11	12,69	21,23
Vòng quay hàng tồn kho	5,23	1,24	5,97
Tỷ suất LNG	21,0%	14,9%	7%
Tỷ suất LNR	12,4%	1,9%	2%
ROA	26,5%	1,3%	3%
ROE	31,2%	7,2%	19%
Tổng nợ/VCSH	24,0%	356%	505%
Tổng nợ/TTS	19,3%	77%	83%
EPS 2010 (VND)	6.079	833	2.270
BVPS 2010 (VND)	22.131	11.319	11.775

Nguồn: HBBS tổng hợp

VCF có khả năng thanh toán tốt hơn nhiều so với THV và AGC, do VCF ít sử dụng nợ vay, trong khi 2 công ty còn lại có tỷ lệ đòn bẩy khá lớn. Công nợ chiếm tới khoảng 80% tổng tài sản của THV và AGC, mà trong đó chủ yếu là nợ ngắn hạn, nhằm tài trợ cho các nhu cầu ngắn hạn như mua nguyên vật liệu. Nợ dài hạn chỉ chiếm phần nhỏ (0% đối với AGC và 7% tổng tài sản đối với THV).

VCF cũng tốt hơn các doanh nghiệp còn lại trong hiệu quả quản lý các khoản phải thu. Trong khi AGC tỏ ra xuất sắc hơn trong việc quản lý các khoản phải trả và hàng tồn kho. Hàng tồn kho của AGC thời điểm cuối 2010 giảm 28% so với 2009.

Xét về khả năng tạo lợi nhuận, VCF là công ty xuất sắc hơn cả với các chỉ số biên lợi nhuận ở mức cao, các chỉ số sinh lời ROA và ROE đặc biệt cao hơn các doanh nghiệp khác

**Vinacafe và các
doanh nghiệp
chế biến**

Với đặc điểm là một doanh nghiệp chế biến, và sản phẩm có thương hiệu được tập trung bán ở thị trường trong nước, chúng tôi nhận thấy sự cần thiết phải đặt Vinacafe trong mối tương quan với các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm chế biến.

	VCF	Trung bình ngành
Khả năng thanh toán hiện thời	5,79	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	4,11	1,24
Khả năng thanh toán tiền mặt	3,09	0,53
Vòng quay khoản phải thu	11,64	25,71
Vòng quay khoản phải trả	13,11	10,47
Vòng quay hàng tồn kho	5,23	5,17
Tỷ suất LNG	21,0%	27,9%
Tỷ suất LNR	12,4%	19,1%
ROA	26,5%	16,1%
ROE	31,2%	26,1%
Tổng nợ/VCSH	24,0%	62,0%
Tổng nợ/TTS	19,3%	38,3%
EPS 2010	6.079	5.949
BVPS 2010	22.131	22.804

Nguồn: Bloomberg

Chú ý: Các doanh nghiệp chế biến niêm yết bao gồm: BBC, BHS, CAN, DBC, HNM, IFS, KDC, KTS, LAF, LSS, MCF, MSN, NHS, SAF, SEC, SGC, TAG, VLF, và VNM

So với các doanh nghiệp này, VCF vẫn có khả năng thanh toán đặc biệt cao, nhờ vào số lượng lớn hàng tồn kho và tiền mặt. Tuy nhiên, năm 2011, khả năng thanh toán của công ty có thể sẽ phải giảm đi do lượng tiền mặt sẽ được giải ngân cho dự án xây dựng nhà máy mới.

Mặc dù có lượng hàng tồn kho lớn, công ty cũng quản lý hàng tồn kho và các khoản phải trả người bán tốt hơn so với các doanh nghiệp chế biến. Tuy nhiên, khả năng quản lý các khoản phải thu lại kém hơn nhiều mức trung bình ngành.

Các hệ số biên lợi nhuận (tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất LN ròng) của VCF kém hơn mức trung bình ngành. Tuy nhiên, khả năng hiệu suất sử dụng tài sản và nguồn vốn lại tốt hơn.

VCF có cơ cấu nợ an toàn so với mức trung bình ngành. Có thể thấy việc ít sử dụng nợ vay trong điều kiện lãi suất cao hiện nay là một lợi thế

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> - Thương hiệu uy tín và lâu năm - Sản phẩm chủ lực là cà phê hòa tan chiếm thị phần lớn trong nước (hơn 40% thị phần) - Có nguồn nguyên liệu ổn định từ các công ty, các đối tác lâu năm trong nước 	<ul style="list-style-type: none"> - Thương hiệu chỉ có sức hút trong nước mà chưa có sức mạnh quốc tế. Doanh thu xuất khẩu hàng năm cũng ở mức rất khiêm tốn (chỉ chiếm khoảng 7-8% tổng doanh thu) - Chưa đầu tư mạnh cho công tác truyền thông, quảng cáo sản phẩm. Ngân sách cho truyền thông chỉ chiếm khoảng 2% tổng doanh thu. Đây không phải là mức cao đối với một công ty chuyên sản xuất hàng thực phẩm, mà chủ yếu là nước uống
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> - Việt Nam mỗi năm sản xuất trên 1 tấn cà phê nhân, là quốc gia có sản lượng cà phê lớn đứng thứ 2 trên thế giới chỉ sau Brasil. Tuy nhiên, lượng tiêu thụ cà phê còn khiêm tốn, chiếm khoảng 6% tổng sản lượng hàng năm. Điều này cho thấy tiềm năng thị trường cà phê ở Việt Nam còn rất lớn. Hơn nữa, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ cà phê hàng năm của Việt Nam lại ở mức cao (8-10%) - Cà phê là một sản phẩm của nông nghiệp nên được Nhà nước quan tâm phát triển. - Nhà máy chế biến cà phê hòa tan mới với công suất 3.200 tấn/năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q2'12 tại KCN Long Thành, Đồng Nai. Khi đi vào hoạt động, tổng công suất chế biến cà phê của công ty sẽ tăng lên 4.080 tấn/năm 	<ul style="list-style-type: none"> - Giá nguyên liệu đầu vào biến động thất thường, bao gồm giá cà phê nguyên liệu, giá đường, giá bột kem. Các nguyên liệu này chủ yếu là hàng hóa nông sản nên phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Từ năm 2010, giá các nguyên liệu này đã tăng mạnh, trong khi đó giá bán các sản phẩm của công ty khó có thể tăng tương ứng. - Cạnh tranh gay gắt trên thị trường cà phê Việt Nam, với nhiều tên tuổi đã có như G7, Nescafe, Birdy... và sắp có như Starbucks.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

CÁC GIẢ ĐỊNH

Sản lượng năm 2011 sẽ biến động rất ít do không có những biến động lớn về công suất hay năng lực sản xuất kinh doanh. Mức tăng doanh thu chủ yếu được ghi nhận nhờ vào tăng giá bán. Đầu năm 2011, công ty đã tiến hành tăng giá bán của từng loại sản phẩm tăng so với năm 2010 như sau: Cà phê hòa tan tăng 20%, Cà phê 3 in 1 tăng 27%, Cà phê rang xay tăng 29%, ngũ cốc dinh dưỡng tăng 13%.

Năm 2012, công ty không tăng giá bán mà chỉ tăng sản lượng. Theo kế hoạch, nhà máy cà phê mới với công suất 3.200 tấn/năm sẽ hoạt động từ cuối Q2/2012. Chúng tôi giả định công suất của nhà máy 2 quý cuối năm 2012 chỉ đạt 25%. Công suất sẽ tăng dần lên và công ty sẽ đạt full công suất vào năm 2014, sản lượng cà phê của công ty cũng theo đó tăng dần. Ngoài ra, mức tăng sản lượng của các năm khác được dự báo tăng theo tốc độ tăng trưởng tiêu thụ cà phê của Việt Nam của USDA

Dự báo sản lượng cà phê của VCF

	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Sản lượng (triệu tấn)	13.448	16.786	18.128	20.740	25.449	28.394	31.113
Tăng trưởng	5%	25%	8%	14%	23%	12%	10%

Nguồn: VCF, USDA

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2011 cải thiện hơn so với năm 2010 do công ty vừa tiến hành tăng giá bán sản phẩm trung bình khoảng 25% so với trước kia trong khi giá nguyên liệu cà phê tăng ít hơn. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục được cải thiện trong những năm tới do khi nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ góp phần giảm lượng cà phê nguyên liệu nhập khẩu.

Tháng 12/2011 công ty mới phải thanh toán cho việc mua dây chuyền sản xuất cà phê là 174 tỷ VND, nên lượng tiền mặt của năm 2011 vẫn cao và công ty sẽ được hưởng lãi từ khoản tiền gửi này. Giả định lãi suất gửi tiền là 14%/năm

Về thuế suất thuế TNDN: Mức thuế suất áp dụng cho công ty là 15%, bắt đầu từ 2015. Công ty được ưu đãi giảm 50% số thuế thu nhập phải nộp trong 7 năm (2018-2014), nên thuế suất thực tế giai đoạn này vào khoảng 8%/năm

Về công nợ: Tổng vốn đầu tư cho dự án đã được phê duyệt lại là 617.4 tỷ VND, tăng so với mức dự kiến ban đầu là 560 tỷ VND do chi phí xây dựng tăng. Trong đó, tỉ lệ vốn tự có/vốn vay là 50/50. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ sẽ tăng mạnh trong 2 năm 2011 và 2012 do nhu cầu đầu tư dự án, sau đó lại giảm về mức thấp thông thường. Các khoản nợ của công ty trong 2 năm này được giả định là vay dài hạn có thời hạn 2 năm. Lãi vay 2011 là 20%, giả định năm 2012 giảm xuống khoảng 18%

Đầu tư cho dự án mới năm 2011 dự kiến là 194 tỷ VND, bao gồm dây chuyền sản xuất và nhà xưởng. Khoản đầu tư này được ghi nhận vào chi phí xây dựng cơ bản dở dang và sẽ được chuyển sang ghi nhận là tài sản cố định vào năm 2012

ĐỊNH GIÁ

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi tiến hành định giá VCF theo phương pháp FCFF và FCFE. Tỷ lệ chiết khấu cho phương pháp FCFF (WACC) là 16.03% và FCFE (cost of equity) là 16,01%. Hai tỷ lệ chiết khấu gần tương đồng nhau do tỷ lệ nợ của công ty là khá thấp.

Về tỷ lệ tăng trưởng trong giai đoạn tăng trưởng ổn định, chúng tôi cho rằng VCF sẽ tăng trưởng ổn định ở mức cao là 10%. Nguyên nhân là tăng trưởng tiêu thụ cà phê ở Việt Nam được dự báo là đạt khoảng trên dưới 10% trong những năm tới. Tiêu thụ cà phê ở Việt Nam – một nước đang phát triển– cao hơn nhiều so với các nước phát triển (chỉ khoảng 6-7%), cho thấy thị trường tiêu thụ cà phê Việt Nam còn rất tiềm năng. Hơn nữa, VCF lại đóng vai trò là người dẫn đầu thị trường cà phê hòa tan Việt Nam

với hơn 40% thị phần, và đa số sản phẩm được tiêu thụ trong nước. Điều này cho thấy tăng trưởng của VCF sẽ chịu nhiều tác động từ thị trường cà phê trong nước.

Phương pháp	Giá cổ phiếu VCF (VND)	Chênh lệch so với giá hiện tại
FCFE	72.155	+3%
FCFF	78.464	+12%

Với phương pháp sử dụng hệ số so sánh, chúng tôi sử dụng hệ số PE và PB của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm và cà phê đã niêm yết trên Hose và HNX làm hệ số so sánh. Tuy nhiên, chúng tôi đã cân nhắc loại bỏ CTCP Tập đoàn Masan (MSN) ra khỏi danh sách tính hệ số so sánh, vì MSN về bản chất là đầu tư tài chính, giá trên sàn đã phản ánh những kỳ vọng của nhà đầu tư về đầu tư của MSN vào mô Núi Pháo và Ngân hàng Techcombank....

EPS 2011 (VND)	7.299	BVPS 2011 (VND)	26.649
PE ngành	9,8	PB ngành	3,1
Giá cổ phiếu VCF (VND)	71.328	Giá cổ phiếu VCF (VND)	82.049

Chú ý: Giá cổ phiếu VCF, PE, và PB ngành được lấy ngày 28/07/2011

Tổng hợp các phương pháp

Phương pháp	Giá cổ phiếu (VND/cp)
FCFF	78.465
FCFE	72.155
PE	71.328
PB	82.049
Giá bình quân	76.000

Với mức giá ngày 28/07/2011 của VCF là 70.000 VND/cp thì mức định giá 76.000 VND/cp, giá trị cổ phiếu VCF cao hơn giá thị trường của cổ phiếu này 8,6%. Do đó chúng tôi khuyến nghị GIỮ ĐỐI VỚI CỔ PHIẾU VCF.

PHỤ LỤC

Báo cáo kết quả kinh doanh

Đơn vị: triệu VND

	2007	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	619,370	863,037	1,020,694	1,301,664
Giá vốn	480,468	690,836	769,265	1,028,845
LNG	138,902	172,201	251,429	272,819
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý DN	54,716	92,558	115,722	124,883
LN từ đầu tư tài chính	11,745	19,883	934	16,205
Chi phí lãi vay	1,270	340	1,675	2,018
LN khác	12,411	14,199	10,391	14,120
LNTT	108,343	113,724	147,033	178,260
Thuế TNDN	0	8,532	11,027	16,699
LNST	108,343	105,192	136,005	161,561

Nguồn: Báo cáo tài chính VCF 2007, 2008, 2009, 2010

Bảng cân đối kế toán
Đơn vị: triệu VND

	2007	2008	2009	2010
Tổng tài sản	236.623	336.749	441.877	676.789
Tiền và tương đương tiền	27.819	24.145	235.091	361.738
Đầu tư ngắn hạn	96.500	72.175	-	-
Phải thu	33.660	83.192	91.918	109.411
Hàng tồn kho	56.957	142.375	105.614	196.734
Tài sản ngắn hạn khác	21.687	14.860	9.254	8.906
Tài sản dài hạn	41.458	53.961	50.075	52.438
+Đầu tư dài hạn		-	-	-
Tài sản cố định	126.992		156.316	166.694
Khấu hao lũy kế	104.393		123.560	131.576
+Tài sản cố định ròng	22.598	36.641	32.755	35.118
+Tài sản dài hạn khác	18.860	17.320	17.320	17.320
Nợ ngắn hạn	10.647	37.793	34.294	125.965
Phải trả	1.496	9.841	8.516	78.485
Vay và nợ ngắn hạn	3.379	3.565	-	16.232
Nợ ngắn hạn khác	5.772	24.387	25.778	31.248
Nợ dài hạn	15.155	10.868	15.800	24.099
Vay và nợ dài hạn	15.058	9.961	-	-
Nợ dài hạn khác	97	908	15.800	24.099
Tổng nợ	25.802	48.661	50.094	150.065
Vốn điều lệ và thặng dư	162.594	209.851	209.851	295.766
Lợi nhuận giữ lại và các quỹ	89.685	132.197	232.007	283.397
Vốn chủ sở hữu	252.279	342.048	441.859	579.163
Tổng nguồn vốn	278.081	390.709	491.953	729.227
BVPS			31.170	21.790

Nguồn: BCTC VCF 2007, 2008, 2009, 2010

Điều khoản miễn trừ

Tài liệu này do Công ty Chứng Khoán Habubank (“Habubank Securities”), một công ty con trực thuộc Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội - Habubank phát hành. Các nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở các thông tin tin cậy, nhưng chúng tôi không có bất cứ cam kết hay đảm bảo gì đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các thông tin trong nghiên cứu này. Các quan điểm mà chúng tôi đưa ra có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tài liệu này được phục vụ mục đích lưu hành rộng rãi. Tất cả các khuyến nghị đưa ra trong tài liệu này đều không nhằm phục vụ các mục tiêu đầu tư cụ thể, hay nhu cầu riêng của bất kỳ người đọc cụ thể nào. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, không nhằm thay đổi quyết định của người đọc. Các nhà đầu tư nên được tư vấn về tài chính và pháp luật để ra các quyết định đầu tư. Habubank Securities không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại trực tiếp hay gián tiếp phát sinh từ việc sử dụng hoặc liên quan đến tài liệu này theo bất cứ hình thức nào. Tài liệu này không phải là một lời đề nghị hay mời gọi mua bán bất cứ loại chứng khoán nào. Bất kỳ ai muốn biết thêm thông tin, kể cả việc làm rõ bất cứ chi tiết nào trong điều khoản miễn trừ này, hoặc muốn thực hiện giao dịch đối với bất cứ loại chứng khoán nào đã được đề cập trong tài liệu này vui lòng liên hệ với Habubank Securities để được phục vụ.