

# CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM –HOSE)

Ngày cập nhật: 15/12/2011

## Thông tin cơ bản



Công ty CP Sữa Việt Nam

Thành lập năm 1976 và CPH năm 2003

10 đường Tân Trào, Tân Phú, Q.7, HCM

Tel: 08.54155555 Fax: 08. 54161226

Giám đốc: Mai Kiều Liên

<http://www.vinamilk.com.vn/>

## Ngành

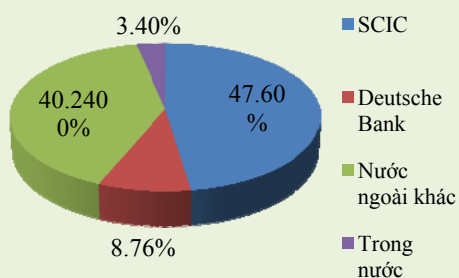
Thực phẩm

Ngày chào sàn: 19/01/2006

## Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (đ)	90,000
SLCP lưu hành (triệu cp)	555,87
Giá trị vốn hóa (tỷ đ)	50,862.4
P/E 9T	12.79
P/B	4.41
KLGD 3 tháng (cp)	37,889
GTGD 3 tháng (tỷ đ)	4.8
Sở hữu nước ngoài	49%
Beta	0.28

## Cơ cấu cổ đông (%)



## TỔNG KẾT

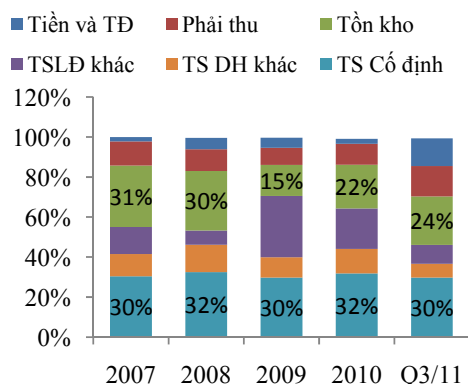
- Ngành sản xuất kinh doanh sữa có tính ổn định, tăng trưởng 18%/năm và ít chịu tác động của nền kinh tế tuy nhiên nguyên liệu trong nước mới đáp ứng 20-25% nhu cầu.
- VNM là doanh nghiệp đầu ngành chiếm 39% thị phần, kinh nghiệm và thương hiệu đã được khẳng định trong nước và quốc tế.
- Tốc độ tăng trưởng cao và ổn định ở mức khoảng 30%/năm.
- Tình hình tài chính vững mạnh với nguồn vốn chủ yếu từ vốn chủ sở hữu (80%), thanh khoản luôn ở mức an toàn.
- Năm 2011 sẽ đạt thậm chí vượt chỉ tiêu kinh doanh khoảng 5-10%. Tính đến hết quý 3, VNM đã hoàn thành 90% kế hoạch

## Thông tin Tài chính cơ bản

Năm	2007	2008	2009	2010	9T/11
VĐL	1,752.8	1,752.8	3,512.7	3,530.7	3,708.3
Tổng TS	5,425.1	5,967.0	8,482.0	10,773.0	14,335.9
VCSH	4,315.9	4,761.9	6,637.7	7,964.4	11,539.8
Doanh thu	6,648	8,209	10,614	15,753	15,652
LNTT	955	1,371	2,731	4,251	3,752
LNST	963	1,249	2,376	3,616	3,176
EPS	5,496	7,116	6,763	6,586	7,156
BV	24,101	26,619	18,378	22,558	20,760
LNST/DT	14.5%	15.2%	22.4%	23.0%	19.7%
ROAE	27.3%	27.5%	41.7%	49.5%	39.3%
ROAA	21.4%	21.9%	32.9%	37.6%	30.0%
Nợ/VCSH	0.3	0.2	0.3	0.4	0.2
TSLĐ/Nợ	3.4	3.3	3.3	2.2	3.4

(Nguồn: ABS tổng hợp từ BCTC VNM)

### Cơ cấu tài sản



(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

Công ty con và liên kết	Tỷ lệ
Công ty TNHH Một Thành viên Bò Sữa Việt Nam	100%
Công ty TNHH MTV Đầu tư Bất động sản Quốc tế	100%
Công ty TNHH Một Thành viên Sữa Lam Sơn	100%
Công ty TNHH Một Thành viên Sữa Dielac	100%
CTCP Nguyên liệu Thực phẩm Á Châu - Sài Gòn	20%
Công ty TNHH Miraka	19.3%

(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

### PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

#### Cơ cấu tài sản

Tổng tài sản của VNM qua các năm tăng đều và khá cao, bình quân 27%. Tính đến hết quý 3, giá trị tài sản của VNM đạt 14.335 tỷ đồng, tăng 33% so với đầu năm trong đó tài sản ngắn hạn tăng tới 52%.

Số dư tiền tăng mạnh từ 263 tỷ lên 1.986 tỷ đồng, chiếm 13,8% tổng tài sản một phần nhờ việc phát hành thêm 10,7 triệu cổ phần cho đối tác nước ngoài (giá bình quân 129.000 đồng) và 3,5 triệu cổ phiếu cho CBCNV giá 10.000 đồng.

Cùng với gia tăng doanh thu bán hàng, phải thu và hàng tồn kho cũng tăng nhanh và hiện chiếm tới gần 40% tài sản. Trong các khoản phải thu thì thu của khách hàng tăng 67% chủ yếu phát sinh từ khách hàng nước ngoài, còn các khoản trả trước cho nhà cung cấp tăng tới 2,7 lần.

Giá trị TSCĐ chiếm gần 30% tổng tài sản của VNM. Hiện công ty có 11 nhà máy với tổng công suất 677.150 tấn sản phẩm/năm cùng với 5 trang trại nuôi bò sữa ở Tuyên Quang, Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng với tổng đàn bò đạt 5,900 con. Ngoài ra VNM đang đầu tư 886 tỷ đồng để mở rộng và xây mới 3 nhà máy gồm:

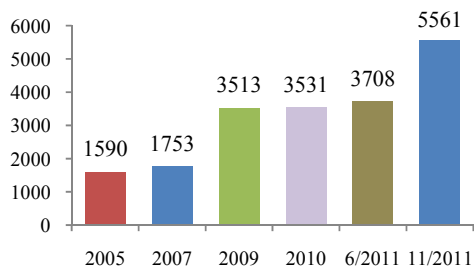
- Nhà máy sữa nước Mega** tại Bình Dương (120tr USD) nâng gấp đôi công suất hiện tại lên khoảng 800 triệu lít/năm, dự kiến đi vào hoạt động Q3/2012.

- Nhà máy sữa bột Dielac 2** tại VSIP, Bình Dương nâng gấp 4 lần công suất sữa bột hiện tại lên 54 nghìn tấn/năm, dự kiến hoạt động Q4/2012.

- Nhà máy sữa nước và sữa chua** tại Đà Nẵng với công suất 64,4 triệu lít sữa tươi/năm và 240 triệu hũ sữa chua/năm sẽ hoạt động trong năm 2012.

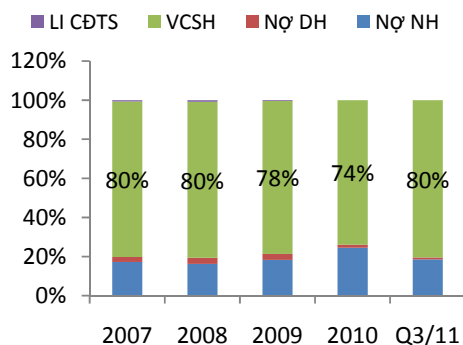
- Nhà máy bột sữa Miraka** (90 triệu NZD) sản xuất bột sữa nguyên kem (32.000 tấn/năm) và chế biến 210 triệu lít sữa/năm tại Newzealand trong đó VNM góp 19.3% cổ phần. Hiện nhà máy đã bắt đầu hoạt động từ tháng 8/2011.

### Vốn điều lệ (tỷ đ)



(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

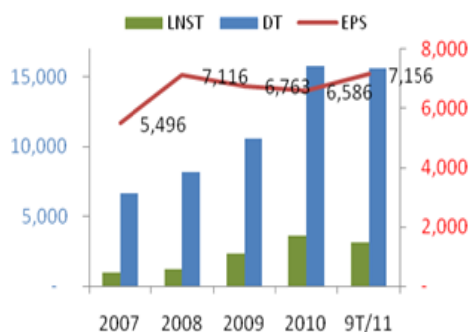
### Cơ cấu nguồn vốn



(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

(Nguồn: VNM, ABS tổng hợp)

### Doanh thu, lợi nhuận (tỷ đồng), EPS



(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

### Cơ cấu nguồn vốn

Với nguồn vốn tự có lớn (11.539 tỷ đồng) trong khi lại tận dụng được vốn của các nhà cung cấp nhờ lợi thế về uy tín và thị phần chi phối, VNM ít phải phụ thuộc vào nguồn vốn vay, dư nợ vay hiện chỉ 309 tỷ đồng để bổ sung vào vốn lưu động. Tổng nợ phải trả chỉ chiếm 19,5% nguồn vốn và tương đương 24% VCSH trong đó 95% là nợ ngắn hạn.

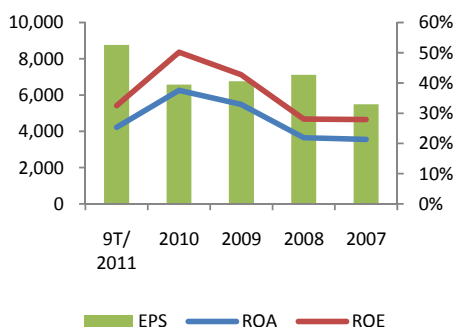
Vốn điều lệ của VNM tăng rất mạnh qua các năm, từ 1.590 tỷ đồng năm 2005 đến hết tháng 9/2011 là 3.700 tỷ đồng, tương đương tăng 2,3 lần. Hiện tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài tại VNM đã kịch mức trần cho phép (49%) cho thấy mức độ hấp dẫn của doanh nghiệp đối với khối này. Trong năm 2011, nhờ phát hành thêm với giá cao, VNM thu được khoản thặng dư lớn lên đến 1.277 tỷ đồng. Ngoài ra trong cơ cấu vốn chủ sở hữu, nguồn lợi nhuận để lại và quỹ đầu tư phát triển cũng khá lớn 6.185 tỷ đồng. Ngày 29/11 vừa qua VNM đã chốt chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2:1. Như vậy vốn điều lệ mới của công ty sẽ là gần 5.561 tỷ đồng, nằm trong Top 10 những công ty có vốn điều lệ lớn nhất và xếp thứ 2 về vốn hóa tại HOSE.

### Hoạt động kinh doanh

Doanh thu của VNM trong 4 năm gần đây tăng trưởng bình quân 34,4% và theo chiều hướng tăng dần đặc biệt năm 2010 tăng tới gần 50%. Đà tăng trưởng này tiếp tục được duy trì trong 3 quý năm 2011 và lũy kế 9 tháng đạt 15.652 tỷ đồng, tăng 35% so cùng kỳ 2010. Theo mục tiêu đặt ra 1 tỷ USD (20.560 tỷ đồng), VNM đã hoàn thành 76%

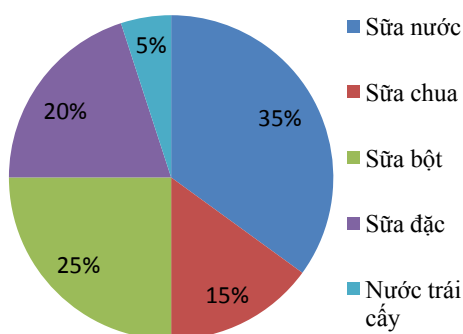
Lợi nhuận của VNM cũng có mức tăng rất cao, năm 2009 tăng tới 90% một phần nhờ giảm chi phí ngoài ra còn do khoản lãi từ hoạt động tài chính 188 tỷ. Năm 2010 nhờ 400 tỷ tiền lãi từ việc bán nhà máy cà phê Sài Gòn tiếp tục giúp cho lợi nhuận tăng 56%. Lũy kế 9 tháng năm 2011, VNM đạt 3.176 tỷ đồng lãi sau thuế, tăng 10% so cùng kỳ 2010 và nếu

### Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động



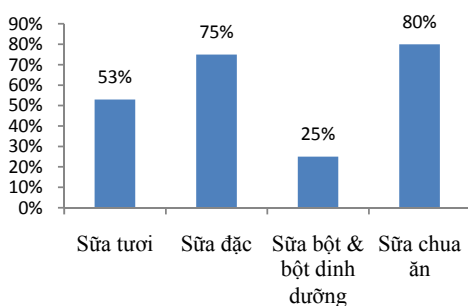
(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

### Cơ cấu doanh thu (2010)



(Nguồn: Vinamilk, ABS tổng hợp)

### Thị phần của Vinamilk



(Nguồn: Vinamilk, ABS tổng hợp)

loại bỏ phần lợi nhuận khác của năm 2010 như nói trên thì lợi nhuận tăng gần 41%.

Các chỉ tiêu ROA, ROE của VNM luôn được duy trì ở mức trên 20% và 30%, mức cao so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành.

Xét về cơ cấu, hiện VNM đang cung cấp các sản phẩm:

#### Sữa nước

Đây là ngành hàng chủ lực đóng góp 35% tổng doanh thu và có mức tăng trưởng lên tới 55% trong năm 2010. Ngoài mặt hàng sữa tươi tiệt trùng và sữa chua uống, trong năm 2010 VNM là công ty đầu tiên ở Việt Nam sản xuất sữa tươi thanh trùng bằng công nghệ ly tâm tách khuẩn.

#### Sữa bột và bột dinh dưỡng

Với các nhãn hiệu Dielac và Ridielac được tiêu thụ trong nước và xuất khẩu với mức tăng trưởng doanh số khoảng 56%/năm.

#### Sữa đặc

Mặc dù chiếm 20% doanh thu và là nhãn hiệu số 1 trên thị trường với mức tăng trưởng 28% trong năm 2010 nhưng tiềm năng phát triển của sản phẩm này không cao do thị trường tiêu thụ đã gần đạt đến mức bão hòa.

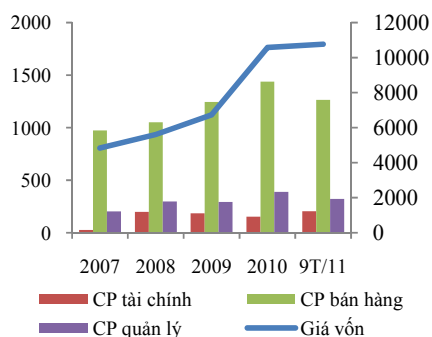
#### Sữa chua ăn

Đây là sản phẩm chủ lực có lợi thế cạnh tranh cao với mức tăng trưởng 60%/năm đã chiếm lĩnh 80% thị phần tiêu thụ cả nước.

Ngoài ra VNM cũng sản xuất sữa đậu nành, các loại nước trái cây, trà mang thương hiệu V-Fresh tuy nhiên tỷ trọng doanh thu của các sản phẩm này hiện vẫn còn thấp.

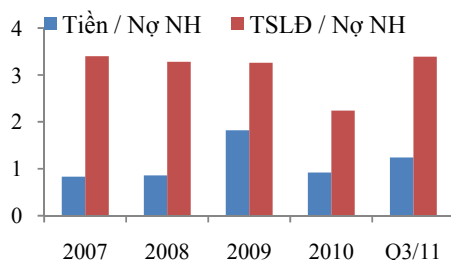
Thị trường tiêu thụ hiện tại của VNM chủ yếu là nội địa chiếm tới 80% doanh thu, còn lại là xuất khẩu sang một số nước như Mỹ, Châu Âu, Châu Á... Dự kiến trong năm 2011 doanh thu xuất khẩu của VNM sẽ đạt 130 triệu USD, cao nhất từ trước tới giờ và đạt tốc độ tăng trưởng trên 40% trong 3 năm liên tiếp.

### Chi phí sản xuất kinh doanh



(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

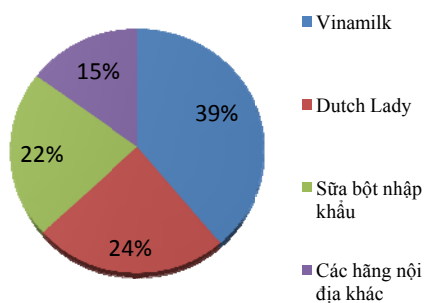
### Khả năng thanh toán



(Nguồn: BCTC VNM, ABS tổng hợp)

### VỊ THẾ TRONG NGÀNH

#### Thị phần tiêu thụ sữa cả nước (2010)



(Nguồn: ABS tổng hợp)

### Kiểm soát chi phí

Giá vốn có xu hướng tăng dần trong năm 2010 và các tháng đầu năm 2011, hiện chiếm khoảng 67% doanh thu. Chi phí cho sữa bột hiện chiếm tới 75% tổng chi phí nguyên liệu và chịu sự tác động của phía nước ngoài và biến động tỷ giá do phải nhập khẩu hoàn toàn. Với việc đầu tư vào nhà máy sản xuất nguyên liệu Miraka tại NewZealand, trong tương lai VNM sẽ chủ động hơn về nguồn và giá cả sữa bột. Nguồn nguyên liệu sữa tươi hiện chủ yếu được lấy từ các trang trại nuôi bò sữa của Vinamilk và mua trong nước.

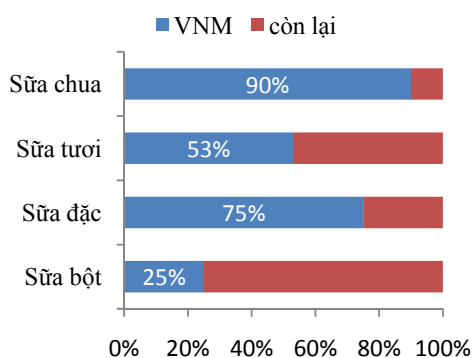
Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu đang giảm dần qua các năm sau khi công ty áp dụng các mô hình quản lý hiện đại. Trong năm 2010 VNM cũng đã thiết lập mô hình quản trị rủi ro với sự tư vấn của Ernst & Young nhằm quản lý và giảm chi phí một cách hiệu quả nhất.

### Khả năng thanh toán

Chính nhờ chủ động về vốn, vay nợ ít và nguồn tiền mặt khá dồi dào nên khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của VNM luôn được duy trì ở mức an toàn, chỉ tiêu thanh toán tiền mặt của công ty thậm chí ở mức gần 1 lần trong các năm qua.

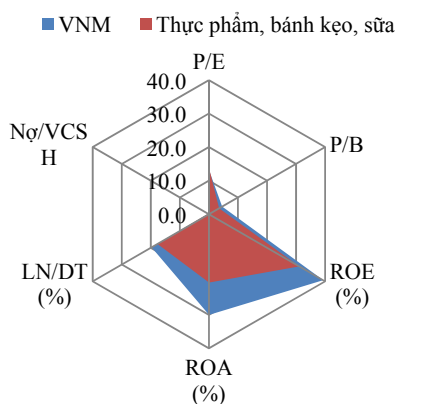
Ngành thực phẩm sữa có tính ổn định cao và ít chịu tác động của nền kinh tế. Mức tăng trưởng của ngành là 4% ở các nước đang phát triển, và khoảng 18% ở Việt Nam. Nhu cầu sữa của người Việt đang tăng dần lên nhưng vẫn ở mức thấp so với các nước trong khu vực với mức tiêu thụ 14 lít/người/năm. Việc đầu tư gia tăng đàn bò sữa đang được khuyến khích rộng rãi. Trong năm 2010, số lượng đàn bò đã tăng thêm 11,3% giúp cho nguồn nguyên liệu sữa trong nước cũng tăng lên 10,2%. Tuy vậy, nguồn nguyên liệu này chỉ mới đáp ứng được 22% nhu cầu nguyên liệu trong nước, trong đó VNM thu mua 60% nguồn nguyên liệu này, còn lại là nhập khẩu. Bên cạnh đó, nguồn nguyên liệu sữa bột được

### Thị phần tiêu thụ các sản phẩm sữa



(Nguồn: Vinamilk, ABS tổng hợp)

### So sánh với các chỉ số trong ngành



(Nguồn: ABS tổng hợp)

### So sánh với một số mã niêm yết cùng ngành

Chỉ tiêu	VNM	MSN	KDC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.708,3	5.152,7	1.195,2
Sở hữu NN (%)	49	21,04	38,89
Doanh thu 9T (tỷ đồng)	15.652	4.246	3.038
Lãi ST 9T (tỷ đồng)	3.176	1.075	248
ROE (%)	39,3	23,8	9,2
ROA (%)	30	12,4	6,72
Lãi ròng/DT	19,74	56,70	10,33
Nợ/VCSH	0,2	0,35	0,29
P/E	12,79	18,24	10,18
P/B	4,41	4,08	0,93

(Nguồn: BCTC Q3 các công ty)

## PHÂN TÍCH SWOT

#### Thách thức

- Sức ép cạnh tranh từ các công ty khác trong ngành như TH Milk, Friesland Campina, Nutifood ngày càng tăng.
- Sữa là mặt hàng nhà nước quản lý giá do vậy VNM không chủ động trong việc điều chỉnh giá bán.

#### Cơ hội

- Nhu cầu các sản phẩm sữa ngày càng tăng (khoảng 40% trong năm 2020) khi thu nhập của người dân được nâng cao trong khi sản xuất trong nước mới đáp ứng 20-25%.

#### Khó khăn

- Nguyên liệu sữa bột chủ yếu phải nhập khẩu nên phụ thuộc giá đầu vào cũng như rủi ro tỷ giá hối đoái

#### Lợi thế

- Có bề dày 35 năm kinh nghiệm, thương hiệu đã được khẳng định trên thị trường trong nước và quốc tế, chiếm lĩnh thị phần lớn
- Mạng lưới 250 điểm phân phối và 140,000 địa điểm bán lẻ trải khắp cả nước.
- Thuế nhập khẩu tăng 5% làm giảm khả năng cạnh tranh của sữa ngoại với VNM.

**TRIỂN VỌNG**

Dựa trên kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm và nhận định về tình hình hoạt động trong quý 4, chúng tôi đánh giá VNM hoàn toàn có thể hoàn thành thậm chí vượt chỉ tiêu so với kế hoạch khoảng 5%, tương ứng với mức lợi nhuận đạt được từ 3.600 tỷ - 3.765 tỷ đồng.

Theo số liệu tính đến cuối tháng 9, VNM đã giải ngân trên 900 tỷ đồng cho các dự án. Như vậy nếu so với kế hoạch đầu tư 4.200 tỷ đồng đề ra từ đầu năm có thể thấy một số dự án của công ty đang bị chậm tiến độ và có thể tác động đến kế hoạch doanh thu lợi nhuận của VNM trong năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng xét về dài hạn sau khi các nhà máy hoàn thành và với triển vọng thị trường, VNM vẫn có nhiều tiềm năng phát triển và là mã cổ phiếu đáng quan tâm.

**ĐỊNH GIÁ**

Các phương pháp được sử dụng để định giá VNM gồm có phương pháp chiết khấu dòng thu nhập trong 5 năm, phương pháp P/E và phương pháp P/B với các tỷ trọng tương ứng là 60%, 20% và 20%.

Kết quả:

Phương pháp	Giá (đ)	Tỷ trọng (%)
<i>PP Chiết khấu thu nhập</i>	139,500	60
<i>P/E</i>	97,600	20
<i>P/B</i>	64,600	20
	<b>116,000</b>	



## **TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH**

Báo cáo phân tích công ty nhằm mục đích đánh giá và đưa ra những khuyến nghị mang tính tham khảo, nhằm hỗ trợ khách hàng.

Các thông tin mà Báo cáo sử dụng được thu thập và xem xét với mức độ cẩn trọng tối đa có thể và dựa trên những nguồn mà ABS cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ABS không chịu trách nhiệm về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin trong Báo cáo này. Các ý kiến, nhận định, khuyến nghị chỉ thể hiện quan điểm chủ quan của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của ABS và có thể thay đổi mà không cần thông báo.

Báo cáo này chủ yếu cung cấp những thông tin, nhận định, khuyến nghị mang tính tổng hợp. Nhà đầu tư cần tự ra quyết định dựa trên tình hình tài chính, các mục tiêu đầu tư cụ thể và các điều kiện riêng của cá nhân.

ABS không chịu trách nhiệm về bất cứ thiệt hại nào liên quan đến việc khai thác và sử dụng các thông tin từ Báo cáo này.

Ban Đầu tư và Phân tích  
Công ty CP Chứng khoán An Bình  
Tầng 4, Hà Thành Plaza  
102 Thái Thịnh, Đống Đa, Hà Nội  
Tel: 043 5624626 ext: 155  
Fax: 043 5624628  
Email: [hien.ngothe@abs.vn](mailto:hien.ngothe@abs.vn) / [tuan.tranquoc@abs.vn](mailto:tuan.tranquoc@abs.vn)