

CTCP Sữa Việt Nam (VINAMILK)

Sau hơn 30 năm thành lập, công ty cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk) hiện đang dẫn đầu ngành công nghiệp sữa tại Việt Nam với hơn 40% thị phần trong nước và năng lực sản xuất vượt xa các đối thủ cạnh tranh khác. Nhà máy chế biến cũng như 178,000 điểm bán lẻ của VNM được trải đều trên cả nước, nên sản phẩm sữa của Công ty được phân phối kịp thời đến người tiêu dùng. VNM thu mua gần một nửa nguồn cung ứng nguyên liệu sữa trong nước nên có lợi thế lớn trong việc kiểm soát giá sản phẩm. Sản phẩm đa dạng và giá cả phải chăng đã giúp cho VNM thống trị một số phân khúc như sữa đặc (chiếm khoảng 85% thị phần) và sữa chua (chiếm khoảng 95% thị phần). Ngoài ra, Vinamilk còn được quản lý bởi một đội ngũ lãnh đạo nhiệt tình và giàu kinh nghiệm, dưới sự dẫn dắt của người thuyền trưởng là bà Mai Kiều Liên.

Năm 2011 là một năm đột phá quan trọng của VNM khi tổng doanh thu đã đạt cột mốc 1 tỷ USD. Giai đoạn 2006-2011 được coi là thời kỳ hoàng kim cho VNM với tốc độ tăng trưởng kép CAGR trên doanh thu đạt 28.2%/năm và trên lợi nhuận gộp đạt 33.3%/năm; nhưng ấn tượng nhất là lợi nhuận ròng (LNR) với mức tăng trưởng kép 44.9%/năm. Cơ cấu vốn của VNM chủ yếu được tài trợ từ nguồn vốn chủ sở hữu, nên các chỉ số thanh toán của Công ty khá tốt.

Vinamilk có tham vọng đạt doanh thu 3 tỷ USD vào năm 2017, và trở thành 1 trong 50 công ty sữa lớn nhất thế giới. Tốc độ đô thị hóa nhanh ở Việt Nam và mức sống của người dân ngày càng được nâng cao sẽ là động lực thúc đẩy ngành sữa. VNM sẽ đầu tư khoảng 10,000 tỷ đồng nhằm tăng công suất từ 677,150 (2010) lên 1.6 triệu tấn (2016) và triển khai một số dự án khác. Trong giai đoạn 2011-2016, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu vào khoảng 26%/năm (so với mức 28.2%/năm trong giai đoạn 2006-2011). Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng kép của lợi nhuận sau thuế (LNST) chỉ đạt 17.6%/năm (so với mức 44.9%/năm của giai đoạn trước).

SBS khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 12 tháng là **110,000 đồng/cổ phiếu**. Tại mức giá hiện hành 91,000 đồng/cổ phiếu, giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá ít nhất 20.9%. Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu so với báo cáo trước đây do dự phóng triển vọng lợi nhuận của VNM có sự cải thiện.

Thông tin tài chính				Kết thúc 31/12	
(Tỷ đồng)	2009	2010	2011	*2012F	*2013F
Doanh thu	10,614	15,753	21,627	28,222	36,529
Lợi nhuận gộp	2,376	3,616	4,218	5,068	6,146
Tỷ lệ tăng trưởng	90.0%	52.2%	16.6%	20.1%	21.3%
EPS (VND)	6,764	10,297	7,587	9,119	11,058
BV (VND)	18,380	22,678	22,441	28,641	34,590
DPS (VND)	3,000	4,000	4,000	3,000	n/a
Tỷ suất cổ tức	4.3%	4.7%	4.6%	3.3%	n/a
ROA	28.0%	33.6%	27.1%	26.3%	26.2%
ROE	35.8%	44.0%	32.9%	31.1%	31.2%
P/E (x)	10.30	8.24	11.40	10.03	8.27
P/BV (x)	3.79	3.74	3.85	3.19	2.65

Nguồn: VNM, (*) SBS dự phóng

MUA	
Giá hiện tại	91,000
Giá mục tiêu	110,000
Giá mục tiêu cũ	93,100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã Bloomberg	VNM VN Equity
KLCP đang lưu hành (triệu)	555.8
Vốn hóa thị trường (VND'tỷ)	50,855
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	96 61.3
KLGD trung bình trong 3 tháng	86,666
Beta	0.83
Sở hữu nước ngoài (%)	49%

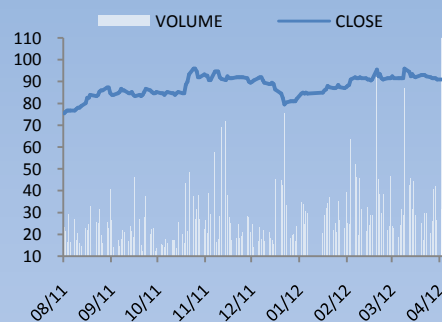
Nguồn: Bloomberg

CỔ ĐÔNG LỚN

SCIC	45.04%
F&N Dairy Investments Ltd	9.53%
Dragon Capital	7.38%

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU (%)

Tháng	Giá trị (VND'triệu)	(%)
1 tháng	(0.5)	-1%
3 tháng	10.5	13%
6 tháng	5.7	7%
12 tháng	29.6	48%



Lê Trung Hiếu

hieutl@sbsc.com.vn

Lương Thị Thảo, CFA

thao.lt@sbsc.com.vn



VINAMILK



TỪ KHÓA

Công ty

Bao gồm VINAMILK, các công ty con, và các công ty liên kết

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiềm năng của ngành công nghiệp sữa tại Việt Nam

Việt Nam là một quốc gia trẻ với 54% dân số dưới độ tuổi 30 (*Thống kê năm 2010*), và đây cũng là nhóm dân số có xu hướng tiêu thụ nhiều các sản phẩm sữa. Tình hình đô thị hóa nhanh chóng tại Việt Nam (~3%) và mức sống ngày càng được nâng cao (*GDP bình quân đầu người có tăng trưởng kép 13.5%/năm trong giai đoạn 2006-2011*) cũng sẽ là động lực gia tăng nhu cầu về sữa và các sản phẩm từ sữa. Theo quy hoạch phát triển ngành công nghiệp Sữa Việt Nam, tổng sản lượng sữa sẽ đạt 1,9 tỷ lít vào năm 2015, nâng mức tiêu thụ sữa bình quân/người/năm từ 15 lít đến 21 lít.

Lợi thế cạnh tranh

Trải qua 30 năm, VINAMILK đã thực sự nắm bắt được thị hiếu tiêu dùng sữa của người Việt Nam và truyền tải cảm nhận đó vào các dòng sản phẩm của mình. VNM dẫn đầu thị trường sữa với hơn 40% thị phần và năng lực sản xuất vượt xa các đối thủ cạnh tranh khác. 9 nhà máy chế biến và gần 178.000 điểm bán lẻ của VNM nằm rải rác trên khắp cả nước tại những vị trí thuận lợi, đây là lợi thế lớn cho việc phân phối sữa của Công ty. VNM thu mua gần 50% nguồn sữa nguyên liệu trong nước, việc này giúp cho Công ty kiểm soát được giá sữa ở các nông trại. VINAMILK là một trong những thương hiệu uy tín và có giá cả phải chăng nhất trên thị trường sữa hiện nay, nhờ vậy VNM duy trì sự thống trị của mình trên một số phân khúc như sữa đặc (chiếm khoảng 85% thị phần) và sữa chua (chiếm khoảng 90% thị phần). Cơ cấu vốn của VNM chủ yếu là vốn chủ sở hữu, vì thế các chỉ số thanh toán của VNM rất tốt.

Công ty còn được đánh giá cao bởi đội ngũ quản lý kinh nghiệm, đặc biệt là bà Mai Kiều Liên - Chủ tịch HĐQT kiêm tổng giám đốc đã truyền cảm hứng và định hướng con đường phát triển của VNM. Bà Mai Kiều Liên sẽ tiếp tục đồng hành cùng VNM ít nhất trong 5 năm tới. Tính minh bạch trong quản trị doanh nghiệp của VNM được đánh giá rất cao, đây cũng là lý do khiến cổ phiếu VNM được các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài rất ưa chuộng.

Triển vọng tăng trưởng

Vinamilk lên kế hoạch đầy tham vọng cho giai đoạn 2012-2016, từ cột mốc 1 tỷ USD năm 2011, VNM đang hướng đến mục tiêu 3 tỷ USD vào năm 2017. Năng lực sản xuất sẽ tăng gấp đôi lên 1.6 triệu tấn vào năm 2016. Những con số này nghe có vẻ đầy tham vọng nhưng cũng khả thi. Trong giai đoạn 2011-2016, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu đạt 26%/năm và của LNST đạt 17.6%/năm. Trong năm 2012, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST tương ứng đạt 28,222 tỷ đồng và 5,068 tỷ đồng và sẽ đạt 68,793 tỷ đồng và 9,476 tỷ đồng vào năm 2016.

Cổ phiếu Blue-chip

Là một trong những công ty có vốn hóa lớn, cổ phiếu VNM có mức biến động vượt trội so với VNIndex trong 12 tháng qua với mức tăng 25% (so với mức tăng 6.5% của VNIndex). Công ty có tính thanh khoản tương đối ổn định trong 6 tháng qua, giao dịch khoảng 68,000 cổ phiếu/ngày.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng 70% và phương pháp so sánh P/E với tỷ trọng 30% để định giá VINAMILK. **Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF xác định VNM ở mức giá 106,799 đồng/cổ phiếu.** Tính toán của chúng tôi dựa trên các giả định sau: lãi suất phi rủi ro (Rf) ở mức 11%, hệ số Beta là 0.83x (Bloomberg), phần bù rủi ro thị trường 10%, và chi phí sử dụng nợ bình quân 8%. Chúng tôi ước tính chi phí sử dụng vốn chủ cổ phần (Re) ở mức 19.32%, và chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của VNM ở mức 16.98%. Dòng thu nhập sau năm 2016 kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng đều ở mức 8%/năm (g).

TÓM TẮT THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

(Tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016
FCFF	285.4	4,029.5	4,368.5	6,611.4	8,196.2
WACC	16.98%				
Giá trị hiện tại của dòng tiền	244	2,945	2,29	3,530	3,741
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2012-16	13,189				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	8%				
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối kỳ	44,990				
Giá trị công ty	58,179				
- Nợ ròng	-1,195				
Giá trị dòng tiền ròng của cổ đông	59,374				
Số lượng cổ phiếu (cuối năm)	555,940,315				
Giá cổ phiếu (VND)	106,799				

Nguồn: SBS

Phân tích độ nhạy

P/E	P/E					TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG & WACC			
	2012	2013	2014	2015	2016	WACC \ g	7.0%	8.0%	9.0%
11	102,010	123,706	145,617	168,627	190,750	15.48%	117,558	130,623	147,719
12	111,127	134,761	158,630	183,697	207,797	15.98%	110,307	121,673	136,295
13	120,243	145,816	171,644	198,766	224,843	16.98%	98,017	106,799	117,781
14	129,359	156,871	184,657	213,836	241,889	17.48%	92,767	100,555	110,179
15	138,475	167,926	197,670	228,905	258,936	17.98%	88,005	94,947	103,435
						18.48%	83,667	89,884	97,412

Nguồn: SBS

So sánh tương đối

Trong nước không có công ty phù hợp cho phương pháp so sánh P/E, do vậy chúng tôi chọn 5 công ty trong khu vực có hoạt động kinh doanh tương đồng với VNM để so sánh. VINAMILK đang có vẻ rẻ hơn các công ty trong khu vực (tính trên P/E) dựa vào tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tăng trưởng EPS. Trong dài hạn, VNM hoàn toàn có thể được định giá tương đồng với các công ty này. Tuy nhiên, xem xét triển vọng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong 12 tháng tới (VNIndex giao dịch ở mức P/E~11.2x ngày 13/4/2012), chúng tôi thận trọng hơn khi sử dụng P/E~13x làm chỉ số so sánh để định giá cổ phiếu VNM. Theo đó, giá trị hợp lý của VNM được xác định ở mức **120,243 đồng/cổ phiếu**.

		Khu vực	Vốn hóa thị trường (USD'triệu)	P/E hiện tại	ROE	Tỷ lệ tăng trưởng EPS
1	UNI-PRESIDENT ENTERPRISES CO	Đài Loan	6,242.9	19.5	13.2%	-0.7%
2	CHINA MENGNIU DAIRY CO	Hong Kong	5,281.4	20.8	15.0%	16.8%
3	INDOFOOD SUKSES MAKMUR TBK P	Indonesia	4,495.4	13.6	17.0%	-27.1%
4	NESTLE (MALAYSIA) BERHAD	Malaysia	4,277.5	28.8	72.8%	21.1%
5	MEGMILK SNOW BRAND CO LTD	Nhật Bản	1,306.4	11.3	9.3%	-22.7%
Trung bình			4,320.7	18.8	25.5%	6.2%
VINAMILK		Việt Nam	2,439.7	11.8	41.3%	13.1%

Nguồn: Bloomberg, SBS

MUA

Kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng như trên, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của VNM ở mức **110,000 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 18% giá mục tiêu trước của chúng tôi là 93,100 đồng/cổ phiếu (Báo cáo phát hành ngày 11/1/2011) vì lúc đó chúng tôi chỉ sử dụng phương pháp so sánh P/E, chưa xét hết triển vọng tăng trưởng dài hạn của VNM. Với mức giá hiện hành 91,000 đồng/cổ phiếu, giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá ít nhất **20.9%**. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

RỦI RO TRONG VIỆC ĐỊNH GIÁ

Tình trạng thiếu nguyên liệu

Với quy mô sản xuất rộng lớn như hiện nay, đòi hỏi VNM phải nhập hầu hết nguyên liệu sữa (chiếm 60-70% giá vốn hàng bán), bởi các nguồn cung cấp trong nước chỉ đáp ứng được 25%. Như vậy, việc phụ thuộc vào nguồn sữa bột nhập ngoại sẽ khiến cho VNM khó có thể tránh khỏi sự ảnh hưởng từ các rủi ro biến động tỷ giá (tuy nhiên công ty chưa ghi nhận tổn thất nào do biến động tỷ giá) và khó có thể điều chỉnh giá bán kịp thời. Chúng tôi nhận thấy giá sữa bột nhập khẩu đã tăng vọt trong năm 2010, trong khi VINAMILK đã không thể tăng giá bán với mức độ tương đương vào năm này.

KHU VỰC CHÂU ĐẠI DƯƠNG: GIÁ GIAO NGAY FOB TRUNG BÌNH CỦA SỮA BỘT

	2007	2008	2009	2010	2011	4M/2012	CAGR 2007-11
Sữa bột nguyên kem	4,167	3,913	2,436	3,460	3,878	3,557	-3.1%
Tỷ lệ tăng trưởng	90.6%	-6.1%	-37.8%	42.1%	12.1%	-8.3%	
Sữa bột gầy	4,316	3,330	2,280	3,123	3,660	3,323	-5.1%
Tỷ lệ tăng trưởng	95.3%	-22.9%	-31.5%	37.0%	17.2%	-9.2%	

Nguồn: Bloomberg

Cạnh tranh ngày càng gay gắt

VNM đang phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của các thương hiệu cao cấp nước ngoài như Abbott, Mead Johnson, Dutch Lady. Đồng thời, không ít công ty trong nước cũng đã tham gia vào cuộc đua thị phần. Nổi bật nhất là CTCP Thực phẩm sữa TH (TH True Milk), là một công ty trong nước đã đầu tư 350 triệu đô vào dự án chăn nuôi 45,000 con bò sữa.

Một vài năm trở lại đây, vụ tai tiếng sữa có chứa melamine đã để lại vết sẹo cho ngành công nghiệp sữa. Khi người tiêu dùng có ý thức hơn trong việc lựa chọn các sản phẩm sữa thì chất lượng sản phẩm và hình ảnh thương hiệu ngày càng trở nên quan trọng. Người tiêu dùng có thu nhập cao tại Việt Nam có xu hướng lựa chọn các thương hiệu nước ngoài hơn những thương hiệu trong nước, điều này cũng là một thách thức mà VNM phải đối mặt để giành thị phần.

Sự quản lý của nhà nước

Với tầm ảnh hưởng của VNM lên thị trường sữa Việt Nam, Chính phủ Việt Nam có thể hạn chế việc tăng giá bán sữa của VINAMILK nhằm hạn chế tốc độ gia tăng của lạm phát. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy, tốc độ lạm phát đang có dấu hiệu giảm dần trong thời gian gần đây, do vậy những hạn chế tăng giá sữa có lẽ không còn là mối lo ngại chính.

Rủi ro chuyển giao quyền lực

Những ảnh hưởng lớn của bà Mai Kiều Liên lên VNM cũng chính là mối quan ngại lớn khi bà gần bước vào tuổi nghỉ hưu (hiện nay bà đã 59 tuổi). Việc bà không thể tiếp tục dẫn dắt VNM có thể sẽ tạo ra những biến động lớn cho Công ty. Tuy nhiên, trong vòng 5 năm tới rủi ro này không đáng ngại khi mà bà Mai Kiều Liên sẽ tiếp tục dẫn dắt Vinamilk thêm một nhiệm kỳ nữa, mà khoảng thời gian này mang tính trọng yếu của VNM khi chính thức vận hành các dự án đầu tư mới và đẩy mạnh mở rộng thị phần cả trong lẫn ngoài nước. Về dài hạn hơn việc tìm kiếm một người có khả năng kế nhiệm vẫn thực sự là một áp lực lớn.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

NGÀNH SỮA VIỆT NAM

Khái quát thị trường sữa Việt Nam

Ngành sữa Việt Nam đang phải đối mặt với tình trạng thiếu nguyên liệu sữa tươi, hơn 75% nguyên liệu sữa phải nhập khẩu. Ngoài ra, một lượng sữa tươi đáng kể không được chuyển giao cho các nhà máy chế biến lớn, thay vào đó được tiêu thụ ngay ở thị trường địa phương. Hiện nay, Việt Nam mới sản xuất được khoảng 350,000 tấn sữa tươi, chỉ đáp ứng khoảng 20% nhu cầu trong nước, định hướng đến 2015, con số này sẽ là 660,000 tấn, đáp ứng khoảng 35% nhu cầu.

VIỆT NAM: THỐNG KÊ NGUYÊN LIỆU SỮA

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	CAGR
Số lượng bò sữa	113,215	98,659	107,983	115,518	128,572	145,455	5.1%
Sản lượng sữa tươi (tấn)	215,953	234,438	262,160	278,190	306,662	345,608	9.9%

Nguồn: Bộ Công Thương

Cơ sở hạ tầng và công nghệ lạc hậu cũng là những trở ngại cho hoạt động chăn nuôi khá phân tán ở Việt Nam. Hoạt động chăn nuôi hiện nay vẫn còn khá tốn kém nhưng không đem lại hiệu quả cao, năng suất và chất lượng của nguyên liệu kém hơn so với các nước khác. Với vị trí dẫn đầu thị trường, VINAMILK chiếm gần 50% nguồn cung cấp nguyên liệu trong nước, do vậy VNM thực sự có lợi thế trong việc kiểm soát giá bán ở nông trại. Cả VNM và TH Milk đã và đang có những khoản đầu tư lớn cho ngành chăn nuôi bò sữa.

VIỆT NAM: KẾ HOẠCH TỔNG THỂ CỦA NGÀNH SỮA

	2010	2015F	2020F	2025F	CAGR 10-15
Sản xuất sữa tươi: tổng cộng (triệu lít)	1,300	1,900	2,600	3,400	7.9%
Sản xuất sữa tươi: trong nước (triệu lít)	307	660	1,000	1,400	16.6%
Sản xuất sữa tươi: tỷ lệ cung cấp (%)	24%	35%	38%	41%	

Nguồn: Bộ Công Thương (Tháng 6, 2010)

Thay đổi trong thói quen tiêu thụ sữa

Sữa đã từng là sản phẩm đặc trưng dành cho trẻ em; tuy nhiên, điều này đã bắt đầu thay đổi khi người dân có nhiều thông tin hơn về lợi ích của việc tiêu dùng sữa. Các nhà sản xuất sữa bắt đầu chú ý nhiều hơn đến đối tượng tiêu dùng thuộc độ tuổi thanh thiếu niên, do vậy nhiều sản phẩm sẽ được đẩy mạnh cho đối tượng này. Người tiêu dùng các sản phẩm sữa chủ yếu sống tại các thành phố lớn, có thu nhập cao, có nhận thức về lợi ích của sữa hơn những người sống ở nông thôn. Tuy nhiên, dường như hiện nay các chiến dịch quảng cáo và phân phối đang được nỗ lực thực hiện cho các khu vực nông thôn, nhằm nâng cao nhận thức về lợi ích của các sản phẩm sữa cũng như mở rộng nhu cầu tiêu thụ tiềm năng.

VIỆT NAM: VỊ TRÍ ĐỊA LÝ DÂN SỐ

(nghìn người)	2006	2007	2008	2009	*2010	CAGR
Khu đô thị	23,046	23,747	24,674	25,466	26,224	3.3%
Khu nông thôn	60,267	60,474	60,449	60,559	60,703	0.2%
Tổng dân số	83,313	84,221	85,122	86,025	86,928	1.1%
Tỷ lệ dân nông thôn/tổng dân số	72.3%	71.8%	71.0%	70.4%	69.8%	

Nguồn: Tổng cục Dân số - Kế hoạch hóa gia đình

* Theo số liệu thống kê sơ bộ năm 2010

Tiềm năng tăng trưởng

Mức tiêu thụ sữa tại Việt Nam tăng đáng kể trong giai đoạn 2000-2009, từ 8.1 lít/người/năm lên mức 15.2 lít/người/năm, tốc độ tăng trưởng kép đạt 7.2%/năm. Tuy nhiên, mức tiêu thụ sữa tươi tại Việt Nam vẫn còn thấp hơn nhiều so với ở các nước trong khu vực. Một người Việt Nam tiêu thụ trung bình trong năm là 15 lít sữa trong khi con số này tại Thái Lan là 23 lít và tại Trung Quốc là 25 lít.

VIỆT NAM: KẾ HOẠCH TỔNG THỂ CỦA NGÀNH SỮA(tiếp theo)							
(lít/người)	2000	2010	2015	2020	2025	CAGR 10-15	CAGR 15-20
Mức tiêu thụ sữa	8	15	21	27	34	6.7%	5.2%

Nguồn: Bộ Công Thương (Tháng 6, 2010)

Việt Nam là nước đông dân thứ 13 trên thế giới với tốc độ tăng trưởng dân số trung bình 1.1%/năm (giai đoạn 2006-2010). Việt Nam có mật độ dân số trẻ, độ tuổi dưới 30 chiếm khoảng 54.1% (số liệu 2010) trên tổng dân số (Nguồn: Tổng cục Dân số - Kế hoạch hóa gia đình), nhóm dân số này sẽ là đối tượng chủ yếu thúc đẩy mức tiêu thụ. Nhóm đối tượng này bị ảnh hưởng nhiều bởi văn hóa Phương Tây, vì vậy có xu hướng tiêu thụ nhiều sản phẩm sữa. Với đà đô thị hóa nhanh chóng (hơn 3%/năm), cùng với mức sống và nhận thức về sức khỏe ngày càng cao, nhu cầu sữa ở Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

VIỆT NAM: THU NHẬP BÌNH QUÂN ĐẦU NGƯỜI							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	CAGR
GDP bình quân đầu người (USD)	724.0	835.1	1,047.9	1,068.3	1,173.5	1,361.6	13.5%
GDP bình quân đầu người, PPP (USD)	2,364.1	2,607.5	2,799.9	2,944.7	3,143.0	3,354.8	7.3%

Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế, ước tính sau năm 2007

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NH SỮA CỦA VINAMILK



VNM tập trung chủ yếu vào ngành sữa, ngoài ra Công ty cũng chú ý đến một số phân khúc khác như nước ép trái cây, kem và sữa đậu nành. Sản phẩm của VNM chủ yếu được tiêu thụ trong nước (chiếm hơn 85% doanh thu), ngoài ra Công ty cũng xuất khẩu ra các thị trường quốc tế bao gồm Mỹ, Úc, Canada, Nga, Trung Đông, Campuchia, Lào và Philippines.... Đặc biệt là trong năm 2011, kim ngạch xuất khẩu của VINAMILK đạt hơn 140 triệu USD (+67.4% yoy), đóng góp 12.8% vào tổng doanh thu. Công ty sẽ tiếp tục mở rộng thị trường xuất khẩu trong năm nay đi đôi với việc khai thác thị trường trong nước.

Thị phần

Vinamilk hiện đang là doanh nghiệp sữa đứng ở vị trí 68 trên thế giới và dẫn đầu ngành sữa tại Việt Nam với trên 40% thị phần, trong đó Công ty gần như thống trị tuyệt đối ở có một số phân khúc như sữa đặc (~85% thị phần) và sữa chua (~90% thị phần).

Chiến lược phân phối và tiếp thị

Công ty thực sự có lợi thế khi sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp trong cả nước. Song hành với việc không ngừng mở rộng các kênh phân phối truyền thống, Công ty cũng tập trung vào những kênh hiện đại vì đóng góp đáng kể của hệ thống này vào tổng giá trị của Nhóm hàng tiêu dùng nhanh (khoảng 13%). Theo VNM, đóng góp của khu vực nông thôn vào tổng giá trị của Nhóm hàng tiêu dùng nhanh là 46% tính đến cuối năm 2010; vì vậy nhu cầu tiềm năng từ các vùng nông thôn vẫn còn lớn.

VINAMILK: HỆ THỐNG PHÂN PHỐI					
	2008	2009	2010	2011	CAGR 08-11
Số lượng nhà phân phối	-	-	-	232	-
Điểm bán lẻ	125,000	135,000	140,000	178,000	12.5%

Nguồn: VNM

Lợi thế kinh doanh

Lợi thế về quy mô và kinh nghiệm: VNM đã thâm nhập vào thị trường sữa Việt Nam gần 30 năm, do vậy Công ty hiểu rõ mình cần phải làm gì để đáp ứng thị hiếu của người dân. Công ty sản xuất ra nhiều chủng loại sản phẩm khác nhau cùng với lợi thế nhờ quy mô lớn (xét về giá trị tài sản, thị phần và năng lực sản xuất) chính là yếu tố quan trọng nhất tạo sự khác biệt giữa VNM và các đối thủ cạnh tranh khác.

Kiểm soát nguồn cung nguyên liệu trong nước : Hơn một nửa nguồn cung cấp sữa tươi trong nước (~370 tấn/ngày) được chế biến trong các nhà máy của VNM. Tầm ảnh hưởng lớn như vậy đã giúp cho Công ty có nhiều lợi thế về giá so với các đối thủ cạnh tranh khác tại Việt Nam. Trong tất cả các sản phẩm sữa trên thị trường hiện nay, VINAMILK là một trong những công ty có mức giá phải chăng nhất.

Đội ngũ cán bộ quản lý có năng lực: bà Mai Kiều Liên, Chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc VNM đã luôn vững vàng đưa Công ty vượt qua nhiều khó khăn và thử thách, các cổ đông luôn tin tưởng vào tầm nhìn chiến lược của bà. Bà đã được tạp chí Forbes xếp vị trí thứ 35 trong danh sách 50 nữ doanh nhân quyền lực nhất châu Á. Tại ĐHCĐ năm 2012, bà tiếp tục được tín nhiệm bầu làm Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc nhiệm kỳ 2012-2016, chấm dứt sự lo lắng về khả năng bà Mai Kiều Liên có thể nghỉ hưu sớm.

VINAMILK: NĂNG LỰC SẢN XUẤT

Thông tin khái quát

Năng lực sản xuất của Công ty đã được cải thiện đáng kể từ khi mua lại CTCP Sữa Lam Sơn và Công ty F&N Việt Nam. Cuối năm 2010, VNM đã sở hữu 9 nhà máy với tổng công suất **677,150** tấn/năm. Trung bình, công suất vận hành của VNM biến động trong khoảng 70%-100% công suất thiết kế, tùy thuộc vào từng mùa vụ.

Phát triển mở rộng

THÔNG TIN VỀ NHỮNG NHÀ MÁY MỚI				
Nhà máy sữa	Khu vực	Đầu tư đến năm 2016	Ngày bắt đầu hoạt động	Công suất
Đà Nẵng	Đà Nẵng	421 tỷ đồng	Quý 2/2012	70 triệu lit/năm (sữa tươi) 24 triệu lit/năm (sữa chua)
Việt Nam	Bến Cát, Bình Dương	2,349 tỷ đồng	Tháng 1/2013 2017 (giai đoạn 2)	400 triệu lit/năm (sữa nước) - Giai đoạn 1 800 triệu lit/năm – Giai đoạn 2
Dielac 2	Thuận An, Bình Dương	1,906 tỷ đồng	Tháng 4/2013	54,000 tấn/năm (sữa bột)

Nguồn: VNM

Một số nhà máy sắp sửa được đưa vào vận hành bao gồm: (i) Nhà máy sữa Đà Nẵng sẽ bắt đầu hoạt động từ Q2/2012, (ii) Nhà máy sữa Vietnam tại Bình Dương và Dielac 2 sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2013. Công ty đã dự phóng, năm 2016, năng lực sản xuất của sữa nước sẽ tăng lên gấp đôi, trong đó sữa chua và sữa bột cũng sẽ tăng tương ứng 30% và 125%. Nâng tổng công suất hàng năm lên **1.6 triệu tấn**.

Nguồn nguyên liệu sữa

VNM dự kiến sẽ nhân rộng đàn sữa lên 30,000 con vào năm 2020, qua đó công ty có thể tự cung cấp 100,000 tấn sữa tươi mỗi năm. Tính đến 31/12/2010, công ty đã có 5 trang trại ở Tuyên Quang, Nghệ An, Bình Định, Lâm Đồng, và Sơn Lâm, với tổng số 5,667 bò sữa. Số bò cái đang mang thai và bê nhập khẩu năm 2010 là 2,240 con (chủ yếu nhập từ Úc và New Zealand). Đến cuối năm 2011, tổng số bò sữa đã được nâng lên **6,721 con** (+18% yoy), cung cấp khoảng **12.5 triệu lit** sữa tươi (+52% yoy). Năm 2011, VINAMILK đã thu mua tổng cộng **144 nghìn tấn** sữa tươi (+11% yoy) từ các nguồn trong nước.

Trong nỗ lực ổn định hóa nguồn nguyên liệu đầu vào, VNM đã mở rộng đầu tư sang New Zealand thông qua việc góp 12.5 triệu NZD vào công ty Miraka (tương đương 19.3% vốn) sở hữu nhà máy có khả năng chế biến 210 triệu lit sữa tươi và 32,000 tấn sữa bột mỗi năm. Nhà máy này đã bắt đầu hoạt động từ tháng 8/2011 với 80% công suất thiết kế. VNM đã ký hợp đồng nhập sữa đầu tiên từ Miraka với sản lượng 4,000 tấn sữa bột.

VINAMILK: NGUỒN CUNG CẤP NGUYÊN LIỆU SỮA TRONG NƯỚC

(tấn)	2007	2008	2009	2010	2011
Tổng sản lượng nguyên liệu sữa tươi trong nước	234,438	262,160	278,190	306,662	-
Tổng sản lượng thu mua sữa của VINAMILK	104,526	119,369	124,900	133,322	143,987
% trên nguồn cung trong nước	44.6%	45.5%	44.9%	41.3%	-
Nguồn cung cho VINAMILK (triệu lit)	-	-	7	8.3	12.5

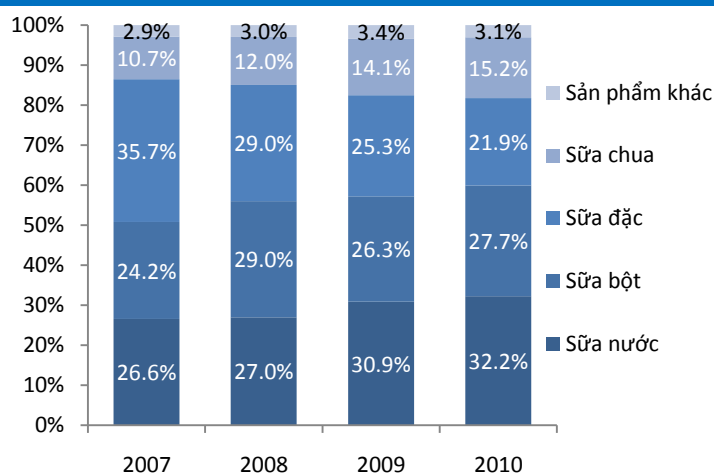
Nguồn: VNM, Ngành sữa Việt Nam, SBS dự phóng

VINAMILK: CƠ CẤU SẢN XUẤT

Thông tin khái quát

Thông thường, hơn 80% doanh thu thuộc về phân khúc sữa nước, sữa bột và sữa đặc. Hầu hết người tiêu dùng đều nhận diện được *Vinamilk*, *Dielac*, và *Ridielac* là 3 thương hiệu nổi bật của VNM trong phân khúc sữa nước và sữa bột. Công ty đã gần như chiếm lĩnh hầu hết phân khúc sữa đặc với sản phẩm sữa Ông Thọ lâu đời và dòng sản phẩm Ngôi Sao Phương Nam. Trong khi đó, *Vfresh* được biết đến là một thương hiệu phổ biến với dòng sản phẩm sữa đậu nành và nước trái cây các loại.

VINAMILK: CƠ CẤU DOANH THU



(Tỷ đồng)	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
Sữa uống	3,660	3,320	4,597	6,068	9,434	26.7%
Sữa nước	1,469	1,736	,216	3,276	5,078	36.4%
Sữa bột	2,191	1,584	2,381	2,792	4,356	18.7%
Sản phẩm sữa khác	2,586	3,218	3,612	4,545	6,319	25.0%
Sữa đặc	1,690	2,332	2,381	2,690	3,443	19.5%
Sữa chua	634	698	985	1,494	2,391	39.4%
Sản phẩm khác	262	188	246	361	485	16.6%
Tổng doanh thu	6,246	6,538	8,209	10,614	15,753	26.0%

Nguồn: VNM

Theo Euromonitor International (2011), tổng giá trị tiêu thụ sữa uống tại Việt Nam đạt 10,700 tỷ đồng vào năm 2010, trong đó VNM chiếm lĩnh gần 41% thị phần bán lẻ; theo sát phía sau là Công ty TNHH FrieslandCampina Việt Nam (thương hiệu Dutch Lady) với khoảng 23.5% thị phần. Xét về thị phần thương hiệu, *Vinamilk* vẫn đứng vững với vị trí cao nhất với 25.5% thị phần, tiếp theo là *Dutch Lady* với 18.5% thị phần. Cũng theo EMI, tốc độ tăng trưởng CAGR của tổng doanh thu sữa uống tại Việt Nam đạt 15.8%/năm trong giai đoạn 2006-2010, trong khi đó VINAMILK có tốc độ tăng trưởng kép **26.7%/năm** (tính riêng phân khúc sữa uống).

SỮA UỐNG VIỆT NAM: THỊ PHẦN CỦA CÁC CÔNG TY SỮA

% giá trị bán lẻ	2006	2007	2008	2009	2010
CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	27.3	30.1	33.5	38.7	40.9
Công ty TNHH FrieslandCampina Việt Nam	-	-	-	25.2	23.5
Công ty TNHH NESTLÉ Việt Nam	7.1	7.3	7.4	7.2	7.4
CTCP Sữa Hà Nội	2.6	2.7	3.2	3.4	3.5
Công ty TNHH Mead Johnson Nutrition (Việt Nam)	2.9	3.1	3.2	3.2	3.2
Công ty khác	60.1	56.8	52.7	22.3	21.5
Tổng cộng	100	100	100	100	100

Nguồn: Euromonitor International, 2011

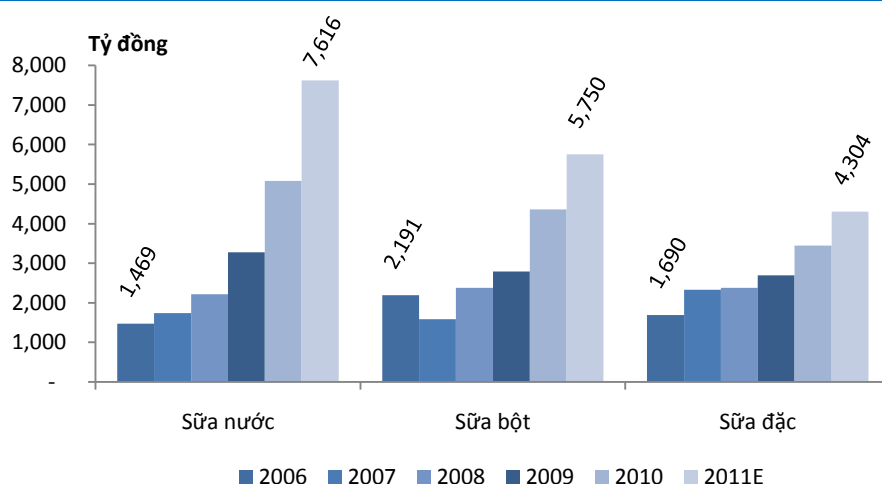
Sữa nước

Gồm 3 dòng sản phẩm chính: (i) sữa tươi/sữa tiệt trùng, (ii) sữa tươi tiệt trùng UHT, và (iii) yogurt uống. Trong năm 2010, doanh thu bán hàng của nhóm sản phẩm này đạt 5,077.6 tỷ đồng (+55% yoy), chiếm gần 1/3 tổng doanh thu. Chỉ trong 8 năm, đóng góp của nhóm này trên tổng doanh thu đã tăng đáng kể, từ 18.9% (2003) tăng lên 32.2% (2010). Năm 2011, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 7,616.4 tỷ đồng (+50% yoy), tương đương với 35.2% trên tổng doanh thu. Đường như VINAMILK đã đặt trọng tâm phát triển vào phân khúc sữa nước, khi tốc độ tăng trưởng của nhóm này ước đạt 39.0% /năm trong giai đoạn 2006-2011.

Từ khi VNM đưa dòng sản phẩm sữa thanh trùng vào tháng 7/2010, phân khúc này không còn đơn thuần chỉ dành cho những công ty nhỏ nữa. Sữa thanh trùng có thể không có thời gian sử dụng kéo dài như sữa tiệt trùng UHT truyền thống, nhưng yếu tố dinh dưỡng của dòng sản phẩm này được bảo quản tốt hơn và hương vị thơm ngon cũng tạo sự hấp dẫn hơn. Nhận thức của người tiêu dùng về lợi ích của sữa thanh trùng ngày càng tăng của sẽ giúp thúc đẩy sản lượng tiêu thụ cho nhóm hàng này.

Đấu trường cạnh tranh đặc biệt khốc liệt đối với phân khúc này. VINAMILK một lần nữa đối mặt với Dutch Lady cùng với các thương hiệu nổi tiếng khác trong nước, như công ty TH True Milk, Hanoimilk, Long Thành, Mộc Châu, và một vài thương hiệu nhập khẩu. Tuy nhiên, VNM vẫn có những lợi thế nhất định, bao gồm (1) sở hữu thương hiệu mạnh, (2) có nguồn cung lớn nguyên liệu sữa tươi trong nước (khoảng 50%), (3) sở hữu các kênh phân phối rộng khắp giúp đưa sản phẩm đến người tiêu dùng một cách kịp thời, (4) hệ thống các nhà máy chế biến hiện đại tại Việt Nam giúp VNM giảm thiểu chi phí vận chuyển. Công ty hiện đang chiếm lĩnh ít nhất 45% thị phần cho phân khúc này.

DOANH THU CHỦ YẾU TỪ SẢN PHẨM SỮA



Nguồn: VNM

CAGR 2006 - 2011

- Sữa nước **39.0%**
- Sữa bột **21.3%**
- Sữa đặc **20.6%**

Số liệu năm 2011 dựa trên ước tính sơ bộ của SBS. Các số liệu còn lại là số liệu thực tế được công bố từ VNM.

Sữa bột & bột dinh dưỡng

Đối tượng tiêu thụ chủ yếu của phân khúc này là trẻ sơ sinh, trẻ em, phụ nữ mang thai, phụ nữ cho con bú và người lớn tuổi. Sữa bột từng là phân khúc có mức đóng góp lớn nhất cho VNM, chiếm 40.6% tổng doanh thu (2003); tuy nhiên, hiện nay phân khúc này đã bị đẩy xuống vị trí thứ hai với mức đóng góp khiêm tốn hơn 27.7% (2010). Tính đến cuối năm 2010, theo ước tính của chúng tôi, doanh thu của phân khúc này đạt 4,356 tỷ đồng (+56% yoy), và có thể đã tăng lên 5,750 tỷ đồng vào cuối năm 2011 (+32% yoy).

Cuộc đua tranh quyết liệt của thị trường sữa bột giữa các thương hiệu trong nước và nước ngoài đã diễn ra trong nhiều năm nay, nhưng các thương hiệu sữa ngoại luôn chiếm ưu thế hơn. Phần lớn phân khúc sữa bột thuộc về các công ty nước ngoài như FrieslandCampina, Mead Johnson, Abbott. Tuy nhiên, Vinamilk vẫn chiếm ưu thế ở phân khúc thấp hơn với dòng sản phẩm *Dielac* và *Ridielac* có mức giá thấp hơn nhiều so với các thương hiệu sữa ngoại. VNM hiện đang nắm giữ khoảng 20% thị phần cho phân khúc này.

<p>Sữa đặc</p>	<p>Phân khúc này đứng vị trí thứ ba trong doanh thu với tỷ trọng đóng góp khoảng 21.9% trong năm 2010, tương đương 3,443 tỷ đồng (+28% yoy). Sữa đặc là dòng sản phẩm đầu tiên của VINAMILK và đã có đóng góp lớn vào doanh thu lớn của Công ty. Tuy nhiên, tầm quan trọng của phân khúc này đã giảm đi trong những năm qua bởi sự gia tăng không ngừng của phân khúc sữa bột & sữa nước cũng như sự bão hòa của thị trường đối với dòng sản phẩm này. Năm 2011, chúng tôi ước tính doanh thu bán hàng của phân khúc này đạt 4,304 tỷ đồng, chiếm 25% tỷ trọng trên tổng doanh thu.</p> <p>VINAMILK đang thống trị thị trường sữa đặc với 85% thị phần và không có đối thủ ngang tầm ngoại trừ Dutch Lady, công ty có thị phần lớn thứ 2. Chỉ tính riêng VINAMILK và Dutch Lady, hai công ty này gần như độc quyền phân phối thị trường sữa đặc. Sữa đặc thường được phục vụ như là thành phần cơ bản trong thực phẩm và đồ uống như cà phê, bánh ngọt, nước ép trái cây, kem.... Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng trong nước của phân khúc này không cao so với một số phân khúc khác. Mặc dù vậy, tăng trưởng sẽ tiếp tục đến từ thị trường quốc tế khi Công ty dần khẳng định được tên tuổi của mình.</p>
<p>Sữa chua</p>	<p>VINAMILK được biết đến với dòng sữa chua hộp, không những giàu giá trị dinh dưỡng, nhiều hương vị thơm ngon mà giá cả cũng hợp lý. Phân khúc này chiếm 15.2% tỷ trọng trên tổng doanh thu trong năm 2010, đạt 2,391 tỷ đồng (+60% yoy). Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2011 đạt 4,289 tỷ đồng (+38% yoy). Sự đóng góp của dòng sản phẩm sữa chua trên tổng doanh thu đã gia tăng khá nhanh trong những năm qua, từ 7.6% năm 2003 đã tăng đến 15.3% năm 2011.</p> <p>Trước đây, sữa chua thường là tự chế biến tại nhà hoặc được sản xuất trong một số cơ sở nhỏ, và VNM là công ty lớn đầu tiên đã thay đổi nhận thức trên. VNM hầu như chiếm vị thế độc tôn về mặt hàng sữa chua, điều này dễ dàng nhận thấy ở các cửa hàng tạp hóa cũng như trong các siêu thị. VNM hiện đã chiếm gần 90% thị phần sữa chua, tuy nhiên Vinamilk vẫn phải quan tâm tới các đối thủ cạnh tranh khác như CTCP Sữa quốc tế (Sữa Ba Vì), KIDO, và các sản phẩm nhập khẩu khác.</p> <p>Càng ngày sữa chua càng được biết đến như một trong những loại thực phẩm tốt nhất cho sức khỏe và làm đẹp. Các loại sữa chua ăn đều chứa một lượng lớn lợi khuẩn cần thiết, protein và các dưỡng chất phổ biến khác. Do vậy, càng nhiều người có nhận thức tốt về sức khỏe, đặc biệt là phụ nữ, đã biến sữa chua thành món ăn hàng ngày của họ.</p>
<p>Các sản phẩm khác</p>	<p>Dòng sản phẩm chính của phân khúc này bao gồm kem, sữa đậu nành, nước ép trái cây tự nhiên 100% và nước ép trái cây kết hợp với sữa, nhưng không phải lúc nào cũng vậy. Trước đây, công ty cũng đã mở rộng đầu tư sang dòng sản phẩm cà phê <i>Moment</i> và sở hữu 50% vốn cổ phần tại Công ty bia SABMiller. Tuy nhiên, Vinamilk đã chuyển nhượng cổ phần của mình trong liên doanh nhà máy bia SABMiller cho SABMiller Asia (2009), và nhà máy sản xuất cà phê hòa tan cho Công ty cổ phần Trung Nguyên (2010). Như vậy, Công ty hiện chỉ tập trung chuyên về đồ uống lạnh với dòng sản phẩm Vfresh và các sản phẩm kem.</p> <p>Năm 2010, doanh thu bán hàng của phân khúc này đạt 485 tỷ đồng (+34.3% yoy), có mức đóng góp khá khiêm tốn so với các phân khúc khác, chỉ chiếm 3.1% tỷ trọng trên tổng doanh thu. Chúng tôi đã ước tính doanh thu bán hàng của phân khúc này năm 2011 đạt khoảng 657 tỷ đồng (+35.6%), tương đương với 3.0% trên tổng doanh thu.</p>



Do lượng tiền mặt khá dồi dào nên VNM dành một phần đáng kể cho hoạt động đầu tư tài chính, chủ yếu thông qua tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn; đầu tư liên doanh, liên kết và đầu tư vào thị trường chứng khoán.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

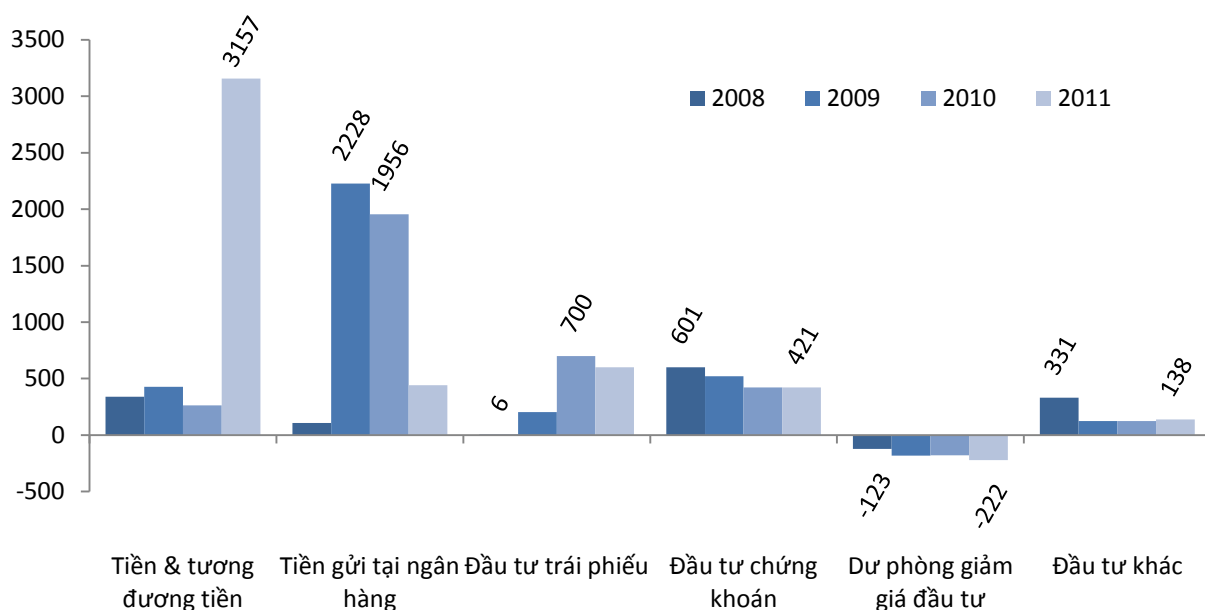
(Triệu đồng)

	2007	2008	2009	2010	2011
Danh mục đầu tư: Tổng quan	1,055,503	944,659	2,916,732	3,234,058	1,582,747
Đầu tư ngắn hạn	654,485	374,002	2,314,254	2,092,260	736,033
Trái phiếu	15,410	2,405	3,240	100,000	250,000
Chứng khoán vốn chưa niêm yết		147,158	82,284	82,284	82,284
Chứng khoán vốn đã niêm yết		33,071	87,537	24,994	24,994
Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn	(175)	(122,996)	(86,507)	(70,658)	(79,244)
Tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng (<1 năm)	5,400	106,396	2,227,700	1,955,640	440,000
Lãi cho vay từ công ty liên doanh	197,397	207,968	-	-	18,000
Đầu tư dài hạn	401,018	570,657	602,479	1,141,798	846,714
Trái phiếu	5,645	3,240	200,000	600,000	350,000
Chứng khoán vốn đã niêm yết		277,933	223,520	206,996	206,996
Chứng khoán vốn chưa niêm yết		36,632	20,062	-	-
Các quỹ đầu tư		106,350	106,350	106,350	106,350
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn			(96,405)	(108,580)	(142,351)
Tiền lãi dài hạn tại ngân hàng (> 1 năm)	50,000	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	269,241	122,800	122,800	122,800	120,300

Nguồn: VNM, SBS

Hoạt động tài chính có đóng góp tích cực vào lợi nhuận của VNM kể từ năm 2007 trở lại đây; ngoại trừ năm 2008 do thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh, khiến chi phí dự phòng tăng mạnh (gần 123 tỷ đồng) và VNM phải ghi nhận lỗ tài chính gần 6,8 tỷ đồng.

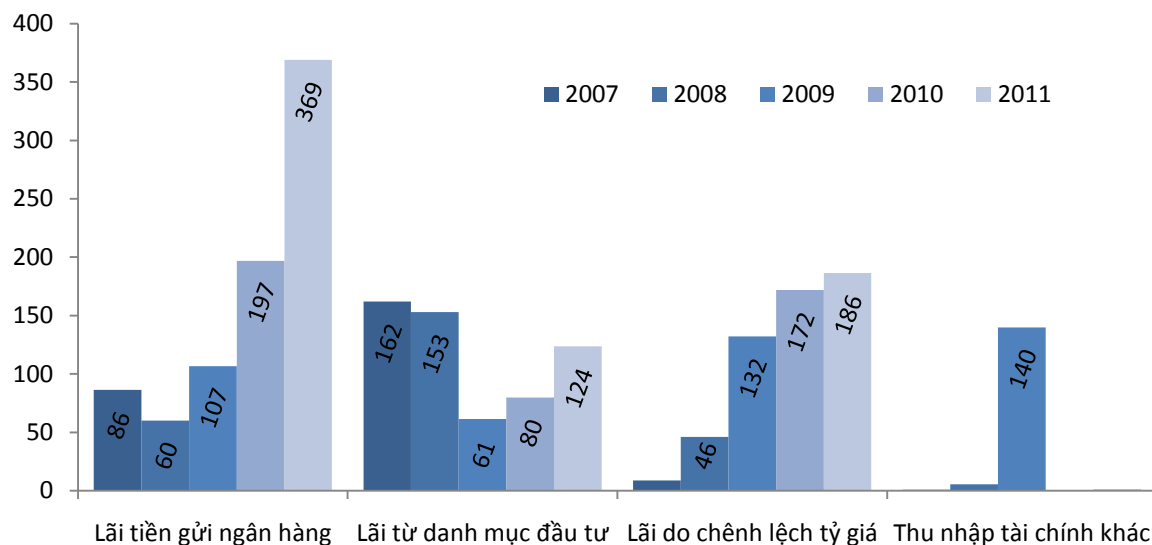
TỔNG QUA TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH



Nguồn: VNM

Vinamilk đã giảm danh mục đầu tư chứng khoán ngắn hạn từ 180.2 tỷ đồng (năm 2008) xuống còn 107.3 tỷ đồng (năm 2011). Là một công cụ đầu tư an toàn, trái phiếu bắt đầu chiếm tỷ trọng cao hơn trên danh mục đầu tư. Năm 2011 được coi là đáy của thị trường chứng khoán, do vậy chúng tôi kỳ vọng dự phòng giảm giá sẽ không phát sinh trong những năm sau này. Giả định rằng, Công ty sẽ tập trung hoàn toàn vào hoạt động kinh doanh sữa.

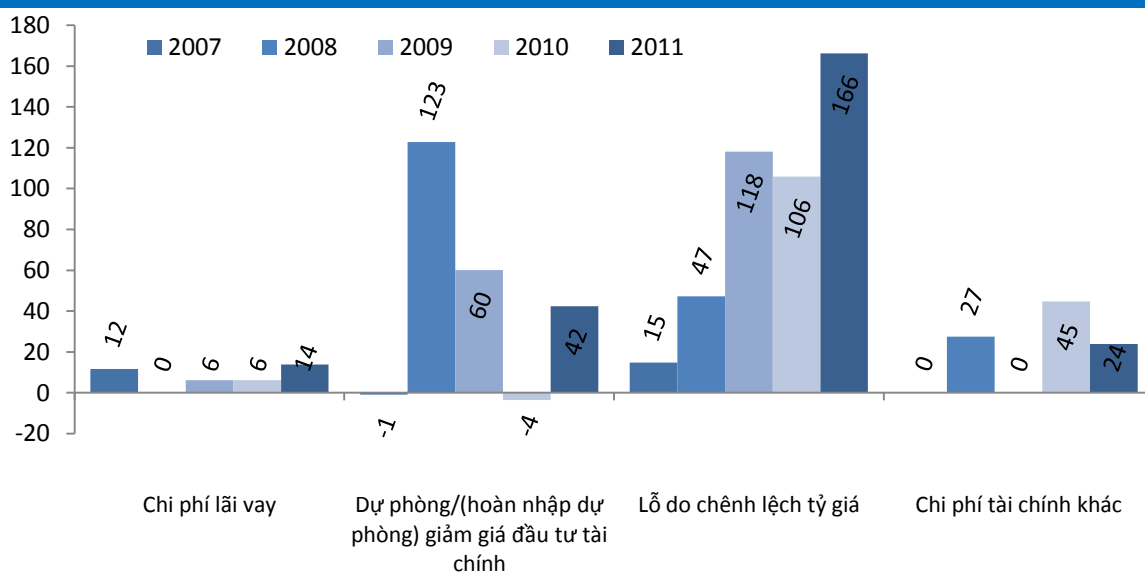
DOANH THU TÀI CHÍNH



Nguồn: VNM

Năm 2011, trong bối cảnh lãi suất cao và lượng tiền dồi dào đã đem về cho VNM khoản lãi tiền gửi lên đến gần 369 tỷ đồng, chiếm 85.1% lợi nhuận từ hoạt động tài chính (434 tỷ đồng). Việc VNM phải dùng ngoại tệ để nhập khẩu nguyên vật liệu, máy móc thiết bị có thể phát sinh khoản lỗ tỷ giá hàng năm khá lớn. Tuy nhiên, hoạt động xuất khẩu đã đem lại cho Công ty nguồn thu ngoại tệ khá lớn (năm 2011 kim ngạch xuất khẩu đạt 140 triệu USD) nên tính ra lãi từ tỷ giá vẫn lớn hơn các khoản lỗ. Như vậy, sự mất giá của đồng VND so với USD sẽ có lợi cho VNM.

CHI PHÍ TÀI CHÍNH



Source: VNM

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

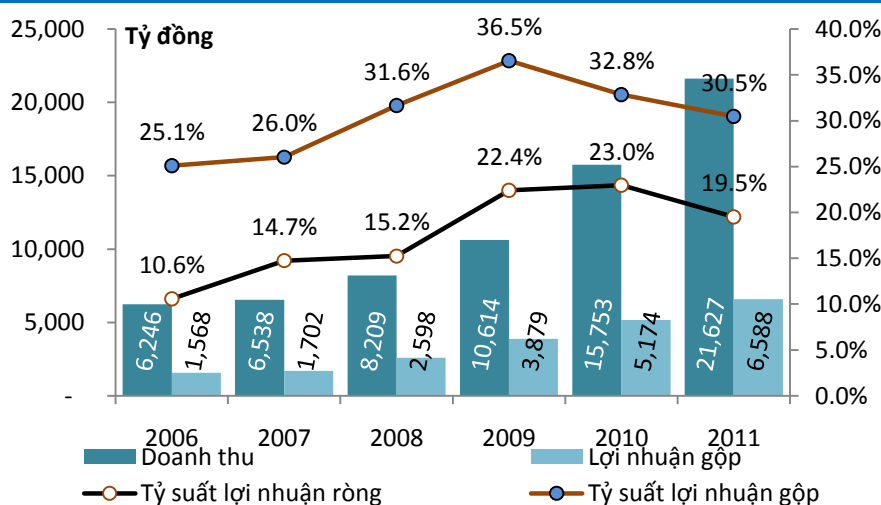
VINAMILK: HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÁ KHỨ

Nhận định tình hình doanh thu và lợi nhuận gộp

Thời hoàng kim của Công ty: Trong giai đoạn 2006-2011, doanh thu có tốc độ tăng trưởng kép 28.2%/năm và lợi nhuận gộp có tốc độ tăng trưởng kép đạt 33.3%/năm; nhưng ấn tượng nhất là lợi nhuận ròng (LNR) với tốc độ tăng trưởng kép đạt 44.9%/năm. Công ty có mức tỷ suất lợi nhuận gộp khá cao, đạt mức tối đa 36.5% vào năm 2009 (từ 25.1% năm 2006).

VINAMILK đã tham gia vào chương trình bình ổn giá khi tình hình lạm phát leo thang, nên Công ty đã cam kết không tạo thêm áp lực tăng giá vào người tiêu dùng. Kết quả, giá vốn hàng bán đã gia tăng nhanh chóng vượt qua tốc độ tăng doanh thu trong hai năm qua, do vậy tỷ suất lợi nhuận gộp giảm còn 30.5% vào cuối năm 2011. Ngoài ra, tỷ trọng xuất khẩu trên tổng doanh thu ngày càng tăng (với mức tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn) cũng góp phần kéo tổng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm.

TÌNH HÌNH DOANH THU & LỢI NHUẬN GỘP



Nguồn: VNM

CAGR 2006 - 2011

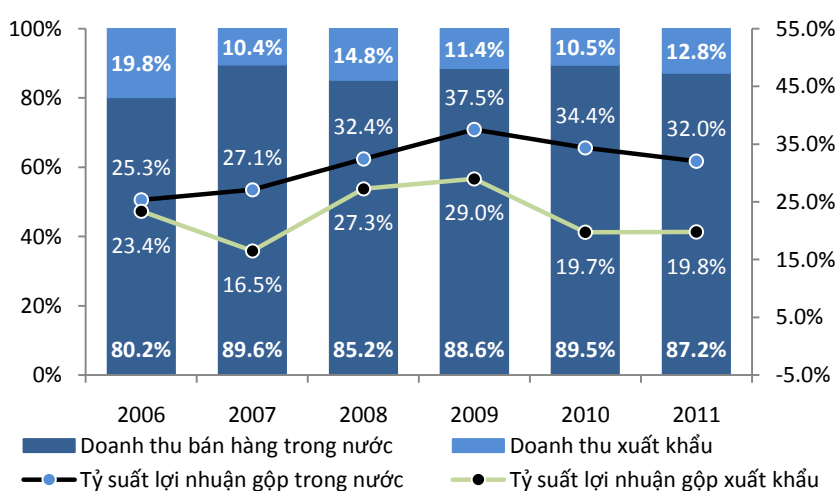
- Doanh thu: **28.2%**
- Lợi nhuận gộp: **33.3%**

Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm

	Doanh thu	Lợi nhuận gộp
2007	4.7%	8.6%
2008	25.6%	52.7%
2009	29.3%	49.3%
2010	48.4%	33.4%
2011	37.3%	27.3%

Năm 2011 được xem là một năm đột phá của VNM, doanh thu đạt mức kỷ lục hơn 1 tỷ USD. Cụ thể, doanh thu bán hàng năm 2011 ước tính đạt 21,627.4 tỷ đồng (+37.3% yoy), tuy nhiên giá vốn hàng bán cũng gia tăng đáng kể chạm mức 15,039.3 tỷ đồng (+42.2%).

CƠ CẤU DOANH THU: DOANH THU BÁN HÀNG TRONG NƯỚC SO VỚI XUẤT KHẨU



Nguồn: VNM

CAGR 2006 - 2011

- Doanh thu trong nước: **28.2%**
- Doanh thu xuất khẩu: **33.3%**

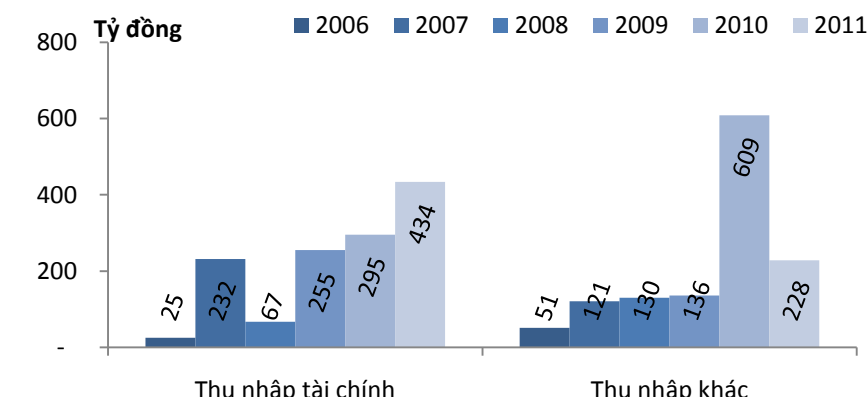
Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm

	Trong nước	Xuất khẩu
2007	25.4%	-62.6%
2008	42.5%	196.4%
2009	55.7%	5.4%
2010	37.3%	-6.5%
2011	24.6%	67.8%

Các khoản thu nhập khác

Trong năm 2009, Vinamilk đã chuyển nhượng 50% cổ phần của mình trong liên doanh SABMiller Vietnam cho đối tác SABMiller Asia. Lợi nhuận chuyển nhượng đạt 139.6 tỷ đồng đã được Vinamilk hạch toán vào kết quả kinh doanh năm. Trong năm 2011, lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính tăng 46.9% cao hơn năm 2010, chủ yếu là do lãi tiền gửi ngân hàng tăng đột biến (từ 196.9 tỷ đồng tăng lên 368.9 tỷ đồng, +87.4% yoy). Chúng tôi đã dự kiến được điều này vì ngay từ quý 3/2011, tổng hàng mục tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn đã tăng mạnh đạt 2,811.5 tỷ (+99% yoy), cho thấy một tiềm năng khá lớn đối với các khoản thu nhập từ lãi. Kết thúc năm, con số này đã tăng vọt lên 3,181.3 tỷ (+46.1% yoy).

Thu nhập tài chính và thu nhập khác



Nguồn: VNM

CAGR 2006 - 2011

- Thu nhập tài chính **76.9%**
- Thu nhập khác **34.8%**

Chúng tôi ước tính số liệu trên dựa vào giả định loại trừ phần lợi nhuận bán cổ phiếu trong năm 2007 và khoản thu nhập bất thường khi bán nhà máy café trong năm 2010.

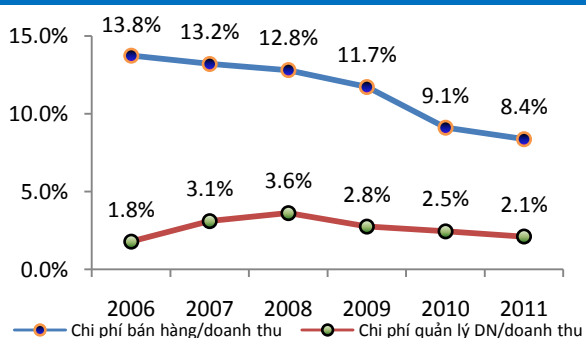
Thu nhập khác trong năm 2011 đã giảm đáng kể so với năm 2010 (-61% yoy), do trong năm 2010 VNM hạch toán khoản lợi nhuận bất thường (khoảng 353 tỷ đồng) từ hoạt động chuyển nhượng Nhà máy Cà phê Sài Gòn cho Trung Nguyên; nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường này thì tỷ lệ chênh lệch chỉ -7.3%.

Chi phí bán hàng & chi phí quản lý doanh nghiệp

Như đã đề cập ở trên, khi VNM không thể tăng giá bán để bù vào các chi phí giá vốn thì Công ty buộc phải cắt giảm chi phí tại một số hạng mục khác, điều này đã lý giải vì sao tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu ngày càng giảm đi.

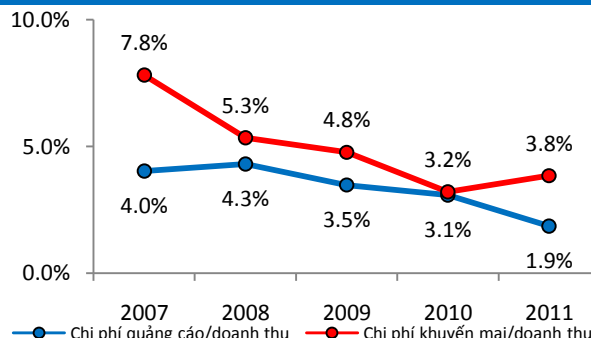
Năm 2011, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đã gia tăng tương ứng là 25.9% và 18.4% (so với mức tăng năm 2010 là 15.5% và 32.5%), đã cho thấy một tỷ lệ giảm trên doanh thu lần lượt là 8.4% và 2.1% (so với năm trước đây là 9.1% và 2.5%).

CHI PHÍ BÁN HÀNG VÀ CHI PHÍ QUẢN LÝ DN



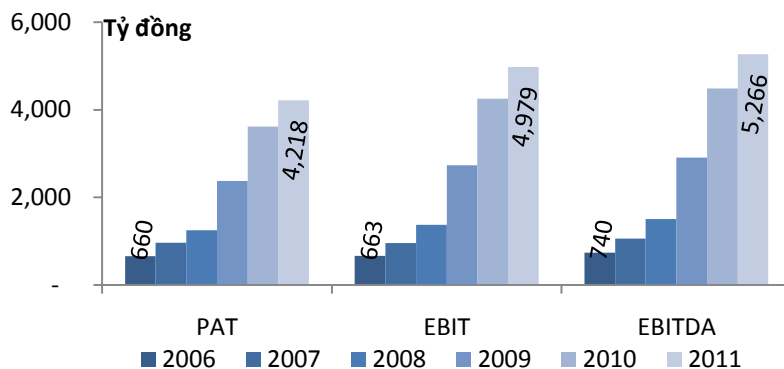
Nguồn: VNM, SBS

CHI PHÍ QUẢNG CÁO VÀ TIẾP THỊ



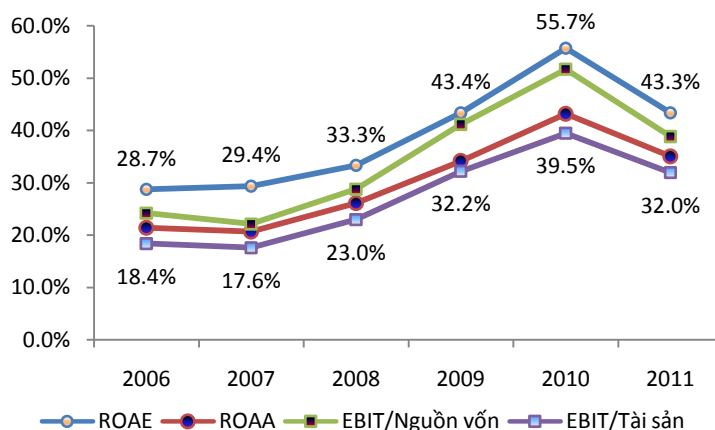
VINAMILK có quan hệ rất tốt với các nhà phân phối, điều này có thể dễ dàng được nhận thấy bởi VNM đã đẩy mạnh hoạt động khuyến mãi và hỗ trợ nhà phân phối, và chỉ gần 831.9 tỷ đồng trong năm 2011 chiếm 3.8% tổng doanh thu. Trong năm 2011, chi phí quảng cáo của Vinamilk giảm xuống còn 400.2 tỷ đồng (-17.4% yoy) so với mức 484.7 tỷ đồng của năm trước (tỷ trọng chi phí quảng cáo trên tổng doanh thu của Vinamilk giảm xuống còn 1.9% năm 2011 so với mức 4.0% năm 2007). Có thể thấy VNM đã phát huy đáng kể hiệu quả chương trình tiếp thị của mình vì dù giảm chi phí đầu tư nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng doanh thu rất cao.

BIẾN ĐỘNG LỢI NHUẬN



Nguồn: VNM

Công ty đã đạt tỷ suất lợi nhuận ròng cao nhất trong giai đoạn 2009-2010 chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận gộp cao và đóng góp của các khoản thu nhập bất thường. Năm 2011, công ty chỉ ghi nhận mức tăng 16.6% yoy cho lợi nhuận sau thuế, thấp hơn so với mức 52.2% yoy của năm 2010. Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường trong năm 2010, lợi nhuận ròng sẽ tăng gần 29% so với cùng kỳ năm trước.



CAGR 2006 – 2011

• PAT	44.9%
• EBIT	49.7%
• EBITDA	48.0%

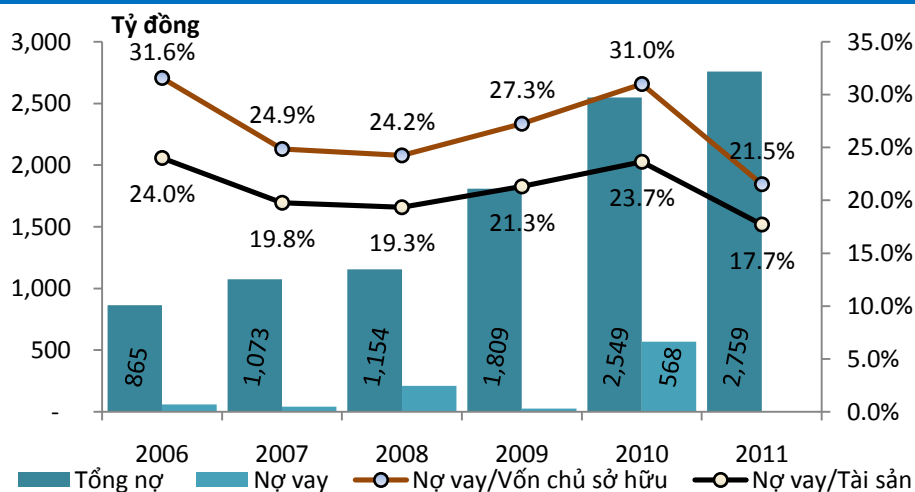
Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm

	PAT	EBIT	EBITDA
2007	46.0%	44.1%	42.7%
2008	29.8%	43.5%	42.2%
2009	90.0%	99.2%	93.7%
2010	52.2%	55.6%	54.1%
2011	16.6%	17.1%	17.4%

Phân tích cơ cấu vốn

Trong 5 năm qua, Công ty đã liên tục tăng vốn điều lệ và gia tăng quy mô vốn chủ sở hữu. Vốn chủ sở hữu đã tăng bình quân 36.2%/năm, cao hơn tốc độ tăng của tổng tài sản trong cùng giai đoạn (34%/năm). VINAMILK hầu như không quá phụ thuộc vào nguồn tài trợ bằng nợ vay, dễ dàng nhận thấy bằng việc tỷ lệ đòn bẩy tài chính luôn ở mức thấp, do vậy tính thanh khoản cũng như khả năng thanh toán chưa bao giờ là một vấn đề khó khăn đối với Công ty, đặc biệt là trong những giai đoạn lãi suất vay quá cao. Cả hai tỷ lệ hiện hành và thanh toán nhanh đều tăng nhanh tương ứng lần lượt là 3.6 và 2.4 (2011), tức là trên mức an toàn, với tỷ lệ tiền mặt là 1.5 (2011).

HỆ SỐ ĐÒN BẨY

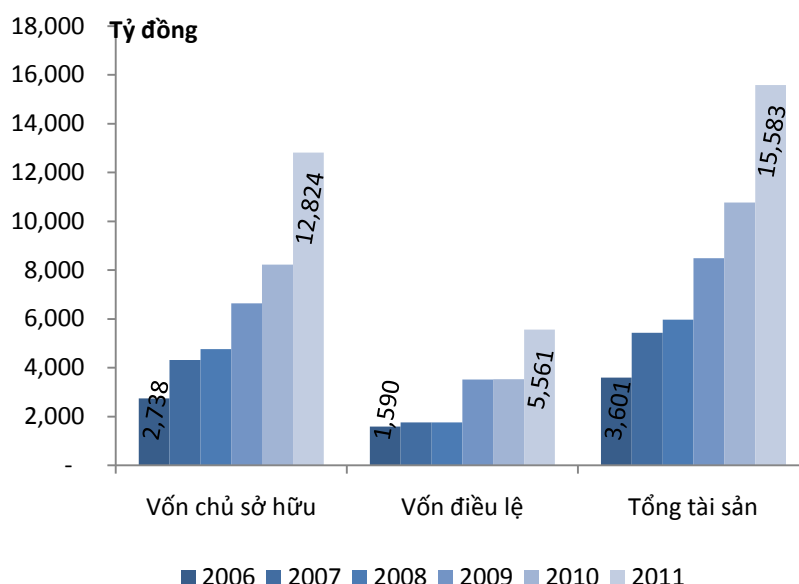


Nguồn: VNM

Trong năm 2010, số dư khoản vay ngắn hạn của công ty thể hiện 5 khoản vay ngắn hạn từ một chi nhánh của một ngân hàng nước ngoài với tổng trị giá **30 triệu USD**, được dùng để thanh toán khoản phải trả cho nhà cung cấp nước ngoài. Năm 2011, Công ty đã hoàn trả hết tất cả các khoản vay trên.

Cấu trúc vốn của Vinamilk đã có sự thay đổi đáng kể. Tháng 5/2011, VNM phát hành riêng lẻ thành công 10.7 triệu cổ phiếu, với giá bình quân 129,400 đồng/CP (cao hơn giá thị trường 32%), đem lại thặng dư vốn khoảng 1,276.9 tỷ đồng. Tỷ lệ sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài được nâng lên mức tối đa 49%. Cũng trong nửa đầu năm 2011, Công ty đã phát hành hơn 7 triệu cổ phiếu ESOP cho nhân viên. Đến cuối năm 2011, Công ty phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1. Như vậy, vốn điều lệ mới của công ty sau các đợt phát hành này là 5,561 tỷ đồng.

TỐC ĐỘ GIA TĂNG NHANH CHÓNG CỦA CƠ CẤU VỐN



Nguồn: VNM

CAGR 2006 – 2011

- Vốn chủ sở hữu **36.2%**
- Vốn điều lệ **28.5%**
- Tổng tài sản **34.0%**

Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm

	Vốn chủ sở hữu	Vốn điều lệ	Tổng tài sản
2007	57.6%	10.2%	50.7%
2008	10.3%	0.0%	10.0%
2009	39.4%	100.4%	42.2%
2010	23.9%	0.5%	27.0%
2011	55.9%	57.5%	44.6%

KẾ HOẠCH CỦA VINAMILK VÀ TR ẦM VỌNG PHÁT TRI ỂN

Kế hoạch tổng thể

Công ty sẽ tiếp tục đầu tư mở rộng công suất nhà máy, nghiên cứu và phát triển (R&D) sản phẩm mới, tiếp tục củng cố và mở rộng hệ thống phân phối nhằm nâng cao hình ảnh thương hiệu của mình không chỉ trong phạm vi Việt Nam mà còn trên toàn thế giới. VNM đang nỗ lực đầu tư chiều sâu để trở thành 1 trong 50 doanh nghiệp sữa lớn nhất thế giới với doanh số 3 tỷ USD vào năm 2017, hầu hết các cổ đông tham dự ĐHCĐ thường niên năm 2012 của VNM đều tán thành với kế hoạch phát triển đầy tham vọng trên.

Kế hoạch lợi nhuận

Năm 2011 không hẳn là một năm lý tưởng cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp nói chung và ngành hàng thực phẩm, đồ uống nói riêng khi mà lạm phát cao (gần 18.6% yoy) mà thu nhập không tăng tương ứng đã ăn mòn vào khả năng chi tiêu của người dân. Sữa và các loại lương thực khác đang chịu sự giám sát nghiêm ngặt của chính phủ nhằm kiềm chế lạm phát trong thời điểm này, qua đó VNM đã ký cam kết không tăng giá bán trong năm. Tuy nhiên, đến đầu năm 2012, Công ty đã công bố tăng giá bán bình quân thêm 5-7% kể từ ngày 23/1; tình hình lạm phát đang đi xuống khá mạnh, khiến khả năng điều chỉnh giá bán nếu giá nguyên liệu đầu vào có biến động tăng sẽ mang tính khả thi hơn và tỷ suất lợi nhuận có thể sẽ ổn định hơn.

VINAMILK: KẾ HOẠCH LỢI NHUẬN 5 NĂM TỚI

(Tỷ đồng)	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR
Tổng doanh thu	26,480	31,780	38,130	45,760	54,900	20.0%
Lợi nhuận trước thuế	5,625	6,355	7,180	8,115	9,170	13.0%
Lợi nhuận sau thuế	4,690	5,230	5,720	6,180	6,870	10.0%

Nguồn: VNM, kế hoạch của Công ty

Kế hoạch đầu tư tài sản cố định (CAPEX)

Năm ngoái, VNM đã có kế hoạch đầu tư 8,730 tỷ đồng vào hoạt động mở rộng nhà máy nhằm tăng công suất và mở rộng hệ thống phân phối giai đoạn 2011-2015. Tuy nhiên, VNM đã điều chỉnh kế hoạch năm nay và quyết định tăng mức đầu tư bổ sung thêm 1,545 tỷ vào kế hoạch CAPEX trong giai đoạn 2012-2016, nâng tổng mức đầu tư dự kiến là **10,275 tỷ đồng**.

VINAMILK: KẾ HOẠCH ĐẦU TƯ TÀI SẢN CỐ ĐỊNH (2012-2016)

(Tỷ đồng)

	Tổng mức đầu tư	Đã thực hiện các năm trước	Kế hoạch giải ngân (2012)	Kế hoạch giải ngân (2013-2016)
TỔNG CỘNG	10,275	2,572	4,537	3,166
VINAMILK	7,916	2,489	3,707	1,720
Dự án nhà máy sữa Việt Nam (Bình Dương)	2,349	415	1,651	283
Dự án nhà máy sữa Dielac II	1,906	569	958	379
Dự án nhà máy sữa Đà Nẵng	421	204	176	40
Dự án khác	3240	1300	922	1018
LAMSONMILK	253	47	181	25
Bò sữa Việt Nam	2,006	36	646	1,323
Bất động sản Quốc tế (VP Đà Nẵng)	100	0	2	98

Nguồn: VNM

DỰ PHÓNG

CÁC GIẢ ĐỊNH DỰ PHÓNG

- VNM tiếp tục tập trung vào hoạt động kinh doanh chính, sữa và các sản phẩm từ sữa tiếp tục chiếm tỷ trọng gần như tuyệt đối trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận.
- Ngoài các dự án đầu tư nhà máy dự định triển khai theo kế hoạch đến 2016 của VNM, sẽ không phát sinh thêm các khoản đầu tư tài sản cố định lớn nào khác trong suốt giai đoạn này. Do vậy, tổng mức chi tiêu vốn cho cả giai đoạn 2011-2016 sẽ ở quanh mức 10.000 tỷ đồng ($\pm 10\%$).
- Kế hoạch vận hành các nhà máy đang đầu tư được triển khai đúng tiến độ.
- Không có các yếu tố bất thường (hỏa hoạn, thiên tai, vi phạm an toàn vệ sinh thực phẩm...) tác động gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động kinh doanh của Công ty.
- Dự phóng lợi nhuận của chúng tôi không bao gồm các khoản lợi nhuận bất thường và các tổn thất từ hoạt động giao dịch chứng khoán.

DỰ PHÓNG DOANH THU

Chúng tôi dự phóng doanh thu của VNM giai đoạn 2012-2016 trên cơ sở dự phóng doanh thu từng nhóm sản phẩm của Công ty bao gồm 5 nhóm chính: sữa nước, sữa bột, sữa đặc, sữa chua và các sản phẩm khác (kem, nước trái cây, phô mai...).

Sữa nước

Công suất dự kiến sẽ tăng gấp đôi sau khi nhà máy sữa Đà Nẵng và nhà máy sữa Việt Nam tại Bình Dương đi vào vận hành. Đặc biệt nhà máy sữa Việt Nam tại Bình Dương dự kiến sẽ là nhà máy quy mô lớn và hiện đại nhất Đông Nam Á.

Với kỳ vọng giá bán bình quân tăng bình quân 5%-7%/năm, chúng tôi ước tính doanh thu từ nhóm sản phẩm này sẽ tăng trưởng bình quân với tốc độ **30.5%/năm** trong giai đoạn 2011-2016 (thấp hơn so với tốc độ tăng 39%/năm của giai đoạn 2006-2011). Đây là nhóm sản phẩm chủ lực, chiếm tỷ trọng lớn và tăng dần trong cơ cấu doanh thu của VNM (36%-45%).

Sữa bột

Sau khi nhà máy Dielac 2 chính thức đi vào vận hành, công suất nhà máy sữa bột của VNM sẽ tăng mạnh, từ 18,000 tấn/năm hiện nay lên 72,000 tấn/năm, trong đó công suất sản xuất sữa bột tăng 125%, công suất sấy sữa bột tăng 4,5 lần so với hiện nay. Với ưu điểm chất lượng không thua kém nhiều nhưng giá rẻ hơn khá nhiều so với sữa ngoại (một số sản phẩm có giá chỉ bằng 50% so với sữa bột công thức ngoại nhập) cộng với xu hướng chuyển dịch từ sữa ngoại sang sữa nội khi giá sữa ngoại liên tục tăng quá cao của người tiêu dùng nội địa cũng như việc đẩy mạnh xuất khẩu của VNM.

Bên cạnh những thuận lợi như trên đối với thị trường trong nước, VINAMILK sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu. Chúng tôi ước tính nhóm sản phẩm này sẽ có tốc độ tăng trưởng bình quân 28.9%/năm trong giai đoạn 2011-2016 (giai đoạn 2006-2011 tăng bình quân 21.3%/năm). Nhìn chung, sản phẩm này sẽ chiếm tỷ trọng tương đối ổn định, trung bình khoảng 28% trong cơ cấu doanh thu sắp tới của VNM.

Sữa đặc

VNM chưa có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất cho dòng sản phẩm này do nhận định nhu cầu của thị trường tăng trưởng không mạnh, trong khi công suất khả dụng vẫn còn. Tuy nhiên, những năm gần đây VNM đã đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu, đặc biệt sang thị trường Thái Lan sau khi nước này bị ảnh hưởng bởi lũ lụt.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nhóm sản phẩm này sẽ tăng trưởng ở mức 26% trong năm 2012, sau đó tốc độ tăng giảm dần và tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2011-2016 đạt **13.1%/năm**, thấp hơn mức tăng 20.6%/năm trong giai đoạn 2006-2011. Nhóm này ước tính sẽ đóng góp trung bình khoảng 15% vào doanh thu của VNM trong thời gian tới.

Sữa chua

Khi các nhà máy mới đi vào vận hành, công suất sản xuất sữa chua của VNM sẽ tăng thêm 30% so với hiện nay. Chúng tôi kỳ vọng dòng sản phẩm này sẽ có mức đóng góp trung bình khoảng **14.2%** trong tổng doanh thu của VNM. Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng giảm từ 39.1%/năm của giai đoạn 2006-2011 xuống còn **22.9%/năm** trong giai đoạn tiếp theo do những lo ngại về áp lực cạnh tranh gia tăng mạnh trong phân khúc này khi mà tỷ suất lợi nhuận hiện ở mức cao và VNM đang chiếm thị phần gần như tuyệt đối. Từ khi VINAMILK nắm giữ phần lớn thị phần (90%), sẽ tạo được sự bền vững cho tốc độ tăng trưởng của công ty trong ngành sữa Việt Nam.

Các sản phẩm khác

Công ty sẽ duy trì định hướng đẩy mạnh quảng bá các dòng sản phẩm nước trái cây VFresh, phomai, cũng như thị phần khá ổn định của sản phẩm kem. Đóng góp của phân khúc trên tổng doanh thu hiện không đáng kể so với các phân khúc khác, trong khi chưa vận hành hết công suất nhà máy. Chúng tôi giả định nhóm này sẽ tăng trưởng với tốc độ **28.3%/năm** trong giai đoạn sắp tới, cao hơn mức tăng 20.2%/năm trong giai đoạn 2006-2011.

Bức tranh tổng thể

Trên cơ sở những ước tính trên, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân trong giai đoạn 2011-2016 ước tăng **26%/năm** và đạt ngưỡng **68,794 tỷ đồng** vào năm 2016. Trong đó, doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 14.5%-16.5% và tăng trưởng bình quân ở mức 32.6%/năm (tăng mạnh so với 16.7%/năm của giai đoạn 2006-2011). Doanh thu nội địa với tốc độ tăng chậm hơn, ước tăng 25%/năm (giảm so với 30.4% của giai đoạn trước đó).

Năm nay, Công ty đặt mục tiêu kinh doanh khá khiêm tốn, doanh thu chỉ đạt khoảng 26,480 tỷ đồng (+22.4% yoy) và LNST đạt 4,690 tỷ đồng (+11.2% yoy), dường như có một chút thận trọng (so với dự phóng của chúng tôi). Dù là mùa thấp điểm trong kinh doanh, nhưng trong 2 tháng đầu năm 2012 doanh số của Vinamilk vẫn tăng trưởng 30% và lợi nhuận trước thuế tăng gần 22%, theo công bố của bà Mai Kiều Liên tại ĐHCĐ năm 2012. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của VNM sẽ đạt khoảng **28,222 tỷ đồng (+30.5% yoy)** trong năm 2012, tăng 30.5% so với năm trước, cao hơn 6.6% so với mục tiêu của VNM.

DỰ PHÓNG: LỢI NHUẬN GỘP

Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp của VNM dựa vào giả định về tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng xuất khẩu và tiêu thụ nội địa, mà chúng tôi đã dự phóng cho giai đoạn tới.

Xuất khẩu và hàng bán nội địa

Trước hết, chúng tôi ước tính tỷ suất LNG mảng xuất khẩu không thay đổi so với năm 2011, ở mức 19.8% những năm sau đó được kỳ vọng có sự cải thiện dần lên mức 20% sau khi VNM đã khẳng định được vị thế của mình tại các thị trường xuất khẩu. Mặc dù tỷ suất LNG nội địa biến động theo chiều hướng giảm khá mạnh trong năm 2011 (từ 34.5% trong Q1/2011 còn 31% trong quý 3 và chỉ còn 30.4% trong quý 4) nhưng chúng tôi kỳ vọng mức bình quân của 2012 sẽ ở mức **32%** như năm 2011. Trên cơ sở đợt tăng giá bán đầu năm 2012 với mức bình quân khoảng 5%-7% cũng như sự chuyển biến tích cực của giá nguyên liệu sữa đầu vào trong thời gian gần đây (giá sữa bột béo và bột gầy trung bình 3 tháng đầu năm 2012 giảm khoảng 8%-9% so với cuối năm 2011) cũng như sự ổn định của tỷ giá VND/USD và xu hướng đi xuống của lạm phát sẽ giúp các chi phí đầu vào khác ổn định hơn. Những năm sau đó, khi các nhà máy mới đi vào vận hành, chi phí khấu hao tăng lên mạnh, chúng tôi ước tính tỷ suất LNG nội địa tiếp tục giảm dần và về quanh mức 30%. Ngoài ra, chúng tôi giả định VNM có thể chấp nhận một mức tỷ suất LNG thấp hơn để gia tăng mạnh doanh thu và thị phần trong bối cảnh cạnh tranh nội bộ ngành gia tăng.

Lợi nhuận gộp

Tỷ suất LNG chung của VNM ước tính năm 2012 sẽ ở mức 30.2% (giảm nhẹ so với 30.5% của năm 2011). Những năm sau biến động giảm dần từ 29.8% còn 28.4% vào năm 2016 do tỷ suất LNG nội địa giảm và đóng góp của mảng xuất khẩu (có GPM thấp hơn) tăng lên.

DỰ PHÓNG : KẾT QUẢ KINH DOANH

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Dựa trên kế hoạch kinh doanh của VNM, chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ có tốc độ gia tăng cao hơn doanh thu; tuy nhiên, tỷ trọng của 2 khoản chi phí này trên doanh thu sẽ không thay đổi nhiều so với những năm trước đó.

Khi các nhà máy sản xuất mới bắt đầu đi vào hoạt động, chắc chắn VNM sẽ phải đối mặt với khoản chi phí quản lý doanh nghiệp tăng cao, do vậy chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép của khoản chi phí này khoảng **31.2%/năm** trong giai đoạn 2011-2016, tức là cũng không thay đổi nhiều so với 5 năm trước đó. Tỷ trọng chi phí quản lý DN trên doanh thu sẽ dao động trung bình khoảng **2.4%** (so với 2.1% năm 2011).

Kế hoạch doanh thu đầy tham vọng sẽ đòi hỏi VNM phải tăng các khoản chi phí và đẩy mạnh công tác quảng cáo và gia tăng chi phí tiếp thị kinh doanh. Chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng sẽ gia tăng nhanh chóng **đạt CAGR 28.7%/năm**. Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu có thể tăng từ 8.4% năm 2011 lên 9.3% năm 2016, trung bình cả giai đoạn dự kiến khoảng 9% (so sánh với tỷ trọng 2 con số ở những năm trước).

Thu nhập tài chính

Mặc dù kỳ vọng không phát sinh chi phí tài chính do trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư chứng khoán như năm 2011, tuy nhiên do mặt bằng lãi suất tiền gửi giảm cộng với số dư tiền mặt của VNM dự kiến sẽ giảm khi tăng cường giải ngân vào các dự án nên lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính năm 2012 ước tính giảm gần 27.9% so với 2011. Với thể mạnh về dòng tiền trong những năm sau, ước tính hoạt động tài chính sẽ đóng góp bình quân khoảng **6.13%** vào LNTT của VNM.

Thuế TNDN

Một số công ty con của VNM sẽ hết lợi thế ưu đãi về thuế sẽ chấm dứt vào năm 2012 và năm 2014, do vậy các khoản thuế TNDN sẽ được điều chỉnh cho phù hợp. Chúng tôi giả định mức thuế suất sẽ tiếp tục tăng từ 15.3% (2011) lên gần 16.6% vào cuối năm 2012 và tăng lên khoảng **23%** cho năm 2016.

Lợi nhuận sau thuế

Nhìn chung, việc suy giảm lợi nhuận gộp cộng với các khoản chi phí và các khoản thuế tăng cao sẽ khiến lợi nhuận ròng tăng chậm hơn: **17.6%/năm** (2011-2016) so với 44.9%/năm (2006-2011). Do tỷ suất lợi nhuận gộp bắt đầu bị thu hẹp nên tỷ suất lợi nhuận ròng cũng giảm (từ 19.5% năm 2011 xuống còn **13.8%** năm 2016). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của VNM cuối năm 2012 có thể đạt **VND5,068 tỷ (+20.1% yoy)**, cao hơn 8.1% so với mục tiêu của công ty.

DỰ PHÓNG 5 NĂM: KẾT QUẢ KINH DOANH

(VND'tỷ)	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	CAGR 11-16
Tổng doanh thu	21,627	28,222	36,529	46,958	58,130	68,794	26.0%
Lợi nhuận gộp	6,588	8,532	10,871	13,756	16,753	19,503	24.2%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>30.5%</i>	<i>30.2%</i>	<i>29.8%</i>	<i>29.3%</i>	<i>28.8%</i>	<i>28.4%</i>	
Chi phí bán hàng	1,812	2,427	3,215	4,226	5,348	6,398	28.7%
Chi phí quản lý DN	459	621	840	1,127	1,453	1,789	31.2%
Lợi nhuận từ HĐKD	4,317	5,484	6,816	8,403	9,952	11,317	21.3%
Lợi nhuận trước thuế	4,979	6,078	7,468	9,081	10,741	12,308	19.8%
Lợi nhuận sau thuế	4,218	5,068	6,146	7,235	8,378	9,477	17.6%
<i>Tỷ suất lợi nhuận ròng</i>	<i>19.5%</i>	<i>18.0%</i>	<i>16.8%</i>	<i>15.4%</i>	<i>14.4%</i>	<i>13.8%</i>	

Nguồn: VNM, SBS dự phóng sau năm 2011

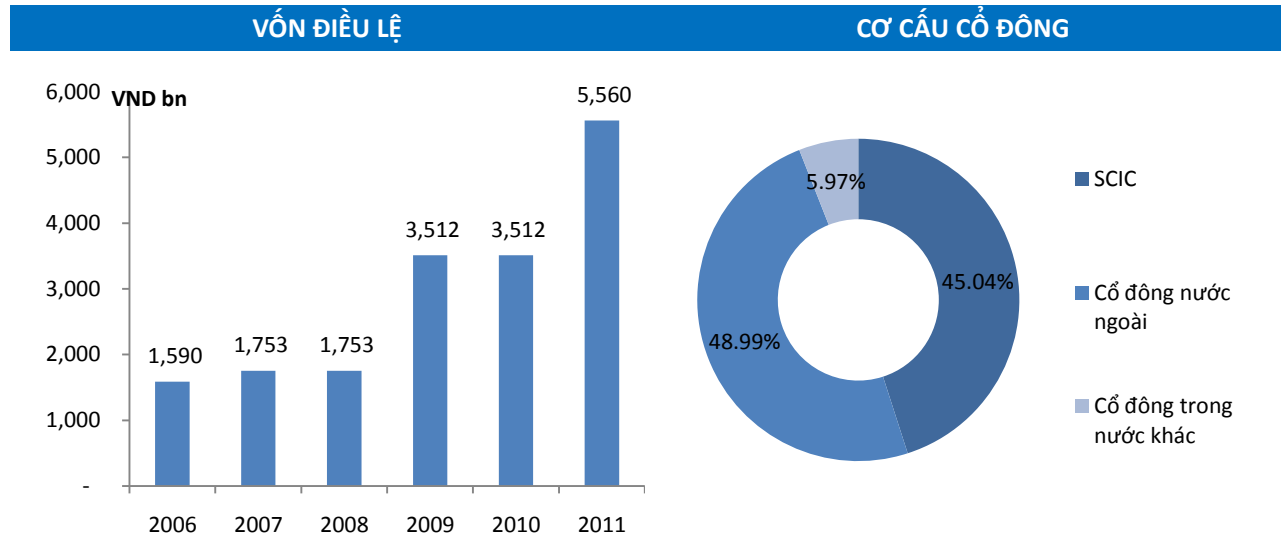
DỰ PHÓNG 5 NĂM: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

(VND'tỷ)	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	CAGR 11-16
TỔNG TÀI SẢN	15,583	19,238	23,474	27,709	32,406	37,698	19.3%
Tài sản ngắn hạn	9,468	10,888	13,526	16,562	21,450	27,044	23.4%
Tiền & tương đương tiền	3,157	844	1,070	920	1,911	2,300	
Đầu tư ngắn hạn	736	2,706	3,251	4,189	6,187	9,720	
Tài sản dài hạn	6,115	8,350	9,947	11,147	10,956	10,654	11.7%
Tài sản cố định	3,750	7,189	8,631	9,690	9,321	8,788	
Đầu tư dài hạn	847	945	1,052	1,171	1,367	1,615	
TỔNG NỢ	2,759	2,918	3,785	3,660	3,513	3,518	5.0%
Nợ ngắn hạn	2,600	2,759	3,626	3,501	3,355	3,359	5.3%
Vay và nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	
Nợ dài hạn	159	159	159	159	159	159	
Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	
NGUỒN VỐN	12,824	16,320	19,689	24,048	28,892	34,181	21.7%
Vốn chủ sở hữu	12,477	15,923	19,230	23,517	28,278	33,471	21.8%
Vốn cổ phần	5,561	5,562	5,562	5,562	5,562	5,562	
Lợi nhuận chưa phân phối	4,177	7,119	9,812	13,376	17,299	21,545	
Dự trữ khác	346	397	459	531	615	709	15.4%

Nguồn: VNM, SBS dự phóng sau năm 2011

THÔNG TIN CÔNG TY

Công ty được thành lập vào năm 1976, nhưng chỉ chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào năm 2003 và đổi tên thành Công ty cổ phần sữa Việt Nam với vốn điều lệ ban đầu đạt 1,250 tỷ đồng. Thời gian đầu, VINAMILK chỉ sản xuất sữa đặc và cà phê, trải qua thời gian dài phát triển công ty đã mở rộng sang các phân khúc khác. VNM là công ty sữa hàng đầu trong nhiều năm và sẽ tiếp tục giữ vững vị trí trong những năm tiếp theo. Công ty chính thức giao dịch trên thị trường chứng khoán Tp HCM vào năm 2006 (mã chứng khoán: VNM), và hiện tại là nhà sản xuất sữa hàng đầu tại Việt Nam. Tính đến tháng 12/2010, vốn điều lệ của công ty đã tăng lên VND3,531 tỷ và tiếp tục tăng lên VND5,561 tỷ vào cuối năm 2011, sau khi phát hành 185 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu.



HOẠT ĐỘNG TĂNG VỐN ĐIỀU LỆ (2011)

Phương án tăng vốn điều lệ	Số lượng cổ phiếu	Vốn điều lệ sau khi tăng (Tỷ đồng)
Phát hành cổ phiếu cho nhân viên năm 2010	3,498,520	3,565,706,400
Phát hành cổ phiếu mới năm 2011	10,700,000	3,672,706,400
Phát hành cổ phiếu cho nhân viên năm 2011	3,554,910	3,708,255,500
Phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 2:1)	185,289,204	5,561,147,540

Nguồn: VNM

Tính đến đầu năm 2011, Công ty đã nâng tổng số lượng cổ phiếu lưu hành lên 556 triệu, khối ngoại đã tranh thủ cơ hội lấp đầy tỷ lệ sở hữu cổ phiếu VNM, do vậy tỷ lệ sở hữu (room) của NGĐT nước ngoài tại VNM đã được nâng lên 49%. Tổng công ty đầu tư kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) đã giảm tỷ lệ sở hữu tại VINAMILK từ 47.3% (2010) xuống còn 45.04% (2011). Các cổ đông lớn khác bao gồm quỹ đầu tư nước ngoài Dragon Capital (7.3%) và F&N Dairy Investment (9.5%).



CÁC CỔ ĐÔNG TRONG HĐQT (Tính đến ngày 16/4/2012)

Họ & Tên	Vị trí	SLCP đang sở hữu	Tỷ lệ sở hữu
Bà Mai Kiều Liên	Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	1,510,320	0.27%
Bà Ngô Thị Thu Trang	Thành viên HĐQT - GD điều hành Tài chính	443,055	0.08%
Ông Lê Anh Minh	Thành viên HĐQT	35,175	0.04%
Ông Lê Song Lai	Thành viên HĐQT	-	-
Ông Wang Eng Chin	Thành viên HĐQT	-	-

Nguồn: Cafef

CÁC CÔNG TY CON & CÔNG TY LIÊN KẾT (2011)

Công ty	Hoạt động kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu của VINAMILK	Vốn điều lệ (tỷ đồng)
Công ty con			
Công ty TNHH MTV bò sữa Việt Nam	Chăn nuôi bò sữa	100.00%	840
Công ty TNHH MTV sữa Lam Sơn	SX-KD các SP sữa và nước giải khát	100.00%	80
Công ty TNHH MTV đầu tư bất động sản quốc tế	Kinh doanh bất động sản	100.00%	160
Công ty TNHH MTV Sữa Dielac.	SX-KD các sản phẩm từ sữa	100.00%	146
Công ty liên kết			
CTCP Nguyên Liệu Thực Phẩm Á Châu Sài Gòn	SX bột crème dùng cho thực phẩm	15.79%	114
Công ty TNHH Miraka	SX-KD các sản phẩm từ sữa	19.30% (173 tỷ đồng)	55 (NZD m)

Nguồn: VNM, SBS

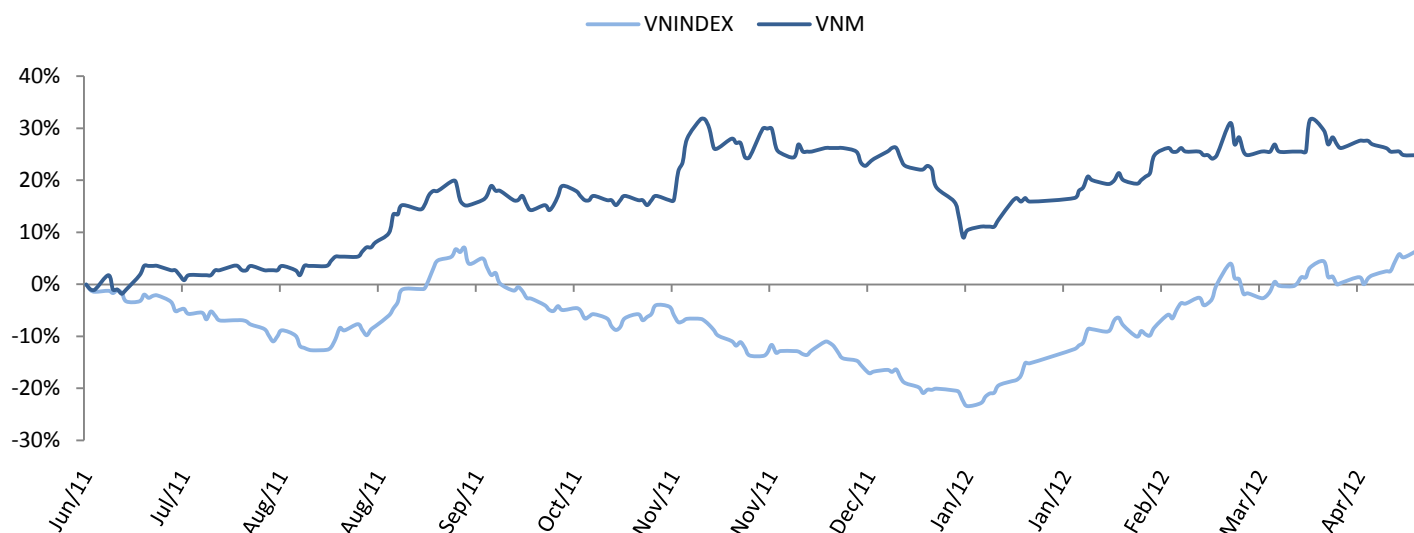
9 NHÀ MÁY HIỆN NAY CỦA VINAMILK (2011)

Nhà máy	Khu vực	Đầu tư (VNDbn)
Nhà máy sữa Trường Thọ	Quận Thủ Đức, Tp.HCM	291
Nhà máy sữa Thống Nhất	Quận Thủ Đức, Tp.HCM	168.6
Nhà máy sữa Dielac	Tp. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai	140.5
Nhà máy sữa Bình Định	Tp. Quy Nhơn, Tỉnh Bình Định	51.8
Nhà máy sữa Nghệ An	Thị Xã Cửa Lò, Nghệ An	62.9
Nhà máy sữa Sài Gòn	Quận 12, Tp.HCM	195.2
Nhà máy sữa Cần Thơ	Quận Bình Thủy, TP Cần Thơ	72.4
Nhà máy sữa Tiên Sơn	Huyện Tiên Du, Tỉnh Bắc Ninh	380
Nhà máy Nước giải khát	Huyện Bến Cát, Tỉnh Bình Dương	300
TỔNG CỘNG		1,662.4

Nguồn: VNM



BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU TRONG 12 THÁNG CỦA VNM & VNINDEX



Nguồn: Bloomberg, SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'tỷ)

	2009	2010	2011
Tài sản	8,482.0	10,773.0	15,582.7
Tài sản ngắn hạn	5,069.2	5,919.8	9,467.7
Tài sản dài hạn	3,412.9	4,853.2	6,115.0
Tài sản cố định	2,525.0	3,428.6	5,044.8
Đầu tư dài hạn	602.5	1,141.8	846.7
Nguồn vốn	8,482.0	10,773.0	15,582.7
Nợ phải trả	1,808.9	2,549.2	2,759.1
Nợ ngắn hạn	1,552.6	2,385.6	2,600.2
Nợ dài hạn	256.3	163.6	158.9
Vốn chủ sở hữu	6,673.1	8,223.8	12,823.6
Nguồn vốn	6,455.5	7,964.4	12,477.2
Vốn điều lệ	3,512.7	3,530.7	5,561.1
Thặng dư vốn			1,277.0
LN chưa phân phối	892.3	1,909.0	4,177.4

KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'tỷ)

	2009	2010	2011
Tổng doanh thu	10,613.8	15,752.9	21,627.4
Doanh thu thuần	6,735.1	10,579.2	15,039.3
COGS	3,878.7	5,173.7	6,588.1
Lợi nhuận gộp	439.9	448.3	671.4
Thu nhập tài chính	184.8	153.2	246.4
Chi phí tài chính			13.9
Lãi vay phải trả	1,245.5	1,438.2	1,811.9
Chi phí bán hàng	292.9	388.1	459.4
Chi phí quản lý	2,595.4	3,642.4	4,741.8
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	143.0	983.0	323.1
Thu nhập khác	7.1	374.2	85.9
Chi phí khác	2,731.4	4,251.2	4,979.0
Tổng LN trước thuế	361.5	645.1	778.6
Chi phí thuế TNDN	2,376.1	3,615.5	4,218.2
Lợi nhuận sau thuế	2,375.7	3,616.2	4,218.2

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2009	2010	2011
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	29.3%	48.4%	37.3%
Lợi nhuận gộp	49.3%	33.4%	27.3%
Lợi nhuận ròng	90.0%	52.2%	16.6%
Tổng tài sản	42.2%	27.0%	44.6%
Vốn chủ	38.4%	23.4%	56.7%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Biên lợi nhuận gộp	36.5%	32.8%	30.5%
Biên EBIT	-	-	23.1%
Biên lợi nhuận trước thuế	25.7%	27.0%	23.0%
Biên lợi nhuận ròng	22.4%	23.0%	19.5%
ROA	28.0%	33.6%	27.1%
ROE	36.8%	45.4%	33.8%
Phân tích Dupont			
Biên lợi nhuận gộp (1)	22.4%	23.0%	19.5%
Vòng quay tài sản (2)	125.1%	146.2%	138.8%
Đòn bẩy (3)	131.4%	135.3%	124.9%
ROE = (1)x(2)x(3)	36.8%	45.4%	33.8%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	17.7	13.6	19.3
Số ngày tồn kho	71.1	81.1	79.4
Số ngày phải trả	1.6	1.1	2.8
Vòng quay tổng tài sản	1.3	1.5	1.4
Vòng quay tài sản dài hạn	3.1	3.2	3.5
Vòng quay tài sản cố định	4.2	4.6	4.3
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện hành	3.3	2.5	3.6
Thanh toán nhanh	2.4	1.5	2.4
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	1.2
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	28.0%	32.0%	22.1%
Tổng nợ/Tổng tài sản	21.3%	23.7%	17.7%
Tổng tài sản/Vốn chủ	131.4%	135.3%	124.9%

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND'tỷ)			
	2009	2010	2011
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH			
Lợi nhuận trước thuế	2,731.4	4,251.2	4,979.0
Khấu hao tài sản cố định	234.1	290.1	414.6
Các khoản dự phòng	62.0	(3.8)	46.2
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư	(23.1)	(609.1)	(460.8)
LN từ HĐKD trước những thay đổi vốn lưu động	2,739.0	3,892.0	5,000.5
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	3,096.5	2,018.8	2,411.2
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ			
Tiền chi để mua sắm TSCĐ & xây dựng cơ bản	(654.8)	(1,432.3)	(1,767.2)
Tiền chi cho các đơn vị đầu tư	(2.5)	(188.3)	
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(2,476.3)	(993.1)	6.0
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH			
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	3.6	18.1	1,454.5
Tiền vay ngắn hạn, dài hạn nhận được	3.3	967.1	624.8
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(532.7)	(1,188.4)	126.2
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	87.5	(162.7)	2,543.4
Tiền và tương đương tiền đầu năm	338.7	426.1	613.5
Tiền và tương đương tiền cuối năm	426.1	263.5	3,156.5

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (tiếp theo)			
Chỉ tiêu trên cổ phần	2009	2010	2011
PE	10.20	8.96	9.91
PBV	5.01	4.08	4.10
PS	2.28	2.06	1.93
EPS (VND/CP)	9,024	10,268	9,279
Doanh thu/CP (VND/CP)	40,315	44,731	47,575
Giá trị sổ sách (VND/CP)	18,378	22,558	22,436

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'triệu)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tài sản	12,280.5	14,699.4	14,335.9	15,582.7
Tài sản ngắn hạn	7,327.5	9,519.9	8,979.1	9,467.7
Tài sản dài hạn	4,953.0	5,179.5	5,356.8	6,115.0
Tài sản cố định	3,544.6	3,855.8	4,269.9	5,044.8
Đầu tư dài hạn	1,122.4	1,100.5	859.2	846.7
Nguồn vốn	12,280.5	14,699.4	14,335.9	15,582.7
Nợ phải trả	3,180.4	3,114.9	2,507.8	2,759.1
Nợ ngắn hạn	2,985.7	2,970.9	2,361.2	2,600.2
Nợ dài hạn	194.7	144.0	146.6	158.9
Vốn chủ sở hữu	9,100.1	11,584.5	11,828.1	12,823.6
Nguồn vốn	8,905.2	11,323.2	11,539.8	12,477.2
Vốn điều lệ	3,565.7	3,708.3	3,708.3	5,561.1
Thặng dư vốn		1,277.0	1,277.0	1,277.0
LN chưa phân phối	2,667.3	3,500.0	3,572.2	4,177.4

KẾT QUẢ KINH DOANH (VND'triệu)				
	QI-11	QII-11	QIII-11	QIV-11
Tổng doanh thu	4,629.4	5,537.9	5,812.7	6,090.5
Doanh thu thuần	4,535.4	5,420.4	5,696.5	5,975.1
COGS	3,026.0	3,718.5	4,023.5	4,271.2
Lợi nhuận gộp	1,509.4	1,701.9	1,673.0	1,703.9
Thu nhập tài chính	132.8	194.8	169.2	174.6
Chi phí tài chính	99.5	82.4	22.9	41.7
<i>Lãi vay phải trả</i>				
Chi phí bán hàng	342.4	418.8	504.5	546.1
Chi phí quản lý	89.3	113.8	119.6	136.7
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,111.0	1,281.6	1,195.2	1,154.0
Thu nhập khác	87.6	67.5	76.2	91.7
Chi phí khác	12.5	40.9	13.4	19.0
Tổng LN trước thuế	1,186.1	1,308.2	1,258.0	1,226.7
Chi phí thuế TNDN	180.8	207.7	201.4	188.7
Lợi nhuận sau thuế	1,006.5	1,107.2	1,062.5	1,042.0

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	QII-11	QIII-11	QIV-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	36.1%	29.9%	43.9%
Lợi nhuận gộp	25%	20%	34%
Lợi nhuận ròng	19%	-7%	43%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	31.4%	29.4%	28.5%
EBIT biên	24.1%	22.1%	20.5%
Lợi nhuận ròng biên	20.4%	18.7%	17.4%
ROA (4Q)	33.4%	30.0%	29.7%
ROE (4Q)	44.9%	39.3%	38.1%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	16	16	17
Số ngày tồn kho	100	79	70
Số ngày phải trả	1	3	2
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện hành	2.3	1.8	1.9
Thanh toán nhanh	1.8	2.3	2.4
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.8	1.2
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	27.5%	21.7%	22.1%
Tổng nợ/Tổng tài sản	21.2%	17.5%	17.7%
Tổng tài sản/Vốn chủ	129.8%	124.2%	124.9%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	8.3	8.5	9.0
EPS (VND/cổ phiếu)	11109	10768	10199

Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	01/11/2011	THU LỢI NHUẬN	93,100	84,700

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsec.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsec.com.vn