



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

KHỐI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Phan Thi Hai Yen
yenthphan@yahoo.com

Hà Nội, ngày 05/04/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê
Đại Hành- Hai Bà Trưng - Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 615
Fax: 04.35771966

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM (VNM – HOSE)

Khuyến nghị đầu tư: Sau khi ước tính giá trị nội tại cũng như cân nhắc các rủi ro có liên quan, tôi đưa ra khuyến nghị **Mua** đối với cổ phiếu VNM tại mức giá và điều kiện thị trường hiện tại.

Điểm mạnh

- VNM là một trong những doanh nghiệp sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam và là một trong 9 doanh nghiệp lãi nghìn tỷ đồng năm 2012.
- Hoạt động của VNM tập trung vào sản phẩm sữa cốt lõi. VNM không dùng đòn bẩy tài chính nên không bị phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng.
- VNM có sức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ổn định nhờ hoạt động trong ngành sữa với mức cung vẫn kém hơn cầu. Công ty cũng đang mở rộng sản xuất, đưa thêm 2 nhà máy lớn mới đi vào hoạt động để tăng tốc phát triển.

Điểm yếu và rủi ro khi đầu tư

- Giá nguyên liệu đầu vào nhập khẩu từ nước ngoài bắt đầu tăng từ giữa năm ngoái sẽ là nhân tố gây áp lực lên chi phí đầu vào của công ty.
- Thị trường sữa tươi Việt Nam chứng kiến cuộc chạy đua quyết liệt giữa các doanh nghiệp sữa. Đối với phân khúc sữa tươi VNM chịu áp lực từ các doanh nghiệp hàng đầu khác như Cô gái Hà Lan, TH Milk và Ba Vi Milk khi họ cũng liên tục tăng cường đầu tư để phát triển nguồn sữa tươi. Đối với phân khúc sữa bột, VNM vẫn phải cạnh tranh với thị trường sữa ngoại nhập lớn mà người dân có xu thế vẫn ưa chuộng hàng sản xuất tại nước ngoài hơn. VNM vẫn phải cố gắng nhiều để đầu tư chất lượng và thuyết phục để đẩy mạnh tiêu dùng mặt hàng này của công ty.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 05/04/2012 (nghìn đồng)	120.0
EPS trailing (nghìn đồng)	6.98
P/E	17.20
Giá trị sổ sách (nghìn đồng)	18.59
Hệ số Beta	1.10
KLGD trung bình 10 phiên	350,348
KLCP lưu hành	833,519,661
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	100,022.36

Tiền thân là Công ty sữa, café Miền Nam thành lập năm 1976, trực thuộc Tổng Cục Công nghiệp thực phẩm, với 2 đơn vị trực thuộc là Nhà máy sữa Thống Nhất và Nhà máy sữa Trường Thọ. Năm 1978, Công ty có thêm nhà máy bột Bích Chi, nhà máy bánh Lubico và nhà máy café Biên Hòa. Công ty được chuyển cho Bộ Công nghiệp Thực phẩm quản lý và Công ty được đổi tên thành Xí nghiệp liên hợp sữa café và bánh kẹo I. Nhà máy sữa bột Dielac đi vào

hoạt động từ năm 1989. Tới năm 1992, Xí nghiệp liên hợp sữa café và bánh kẹo I được chính thức đổi tên thành Công ty sữa Việt Nam và thuộc sự quản lý trực tiếp của Bộ Công nghiệp nhẹ.

Năm 1996 liên doanh với Công ty cổ phần đông lạnh Quy Nhơn để thành lập Xí nghiệp liên doanh sữa Bình Định, đưa nhà máy sữa Hà Nội đi vào hoạt động. Năm 2001 Công ty khánh thành và đưa nhà máy sữa Cần Thơ tại miền Tây đi vào hoạt động. Chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào tháng 11 năm 2003 và đổi tên thành Công ty cổ phần sữa Việt Nam. Năm 2004 công ty mua thâu tóm Công ty cổ phần sữa Sài Gòn, tăng vốn điều lệ của Công ty lên 1,590 tỷ đồng. Công ty sau đó mua số cổ phần còn lại của đối tác liên doanh trong Công ty liên doanh sữa Bình Định và khánh thành Nhà máy sữa Nghệ An vào ngày 30 tháng 6 năm 2005.

Vinamilk (VNM) chính thức giao dịch trên thị trường chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh vào ngày 19 tháng 01 năm 2006. Công ty tiếp tục mua cổ phần chi phối 55% của Công ty sữa Lam Sơn vào tháng 9 năm 2007 và đổi tên thành Công ty cổ phần sữa Lam Sơn. Năm 2008, VNM khánh thành và đưa vào hoạt động nhà máy sữa Tiên Sơn tại Hà Nội.

Năm 2010, công ty nhận chuyển nhượng 100% vốn từ Công ty TNHH F&N Việt Nam và đổi tên thành Công ty TNHH một thành viên sữa Dielac, góp vốn đầu tư 12.5 triệu NZD, chiếm 19.3% vào Công ty TNHH Miraka tại New Zealand. Cũng trong năm này, VNM mua thâu tóm 100% cổ phần còn lại tại Công ty cổ phần sữa Lam Sơn để trở thành Công ty TNHH một thành viên sữa Lam Sơn, và khánh thành đưa Nhà máy nước giải khát tại Bình Dương đi vào hoạt động.

Hiện nay VNM có các công ty con, liên kết như sau:

STT	Tên Công ty	Ngành nghề kinh doanh chính	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của Vinamilk (%)
1	Công ty TNHH một thành viên bò sữa Việt Nam	Chăn nuôi bò sữa	840	100
2	Công ty TNHH một thành viên sữa Lam Sơn	Sản xuất kinh doanh các sản phẩm từ sữa và nước giải khát	80	100
3	Công ty TNHH một thành viên đầu tư bất động sản quốc tế	Kinh doanh bất động sản (Chưa hoạt động)	160	100
4	Công ty cổ phần nguyên liệu thực phẩm Á Châu – Sài Gòn (“AFI”)	Sản xuất bột crême dùng cho thực phẩm	114	15,79
5	Công ty TNHH Miraka	Sản xuất, kinh doanh các sản phẩm từ sữa	55 triệu Đô New Zealand	19,3

Tính tới trước thời điểm niêm yết, các cổ đông lớn và cổ đông nắm giữ trên 5% vốn cổ phần của công ty bao gồm Cổ đông Nhà nước do các bà Mai Kiều Liên (chủ tịch HĐQT), Giám đốc điều hành bà Nguyễn Thị Thanh Hòa và bà Nguyễn Thị Như Hằng, và ông Phan Chí Dũng làm đại diện (60.47%); và công ty F&N Dairy Investments Pte Ltd (5.03%).

Sau hơn 7 năm niêm yết số cổ đông nắm giữ trên 5% vốn cổ phần của công ty đã tăng lên 4 thành viên, bao gồm Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước với một số thay đổi về người đại diện (45.05%); công ty F&N Dairy Investments Pte Ltd (9.53%); Dragon Capital (7.38%); và Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd (5.42%). Tính đến năm 2011, tổng số cổ đông nước ngoài đã chiếm tới 48.99% vốn cổ phần của VNM.

Ngoài ra công ty Cổ phần Sữa Việt Nam đang nắm giữ cổ phần tại các công ty: Ngân hàng TMCP Bảo Việt (8.4%), công ty Cổ phần Bourbon Tây Ninh (5.33%), công ty Cổ phần Đường Biên Hòa (4.76%), công ty Cổ phần Cấp nước Thủ Đức (10%), công ty Cổ phần Kỹ nghệ lạnh (6.37%), và công ty Cổ phần Bao bì dầu thực vật (4.87%).

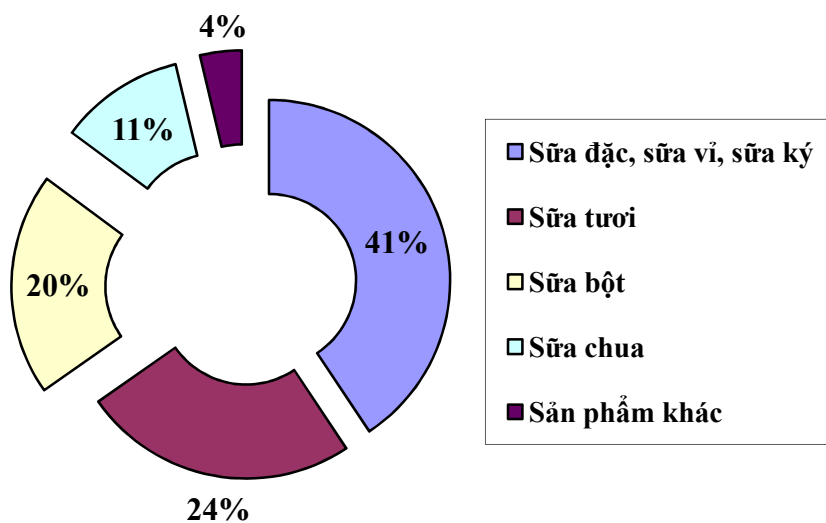
Trong năm 2011, VNM đã có 3 lần tăng vốn cổ phần với tổng số vốn tăng từ 3,566 tỷ đồng lên 5,561 tỷ đồng. Trong tháng 12 năm 2012, VNM tiếp tục tăng vốn cổ phần lên 8,339 tỷ đồng.

MÔ HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

VNM là một trong những doanh nghiệp sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam. Các sản phẩm sữa đặc, sữa vi, sữa ký chiếm 40.5% tổng doanh thu, các sản phẩm sữa tươi chiếm 24.5% tổng doanh thu. Doanh thu từ sản phẩm sữa bột chiếm 19.8%, sản phẩm sữa chua chiếm 11.1% và các sản phẩm khác chiếm 3.7% tổng doanh thu.

Cơ cấu doanh thu



Hoạt động chủ yếu của Công ty bao gồm:

- Chế biến, sản xuất và kinh doanh các sản phẩm từ sữa, sữa đậu nành, sữa tươi, nước giải khát, sữa hộp, sữa bột, bột dinh dưỡng và các sản phẩm từ sữa khác;
- Kinh doanh thực phẩm công nghệ, thiết bị phụ tùng, vật tư, hóa chất, nguyên liệu;
- Kinh doanh nhà, môi giới, cho thuê bất động sản;
- Kinh doanh kho, bến bãi, kinh doanh vận tải hàng bằng ô tô và bốc xếp hàng hóa;
- Sản xuất, mua bán rượu, bia, đồ uống, thực phẩm chế biến, chè uống, cà phê rang-xay-phin-hòa tan;
- Sản xuất và mua bán bao bì, in trên bao bì;
- Sản xuất, mua bán sản phẩm nhựa;
- Phóng khám đa khoa;
- Chăn nuôi và trồng trọt;

- Các hoạt động hỗ trợ trồng trọt như: cung cấp cây trồng, hướng dẫn kỹ thuật trồng trọt, thu hoạch cây trồng, làm đất, tưới tiêu;
- Chăn nuôi; cung cấp giống vật nuôi, kỹ thuật nuôi;
- Dịch vụ sau thu hoạch;
- Xử lý hạt giống để nhân giống;
- Sản xuất bánh từ các loại bột.

Nguồn nguyên liệu

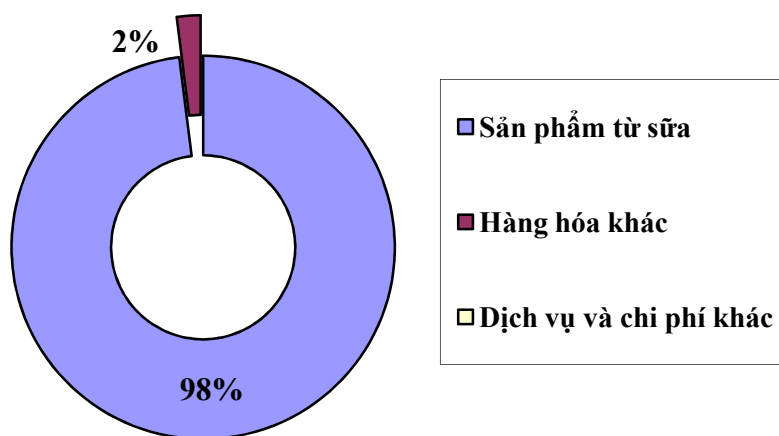
Nguồn nguyên liệu của VNM là các nguyên vật liệu sử dụng trong nước như sữa bò tươi, dầu tinh luyện, dầu thực vật, đậu nành hạt, café hạt, ..v.v.. và các nguyên vật liệu nhập khẩu như sữa bột, dầu bơ. VNMsử dụng 100% nguyên liệu bột sữa nhập khẩu từ Newzealand, Netherlands và Singapore, 100% nguyên liệu sữa tươi nội địa từ Trung tâm bò giống Tuyên Quang và các hộ nông dân, gần 100% nguyên liệu đường nội địa và 7.6% thiếc nhập khẩu.

VNM hiện thu mua tới hơn 60% sản lượng sữa của nông dân, với lượng sữa tươi ngày càng tăng cao cả về chất lượng và số lượng. Năm 2012, VNM thu mua của bà con nông dân và từ các trang trại của VNM 161 triệu lít sữa tươi, tăng 17% so với năm 2011; trị giá 1,776 tỷ (tương đương 85 triệu USD) tăng 21% so với năm 2011.

Để đảm bảo đầu ra cho nông dân, khuyến khích nông dân chăn nuôi bò sữa, VNM đã liên kết với hơn 5,000 hộ nông dân; đầu tư, hướng dẫn kỹ thuật chăn nuôi cho bà con nông dân để có sản phẩm tốt nhất.

Hiện 61,000 con bò sữa của nông dân đang cung cấp cho VNM với 460 tấn sữa/ngày. Đồng thời, VNM còn cho đầu tư phát triển 5 trang trại với khoảng 8,000 con bò sữa (bò nhập từ nước ngoài, trong đó có 50% bò vắt sữa), cho 90 tấn/ngày.

Cơ cấu giá vốn



Dây chuyền sản xuất

Hiện nay VNM sở hữu những dây chuyền sản xuất hiện đại nhất tại Việt Nam dựa trên công nghệ tiên tiến của các nước trên thế giới. Các dây chuyền sản xuất chính gồm: Dây chuyền sữa đặc có đường, công suất 260 triệu hộp/năm; dây chuyền sữa tươi tiệt trùng – Yomilk - nước trái cây -sữa đậu nành, công suất 237 triệu lít/năm; dây chuyền sữa chua, công suất khoảng 56 triệu lít/năm; dây chuyền sữa bột - bột dinh dưỡng, công suất khoảng 18 nghìn tấn/năm.

Tính đến ngày 31/12/2011 công ty TNHH một thành viên bò sữa Việt Nam đang quản lý 05 trang trại bò sữa, bao gồm trang trại Tuyên Quang, Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng với tổng đàn có 6,712 con. Sản lượng sữa tươi nguyên liệu của công ty con này cung cấp cho VNM năm 2011 là 12,522,749 lít.

Công ty TNHH một thành viên sữa Lam Sơn có một nhà máy sản xuất sữa đặt tại Khu Công Nghiệp Lễ Môn, Thanh Hóa chủ yếu sản xuất sữa thanh trùng và sữa chua ăn mang nhãn hiệu VNM với năng lực sản xuất năm lên 49.28 triệu lít sữa tươi và 156 triệu hũ sữa chua ăn.

Trong năm 2011, VNM đã ký hợp đồng cung cấp sữa bột đầu tiên từ Công ty TNHH Miraka với sản lượng 4,000 tấn. Bên cạnh đó, Công ty cổ phần nguyên liệu thực phẩm Á Châu Sài Gòn sở hữu nhà máy với công suất 11,000 tấn/năm, chuyên sản xuất các nguyên liệu dùng trong ngành công nghiệp chế biến thực phẩm. Công ty đã đi vào hoạt động và xuất lô hàng thương mại đầu tiên vào tháng 05/2011 với sản lượng năm đầu đạt 70% công suất thiết kế.

Hiện nay, VNM đã có 1 nhà máy sản xuất sữa ở New Zealand và 11 nhà máy sản xuất sữa hiện đại từ Bắc vào Nam và đã chạy hết 100% công suất. Chiến lược của VNM trong thời gian tới là phấn đấu trở thành 1 trong 50 doanh nghiệp sữa lớn nhất thế giới với doanh số 3 tỷ đô la Mỹ vào năm 2017 (VNM hiện đang ở vị trí thứ 53).

Thị trường tiêu thụ:

Thị trường VNM trải dài khắp Việt Nam và xuất khẩu sản phẩm đi 16 nước trên thế giới. Các thị trường xuất khẩu chủ yếu là các nước thuộc khu vực Trung Đông, Campuchia và Philippine. Trong năm 2011, công ty đã có những đơn hàng xuất khẩu đầu tiên trị giá hơn 10 triệu Đô la Mỹ (7.14%) sang thị trường Thái Lan. Năm 2012 tổng kim ngạch xuất khẩu của công ty đạt 180 triệu USD.

Các dự án đang triển khai

Nhằm hướng tới mục tiêu phấn đấu trở thành 1 trong 50 doanh nghiệp sữa lớn nhất thế giới với doanh số 03 tỷ đô la Mỹ vào năm 2017, VNM luôn chú trọng đầu tư cả chiều sâu và đầu tư mở rộng để đáp ứng nhu cầu thị trường trong và ngoài nước. Công ty tiếp tục đầu tư phát triển vùng nguyên liệu bò sữa để tăng số lượng bò sữa tại các trang trại bò sữa hiện có và tìm kiếm phát triển thêm các trang trại bò sữa mới trong và ngoài nước. VNM hiện đang đầu tư dài hạn vào Dự án phát triển nguồn nguyên liệu sữa tại Tỉnh Lâm Đồng, và gia tăng đầu tư vào Công ty Cổ phần Nguyên liệu Thực Phẩm Á Châu Sài Gòn và Công ty TNHH Miranka Newzealand.

Công ty TNHH một thành viên sữa Dielac đã đầu tư xây dựng mới toàn bộ nhà máy chế biến sữa bột và bột dinh dưỡng có công suất 54,000 tấn/năm và dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2013. Tuy nhiên, ngày 18 tháng 9 năm 2012, Ban Điều hành của Công ty đã ra quyết định giải thể Công ty TNHH Một Thành viên Sữa Dielac để chuyển công ty con này thành một chi nhánh của Công ty. Hoạt động của chi nhánh đã được sửa đổi tên Dielac thành Nhà máy Sữa Bột Việt Nam.

Để phục vụ cho chiến lược tăng tốc phát triển, VNM sẽ khánh thành 2 nhà máy chế biến sữa hiện đại bậc nhất Thế giới hiện nay vào đầu Quý II.2013, với tổng vốn đầu tư khoảng 4.000 tỷ đồng (tương đương khoảng 200 triệu USD).

PHÂN TÍCH NGÀNH

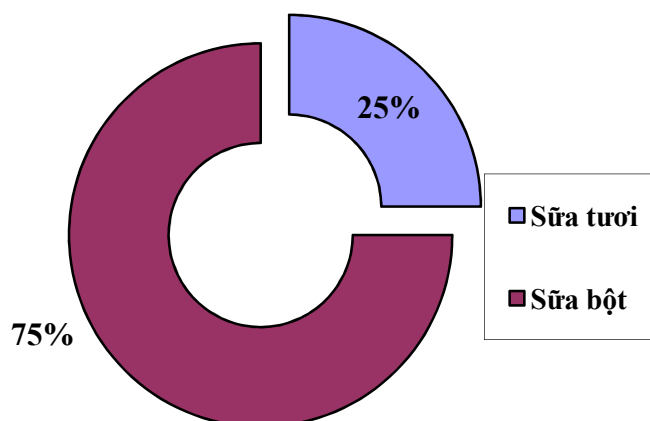
Hiện nay, sản phẩm sữa là một trong những mặt hàng có tốc độ tăng trưởng khá cao trong ngành thực phẩm ở Việt Nam. Theo nguồn số liệu từ Tổng cục Thống kê, từ đầu năm 2012 cho đến hết tháng 9 sản xuất sữa bột của Việt Nam luôn trong xu hướng tăng trưởng, duy chỉ có tháng 5 là sản xuất sữa bột giảm, giảm 6.6% so với tháng 4, chỉ đạt 5.6 nghìn tấn. Sang đến tháng 6, tình hình sản xuất sữa lại tăng trở lại cho đến nay. Tháng 9 sản xuất sữa bột đạt khoảng 7.8 nghìn tấn, tăng 4% so với tháng 8.

Theo số liệu từ Tổng cục Hải quan Việt Nam, 9 tháng năm 2012, Việt Nam đã chi 642,9 triệu USD để nhập khẩu sữa và sản phẩm, giảm 1% so với cùng kỳ năm 2011. Tính riêng tháng 9/2012, nhập khẩu mặt hàng này là 42.7 triệu USD, giảm 37.8% so với tháng 8/2012. Việt Nam đã nhập khẩu sữa và sản phẩm từ 16 thị trường trên thế giới. Nếu như từ đầu năm đến hết tháng 8, New Zealand là thị trường dẫn đầu về kim ngạch nhập khẩu sản phẩm này của Việt Nam, thì nay sang đến tháng 9, vị trí này đã nhường cho thị trường Singapore với kim ngạch nhập 6.7 triệu USD, chiếm 15.85% tổng kim ngạch

nhập khẩu mặt hàng này của cả nước trong tháng. Kế đến là thị trường Thái Lan, chiếm 13.46% , tiếp theo là Niudilân chiếm 12.52%...

Về các phân khúc sản phẩm ngành sữa, lượng cung sữa tươi nội địa đang chỉ có thể đáp ứng khoảng 25% nhu cầu sản xuất của các doanh nghiệp, 75% còn lại vẫn là sữa bột, phần lớn được nhập khẩu từ New Zealand, Mỹ và Hà Lan. Tuy nhiên, thời gian gần đây sữa bột sản xuất trong nước của những doanh nghiệp lớn như Vinamilk, Công ty TNHH Thực phẩm sữa và Nước giải khát Hancofood, Công ty CP Thực phẩm dinh dưỡng Đồng Tâm (Nutifood) có nhiều cải tiến về mẫu mã và chất lượng, tung ra nhiều sản phẩm cao cấp với giá cạnh tranh.

Cơ cấu ngành sữa Việt Nam



Trong nửa năm đầu 2012, giá sữa bột trên thị trường thế giới tiếp tục xu hướng giảm do lực cầu yếu, ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Điều này giúp các doanh nghiệp sản xuất sữa trong nước được hưởng lợi khi giảm được lượng lớn chi phí đầu vào. Mặc dù giá đầu vào giảm đáng kể, các doanh nghiệp sữa hàng đầu vẫn tiến hành nâng giá thành phẩm. Theo thống kê, vào cuối năm 2011, đầu năm 2012, VNM đã tăng giá bán trung bình từ 5-7%, sữa Cô gái Hà Lan tăng 5%, Abbot tăng 9% giá... Có nhiều lý do giúp các doanh nghiệp tăng giá sữa, trong đó phải kể đến nguyên nhân nhu cầu về các sản phẩm về sữa tại Việt Nam liên tục tăng qua các năm, khoảng từ 7-8%. Kết quả là tỷ lệ lãi gộp của các doanh nghiệp trong ngành này tăng mạnh trong năm 2012.

Năm 2012, thị trường sữa tươi Việt Nam chứng kiến cuộc chạy đua quyết liệt giữa các nhà sản xuất lớn, đặc biệt là trong phân khúc sữa tươi uống. Các doanh nghiệp hàng đầu như Vinamilk, Cô gái Hà Lan, TH Milk và Ba Vi Milk liên tục tăng cường đầu tư để phát triển nguồn sữa tươi.

Sang năm 2013, các cổ phiếu ngành sữa có thể sẽ tiếp tục được chứng kiến tăng trưởng doanh thu cao, nhưng lợi nhuận có thể sẽ không thể tăng mạnh. Năm nay ngành sữa tươi Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao. Việc tăng trưởng ở mức cao và ổn định của ngành một phần là do thu nhập trên đầu người của người Việt liên tục tăng, nhu cầu các sản phẩm từ sữa cao trong khi sản xuất trong nước chưa thể đáp ứng đủ nhu cầu. Tuy nhiên, việc giá nguyên liệu đầu vào nhập khẩu từ nước ngoài bắt đầu tăng từ giữ năm ngoái sẽ là nhân tố gây áp lực lên chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp sữa. Do đó, lợi nhuận của các doanh nghiệp này được kỳ vọng sẽ thấp hơn năm 2012.

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần	8,209	10,614	15,753	21,627	26,562
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		29%	48%	37%	23%
Lợi nhuận sau thuế	1,250	2,376	3,616	4,218	5,819
<i>Tăng trưởng LNST</i>		90%	52%	17%	38%

Tổng tài sản	5,967	8,482	10,773	15,583	19,698
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		42%	27%	45%	26%
Vốn chủ sở hữu	4,666	6,455	7,964	12,477	15,493
<i>Tăng trưởng VCSH</i>	10%	38%	23%	57%	24%

Tốc độ tăng trưởng của VNM có dấu hiệu chậm dần từ năm 2010 trong khi tổng tài sản được đẩy mạnh và đều cao hơn tốc độ tăng trưởng trong 2 năm trở lại đây, cho thấy hiệu suất sử dụng tài sản trong giai đoạn này chưa được đẩy mạnh. Tài sản của VNM được nâng cao thông qua việc gia tăng vốn cổ phần vì vậy công ty không bị lệ thuộc vào nguồn vốn vay ngân hàng.

Tuy tăng trưởng doanh thu chậm hơn trước, LNST của Công ty đạt 5,819 tỷ đồng, tăng 38% so với năm 2011 và vượt 3,6% so với kế hoạch năm 2012. Theo giải trình của Công ty, lợi nhuận tăng là do ảnh hưởng của các yếu tố chính sau: (1) Lợi nhuận từ hoạt động SXKD tăng là do doanh thu bán ra của Công ty tăng so với các cùng kỳ năm trước, đồng thời tăng thu nhập khác từ việc nhận các khoản nhận hỗ trợ từ các nhà cung cấp. (2) Chi phí tài chính giảm 79% chủ yếu là do hoàn nhập dự phòng tổn thất đầu tư tài chính ngắn và dài hạn. (3) Ngoài ra Công ty tiếp tục thực hiện chương trình quản lý và kiểm soát chi phí hiệu quả, chi phí quản lý có mức tăng so với cùng kỳ thấp hơn so với mức tăng của doanh thu thuần.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Khả năng thanh toán

Chỉ số	2008	2009	2010	2011	2012
Hệ số thanh toán hiện hành	3.28	3.26	2.24	3.21	2.68
Hệ số thanh toán nhanh	1.45	2.42	1.35	2.10	1.84
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.38	0.29	0.11	1.09	0.32

Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của VNM giảm mạnh trong năm 2010 vì vay và nợ ngắn hạn của Công ty tăng đột biến trong năm này, tăng hơn những 4000% (từ 13 tỷ đồng lên 568 tỷ) trong khi tài sản ngắn hạn không có nhiều thay đổi. Tuy nhiên khả năng thanh toán của VNM đã phục hồi trong 2 năm kế tiếp do công ty đã tắt toán toàn bộ vay và nợ ngân hàng ngắn hạn trong năm 2011. Tuy các khoản phải trả và nộp khác khiến cho chỉ số thanh toán của VNM giảm trong năm 2012, thì chỉ số này vẫn khả quan hơn so với năm 2010. Trước đó năm 2009 dù hệ số thanh toán hiện hành giảm, hệ số thanh toán nhanh vẫn cao hơn năm trước là do VNM không có hàng tồn kho, nhưng hàng tồn kho năm 2010 lại tăng mạnh tới 79% và các khoản phải thu cũng tăng hơn 50% khiến cho khả năng thanh toán của VNM giảm mạnh. Nhưng sự phục hồi của kinh tế đã cho thấy những dấu hiệu khả quan hơn trong tính thanh khoản của VNM trong 2 năm trở lại đây.

Cấu trúc tài chính

Chỉ số	2008	2009	2010	2011	2012
Vay dài hạn/Tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Vốn vay/Tài sản	0.04	0.00	0.05	0.00	0.00
Công nợ/Tài sản	0.19	0.21	0.26	0.20	0.21

Tình hình tài chính của VNM luôn ở trong trạng thái lành mạnh vì vốn chủ sở hữu luôn là nguồn tài trợ chính cho hoạt động của công ty. Ngoài số tiền vay chưa đến 5% tổng tài sản trong khoản trong năm 2008 và 2010 để đầu tư sản xuất, khánh thành nhà máy mới và đầu tư vào các công ty sữa, thì ***công ty hầu như không có bất cứ khoản vay ngân hàng ngắn và dài hạn nào khác***. Tỷ trọng nợ của

VNM chủ yếu là do các khoản phải trả người bán liên tục tăng trong khoảng 50% của nợ ngắn hạn từ năm 2009 đến 2012.

Hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Thời gian TB thu tiền KH	23	21	27	30
Thời gian TB xử lý HTK	83	62	67	69
Thời gian TB trả cho NCC	37	29	33	42
Chu kỳ tiền tệ	69	54	62	58

Thời gian trung bình thu tiền khách hàng, thời gian trung bình để xử lý hàng tồn kho và thời gian trung bình trả cho nhà cung cấp đều tăng từ 2010 tới năm 2012. Nhưng do lợi thế về thời gian trung bình trả cho nhà cung cấp lớn hơn nên chu kỳ tiền tệ trong năm 2012 được cải thiện hơn năm trước, bình quân từ 62 ngày xuống còn 58 ngày. Điều này cho thấy VNM rất có lợi thế trong đàm phán với nhà cung cấp mà chủ yếu là các hộ nông dân và công ty con, nhưng khả năng đàm phán với khách hàng lại có xu hướng yếu đi.

Tỷ suất sinh lời

Chỉ số	2008	2009	2010	2011	2012
Lãi gộp/Doanh thu	31.7%	36.5%	32.8%	30.5%	34.2%
Lãi hoạt động/Doanh thu	16.0%	24.5%	23.1%	21.9%	24.9%
Lãi trước thuế/Doanh thu	16.7%	25.7%	26.9%	23.0%	26.1%
Lãi ròng/Doanh thu	15.2%	22.4%	22.9%	19.5%	21.9%
ROA	22.4%	32.9%	37.6%	32.0%	33.0%
ROE	27.5%	41.7%	49.5%	41.3%	41.6%

Lợi nhuận của VNM phục hồi trong năm 2012 do tỷ lệ giá vốn bán hàng thấp hơn năm trước và do công ty kiểm soát chi phí hiệu quả, trong đó tỷ lệ tăng chi phí quản lý thấp hơn tỷ lệ tăng doanh thu cùng kỳ.

Lợi nhuận năm 2011 thấp mặc dù doanh thu tăng trưởng cao hơn 2012 là do giá nguyên vật liệu đầu vào nội địa lẫn nhập khẩu của VNM tăng cao, tỷ giá USD/VND cũng tăng 8.47% và giá đường bình quân tăng trên 20%. Trong khi đó VNM tham gia chương trình bình ổn giá cho sản phẩm sữa bột và hạn chế mức giá bán trong năm 2011. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ hoạt động khác trong năm 2010 cũng cao hơn năm 2011 (609 tỷ đồng so với 237 tỷ đồng năm 2011) do năm 2010 có lợi nhuận từ việc chuyển nhượng tài sản nhà máy cà phê.

LNST của VNM năm 2012 đã tăng trưởng cao hơn tổng tài sản và vốn chủ sở hữu, góp phần phục hồi tỷ suất sinh lời ROA và ROE của công ty.

Phân tích Dupont

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Lãi ròng/Doanh thu	22.4%	23.0%	19.5%	21.9%
Doanh thu/Tổng tài sản	1.47	1.64	1.64	1.51
Tổng tài sản/Vốn CSH	1.27	1.32	1.29	1.26
ROE	41.7%	49.5%	41.3%	41.6%

Mặc dù vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính của công ty có xu hướng giảm, tỷ suất lợi nhuận biên tăng mạnh trở lại đã giúp cải thiện ROE trong năm 2012. ROE đạt mức cao nhất là 49.5% trong năm 2010 là do năm này có tỷ suất lợi nhuận biên và tỷ suất đòn bẩy tài chính tăng cao. VNM luôn duy

tròn bảy tài chính ở mức rất thấp cho nên vòng quay tài sản và lợi nhuận biên luôn đóng vai trò rất lớn trong tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của công ty. Vì vậy công ty phải không ngừng đầu tư mở rộng sản xuất để tận dụng nguồn vốn chủ sở hữu cũng như đẩy mạnh tăng trưởng trọng hoạt động kinh doanh.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

Trong năm 2012, Hội đồng quản trị của VNM có một số thay đổi như sau:

- Ông Hoàng Nguyên Học là thành viên HĐQT nhiệm kỳ 2007-2011. Nhiệm kỳ của HĐQT 2007 – 2011 đã kết thúc tại ĐHĐCĐ thường niên năm 2012 ngày 23/2/2012. Ông Lê Song Lai được ĐHĐCĐ bổ nhiệm là thành viên HĐQT nhiệm kỳ 2012 – 2016 từ ngày 23/03/2012. Ông Pascal De Pertini được bổ nhiệm thay cho ông Wang Eng Chin từ nhiệm khỏi HĐQT từ ngày 4/12/2012.
- Hiện tại HĐQT gồm 5 thành viên, trong đó 2 thành viên HĐQT là bà Mai Kiều Liên và bà Ngô Thị Thu Trang đồng thời kiêm nhiệm các chức danh Tổng Giám đốc và Giám đốc Tài chính. Như vậy chưa tới 75% thành viên là độc lập so với Ban Điều Hành. Tuy nhiên hoạt động quản trị của VNM vẫn luôn ổn định và không có dấu hiệu xung đột lợi ích giữa Ban Điều Hành và cổ đông.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ➤ VNM là một trong những doanh nghiệp sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam và đứng thứ 53 trên thế giới, với 1 nhà máy sản xuất sữa ở New Zealand và 11 nhà máy sản xuất sữa hiện đại từ Bắc vào Nam đã chạy hết 100% công suất. ➤ VNM sở hữu những dây chuyền sản xuất hiện đại nhất tại Việt Nam dựa trên công nghệ tiên tiến của các nước trên thế giới. Công ty còn có những ký kết hợp tác quốc tế về Nghiên cứu và Ứng dụng khoa học Dinh dưỡng với các đối tác hàng đầu Châu Âu, đưa ra nhiều cải tiến về mẫu mã chất lượng và nhiều sản phẩm cao cấp với giá cạnh tranh. ➤ VNM tăng trưởng đều đặn qua các năm và dường như sóng gió của nền kinh tế không làm VNM sụt giảm lợi nhuận bất kỳ năm nào. LNST thậm chí còn hồi phục mạnh trong năm 2012 dù doanh thu tăng trưởng chậm hơn. ➤ VNM thuộc số ít doanh nghiệp không dùng đòn bẩy tài chính, không phải đi vay 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ VNM hiện đã tăng vốn điều lệ lên 8,339 tỷ đồng nhưng doanh thu có xu hướng tăng trưởng chậm hơn trước. Việc nắm giữ quá nhiều vốn mà không thúc đẩy các hoạt động sản xuất kinh doanh có thể sẽ khiến doanh nghiệp chậm bước phát triển.

vốn ngân hàng nhưng hiệu quả hoạt động vẫn cao do công ty tập trung vào sản xuất các mặt hàng cốt lõi.	
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Mặc cho tình hình kinh tế khó khăn, tình trạng tồn kho tăng cao ở hầu hết các ngành công nghiệp chế biến, riêng ngành sữa vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt. Việc tăng trưởng ở mức cao và ổn định của ngành một phần là do thu nhập trên đầu người của người Việt liên tục tăng, nhu cầu các sản phẩm từ sữa cao trong khi sản xuất trong nước chưa thể đáp ứng đủ nhu cầu. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Nguyên liệu để sản xuất sữa chủ yếu là từ nguồn nguyên liệu sữa gầy trên thế giới. Do đó, giá sữa ở Việt Nam không chỉ phụ thuộc vào biến động giá sữa bột gầy trên thế giới mà còn bị ảnh hưởng đáng kể bởi tỷ giá hối đoái và mức thuế áp dụng cho mặt hàng này. Giá nguyên liệu đầu vào nhập khẩu từ nước ngoài bắt đầu tăng từ giữ năm ngoái sẽ là nhân tố gây áp lực lên chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp sữa ➤ VNM vẫn chịu sự cạnh tranh lớn từ các doanh nghiệp sữa tươi hàng đầu khác trong nước, cũng như các doanh nghiệp của nước ngoài với phần lớn thị phần sữa bột nhập khẩu.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân của VNM trong giai đoạn 2008 – 2012 vào khoảng 40% và 57%. Năm 2013 doanh thu của VNM dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh với sự đi vào hoạt động của 2 nhà máy mới: Nhà máy Mega (sữa tươi) và Nhà máy Dielac II (sữa bột), tuy nhiên trong bối cảnh giá sữa nhập khẩu từ nước ngoài tiếp tục tăng cao, tôi ước tính LNST năm 2013 của VNM vào khoảng 7,565 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng 30% và EPS forward là 9,076 đồng.

Hiện chỉ có chỉ có 2 công ty ngành sữa là VNM và Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội niêm yết trên sàn nên trong phần này chúng tôi dùng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá. Theo phương pháp này, giá trị hợp lý của VNM là 135,000 đồng/cổ phiếu.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APECBuilding, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>