

# CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM)

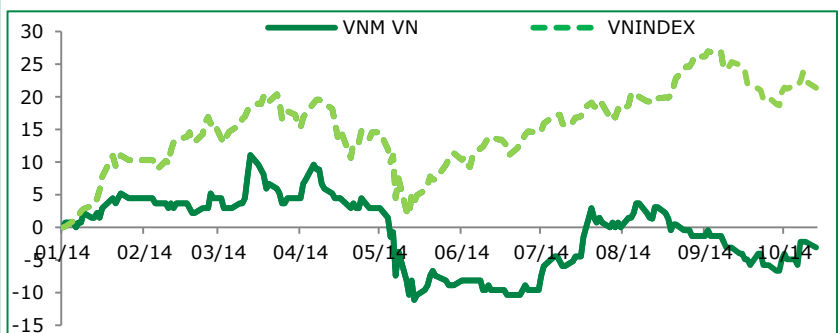
Ngày 20 tháng 11 năm 2014

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (19/11/2014)	Đồng	101.000	
Giá mục tiêu	Đồng	113.000	
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		Nắm Giữ	
Mức kháng cự	Đồng	108.000	
Mức hỗ trợ	Đồng	104.000	
Mã Bloomberg: <b>VNM VN</b>	Sàn niêm yết: HSX		
Ngành:	Tiêu dùng		
Beta		0,71	
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)	98.500 – 121.000		
Số lượng cổ phiếu (triệu)		1.000	
Vốn hóa (tỷ đồng)		101.011	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)		574,6	
KLGDBQ 12 tháng		173.208	
Sở hữu nước ngoài (%)		49%	
Năm	Cổ tức tiền mặt (% mệnh giá)	EPS (TTM)	
2015F	40%	7.172	
2014F	40%	6.622	
2013	48%	7.835	
	2010–13 CAGR	2014E (tỷ đồng)	2014-19F CAGR
Doanh thu	25%	36.021	15%
EBITDA	31%	8.697	7%
LN ròng	22%	6.622	6%
Chỉ số tài chính	VNM	Cùng ngành	VNI
PE	12,2	18,7	15,2
PEG	(3,9)	(1,2)	na
P/B	5,88	4,38	2,00
EBIT/I	145,33	12,68	na
EV/EBITDA	12,18	18,73	10,92
ROE	34%	13%	14%

**Giới thiệu về công ty:** VNM sở hữu chuỗi giá trị đầy đủ từ nuôi bò, chế biến và sản xuất nhiều sản phẩm từ sữa gồm sữa bột, sữa đặc, sữa chua, sữa đậu nành, phô mai và kem. Ngoài ra, VNM cũng sản xuất nước giải khát. Tính đến T9/2014, tổng tài sản là 23.908 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 18.122 tỷ đồng.



Trong báo cáo công ty lần đầu CTCP Sữa Việt Nam (VNM) chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn với mức giá mục tiêu là 113.000 đồng/cổ phiếu và lợi suất cổ tức là 4% dựa trên những lập luận sau:

- ❖ **Đứng đầu trong ngành sản xuất sữa tại Việt Nam:** VNM có vị thế khá vững vàng trong ngành với 50% thị phần. VNM sở hữu thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng với hơn 224.000 điểm bán lẻ. Nhờ hệ thống phân phối trải rộng, 70% doanh thu trong nước của VNM đến từ khu vực nông thôn và 30% đến từ thành phố lớn.
- ❖ **Tăng trưởng chậm lại:** từ năm 2009 đến năm 2013, tổng doanh thu của VNM tăng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) là 31%. Chúng tôi dự phóng một tốc độ CAGR ổn định hơn và đạt 15% trong 5 năm tới vì công ty đang bước vào giai đoạn tăng trưởng bền vững và mức độ cạnh tranh trong ngành gia tăng.
- ❖ **Chi phí bán hàng & quản lý tăng:** chi phí này đã tăng 26%/năm trong ba năm gần đây. Điều này phù hợp với chiến lược của công ty trong việc gia tăng nhận biết thương hiệu và tăng nhu cầu sản phẩm. Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp sản xuất sữa cũng là một nhân tố đẩy mạnh chi phí quảng cáo. Chúng tôi dự báo tỷ trọng chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu sẽ tăng từ 13% trong năm 2013 lên mức 20% năm 2019, điều này sẽ làm cho tốc độ CAGR của lợi nhuận ròng chậm lại từ mức 22% trong giai đoạn năm 2010 đến năm 2013 xuống còn 6% trong giai đoạn năm 2014 đến năm 2019.
- ❖ **Số dư tiền mặt cao và chưa có kế hoạch sử dụng hiệu quả:** Tiền và tương đương tiền của VNM vào cuối năm T9/2014 là 6.680 tỷ đồng (313,6 triệu đô), chiếm 30% tổng tài sản. Ngoài ra, công ty gần như không có nợ vay (hầu hết nợ vay đến từ việc hợp nhất với Driftwood). Tuy nhiên VNM chưa có kế hoạch sử dụng chi tiết đối với số dư tiền mặt cao này.
- ❖ **Định giá:** P/E của VNM cao hơn so với VN-Index trong khi EV/EBITDA của VNM là 12 lần thấp hơn khu vực là 18,7 lần.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

## NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH SỮA .....	3
Tiềm năng lớn từ sáu nước Đông Nam Á.....	3
Giá bán sữa nguyên liệu.....	4
NGÀNH SỮA VIỆT NAM .....	5
Ngành sữa Việt Nam: tăng trưởng doanh thu hai con số .....	5
Số lượng bò sữa trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu.....	6
Những nhà cung cấp sữa chính trong nước .....	6
Chú trọng phát triển nguồn cung sữa nguyên liệu .....	7
Chuỗi giá trị gia tăng trong ngành sữa .....	8
Chú trọng phát triển nguồn cung sữa nguyên liệu .....	9
Sữa bột - Sân chơi của các doanh nghiệp nước ngoài do sự ưa chuộng của người tiêu dùng .....	9
Sữa nước - Đường đua của Vinamilk và Friesland Campina Vietnam .....	10
Sữa chua - Tiềm năng chưa được khai thác.....	11
Sữa đặc - Bước vào giai đoạn bão hòa .....	13
Sữa đậu nành - Tăng trưởng nhanh nhưng thị trường tập trung .....	13
Phô mai - Kỳ vọng thâm nhập thị trường .....	14
Kem .....	15
Nước giải khát .....	15
VINAMILK - GIỚI THIỆU VỀ HOẠT ĐỘNG .....	17
Tầm nhìn .....	17
Cơ cấu tổ chức .....	18
Đầu tư ra nước ngoài.....	20
Cơ cấu cổ đông.....	21
Hoạt động kinh doanh .....	21
Kết hợp sản phẩm để tăng trưởng .....	22
Năng lực sản xuất.....	23
Kênh phân phối .....	23
Chi phí sản xuất phụ thuộc vào nguyên liệu .....	24
Vị thế của VNM trong ngành .....	24
TÌNH HÌNH KINH DOANH QUA CÁC NĂM.....	25
Doanh thu .....	25
Sữa đặc.....	26
Sản phẩm chủ đạo: sữa nước và sữa bột.....	26
Sữa chua.....	27
Xuất khẩu.....	27
Chi phí .....	28
Biên lợi nhuận gộp .....	28
Thu nhập tài chính ròng .....	29
Lợi nhuận ròng .....	30
DỰ PHÓNG.....	31
Doanh thu – Dự phóng tăng trưởng CAGR 15% .....	31
Xu hướng chi phí và biên lợi nhuận gộp .....	32
Thu nhập của sữa bột.....	33
Thuế.....	33
Lợi nhuận ròng .....	34
Bảng cân đối kế toán.....	34
Chính sách cổ tức .....	34
ĐỊNH GIÁ .....	35
Số sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực .....	35
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).....	36
Phân tích độ nhạy .....	36
Phân tích kỹ thuật.....	37
KẾT LUẬN .....	37

# TỔNG QUAN NGÀNH SỮA

## Tiềm năng lớn từ sáu nước Đông Nam Á

*Tiêu thụ sữa ở sáu nước In-đô-nê-xi-a, Thái Lan, Ma-lay-xi-a, Xinh-ga-po, Phi-líp-pin và Việt Nam sẽ tăng cao hơn nhu cầu còn lại của thế giới vào năm 2020 (trừ Trung Quốc).*

Động lực tăng trưởng ngành sữa toàn cầu đến từ hai nước Nga và Trung Quốc, với tốc độ tăng trưởng về nhập khẩu sữa từ hai quốc gia này là 20%/năm, trong khi đó mức tăng trưởng hàng năm của toàn cầu tăng từ 6% trong năm 2008 lên 27% năm 2013, chủ yếu nhờ vào nhu cầu phô mai từ Nga và nhu cầu sữa bột từ Trung Quốc.

Nhập khẩu sữa vào Trung Quốc đạt gần hai triệu tấn (~16% nhập khẩu toàn cầu), tăng 39% so với cùng kỳ năm trước, tại thời điểm T2/2014. Nhu cầu chính cho sản phẩm sữa ở Trung Quốc là sữa bột nguyên kem (WMP; 32% nhập khẩu toàn cầu) và sữa bột tách béo (SMP; 15% nhập khẩu toàn cầu). Theo số liệu ngành vào Q1/2014, sản lượng sữa ở Trung Quốc có dấu hiệu phục hồi so với năm 2013. Một trong những nước xuất khẩu sữa lớn nhất trên thế giới là Niu Di-lân với 37% thị phần xuất khẩu. Mặc dù sản xuất sữa ở Trung Quốc đang tăng dần, nhu cầu sữa cũng tăng và tạo ra khoảng cách cung cầu khá rõ ràng, dẫn đến nhập khẩu cao. Dựa vào một nghiên cứu của Robobank, thiếu hụt nguồn cung sữa của Trung Quốc ước tính là khoảng 10 tỷ lít/năm và vẫn trên đà gia tăng. Trong khi đó sản lượng của Nga tăng chậm mặc dù nước này có chi phí sản xuất cạnh tranh và thời tiết mùa đông lý tưởng. Nước Nga hiện đang chiếm 9% sản lượng xuất khẩu toàn cầu (~1,5 triệu tấn từ T2/2013 đến T2/2014).

Dựa vào một nghiên cứu khác của Rabobank (báo cáo Ngành sữa ở sáu nước Đông Nam Á) về tiêu thụ sữa ở In-đô-nê-xi-a, Thái Lan, Ma-lay-xi-a, Xinh-ga-po, Phi-líp-pin và Việt Nam, tiêu thụ sữa ở sáu nước Asean (trừ Xinh-ga-po) sẽ tăng cao hơn nhu cầu còn lại của thế giới vào năm 2020 (tăng thêm 3 tỷ lít so với năm 2012) nhưng vẫn thấp hơn nhu cầu sữa từ Trung Quốc.

Báo cáo cũng đề cập nhóm nước này sẽ có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa hàng năm cao hơn trung bình toàn cầu. Trong đó, In-đô-nê-xi-a và Việt Nam là hai nước có tốc độ tăng trưởng cao nhất. Hiện tại, tiêu thụ bình quân trên đầu người trong khu vực vẫn tiếp tục tăng trưởng nhưng vẫn thấp hơn so với Nhật Bản, Mỹ và Châu Âu, cho thấy tiềm năng tăng trưởng là rất lớn.

Sáu nước này có đặc điểm tương tự nhau như tốc độ đô thị hóa nhanh, hình thành thị trường tiêu thụ rộng lớn cho các nhà sản xuất, cải thiện cách thức phân phối và hình thành các cửa hàng tiện lợi để cung cấp các sản phẩm sữa. Lý do chính để giải thích cho tăng trưởng nhu cầu các sản phẩm sữa ở khu vực Châu Á là sự gia tăng thu nhập khả dụng của người tiêu dùng. Số lượng ngày càng tăng của dân số trẻ cùng với nhận thức ngày càng cao của người dùng đối với các sản phẩm sữa có lợi cho sức khỏe đã thúc đẩy sự tiêu thụ. Ngoài ra, các chương trình tại trường học cùng với sự gia tăng của các chuỗi thực phẩm và cà phê tiện dụng cũng tác động gia tăng nhu cầu tiêu thụ sữa. Cụ thể, những chuỗi cửa hàng mang tính tiện dụng đã làm tăng nhu cầu sử dụng sữa dùng trong cà phê và phô mai dùng trong các cửa hàng thức ăn nhanh và pizza.

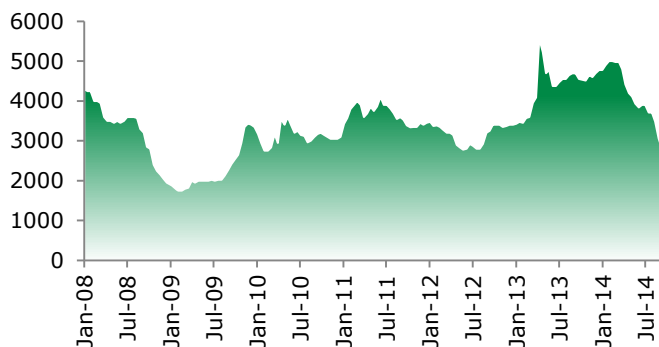
## Giá bán sữa nguyên liệu

*Các nhà sản xuất sữa trong nước có thể hưởng lợi từ sữa bột nguyên liệu giảm.*

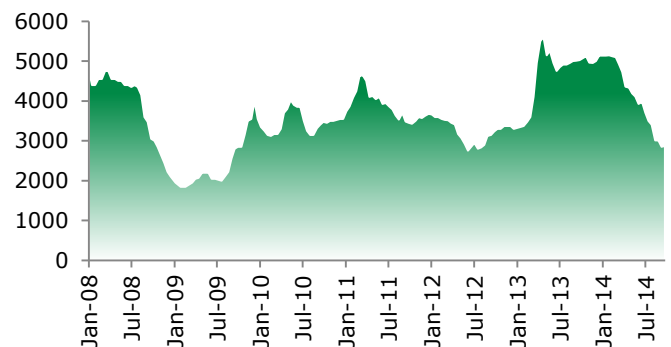
Nhu cầu sữa tươi và sữa nguyên liệu được cung cấp bởi hai nguồn là từ sản xuất trong nước (các nông trại nuôi bò sữa) và từ nhập khẩu.

Nguyên liệu sữa nhập khẩu bao gồm bột sữa và các sản phẩm sữa nguyên liệu. Các sản phẩm sữa nguyên liệu không chỉ dùng trong sản xuất sữa mà còn dùng để sản xuất bánh kẹo, thực phẩm chức năng, thực phẩm dinh dưỡng... Việt Nam nhập khẩu các sản phẩm sữa nguyên liệu từ Niu Di-lân, Mỹ, Úc và Châu Âu. Chi phí sữa nguyên liệu chiếm 65% đến 70% tổng chi phí đầu vào. Do đó sản xuất trong nước phụ thuộc vào biến động giá và cung cầu của sữa đầu vào.

Giá bột sữa tách béo giao ngay theo USDA (USD/MT)



Giá bột sữa nguyên kem giao ngay theo USDA (USD/MT)



Nguồn: Bloomberg

Năm 2013 đã chứng kiến giá bột sữa tách béo (SMP) và bột sữa nguyên kem (WMP) tăng vọt, đạt đỉnh 5.563 USD/MT và 5.600 USD/MT trong T4 và sau đó giảm trong thời gian còn lại của năm. Giá sữa tăng đầu năm chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc tăng sau khi hàng loạt vấn đề liên quan đến vệ sinh thực phẩm và nguồn cung sữa trong nước kết hợp với hạn hán từ Niu Di-lân, nhà cung cấp bột sữa lớn nhất thế giới. Tương tự, giá sữa đầu vào tiếp tục tăng nhẹ trong 3 tháng đầu năm 2014 trước khi giảm sâu.

Đến nay, giá giao ngay của SMP và WMP giao dịch ở mức 2.460 và 2.503 USD/MT, giảm 51% và 49% so với đầu năm. Giá sữa giảm do tồn kho bột sữa của Trung Quốc vẫn còn cao, kéo theo nhu cầu nhập sữa thấp. Ngoài ra, xét về phía nguồn cung, lượng cung tăng từ khu vực Châu Âu nhờ sản lượng cải thiện sau mùa đông và cung tăng từ Niu Di-lân và Mỹ sau hạn hán. Giá đầu vào giảm có thể giúp các nhà sản xuất trong nước hưởng lợi nhờ chi phí đầu vào thấp. Tuy nhiên về dài hạn, giá của SMP và WMP có thể sẽ tăng trở lại khi Trung Quốc tiêu thụ hết nguồn hàng tồn kho và giá sữa thấp cũng thu hút nhu cầu tăng cao trở lại.

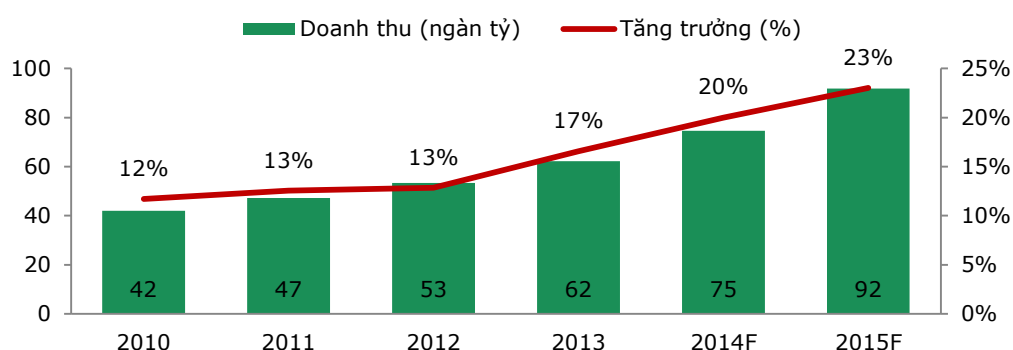
# NGÀNH SỮA VIỆT NAM

## Ngành sữa Việt Nam: tăng trưởng doanh thu hai con số

Tốc độ CAGR của ngành sữa đạt 14% từ năm 2010 đến năm 2013, chủ yếu nhờ sữa bột và sữa nước tăng.

Ngành sữa có giá trị giao dịch đạt 62,2 ngàn tỷ (2,9 triệu đô) trong năm 2013, là một trong những ngành tiêu dùng tăng trưởng mạnh nhất của Việt Nam, tương ứng với mức tăng 17% trong năm 2013 và tốc độ CAGR là 14%/năm từ năm 2010 đến năm 2013. Theo Euromonitor International, giá trị thị trường sữa Việt Nam sẽ đạt tăng trưởng 20% và 23% lần lượt trong năm 2014 và năm 2015.

### Tăng trưởng doanh thu ngành sữa Việt Nam

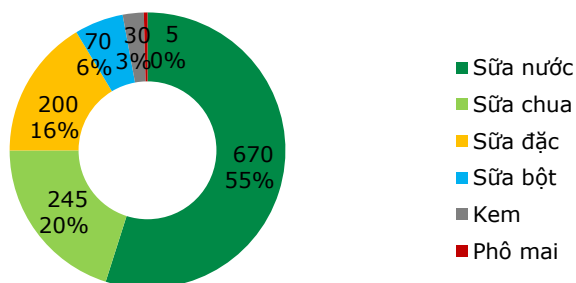


Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

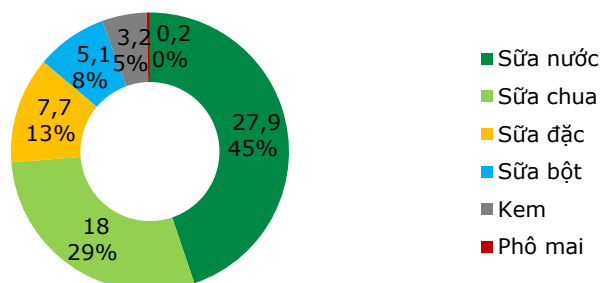
Ngành sữa vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn; sữa bột và sữa nước vẫn chiếm lĩnh thị trường.

Tăng trưởng doanh thu ngành sữa chủ yếu nhờ vào hai mảng chính: sữa bột và sữa nước, chiếm 74% tổng giá trị thị trường, đạt 45,9 ngàn tỷ đồng (2,2 tỷ đô). Sữa chua được xem như là mảng có lợi nhuận cao nhất do thị trường về cả nhu cầu và nguồn cung vẫn chưa được khai thác hết.

### Cơ cấu sản lượng sữa năm 2013 (tấn và %)



### Cơ cấu sản lượng sữa theo giá trị năm 2013 (ngàn tỷ và %)

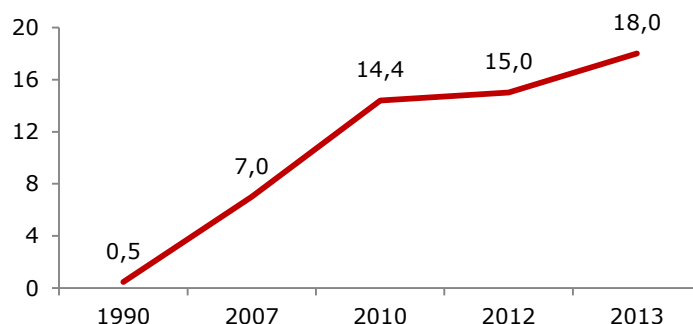


Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

Theo Bộ Công Nghiệp và Thương Mại, tiêu thụ sữa bình quân đầu người ở Việt Nam đạt 18 lít/năm trong 2013, thấp hơn nhiều so với Thái Lan (34 lít/năm), Trung Quốc (25 lít/năm) và Anh (112 lít/năm) trong năm 2013, cho thấy tiềm năng tăng trưởng của thị trường sữa là rất lớn. Cục Chăn nuôi Việt Nam đã dự báo Việt Nam sẽ tăng trưởng 9%/năm và tiêu thụ 27 đến 28 lít sữa/năm đến năm 2020. Thêm vào đó, cơ sở khách hàng cho các sản phẩm sữa sẽ mở rộng nhờ vào nỗ lực của các nhà sản xuất trong việc nhắm đến các phân khúc khách

hàng khác nhau như phụ nữ trong độ tuổi đi làm và người già. Trên cơ sở tiêu thụ sữa theo đầu người thấp, sự gia tăng nhận thức của người dân về sức khỏe, sự hình thành thói quen mới về uống sữa, kết hợp với cơ sở khách hàng ngày càng gia tăng, chúng tôi tin rằng ngành sữa trong nước sẽ có động lực tăng trưởng mạnh.

#### Tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam (lít/năm)



Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

### Số lượng bò sữa trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu

*Sữa nguyên liệu trong nước chỉ đáp ứng 1/3 nhu cầu sản xuất sữa.*

Ngành sữa đối mặt với sự thiếu hụt nguồn cung do đàn bò sữa trong nước (khoảng 200.000 con) chỉ có thể cung cấp khoảng 456.000 tấn sữa nguyên liệu, đạt 28% tổng nhu cầu cho sản xuất sữa của cả nước tính đến T8/2014. Việt Nam được xếp hạng trong top 20 các quốc gia nhập khẩu sữa nguyên liệu nhiều nhất thế giới. Trong năm 2013, Việt Nam đã nhập khoảng 1,2 triệu tấn sữa bột nguyên liệu, tương đương với giá trị là 841 triệu đô.

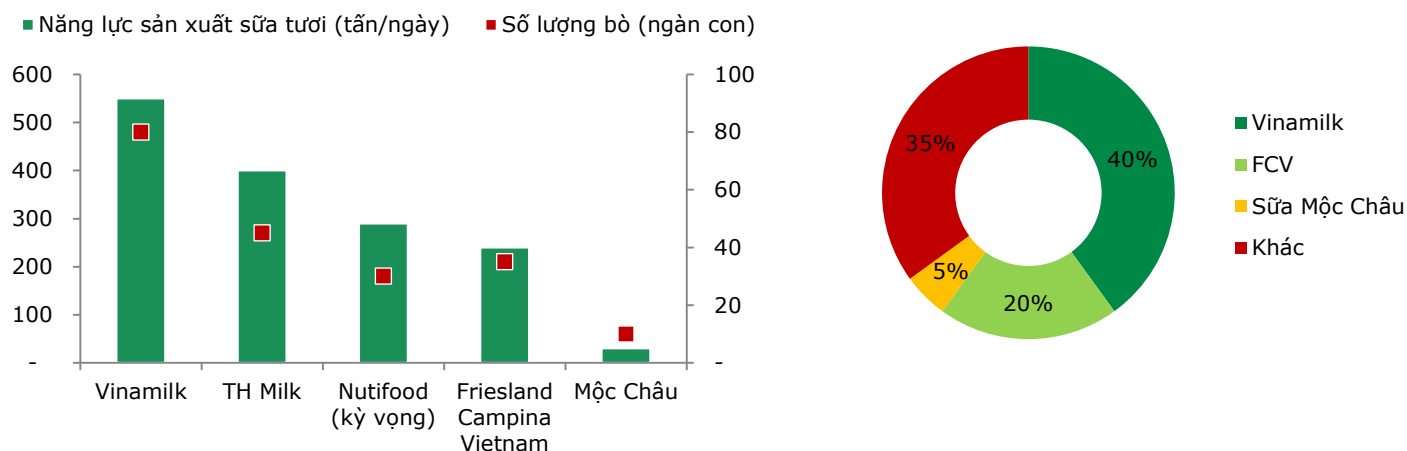
Do đó, sản xuất sữa phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, gây rủi ro tác động đến biên lợi nhuận có thể sụt giảm khi giá đầu vào biến động. Tuy nhiên, rủi ro này có thể được chuyển sang người tiêu dùng nhờ vào sự trung thành của người tiêu dùng đối với những thương hiệu tốt và sản phẩm sữa về cơ bản có mức độ co giãn của cầu theo giá là thấp so với các ngành hàng khác.

### Những nhà cung cấp sữa chính trong nước

Hiện nay, Việt Nam có khoảng 200.000 con bò với nhiều chủng loại. Trong số 20 nhà sản xuất sữa trong nước, chỉ có TH Milk có khả năng cung cấp 100% nguồn cung sữa nguyên liệu đầu vào với khoảng 45.000 con bò trên diện tích 8.100 ha, sản xuất 400 tấn sữa tươi mỗi ngày. Những nhà sản xuất khác như Vinamilk, Nutifood, Friesland Campina Vietnam (FCV), Mộc Châu chỉ có thể tự cung cấp một phần nguồn sữa đầu vào. Vinamilk là nhà thu mua sữa lớn nhất với 156.562 tấn sữa tươi (40% sữa sản xuất trong nước) trong năm 2013, trong đó, 132.610 tấn sữa thu mua từ nông dân và 23.952 tấn sữa thu mua từ các công ty con. FCV xếp vị trí thứ hai với 82.000 tấn sữa thu mua, chiếm 20% tổng lượng sữa tươi sản xuất.

## Năng lực sản xuất sữa tươi nguyên liệu và số lượng bò của một số doanh nghiệp

## Cơ cấu thu mua sữa nguyên liệu



Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

## Chú trọng phát triển nguồn cung sữa nguyên liệu

Cập nhật tình hình đàn bò sữa của một số nhà sản xuất sữa trong nước:

**Đàn bò sữa của Vinamilk dẫn đầu thị trường** với gần 89.000 con bò, trong đó có 80.000 con được nuôi bởi hộ nông dân và 9.000 con tại các nông trại của Vinamilk. Vinamilk đã lên kế hoạch dành ra 3 ngàn tỷ đồng (140 triệu đô) để xây dựng bốn nông trại khác ở Thống Nhất (Thanh Hóa), Như Thanh (Thanh Hóa), Hà Tĩnh và Tây Ninh từ năm 2014 đến năm 2016, nâng tổng số nông trại lên chín. Dự kiến tổng số bò sữa tại nông trại và thu mua từ nông dân của Vinamilk sẽ đạt 100.000 con vào năm 2017, và 120.000 đến 140.000 con trong năm 2020, tăng gấp đôi sản lượng thu mua hàng ngày và đạt mức 1.000 đến 1.200 tấn/ngày.

Ngoài ra, Vinamilk đã ký biên bản ghi nhớ với Tập đoàn Đức Long Gia Lai (DLG) để hỗ trợ cho tập đoàn trong việc chăn nuôi 80.000 con bò sữa và 45.000 con bò thịt ở khu vực Tây Nguyên. Cụ thể, VNM sẽ giúp DLG trong kỹ thuật chăn nuôi, xây dựng nông trại, và bao tiêu sản lượng đầu ra. Dự án sẽ gián tiếp gia tăng nguồn cung sữa đầu vào cho Vinamilk. Tuy nhiên đến Q2/2015, DLG mới dự kiến nhập bò về chăn nuôi.

**TH Milk nắm vị trí trọng yếu trong phân khúc tự chăn nuôi bò sữa:** TH Milk đã đầu tư 1,2 tỷ đô để xây dựng hệ thống nông trại riêng. Cho đến nay, đàn bò của TH Milk đã đạt 45.000 con và dự kiến tăng lên 137.000 con trong năm 2017, tương ứng 50% nhu cầu sữa tươi của toàn thị trường.

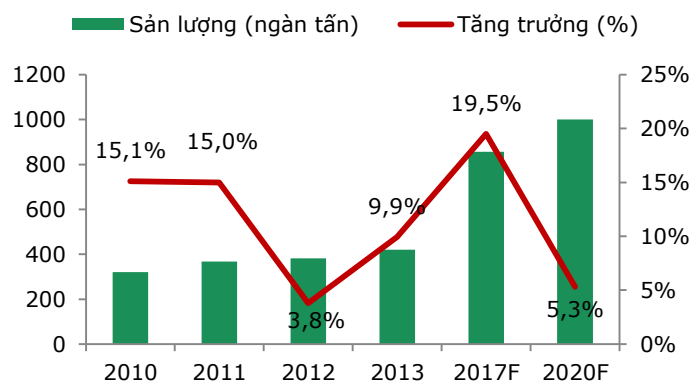
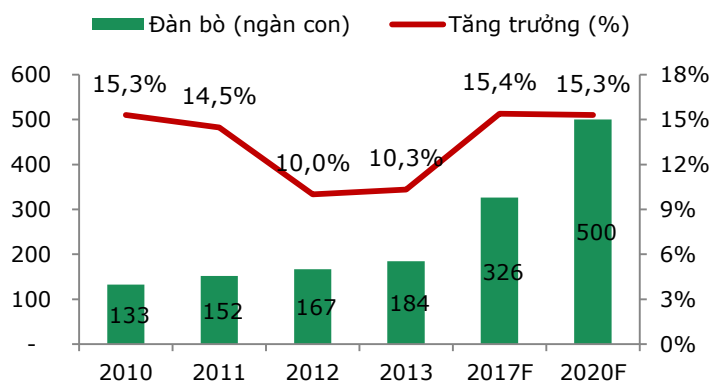
**Friesland Campina Vietnam (FCV) phụ thuộc vào nguồn cung sữa từ nông dân** (khoảng 35.000 con). FCV đang tiến hành phát triển đàn bò ở tỉnh Hà Nam từ năm 2014 đến 2018. Công ty dự kiến sẽ cung cấp 7.000 tấn sữa tươi/năm từ năm 2018.

**Nutifood, Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai (HAGL) và Vissan** đã hợp tác để đầu tư xây dựng trang trại chăn nuôi với tổng vốn 11,3 ngàn tỷ đồng (538 triệu đô), số lượng bò ước tính đạt 237.000 con (trong đó 120.000 con là bò sữa) vào cuối năm 2017.



Cục Chăn nuôi dự báo sản xuất sữa nguyên liệu trong nước sẽ tăng lên mức 856.000 tấn/năm trong năm 2017 (326.000 con bò) và 1.000.000 tấn/năm (tương đương 500.000 con bò) trong năm 2020, tuy nhiên cũng chỉ đáp ứng được 30% nhu cầu. Theo đó, đàn bò của VNM ước tính sẽ chiếm khoảng 31% tổng số bò trong năm 2017 và 28% năm 2020.

### Số lượng đàn bò của Việt Nam và tăng trưởng mỗi năm Sản lượng sữa tươi đầu vào và tăng trưởng mỗi năm

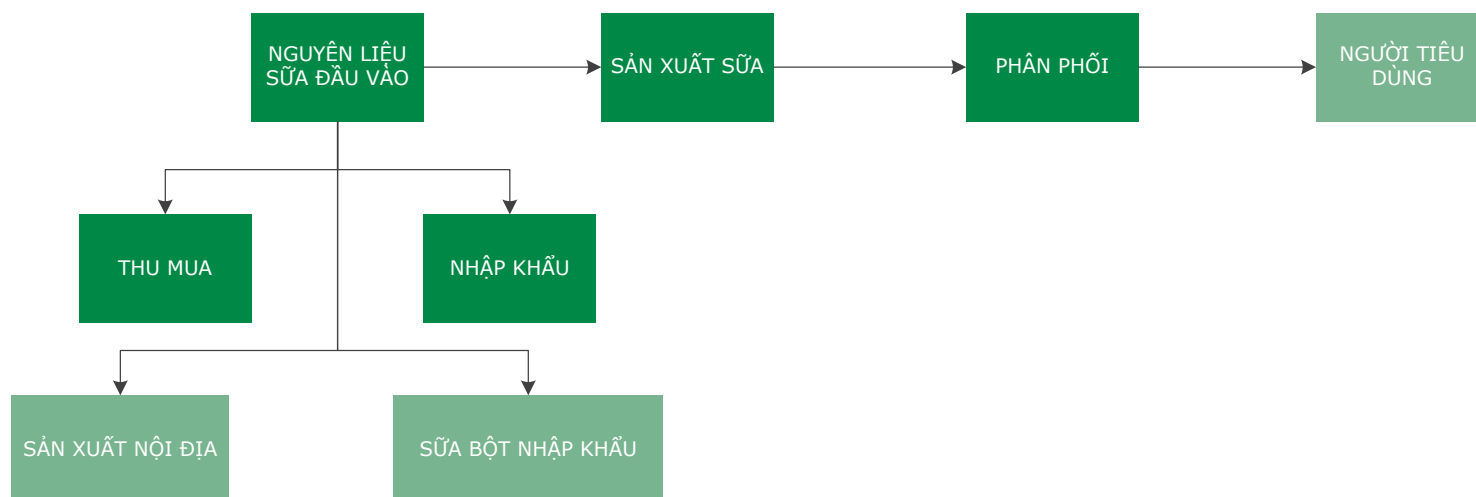


Nguồn: Cục Chăn nuôi

### Chuỗi giá trị gia tăng trong ngành sữa

Sản phẩm sữa cho người tiêu dùng cuối cùng phải qua một chuỗi dây chuyền từ việc thu thập sữa tươi (từ người chăn nuôi) hoặc nhập khẩu sữa bột, đến khâu sản xuất và phân phối (đến nhiều đại lý các cấp và điểm bán lẻ).

### Chuỗi giá trị gia tăng ngành sữa



Nguồn: VPBS



## Chú trọng phát triển nguồn cung sữa nguyên liệu

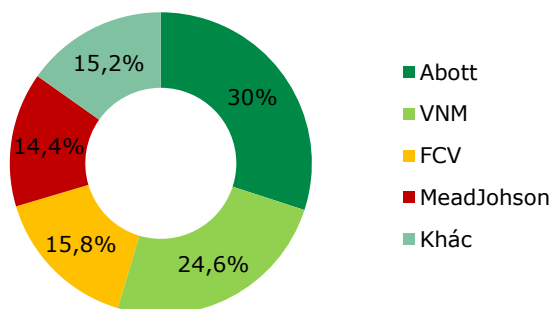
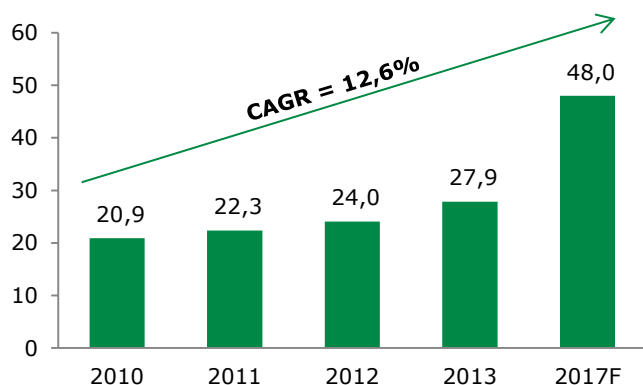
### Sữa bột - Sân chơi của các doanh nghiệp nước ngoài do sự ưa chuộng của người tiêu dùng

Sữa bột chiếm giá trị lớn nhất toàn ngành và kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh trong tương lai. Cụ thể, sữa bột, chiếm 45% thị trường sữa Việt Nam với giá trị tương đương 27,9 ngàn tỷ đồng (1,3 tỷ đô), đạt tốc độ CAGR là 10,1% từ năm 2010 đến năm 2013. Tổng sản lượng sữa bột trong năm 2013 đạt 70.000 tấn và Bộ Công Thương (MOIC) dự báo sản lượng sẽ tăng lên 90.000 tấn và đạt giá trị tương đương 48 ngàn tỷ đồng (2,3 tỷ đô) trong năm 2017, tăng 77%.

Doanh nghiệp nước ngoài chiếm phần lớn thị phần sữa bột do hầu hết người tiêu dùng Việt Nam sẵn sàng trả giá cao cho những thương hiệu ngoại với chất lượng vượt trội (30% đến 160% cao hơn giá nội địa). Trong năm 2013, các doanh nghiệp nước ngoài chiếm 75% thị phần, dẫn đầu là Abbott (30%), FCV (15,8%) và Mead Johnson (14,4%). Hiện tại, Vinamilk với 25% thị phần là công ty trong nước duy nhất được xem là có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp ngoại.

Giá trị thị trường sữa bột (ngàn tỷ đồng)

Cơ cấu thị trường sữa bột Việt Nam trong năm 2013



Nguồn: Euromonitor, MOIC, VPBS thu thập

Doanh nghiệp trong nước có thể dần chiếm lĩnh thị phần trong dài hạn vì điểm mấu chốt để thuyết phục người tiêu dùng là các sản phẩm nội địa phải tương đương với các sản phẩm ngoại khi xét về tiêu chuẩn an toàn và chất lượng. Những công ty này đều đã tìm kiếm cơ hội để từng bước giành được thị phần thông qua việc đầu tư nhà máy mới, nâng cao niềm tin của người tiêu dùng thông qua các chứng nhận sản phẩm của các tổ chức quốc tế.

Trong các doanh nghiệp nội địa, Vinamilk đã vận hành nhà máy sữa bột lớn nhất ở Bình Dương từ giữa năm 2013 với công suất lắp đặt 54.000 tấn/năm. Nhà máy hoàn toàn tự động từ khâu chế biến đến khâu đóng gói với tổng giá trị đầu tư là 90 triệu đô. Ngoài ra, nhà máy cũng được cấp chứng nhận từ Cục Quản lý Dược và Thực phẩm (FDA) để xuất khẩu sản phẩm sang Mỹ cũng như các chứng nhận HACCP, ISO và HALAL.

Về phần các doanh nghiệp nước ngoài, Nutifood đang trong tiến độ xây dựng nhà máy sữa bột cũng ở Bình Dương với tổng diện tích là 12.000 m<sup>2</sup> và công suất hàng năm là 50.000 tấn sữa bột. Nhà máy cũng đạt tiêu chuẩn Sản Xuất Tốt (GMP).

## Áp trần giá sữa bột dành cho trẻ em dưới sáu tuổi

Theo Quyết định 1079/QĐ-BTC ban hành bởi Bộ Tài Chính và có hiệu lực từ ngày 1/6/2014 nhằm ổn định giá sữa bột cho trẻ em dưới sáu tuổi, 25 sản phẩm sữa, bao gồm các trọng lượng hộp khác nhau của Dielac Alpha, Frisolac Gold, Nan, Lactogen, Enfagrow, Enfamilk, Abbott, Similac và Grow G-Power, đã bị áp trần cho cả giá bán buôn và giá bán lẻ.

Theo đó, giá sữa bán buôn dao động từ 72.000 đến 692.000 đồng/hộp (xem phụ lục) và các tổ chức hay cá nhân sản xuất, phân phối và giao dịch các sản phẩm sữa này, sẽ quyết định giá trần bán buôn. Các tổ chức và cá nhân sẽ tham khảo phương pháp tính giá chung cho hàng hóa và dịch vụ quy định bởi Bộ Tài Chính, so sánh với những sản phẩm đã được bán và áp giá trần để đưa ra mức giá bán tối đa cho sản phẩm của mình và phải được sự chấp thuận của Cục Quản Lý Giá.

Giá trần bán lẻ sẽ được quyết định bởi tổng các chi phí, bao gồm giá trần bán buôn cộng với các chi phí khác liên quan, và được quy định bởi Cục Quản Lý Giá. Nhìn chung, giá bán lẻ không được vượt quá 15% giá bán buôn.

## Sữa nước - Đường đua của Vinamilk và Friesland Campina Vietnam

Sữa nước đóng góp 29% trong giá trị ngành sữa, tương đương với 18 ngàn tỷ đồng (851,6 triệu đô), đạt sản lượng 670.000 tấn trong năm 2013, là nhóm sản phẩm lớn thứ hai trong ngành sữa. Vinamilk hiện đang nắm giữ 49% thị phần sữa nước, kế đến là FCV với 26%.

Sữa nước được dự báo sẽ đạt giá trị 34 ngàn tỷ đồng (1,6 tỷ đô) trong năm 2017, tương đương với tốc độ CAGR là 18%/năm từ 2010 đến 2017. Theo đó, sản lượng năm 2017 ước tính sẽ đạt 1.000.000 tấn.

Có ba nhóm sản phẩm sữa nước chính:

- **Sữa tươi thanh trùng:** là sữa tươi sau khi được làm nóng ở nhiệt độ cao trong vài giây để tiêu diệt các vi khuẩn mà không tiêu diệt các vi khuẩn có ích. Nói theo cách khác, loại sữa này vẫn giữ được những vi khuẩn có lợi, do đó thời hạn sử dụng của sữa thanh trùng ngắn hơn sữa UHT.
- **Sữa tiệt trùng ở nhiệt độ cao/ thời hạn sử dụng lâu (UHT):** là sữa tươi được xử lý ở nhiệt độ cao ( $>100^{\circ}\text{C}$ ) trong khoảng thời gian tối thiểu là hai giây để loại bỏ tất cả vi khuẩn có trong sữa. Do đó sữa UHT có thể được cất giữ trong phòng ở nhiệt độ bình thường với thời gian dài (6 đến 9 tháng). Sữa UHT có thể được chế biến từ sữa hoàn nguyên hoặc sữa tươi, nhưng vị sữa UHT từ sữa tươi thường được ưa chuộng hơn.
- **Sữa hoàn nguyên:** được sản xuất bằng cách pha lại sữa bột vào nước và có thể được khử trùng để diệt khuẩn.

Về cơ bản, nguồn cung sữa tươi trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu sản xuất sữa nước, do đó 70% sữa nước được sản xuất từ sữa hoàn nguyên. Trong khi đó, nhu cầu sữa UHT và sữa thanh trùng ngày càng tăng nhờ vào sự gia tăng dân số và sự thay đổi nhận thức của người tiêu dùng đối với các sản phẩm bổ dưỡng hơn.

Điểm quan trọng để có thể cạnh tranh được trong mảng sữa nước là phải đảm bảo nguồn cung sữa tươi. Các doanh nghiệp trong nước đang cố gắng gia tăng

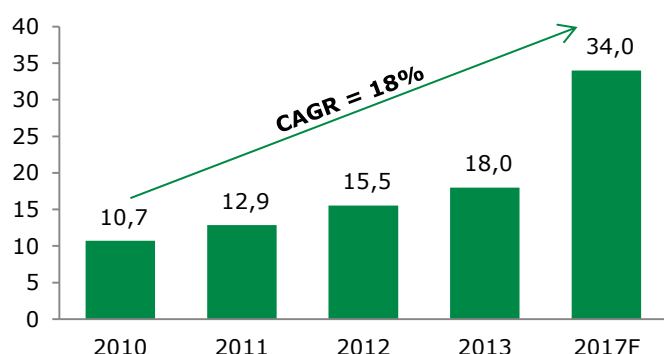
đàn bò của mình để giảm phụ thuộc vào nguồn bột sữa nhập khẩu. Các doanh nghiệp trong và ngoài nước như Vinamilk, TH Milk, và FCV đã xây dựng các nhà máy chế biến sữa mới để đáp ứng nhu cầu thị trường.

**Vinamilk:** Trong T9/2013, Vinamilk đã bắt đầu đưa vào sản xuất giai đoạn 1 siêu nhà máy sản xuất sữa nước ở Bình Dương với công suất 400 triệu lít/năm. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ được xây dựng trong năm 2018 với công suất tương đương giai đoạn 1, nâng tổng công suất cả hai giai đoạn là 800 triệu lít/năm. Đây là một trong những dự án trọng yếu của Vinamilk với tổng giá trị đầu tư đạt 110 triệu đô. Nhà máy được trang bị kỹ thuật cao, tự động hóa trong các khâu và sản phẩm được đóng gói bởi công nghệ của Tetra Pak (Thụy Điển). Các sản phẩm sẽ được vận chuyển tự động bởi các thiết bị được điều khiển bởi tia laser (LGV). Tất cả các bước sản xuất đều dưới sự kiểm soát của hệ thống máy tính trung tâm. Thêm vào đó, đây là nhà máy đầu tiên và lớn nhất có hệ thống nhà kho thông minh được cung cấp bởi Công ty Schafer (Đức).

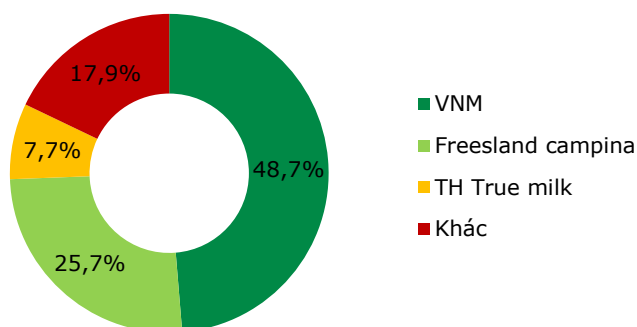
**TH Milk** vừa khánh thành giai đoạn đầu của nhà máy sữa tươi với công suất 200 triệu tấn/năm. Từ năm 2013 đến năm 2017, công ty đang tiến hành đầu tư giai đoạn hai với tổng sản lượng ước tính đạt 1.700 tấn sữa/ngày (tương đương với 500 triệu lít/năm). Công ty kỳ vọng sẽ đẩy mạnh sản xuất để có thể đạt doanh thu 15 ngàn tỷ đồng (704 triệu đô) trong năm 2015.

**Nutifood** đã đầu tư vào nhà máy chế biến sữa tươi ở Gia Lai. Nhà máy này được trang bị máy móc nhập khẩu từ Đức và Thụy Điển. Dự án gồm hai giai đoạn: (1) Giai đoạn đầu cần 3.500 tỷ đồng (164 triệu đô) với công suất 290 triệu lít/năm; (2) Giai đoạn hai có giá trị đầu tư là 1.500 tỷ đồng (70,4 triệu đô) và tổng công suất nâng lên 500 triệu lít/năm. Ước tính nhà máy sẽ bắt đầu sản xuất sản phẩm từ T8/2015.

Giá trị thị trường sữa nước Việt Nam (ngàn tỷ)



Cơ cấu thị trường sữa nước Việt Nam trong năm 2013



Nguồn: Euromonitor , Nielsen, VPBS thu thập

### Sữa chua - Tiềm năng chưa được khai thác

Từ trước đến nay, sữa chua vẫn được người tiêu dùng nhận thức là sản phẩm dinh dưỡng bổ sung tiêu hóa sau bữa ăn. Do sự nhận thức về an toàn thực phẩm và vệ sinh ngày càng tăng, người tiêu dùng dần dần chuyển sang dùng những sản phẩm sữa chua có thương hiệu, thay vì sản phẩm không có nguồn gốc rõ ràng hoặc tự làm. Nhờ vậy, sữa chua là sản phẩm có mức tăng trưởng cao nhất với 34,3% và đạt 7,7 ngàn tỷ đồng (364,7 triệu đô) trong năm 2013, và tốc độ CAGR đạt 32,7% từ năm 2010 đến năm 2013. Tuy nhiên, về mặt cơ cấu, sữa chua chiếm 20% so với sữa uống là 80%, thấp hơn nhiều so với Pháp (tỷ lệ

80%/20%), Xinh-ga-po (70%/30%) và Thái Lan (50%/50%). Đây là dấu hiệu cho thấy tiềm năng tăng trưởng to lớn của thị trường cho cả doanh nghiệp trong và ngoài nước.

Có hai loại sữa chua ở Việt Nam: sữa chua ăn và sữa chua uống. Trong năm 2013, Vinamilk tiếp tục dẫn đầu thị trường sữa chua với 73% thị phần, trong đó sữa chua ăn chiếm 95% giá trị. Các nhà sản xuất trong nước với thương hiệu lâu năm và chiến dịch quảng cáo rầm rộ đã giành được sự ưa chuộng của người tiêu dùng. Hai đối thủ cạnh tranh của Vinamilk ở phân khúc này là Sữa Ba Vì và TH Milk ở miền Bắc.

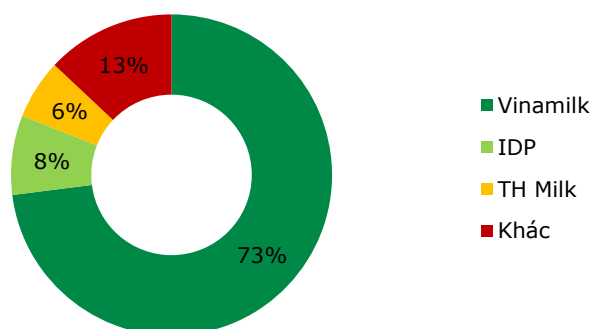
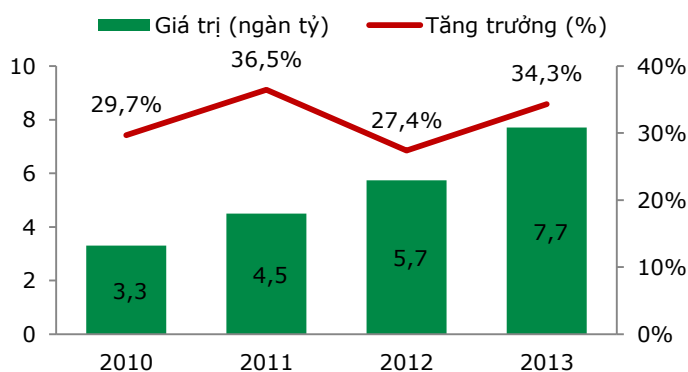
Trong những năm gần đây, thị trường sữa chua đã được làm nóng lên nhờ hàng loạt các sản phẩm mới được giới thiệu. Sản phẩm sữa chua Yakult của Nhật ra đời đã kéo theo xu hướng tiêu thụ sữa chua uống lên men. Xu hướng này được hưởng ứng bởi sản phẩm sữa Probiotic và Probeauty của Vinamilk dành cho phân khúc khách hàng cao cấp. Ngoài ra, trong T1/2013, International Dairy Products (IDP) đưa ra sản phẩm mang tên Love-in-Farm. Tuy nhiên sản phẩm này đến nay vẫn chưa thực sự tạo nên ấn tượng đối với người tiêu dùng mặc dù đã có chiến dịch quảng cáo mạnh mẽ. Cũng trong năm 2013, TH Milk đã đưa ra ba sản phẩm sữa chua bao gồm sữa chua ăn, sữa chua men tiêu hóa và sữa chua UHT với nhiều vị trái cây. Trong khi đó, Tập đoàn Delys cũng mang đến Việt Nam hai thương hiệu sữa chua nổi tiếng là Jogole và Zottis, tăng thêm tính cạnh tranh trên thị trường. Gần đây vào T5/2014, FCV là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất sữa chua ăn thanh trùng làm bằng sữa tươi nguyên chất với thương hiệu Dutch Lady.

Các sản phẩm sữa chua nhập khẩu từ Nhật, Châu Âu và Thái Lan cũng tham gia vào phân khúc dành cho khách hàng cao cấp. Hiện có hàng trăm thương hiệu nước ngoài vẫn chưa thâm nhập vào thị trường sữa chua Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sự xuất hiện của các nhãn hiệu sữa chua ngoại chưa là sự đe dọa đáng kể đối với các nhà sản xuất trong nước, do sữa chua có thời hạn sử dụng ngắn, trong khi sản phẩm nhập khẩu sẽ mất thời gian nhập hàng và phải lưu trữ ở nhiệt độ thấp. Do đó, nhiều công ty đã thận trọng khi quyết định tham gia vào thị trường sữa chua.

Để duy trì vị trí dẫn đầu trong thị trường, Vinamilk sẽ mở nhà máy ở Phnom Penh (Campuchia) chuyên sản xuất sữa UHT, sữa đặc, sữa chua với tổng giá trị đầu tư 23 triệu đô (VNM nắm 50%).

Giá trị sữa chua và tăng trưởng

Cơ cấu thị trường sữa chua Việt Nam trong năm 2013



Nguồn: Euromonitor, Nielsen, VPBS thu thập

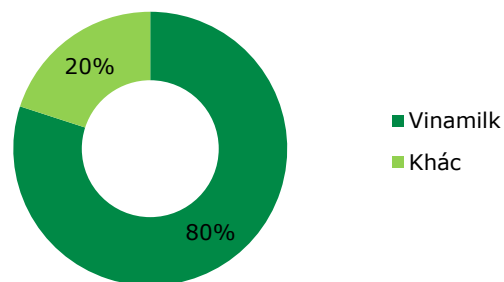
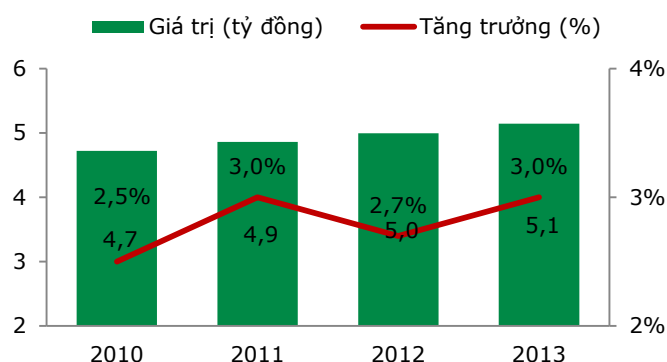
## Sữa đặc - Bước vào giai đoạn bão hòa

Sữa đặc từng được sử dụng như nguồn dinh dưỡng chính ở Việt Nam nhưng nay chỉ chủ yếu được dùng như một chất tạo ngọt trong cà phê. Mặc dù có thành phần dinh dưỡng thấp, sữa đặc chiếm 8,3% giá trị ngành sữa, nhờ vào sự ưa chuộng của người tiêu dùng Việt Nam, đặc biệt là tầng lớp bình dân. Tuy nhiên, do sự gia tăng tiêu thụ sữa nước và sữa bột, nhu cầu cho sữa đặc đã tiến đến giai đoạn bão hòa. Giá trị nhóm sản phẩm này có tốc độ tăng trưởng thấp, đạt 2,5% trong 2010 và 3% trong năm 2013, do người tiêu dùng có thu nhập khả dụng tăng lên và bắt đầu chuyển sang dùng các sản phẩm sữa giàu dinh dưỡng hơn.

Vinamilk với hai thương hiệu nổi tiếng Sữa Ông Thọ và Ngôi Sao Phương Nam, nắm thị phần chủ đạo trong mảng sữa đặc (80%). FCV là nhà sản xuất lớn thứ hai với hai thương hiệu sữa là Cô Gái Hà Lan và Completa.

Giá trị sữa đặc và tăng trưởng

Cơ cấu thị trường sữa đặc Việt Nam trong năm 2013

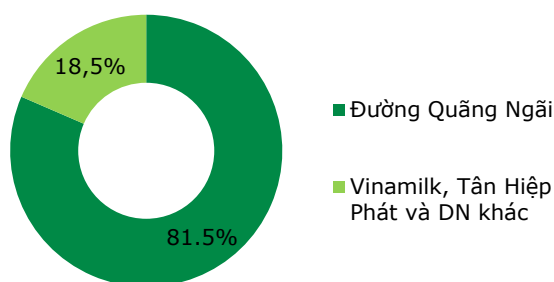
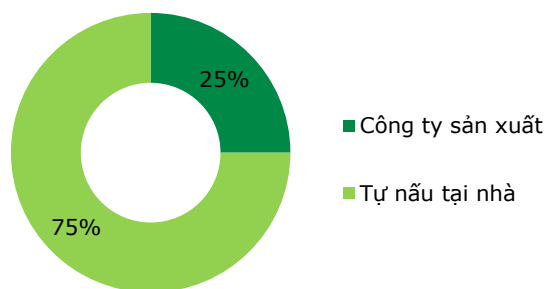


Nguồn: Euromonitor, VPBS thu thập

## Sữa đậu nành - Tăng trưởng nhanh nhưng thị trường tập trung

Việt Nam đứng thứ tư trong số các quốc gia tiêu thụ sữa đậu nành nhiều nhất thế giới với tiêu thụ hàng năm đạt 500 triệu lít trong năm 2012, sau Trung Quốc, Thái Lan và Mỹ. Trong năm 2013, tiêu thụ tiếp tục tăng 17%, cao hơn mức tăng của sữa nước và sữa bột. Trên thực tế, người Việt Nam đang chuyển hướng sang sử dụng các sản phẩm tốt hơn cho sức khỏe, và sữa nước không có lactose đã giúp đẩy mạnh tăng trưởng của sữa đậu nành. Tuy nhiên, chỉ có số ít công ty tham gia sản xuất sữa đậu nành, trong khi các nhà sản xuất lớn cạnh tranh mạnh mẽ ở phân khúc sữa nước và sữa bột.

Theo khảo sát của AC Nielsen trong T2/2014, Đường Quảng Ngãi là nhà sản xuất sữa đậu nành lớn nhất ở Việt Nam xét về công suất và thị phần. Công ty được biết đến với thương hiệu Fami và Vinasoy, chiếm 81,5% thị phần, trong khi 18,5% thị phần còn lại thuộc về Vinamilk (thương hiệu Goldsoy) và Tân Hiệp Phát (thương hiệu Soya Number One). Sản lượng sản xuất sữa đậu nành chỉ chiếm 25% tổng lượng sữa tiêu thụ hàng năm, 75% còn lại là sữa tự nấu.

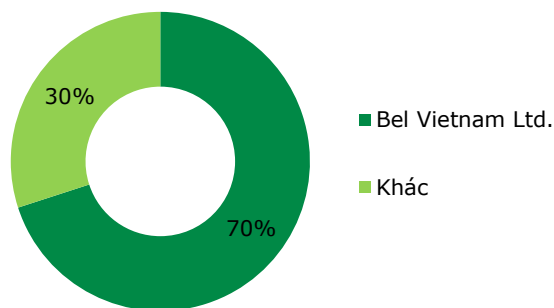
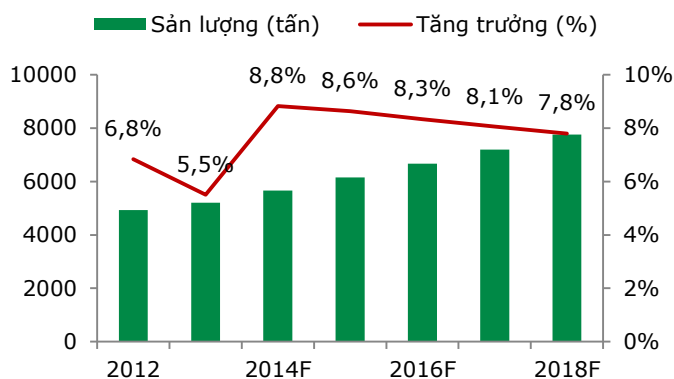


Nguồn: AC Nielsen, VPBS thu thập

### Phô mai - Kỳ vọng thâm nhập thị trường

Trong số các sản phẩm sữa, sản lượng tiêu thụ phô mai khá khiêm tốn, khoảng 5.203 tấn trong năm 2013 nhưng lại ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 15%. Từ năm 2014 đến năm 2018, sản lượng phô mai ước tính tăng với mức CAGR là 8,2% nhờ sự thay đổi thói quen ăn uống theo xu hướng Tây hóa hơn của người tiêu dùng.

Các nhà sản xuất nước ngoài đã chiếm ưu thế hơn tại thị trường phô mai trong nước. Công ty Bel Vietnam Ltd. là nhà sản xuất tham gia đầu tiên vào thị trường Việt Nam, nắm giữ vị trí quan trọng với 70% thị phần trong năm 2013, với các thương hiệu nổi tiếng như Phô Mai Bò Cười, Party Cube và Babybel. Trong đó, Phô Mai Bò Cười là một trong những thương hiệu phô mai xuất hiện đầu tiên ở Việt Nam và đóng góp vào sự tăng trưởng của công ty trong nhiều năm. 30% thị phần còn lại được phân chia cho các công ty như Fonterra, Lactalis, Vinamilk và những công ty nhỏ khác.



Nguồn: VPBS thu thập

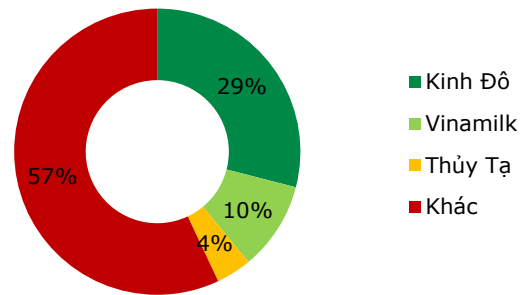
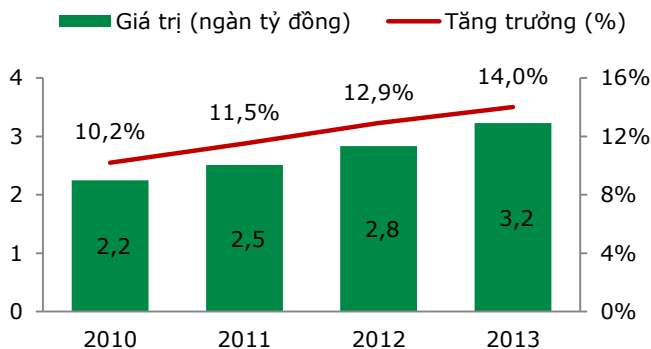
## Kem

**Nhu cầu tăng trưởng đều đặn.** Nhờ dân số trẻ tăng nên kem dùng trong tráng miệng hay ăn nhẹ gia tăng. Kết hợp với số lượng các chuỗi cửa hàng cà phê phong cách hiện đại phục vụ các thực đơn đa dạng, nhu cầu kem đã tăng dần lên đến 3,2 ngàn tỷ đồng (152,8 triệu đô) và đạt mức tăng trưởng CAGR là 12,8% từ năm 2010 đến năm 2013.

**Các nhà sản xuất trong nước vẫn chiếm lĩnh thị trường, các doanh nghiệp nước ngoài bắt đầu tạo ấn tượng.** Trong năm 2013, Kinh Đô dẫn đầu thị trường kem Việt Nam với hai nhãn hiệu Celano và Meriono (29% thị phần). Vinamilk và Kem Thủy Tạ đứng vị trí thứ hai và thứ ba. Tuy nhiên, thị trường còn có sự xuất hiện của những thương hiệu kem nước ngoài nhượng quyền như Baskin-Robbins, Snowee, HaagenDazs, Niu Di-lân, Bud's, Monte Rosa, Fanny... Mặc dù các nhà sản xuất trong nước nắm phần lớn thị phần với giá bán cạnh tranh, bao bì đẹp, người tiêu dùng ở khu vực thành thị vẫn bị cuốn hút bởi các thương hiệu nước ngoài nhờ sự đa dạng về mùi vị và trang trí cửa hàng bắt mắt.

Giá trị kem và tăng trưởng

Cơ cấu thị phần kem trong năm 2013



Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

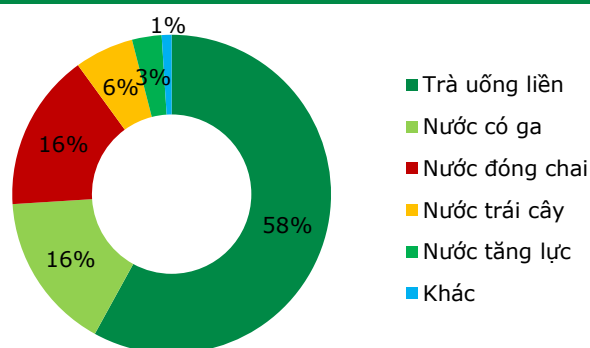
## Nước giải khát

Nước giải khát bao gồm loại có ga và không có ga, có chất tạo ngọt và mùi vị. Chất tạo ngọt có thể là đường, nước trái cây, si rô bột bắp hoặc các chất thay thế đường. Những thức uống giải khát này có thể chứa caffeine, chất tạo màu, chất bảo quản và các loại thành phần khác. Một vài sản phẩm điển hình là trà uống liền, nước tăng lực, nước trái cây, nước có ga như Pepsi, Coca-Cola, Sprite và nước đóng chai.

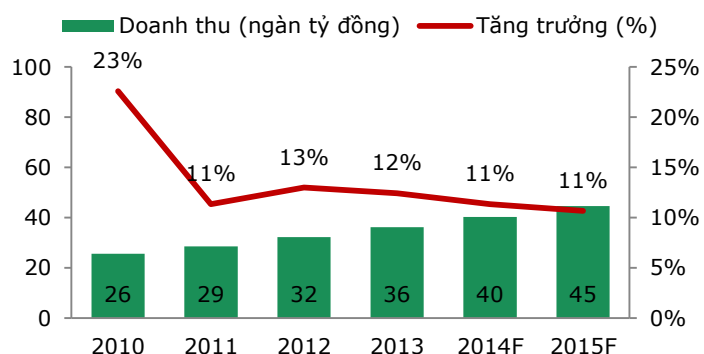
Trong phân khúc nước uống, nước giải khát có mức tăng trưởng giá trị cao nhất với 12,4% trong năm 2013 và đạt tăng trưởng CAGR mạnh nhất 12,2% từ năm 2010 đến năm 2013. Tính đến cuối năm 2013, tổng tiêu thụ nước giải khát đạt 2,4 tỷ tấn, tương đương giá trị 36,2 ngàn tỷ đồng (1,7 tỷ đô). Trà uống liền chiếm 58% tổng doanh thu nước giải khát, tương đương 21 ngàn tỷ đồng (1 tỷ đô), tăng 12,2% so với năm 2012 và đạt tăng trưởng CAGR là 14,9% từ năm 2010 đến năm 2013.



## Cơ cấu nước giải khát theo sản phẩm



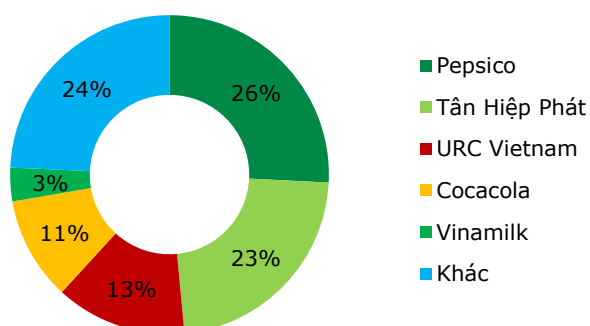
## Cơ cấu doanh thu nước giải khát và tăng trưởng



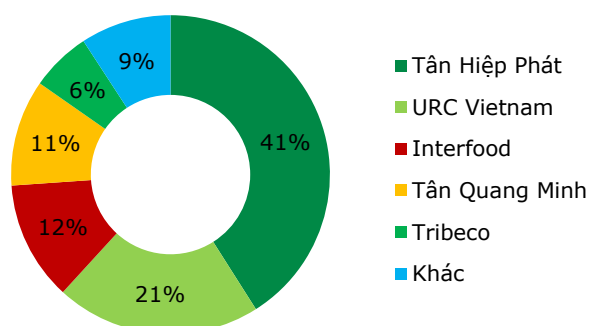
Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

Năm 2013, Pepsico là công ty dẫn đầu về nước giải khát với 25,5% thị phần, theo sau là Tân Hiệp Phát (THP) với 22,7%. Tuy nhiên, xét về từng mảng sản phẩm thì Pepsico là doanh nghiệp quan trọng ở phân khúc nước có ga với thương hiệu Pepsi, 7-up, Mountain Dew..., trong khi THP chiếm 41% thị phần ở mảng trà uống liền với thương hiệu Trà Xanh Không Độ và Dr.Thanh.

## Cơ cấu thị phần nước giải khát năm 2013



## Cơ cấu thị phần trà uống liền năm 2013



Nguồn: Euromonitor International, VPBS thu thập

## VINAMILK - GIỚI THIỆU VỀ HOẠT ĐỘNG

### Thành lập và phát triển

*VNM hiện là doanh nghiệp sữa lớn nhất Việt Nam xét về công suất và thị phần.*

VNM được thành lập vào T8/1976 sau khi sáp nhập ba nhà máy sữa Thống Nhất, Trường Thọ và nhà máy sữa bột Diealac. Trong giai đoạn từ năm 1994 đến năm 2012, VNM tiếp tục xây dựng các nhà máy sữa tại Hà Nội, Cần Thơ, Tiên Sơn (Bắc Giang), Nghệ An, Đà Nẵng. VNM đã vận hành siêu nhà máy sữa ở Bình Dương từ năm 2013. Đây là nhà máy tự động 100% ở khu công nghiệp Mỹ Phước 2. Ngoài ra, VNM còn tham gia vào thị trường nước ngoài thông qua các nhà máy ở Mỹ và Niu Di-lân.

Trong năm 2007, VNM đã thực hiện mở rộng theo chiều dọc, tham gia từ khâu đầu vào bằng cách thành lập nông trại đầu tiên ở Tuyên Quang. Công ty tiếp tục xây dựng nông trại thứ hai ở Nghệ An vào hai năm sau đó, hai nông trại tiếp theo ở Thanh Hóa và Bình Định trong năm 2010, và nông trại thứ năm ở Lâm Đồng năm 2011.

Tính đến T9/2014, VNM đã có tổng cộng năm nông trại với khoảng 9.000 con bò sữa. Đàn bò của công ty chiếm khoảng 4,5% số lượng bò cả nước. Ngoài ra, VNM đã tuyển chọn và nhập khẩu thêm 5.000 con bò cao sản từ Úc và Mỹ, nhằm cải thiện chất lượng và số lượng đàn bò trong hai năm 2014 và 2015. Cả chuỗi năm nông trại của VNM đã được cấp chứng nhận chất lượng ISO 9001:2008 của Bureau Veritas (Pháp). Trong đó, ba nông trại (Nghệ An, Tuyên Quang, Lâm Đồng) đã được cấp chứng nhận thực hành nông nghiệp tốt toàn cầu (Global G.A.P.).

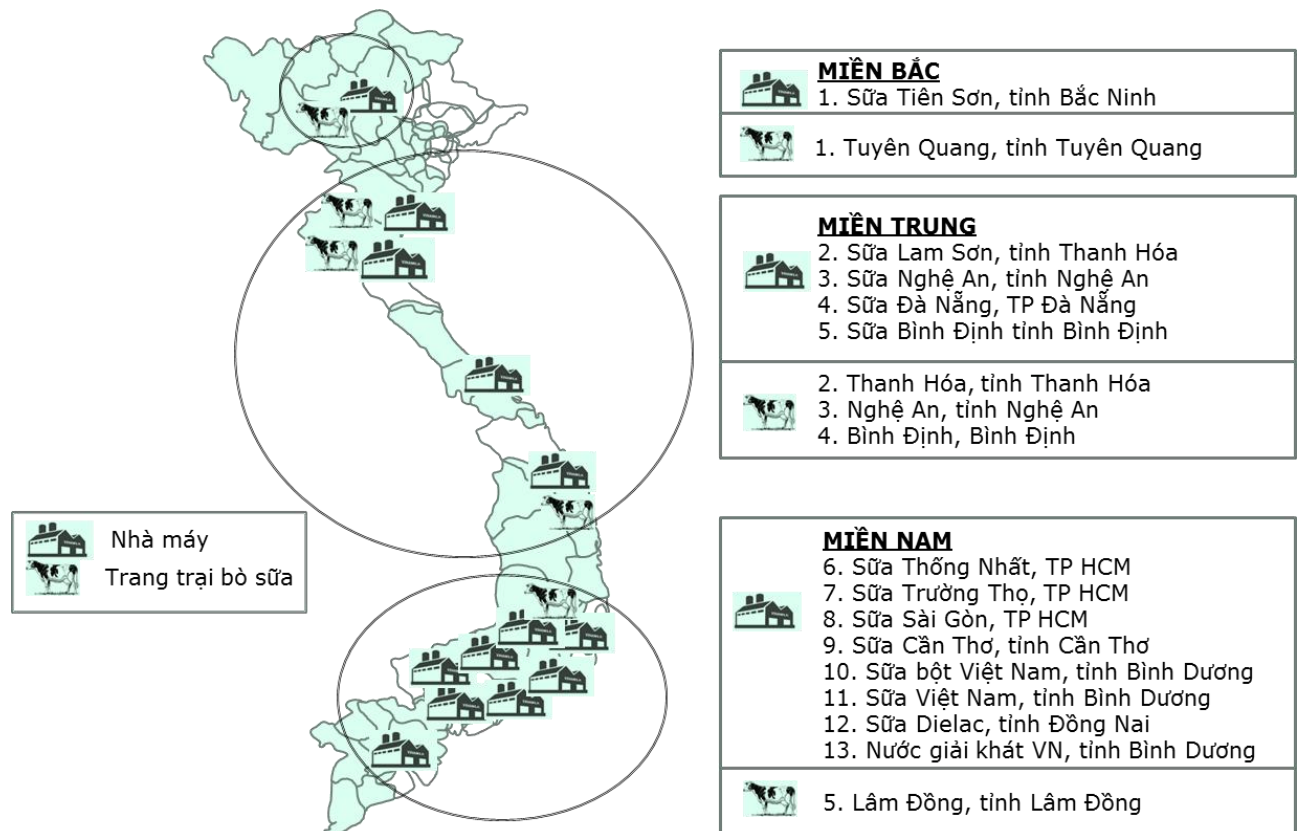
Nhìn chung, VNM có chuỗi giá trị đầy đủ từ chăn nuôi bò, chế biến sữa và sản xuất hàng loạt các sản phẩm sữa như sữa bột, sữa đặc, sữa chua, sữa đậu nành, phô mai và kem. Ngoài ra, VNM cũng tham gia vào sản xuất các loại nước giải khát.

Tính đến nay, VNM sở hữu 13 nhà máy sữa trong nước và một nhà máy ở Niu Di-lân. Nhà máy lớn nhất của công ty là siêu nhà máy sữa ở Bình Dương với diện tích 20 ha.

### Tâm nhìn

VNM cam kết mang lại nguồn dinh dưỡng tốt nhất cho cộng đồng với trách nhiệm cao nhất. Sau 38 năm hoạt động, VNM đã chiếm được niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam và trở thành biểu tượng trong ngành sữa. VNM hướng đến mục tiêu đạt 3 tỷ đô doanh thu trong giai đoạn từ năm 2012 đến năm 2017, trở thành một trong 50 doanh nghiệp sữa lớn nhất thế giới.

## Bản đồ vị trí các nhà máy của VNM tại Việt Nam



Nguồn: VNM

## Cơ cấu tổ chức

Ban quản trị của VNM gồm sáu thành viên, bao gồm một thành viên độc lập và ba thành viên không điều hành. Trong ban quản trị, bà Mai Kiều Liên, Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị kiêm Tổng Giám đốc, đóng vai trò quan trọng trong sự thành công của VNM. Trong năm 2012, bà Liên đã tiếp tục được bầu làm Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị kiêm Tổng Giám đốc, kéo dài hết nhiệm kỳ đến năm 2016. Bà là một trong những nhà quản lý hiếm hoi được tín nhiệm làm việc khi đã đến tuổi hưu. Trong nhiệm kỳ kế tiếp, mặc dù việc bà Liên có được bầu chọn để tiếp tục đảm nhận vị trí hiện tại là chưa xác định, nhưng công ty đã có sự chuẩn bị tốt cho đội ngũ quản lý tiếp theo với chương trình lựa chọn các ứng viên tiềm năng cho từng phòng ban.

## Thành viên Ban Quản Trị của VNM

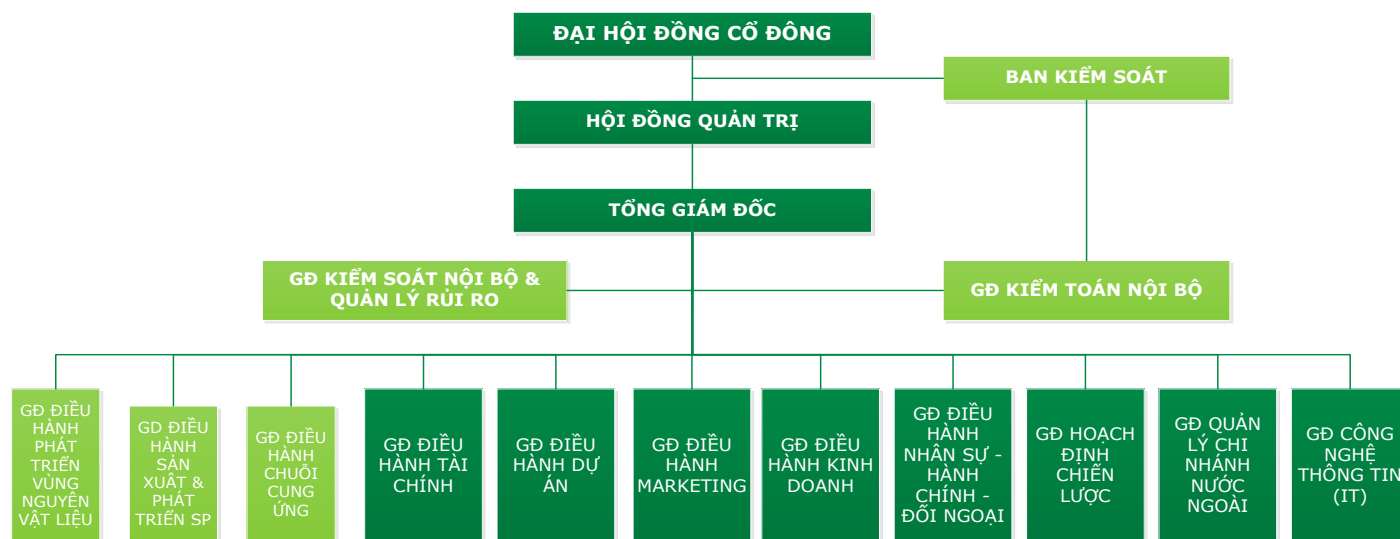
Tên	Vị trí	Ghi chú
Bà Mai Kiều Liên	Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị kiêm Tổng Giám đốc	Bà Liên (sinh năm 1953) đã làm việc tại VNM từ những ngày đầu thành lập công ty (năm 1976). Kể từ đó bà đã tham gia vào những vị trí quản lý trong công ty và được chỉ định làm Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị kiêm Tổng Giám đốc của VNM trong ba nhiệm kỳ liên tiếp năm 2003-2007, 2007-2011 và 2012-2016. Bà Liên đã có đóng góp lớn và có tầm ảnh hưởng trong việc dẫn dắt VNM trở thành một trong những công ty lớn nhất Việt Nam. Đại diện cho vốn nhà nước tại SCIC (tỷ lệ sở hữu: 6,3%)
Bà Ngô Thị Thu Trang	Giám đốc Tài Chính	Đại diện cho vốn nhà nước tại SCIC (tỷ lệ sở hữu: 6,3%)
Ông Ng Jui Sia	Thành viên không điều hành	Đại diện vốn của F&N Dairy Investment Pte (F&N) tại VNM. Đây là tổ chức nắm giữ VNM dài hạn từ khi công ty niêm yết (năm 2005) cho đến nay. Tính đến T8/2014, F&N nắm giữ 111 triệu cổ phiếu (tỷ lệ sở hữu: 11%)
Ông Lê Song Lai	Thành viên không điều hành	Đại diện cho vốn nhà nước tại SCIC (tỷ lệ sở hữu: 25%)
Ông Lê Anh Minh	Thành viên không điều hành	Ông Minh là Phó Tổng Giám đốc của Quỹ Dragon Capital Group Ltd, một cổ đông lớn VNM
Bà Lê Thị Băng Tâm	Thành viên độc lập	Bà Tâm là Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị của ngân hàng HDBank

Nguồn: VPBS thu thập

VNM có sáu công ty con, 14 nhà máy, hai trung tâm kho vận và ba chi nhánh. Ngoài ra, công ty còn có một phòng khám.

- Trụ sở của VNM đặt ở Quận 7, TP.HCM. Ngoài ra, VNM có ba chi nhánh ở Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ.
- Hai trung tâm kho vận (nhà kho và vận tải) của VNM đặt ở hai thành phố lớn: TP.HCM và Hà Nội.

## Cơ cấu tổ chức của VNM



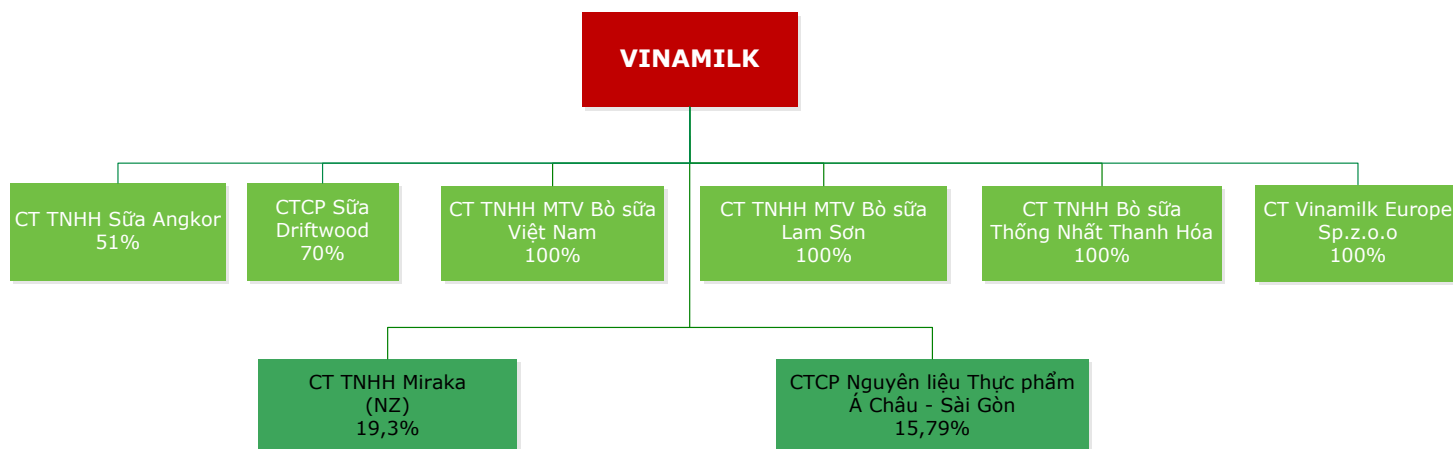
Nguồn: VNM

Công ty con trong nước bao gồm:

- ❖ Công ty TNHH MTV Bò Sữa Lam Sơn (Thanh Hóa): chuyên sản xuất sữa thanh trùng và sữa chua nhãn hiệu Vinamilk.
- ❖ Công ty TNHH MTV Bò Sữa Việt Nam (TP.HCM): quản lý năm nông trại ở Tuyên Quang, Nghệ An, Thanh Hóa, Bình Định và Lâm Đồng
- ❖ Công ty TNHH MTV Thống Nhất Thanh Hóa (Thanh Hóa): là trung tâm phối giống và phát triển đàn bò để cung cấp sữa bò tươi nguyên liệu.
- ❖ Công ty Cổ phần Nguyên Liệu Thực Phẩm Sài Gòn (AFI): chuyên chế biến các phụ liệu chất lượng cao để sử dụng trong công nghiệp chế biến thực phẩm.

Phòng khám An Khang: Đây là phòng khám điện tử đầu tiên ở Việt Nam.

Các công ty con, liên doanh, liên kết của VNM trong năm Q3/2014



Nguồn: VNM

## Đầu tư ra nước ngoài

Trong năm 2013, ngành sữa Việt Nam xuất khẩu tổng cộng 230 triệu đô, trong đó VNM xuất khẩu 207 triệu đô, chiếm 90% toàn ngành. Điều này khẳng định chất lượng sản phẩm của VNM và sự thâm nhập của công ty vào các thị trường quốc tế. Hiện tại, VNM có một công ty liên kết với Miraka Limited ở Niu Di-lân. Ngoài ra, VNM cũng đã mua một công ty con là Driftwood Dairy Holding Corporation (Driftwood) ở California, Mỹ vào cuối năm 2013.

**Miraka Limited (Niu Di-lân):** Đây là khoản đầu tư ra nước ngoài đầu tiên của VNM. Công ty sở hữu 19,3% của Miraka trong tổng số 72,8 triệu cổ phiếu. Miraka chuyên sản xuất bột sữa có kem chất lượng cao với công suất 32.000 tấn/năm. Nhà máy được vận hành từ năm 2011 và hiện đang chạy 100% công suất thiết kế. Ngoài ra, Miraka còn có dây chuyền sản xuất sữa tươi với công suất 80 triệu tấn/năm, một phần trong số sản lượng sản xuất được VNM tiêu thụ với thương hiệu Twin Cows. Trong năm 2013, tổng doanh thu của Miraka đạt 164 triệu đô Niu Di-lân và LNST đạt 5,5 triệu đô Niu Di-lân, lần lượt tăng 31% và 203% so với năm trước.

**Driftwood Dairy Holding Corporation (Mỹ):** Tính đến ngày 31/12/2013, Vinamilk là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu là 70%. Driftwood chuyên sản xuất, phân phối, và kinh doanh các sản phẩm từ sữa với tổng công suất chế biến

là 18 triệu gallon sữa tươi và 7 triệu gallon nước trái cây ở miền Nam California. Trong năm 2014, Vinamilk đã hợp nhất kết quả kinh doanh của Driftwood vào kết quả của toàn công ty.

Bên cạnh các cơ sở đang hoạt động tại nước ngoài, VNM còn đang triển khai dự án tại một số quốc gia:

**Nhà máy sữa ở Campuchia:** VNM đã được cấp phép để đầu tư vào Phnôm Pênh, Campuchia với tổng vốn đầu tư là 23,3 triệu đô. VNM liên kết với Công ty Angkor Dairy Products tại Campuchia để thành lập liên doanh quản lý dự án này. Trong đó, VNM nắm 51% cổ phần và đối tác nắm 49% còn lại. Nhà máy sẽ bán sữa nước (công suất 19 triệu lít/năm), sữa chua (64 triệu hũ) và sữa đặc (80 triệu hộp) cho khu vực Đông Nam Á. VNM bắt đầu xây dựng nhà máy từ T5/2014 và dự kiến sẽ vận hành trong Q3/2015.

**Vinamilk Europe Sp z.o.o. (Phần Lan):** Vinamilk đã được chấp thuận đầu tư ở Phần Lan với tổng vốn đầu tư là 3 triệu đô. Dự án sẽ sản xuất các sản phẩm liên quan đến nông nghiệp và chăn nuôi bò để hỗ trợ cho Vinamilk về nguyên liệu đầu vào. Ngoài ra, việc thành lập công ty này cũng có thể là bước đệm để Vinamilk thâm nhập sâu vào thị trường Châu Âu.

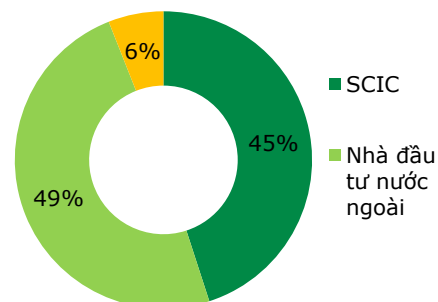
Bên cạnh đó, VNM còn có kế hoạch kinh doanh tại thị trường My-an-ma và những thị trường mới khác ở Trung Đông.

## Cơ cấu cổ đông

*Không còn room cho nhà đầu tư nước ngoài tại VNM. Nhà nước là cổ đông lớn nhất sở hữu 45%.*

Hiện nay vốn hóa của VNM lớn thứ hai trên thị trường chứng khoán, chỉ sau Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS). Vốn điều lệ của VNM là 10.006 tỷ đồng (470 triệu đô) và vốn hóa đạt 101.011 tỷ đồng (4,7 tỷ đô) tại ngày 20/11/2014. Đặc biệt, cơ cấu cổ đông của VNM rất cô đọng với cổ đông nhà nước là SCIC chiếm tỷ lệ cao nhất với 45%. Hiện nay không còn room cho nhà đầu tư nước ngoài (tối đa 49%) tại VNM. F&N Dairy Investment Pte Ltd (F&N) là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất, nắm giữ 11,04% tổng số cổ phần. Những nhà đầu tư nước ngoài khác là các tổ chức đầu tư tài chính tên tuổi như Vietnam Enterprise Investment Ltd, Amersham Industries Ltd, Norges Bank, Deutsche Bank... 6% còn lại do các nhà đầu tư trong nước nắm giữ.

Cơ cấu cổ đông của VNM

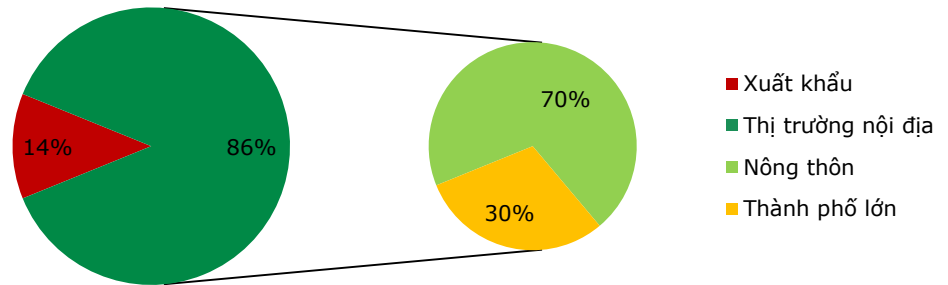


Nguồn: VNM, VPBS

## Hoạt động kinh doanh

Vinamilk chuyên sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa, gồm sữa bột, sữa đặc, sữa nước, sữa chua, sữa đậu nành, phô mai, kem và nước giải khát. Các sản phẩm của công ty không chỉ được bán trong nước (chiếm 86% doanh thu) mà còn được tiêu thụ ở nước ngoài (14% doanh thu). Trong cơ cấu doanh thu trong nước, 70% sản phẩm được bán ở nông thôn và 30% được bán ở các thành phố lớn.

## Cơ cấu doanh thu của VNM theo vùng

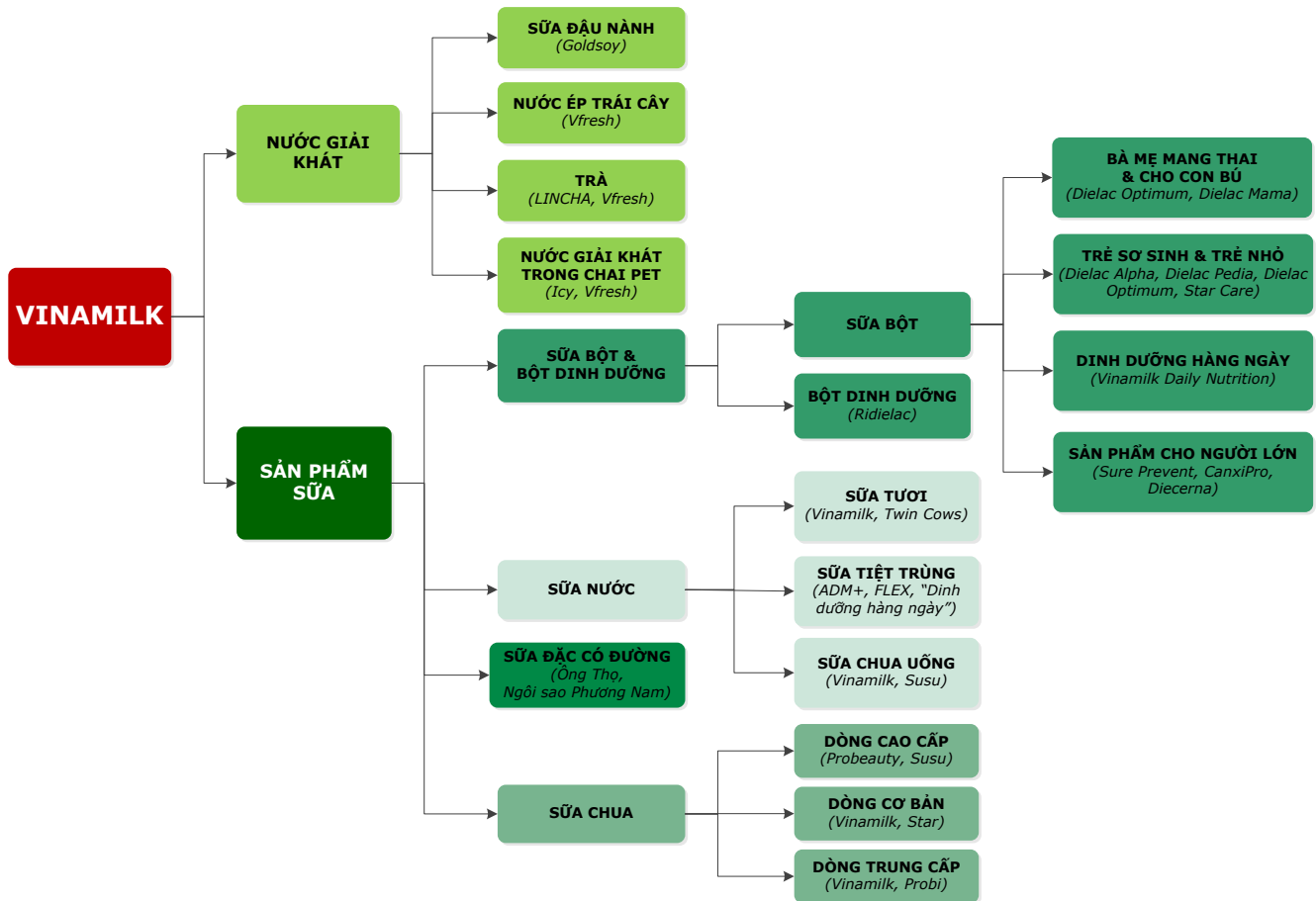


Nguồn: VNM, VPBS

## Kết hợp sản phẩm để tăng trưởng

VNM hiện đang cung cấp hơn 200 sản phẩm sữa cho người tiêu dùng. Công ty chủ động kết hợp nhiều sản phẩm và tập trung vào những sản phẩm có mức biên lợi nhuận cao như sữa bột (Dielac Optimum), sữa nước (Twin Cows) và sữa chua để duy trì tốc độ tăng trưởng.

## Sản phẩm và thương hiệu của VNM



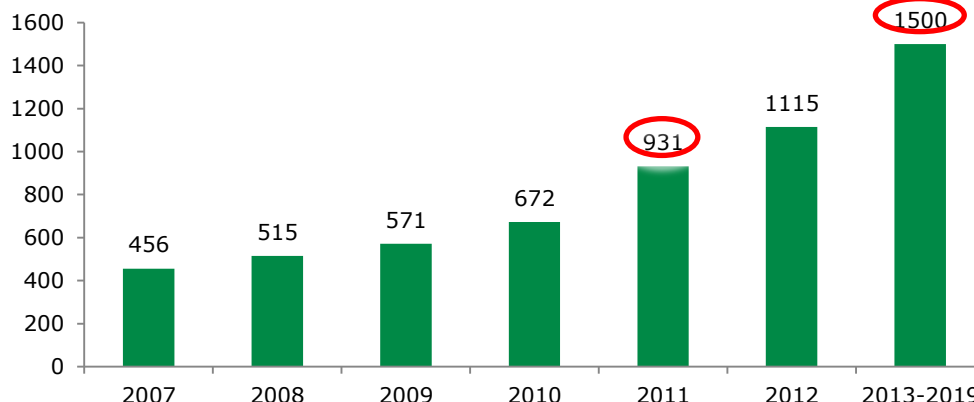
Nguồn: VNM



## Năng lực sản xuất

Từ năm 2007 đến năm 2013, VNM đã tăng gấp ba lần năng lực sản xuất của mình từ 456 lên 1.500 ngàn tấn sản phẩm các loại (tốc độ CAGR đạt 22%). Có thể thấy năm 2011 và năm 2013 là hai năm mà năng lực sản xuất của VNM tăng đáng kể.

Năng lực sản xuất của VNM qua các năm (ngàn tấn sản phẩm)



Nguồn: VNM, VPBS dự báo

Trong năm 2013, thông qua việc đưa vào sản xuất hai nhà máy (sữa nước và sữa bột), VNM đã nâng công suất của hai mảng sản phẩm này lên gấp đôi. Tính đến nay, năng lực sản xuất của VNM ước tính có thể đáp ứng nhu cầu tiêu thụ đến năm 2017. Sau thời gian này, công ty có khả năng sẽ mở rộng công suất như tăng thêm công suất nhà máy sữa nước thêm 400 triệu lít/năm.

Nhóm	Đơn vị	Công suất	Siêu nhà máy sữa GD1	Siêu nhà máy sữa GD2	Nhà máy ở Campuchia (Đang xây)	Tổng
Sữa đặc	Triệu hộp	326			80	406
Sữa nước	Triệu lít	800	400	400	19	1.619
Sữa bột	Tấn	67.500	54.000			121.500
Sữa chua	Triệu hũ	1162			64	1.226

Nguồn: VPBS thu thập

## Kênh phân phối

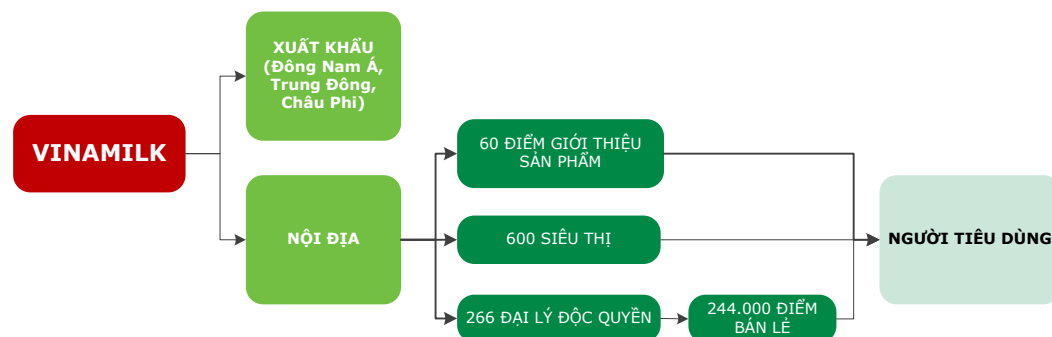
**Xuất khẩu:** VNM bán sản phẩm (chủ yếu là sữa bột và sữa đặc) cho các nước Đông Nam Á, Trung Đông và Châu Phi.

**Nội địa:** VNM sử dụng kênh bán hàng truyền thống lẫn kênh bán hàng hiện đại.

**Kênh bán hàng truyền thống:** Đây là kênh phân phối chính của công ty. VNM phân phối sản phẩm cho hơn 266 đại lý, sau đó đến 224.000 điểm bán lẻ trong cả nước. Hệ thống phân phối dày đặc là lợi thế cạnh tranh của VNM với các đối thủ hiện tại. Có thể nói kênh phân phối là một thách thức lớn đối với các doanh nghiệp trong ngành tiêu dùng, đặc biệt là những doanh nghiệp mới. Ngoài các thành phố lớn, sản phẩm của Vinamilk được phân phối tới những vùng nông thôn, ngoài tầm với của những doanh nghiệp sữa nước ngoài.

**Kênh bán hàng hiện đại:** Sản phẩm của VNM được bán ở 600 siêu thị tại Việt Nam, đóng góp 10% doanh thu nội địa. Ngoài ra, VNM có ba văn phòng bán hàng tại Hà Nội, Đà Nẵng và TP.HCM. Công ty đã thành lập thêm 60 cửa hàng để giới thiệu sản phẩm Vinamilk. Trong năm 2014, VNM dự định sẽ mở thêm 39 cửa hàng.

#### Kênh phân phối của VNM



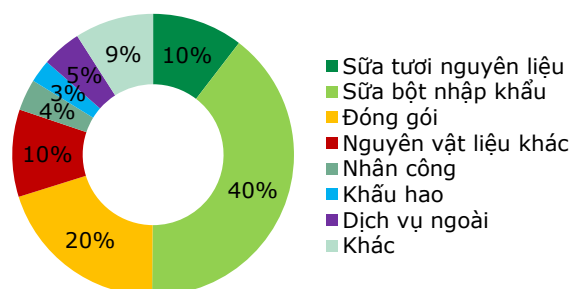
Nguồn: VNM

### Chi phí sản xuất phụ thuộc vào nguyên liệu

Chi phí nguyên liệu chiếm 80% giá vốn hàng bán (GVHB) của VNM. Cụ thể, chi phí nguyên liệu bao gồm sữa tươi, sữa bột, chi phí đóng gói, đường, bơ và chất phụ gia. Do đó, sự ổn định của nguyên liệu đầu vào là rất quan trọng đối với Vinamilk.

Sản phẩm sữa chiếm hơn 95% doanh thu của VNM, phần còn lại là sữa đậu nành và nước ngọt (5%). Dựa vào cơ cấu tỷ trọng của VNM, chúng tôi ước tính chi phí của sữa bột nhập khẩu là 40% GVHB, tiếp theo là sữa tươi nguyên liệu (10%) và chi phí đóng gói (20%). Những chi phí khác chiếm tỷ trọng nhỏ trong GVHB.

#### Cơ cấu GVHB của VNM năm 2013



Nguồn: VNM, VPBS ước tính

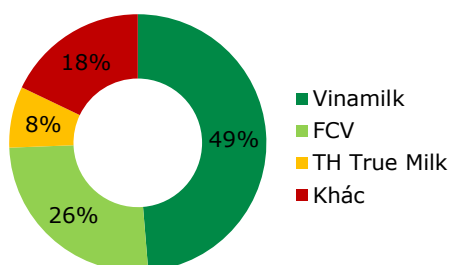
### Vị thế của VNM trong ngành

#### Nhận diện thương hiệu

Công ty đã xây dựng được thương hiệu mạnh đối với các sản phẩm sữa đặc, sữa chua, sữa bột và sữa tươi. Vinamilk thực hiện đa dạng hóa sản phẩm bằng cách phân loại người tiêu dùng thành các nhóm theo tuổi tác, mức độ thu nhập và sở thích. Trẻ sơ sinh, trẻ nhỏ, phụ nữ mang thai và người lớn tuổi là nhóm người tiêu dùng mà công ty hướng tới trong nhiều năm qua. Hơn nữa, Vinamilk có

chiến dịch tiếp thị mạnh mẽ để tăng cường nhận diện thương hiệu của sản phẩm và để giữ vững lượng khách hàng trung thành. Theo một nghiên cứu của Worldpanels Brand Footprint năm 2014, Vinamilk được nhận diện là thương hiệu đứng đầu được lựa chọn ở vùng thành thị trong hai năm liên tiếp. Ở vùng nông thôn, Vinamilk đứng thứ ba, sau Unilever và Masan. Nhìn chung, VNM dẫn đầu thị trường sữa với khoảng 49% thị phần ở tất cả các loại sản phẩm.

Thị phần chung của VNM



Thị phần và biên lợi nhuận của từng phân khúc sản phẩm của VNM

Phân khúc	Thị phần	Biên lợi nhuận gộp
Sữa đặc	80%	33% đến 36%
Sữa nước	46%	29% đến 34%
Sữa bột	25%	39% đến 41%
Sữa chua	73%	48% đến 50%
Khác	n/a	35% đến 37%
Tổng hợp	49%	36%

Nguồn: VPBS thu thập và ước tính

## TÌNH HÌNH KINH DOANH QUA CÁC NĂM

### Doanh thu

Từ năm 2009 đến năm 2013, tốc độ CAGR doanh thu của VNM đạt 31%. VNM ghi nhận 31.586 tỷ đồng (1,5 tỷ đô) doanh thu năm 2013, tăng gấp ba lần so với doanh thu năm 2009. Trong đó, doanh thu nội địa là chủ lực, chiếm 86% tổng doanh thu của VNM.

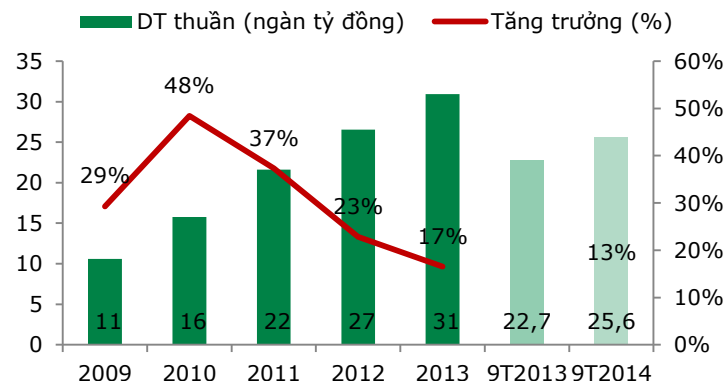
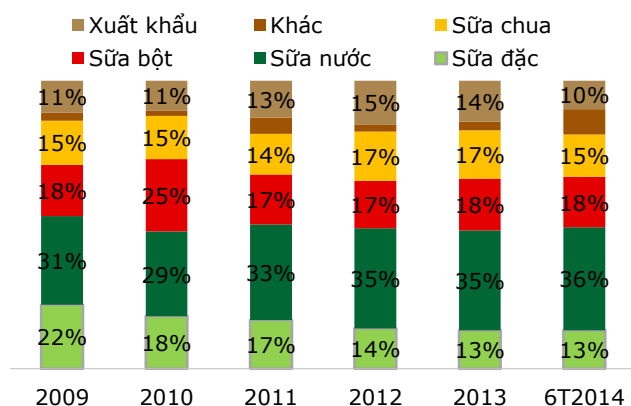
Trong Q3/2014, doanh thu thuần của VNM là 8.731 tỷ (415,5 triệu đô), tăng 9% so với cùng kỳ năm trước nhờ vào doanh thu trong nước tăng 15% và vẫn chiếm khoảng 87% tổng doanh thu. Cụ thể, phần lớn các sản phẩm bán trong nước vẫn là sữa nước, sữa bột, sữa đặc và sữa chua, trong khi sản phẩm chính tiêu thụ ở nước ngoài là sữa bột và sữa đặc.

Ngược lại, xuất khẩu trong Q3/2014 (chiếm 13% doanh thu) đã giảm 22% so với cùng kỳ. Việc sụt giảm này chủ yếu do doanh thu từ xuất khẩu sang thị trường I-rắc giảm khoảng 40%. Trong khi đó, từ năm 2014, kết quả kinh doanh của Driftwood được hợp nhất vào VNM. Tuy nhiên, do Driftwood báo lỗ trong các năm trước và chỉ ghi nhận lợi nhuận từ năm 2014, đóng góp về doanh thu cũng khiêm tốn, ước tính khoảng 2.000 tỷ đồng vào doanh thu xuất khẩu của VNM, nên không thể bù đắp cho sụt giảm doanh thu xuất khẩu sữa sang I-rắc.

Lũy kế 9T2014, doanh thu của VNM đạt 25.642 tỷ đồng (1,2 tỷ đô), tăng 13% so với cùng kỳ, hoàn thành 70% kế hoạch cả năm là 36.298 tỷ đồng (1,7 tỷ đô).

## Cơ cấu doanh thu VNM

## Doanh thu hợp nhất và tăng trưởng (%) của VNM



Nguồn: VNM, VPBS ước tính

### Sữa đặc

Sữa đặc từng là sản phẩm chính của Vinamilk, chiếm 40% tổng doanh thu năm 2004. Mặc dù vậy, tỷ trọng của sản phẩm sữa đặc trong doanh thu đã theo hướng đi xuống, giảm từ 22% trong năm 2009 còn 18% trong năm 2013. Sản phẩm này hướng đến người tiêu dùng có thu nhập thấp, phần lớn thu nhập khả dụng của họ dùng để mua thực phẩm, do đó, họ khá nhạy cảm với giá bán. Khi thu nhập khả dụng của người tiêu dùng tăng, nhu cầu sữa cũng thay đổi, chuyển sang sản phẩm sữa nước và sữa chua. Tốc độ CAGR doanh thu của sản phẩm này là 15% từ năm 2009 đến năm 2013.

### Sữa đặc nhãn hiệu Ông Thọ và Ngôi Sao Phương Nam



Nguồn: VNM

### Sản phẩm chủ đạo: sữa nước và sữa bột

Sản phẩm sữa nước bao gồm sữa tươi thanh trùng, sữa tươi tiệt trùng và sữa tiệt trùng, đạt tốc độ CAGR doanh thu là 35% từ năm 2009 đến năm 2013. Tỷ trọng sữa nước trên tổng doanh thu của VNM tăng dần trong những năm gần đây, từ 31% trong năm 2008 lên mức 35% trong năm 2013.

Sữa nước tiệt trùng  
UHT nhãn hiệu Flex



Sữa nước tươi thanh  
trùng



Sữa nước tiệt trùng nhập  
khẩu nhãn hiệu Twin Cows



Nguồn: VNM

Doanh thu sản phẩm sữa bột tăng trưởng với tốc độ CAGR là 31% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013, và đóng góp 18% vào tổng doanh số bán hàng nội địa. Năm 2010 tăng mạnh 110%, trong khi tốc độ tăng trưởng từ năm 2011 đến năm 2013 ở mức khoảng 13%/năm.

Sữa bột cũng là mặt hàng xuất khẩu chính của VNM, chiếm 85% doanh thu xuất khẩu. Sữa bột Vinamilk đã tăng dần thị phần nhờ vào mức giá cạnh tranh, và chất lượng sữa được cho là tương đương với sữa ngoại.

Sữa bột mang thương hiệu Alpha Gold và Dielac Optimum



Nguồn: VNM

## Sữa chua

VNM dẫn đầu trong phân khúc sữa chua. Doanh thu sữa chua tăng trưởng với tốc độ CAGR là 34% từ năm 2009 đến năm 2013 và chiếm 17% tổng doanh thu.

Sữa chua ăn



Sữa chua chứa men  
tiêu hóa



Sữa chua uống tiệt trùng



Nguồn: VNM

## Xuất khẩu

Như đã đề cập, VNM chủ yếu xuất khẩu sữa bột và sữa đặc đến các nước thuộc Đông Nam Á, Trung Đông và Châu Phi. Trong đó, I-rắc chiếm 90% tổng doanh thu xuất khẩu. Từ năm 2010 đến năm 2013, tốc độ CAGR doanh thu xuất khẩu của VNM là 32%. Tuy nhiên, do bất ổn ở I-rắc, từ Q2/2014, doanh thu xuất khẩu đến thị trường này đã giảm mạnh, giảm 21% so với cùng kỳ năm trước.

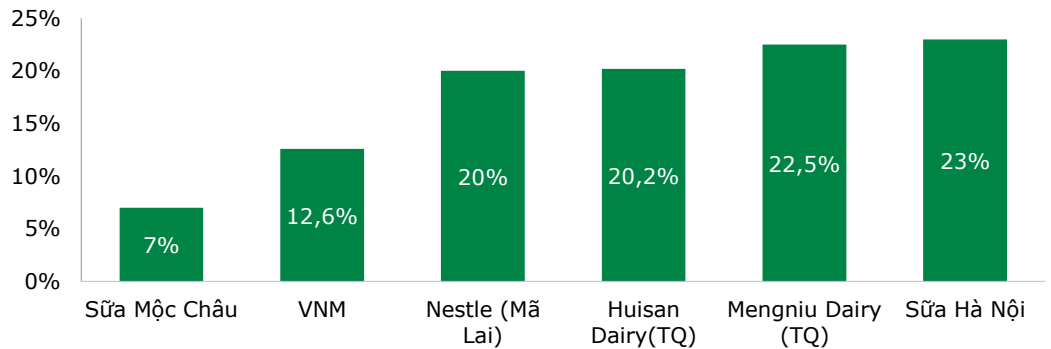
## Chi phí

Trong ba năm gần đây, chi phí bán hàng và quản lý của VNM đã tăng cùng với mức tăng của doanh thu (31%/năm) nhưng với tốc độ chậm hơn (26%/năm). Điều này phù hợp với chiến lược của công ty khi tập trung chi tiêu cho việc xây dựng thương hiệu sản phẩm vững mạnh. Ngoài ra, sự gia tăng cạnh tranh giữa các nhà sản xuất sữa cũng là một yếu tố đẩy chi phí quảng cáo tăng mạnh.

Tỷ trọng của phí bán hàng và quản lý trên doanh thu tăng từ mức 10,5% trong năm 2011 lên 10,8% năm 2012, và đạt 12,6% năm 2013. Tính theo số tuyệt đối, trong năm 2013, chi phí quản lý tăng 35% so với năm trước. Trong đó, 50% tăng trưởng chi phí đến từ tăng trưởng chi phí tiếp thị nhằm thúc đẩy nhận thức về thương hiệu trong môi trường cạnh tranh cao và để giới thiệu sản phẩm mới với khách hàng. Xu hướng gia tăng chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục trong năm 2014. Cụ thể, tỷ trọng của phí bán hàng và quản lý trên doanh thu đã tăng từ 12,2% trong 9T2013 lên mức 15% trong 9T2014, ghi nhận chi phí là 2.772 tỷ đồng (130 triệu đô).

Chúng tôi đã làm một bảng so sánh giữa các công ty sản xuất sữa trong nước và trong vùng. Bảng so sánh cho thấy tỷ trọng của chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu của VNM là thấp nhất trong số các công ty so sánh, cho thấy tình hình quản lý chi phí của công ty khá tốt.

So sánh tỷ trọng của phí bán hàng và quản lý trên doanh thu năm 2013



Nguồn: Bloomberg

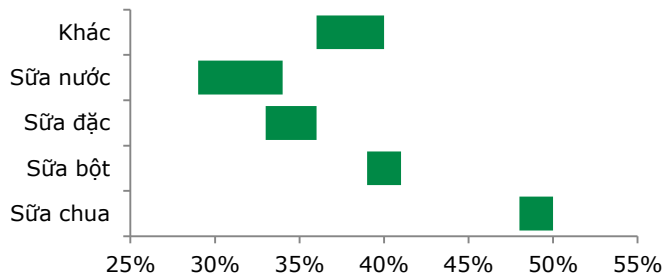
## Biên lợi nhuận gộp

Sữa chua được xem là nhóm hàng có lời nhất với 48% đến 50% biên lợi nhuận gộp. Sữa bột đứng thứ hai với biên lợi nhuận gộp từ 39% đến 41%. Tiếp theo là sữa đặc (33% đến 36%) và sữa nước (29% đến 34%). Các sản phẩm khác như kem và nước có ga cũng có biên lợi nhuận khá cao (36% đến 40%) nhưng chiếm tỷ trọng thấp trong tổng doanh thu.

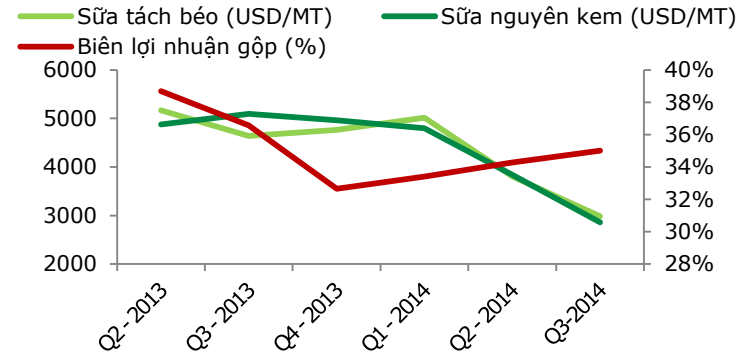
Từ năm 2011 đến năm 2013, biên lợi nhuận gộp của VNM tăng dần từ 30,5% đến 36,1%. Chi phí nguyên liệu chiếm 80% GVHB của VNM, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty. Trong năm 2013, giá sữa tách béo (40% GVHB) tăng 35% nhưng VNM đã thành công trong việc giữ vững giá đầu vào và tăng giá bán 7%, bù đắp cho sự tăng giá của nguyên liệu.

Tuy nhiên, mặc dù giá nguyên liệu đầu vào giảm nhưng biên lợi nhuận gộp 9T2014 của VNM đã bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào và tồn kho cao từ năm 2013, kéo theo biên lợi nhuận gộp giảm từ 37,4% trong 9T2013 xuống còn 32,4% trong kỳ này. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy có độ trễ giữa biến động giá đầu vào và biên lợi nhuận gộp do phụ thuộc vào chính sách tồn kho của công ty.

**Biên lợi nhuận gộp của sản phẩm VNM**



**Biên lợi nhuận gộp so với giá sữa đầu vào**



Nguồn: VNM, VPBS ước tính

## Thu nhập tài chính ròng

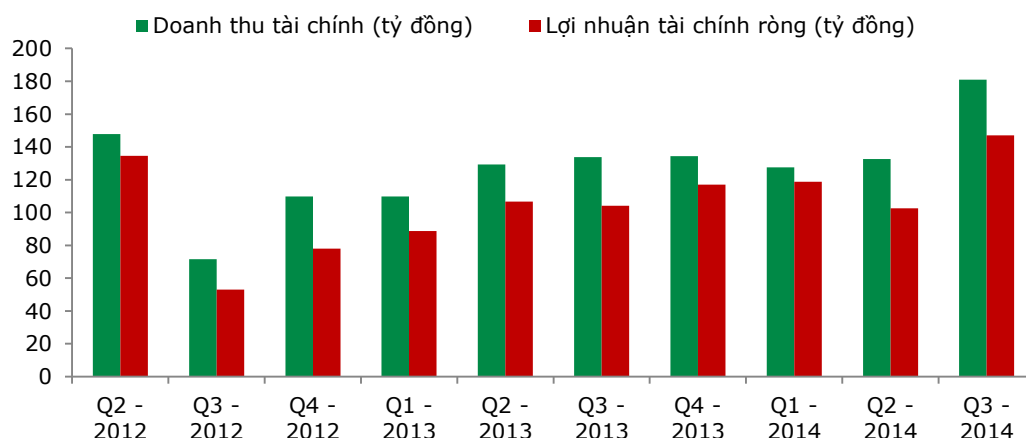
Doanh thu tài chính của VNM bao gồm thu nhập từ lãi tiền gửi ngân hàng, trái phiếu, lợi tức từ các công ty liên doanh và từ lãi tỷ giá. Nhờ vào lượng tiền mặt dồi dào và đầu tư ngắn hạn (chủ yếu là tiền gửi dài hạn) tổng cộng 6.912 tỷ đồng (324,5 triệu đô) vào cuối năm 2013, thu nhập từ lãi tiền gửi chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu tài chính (73%). Lãi tỷ giá khoảng 90 đến 100 tỷ đồng/năm (10% doanh thu tài chính).

Doanh thu tài chính của VNM tương đối ổn định. Trong năm 2013, công ty ghi nhận 507 tỷ đồng doanh thu tài chính, tăng 7% so với năm trước. Mặt khác, chi phí tài chính của VNM thấp hơn nhiều so với doanh thu tài chính, đạt mức 91 tỷ đồng trong năm 2013, chủ yếu đến từ chiết khấu cho các nhà phân phối (29%), lỗ chênh lệch tỷ giá (thực hiện và chưa thực hiện 47%) và dự phòng cho các khoản đầu tư. Chi phí lãi vay của VNM khiêm tốn (0,1 tỷ đồng trong năm 2013) do VNM duy trì được tỷ trọng nợ thấp trong cơ cấu vốn của công ty. Tổng nợ vay ngân hàng của VNM bao gồm nợ ngắn hạn 179 tỷ đồng và nợ dài hạn 184 tỷ đồng, chiếm chỉ 2% tổng vốn chủ sở hữu. Những khoản nợ vay dài hạn chủ yếu là nợ của Driftwood, được hợp nhất vào kết quả của VNM.

Thu nhập tài chính ròng 9T2014 của VNM là 367 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ năm trước.



## Doanh thu tài chính và thu nhập tài chính ròng của VNM

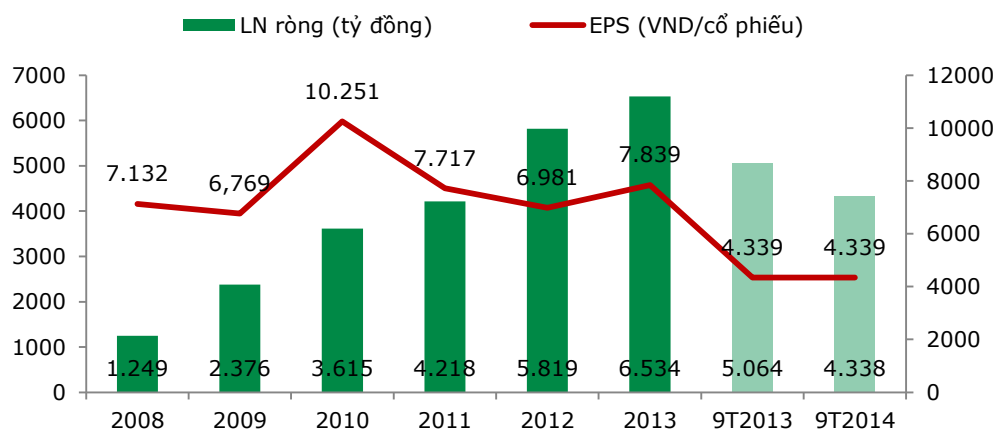


Nguồn: VNM, VPBS

## Lợi nhuận ròng

Lợi nhuận ròng năm 2013 của VNM là 6.534 tỷ đồng (306,8 triệu đô), tăng 12% so với năm trước. Biên lợi nhuận ròng của công ty giảm nhẹ từ 21,9% trong năm 2012 xuống còn 21,1% năm 2013, do chi phí bán hàng và quản lý tăng, kéo theo lợi nhuận ròng trong 9T2014 sụt giảm mặc dù lợi nhuận gộp và lợi nhuận tài chính đều tăng. Cụ thể, lợi nhuận ròng của VNM trong 9T2014 là 4.338 tỷ đồng (204 triệu đô), giảm 14% từ mức 5.064 tỷ (238 triệu đô) của 9T2013.

## Lợi nhuận ròng và lãi cơ bản trên cổ phiếu của VNM



Nguồn: VNM, VPBS

## DỰ PHÓNG

### Doanh thu – Dự phóng tăng trưởng CAGR 15%

*Sữa nước và sữa bột là hai phân khúc thúc đẩy tăng trưởng của VNM trong dài hạn. Kết hợp sản phẩm để tối ưu hóa danh mục và cải thiện biên lợi nhuận.*

Theo dự phóng của từng phân khúc sản phẩm như bên dưới, chúng tôi tính toán được tốc độ CAGR của tổng doanh thu là 15% từ năm 2014 đến năm 2019. Tăng trưởng này thấp hơn mức 31% trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng này là hợp lý trong bối cảnh kinh tế phục hồi chưa ổn định và sự cạnh tranh khốc liệt của ngành sữa. Với tốc độ tăng trưởng dự phóng 20%/năm của cả ngành sữa trong những năm tới, chúng tôi kỳ vọng thị phần của VNM sẽ dao động từ 45% đến 48% toàn ngành.

Về mặt doanh thu, VNM tập trung vào mảng sữa nước và sữa bột để tăng trưởng. Cụ thể, công ty sẽ kết hợp giữa các sản phẩm, tăng tỷ trọng của những sản phẩm cao cấp và giảm tỷ trọng của những sản phẩm có biên lợi nhuận thấp. Chiến lược này có thể giúp VNM tối ưu hóa danh mục sản phẩm và cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Dưới đây là giả định của chúng tôi cho mô hình dự phóng:

#### **Sữa bột: Dự phóng tăng trưởng CAGR 15% và biên lợi nhuận gộp 41%**

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cho giai đoạn dự báo tăng nhẹ so với mức tăng 13%/năm trong quá khứ. Thị trường sữa bột rất phân tán cùng với sự cạnh tranh mạnh mẽ giữa các đối thủ. Thông thường, phụ huynh có điều kiện kinh tế sẽ trung thành với loại sữa mà con mình hấp thụ tốt, dẫn đến việc tiêu thụ sản phẩm liên tục mà ít quan tâm mức giá của sản phẩm đó. Do đó, phân khúc này được dự báo tăng trưởng khá ổn định trong dài hạn. Mặt khác, VNM phải thay đổi sự nhận thức của thị trường bằng cách giới thiệu các sản phẩm sữa ở phân khúc cao cấp. Cụ thể, VNM có thể bán sản phẩm được sản xuất ở nước ngoài như chiến lược công ty đang áp dụng đối với phân khúc sữa nước nhãn hiệu Twin Cows. Ngoài ra, sữa bột có tiềm năng tăng trưởng đến từ xuất khẩu của VNM. Cùng với nhà máy sữa nước, công suất của nhà máy sữa bột mới cũng được kỳ vọng sẽ gia tăng.

#### **Sữa nước: Dự phóng tăng trưởng CAGR 19% và biên lợi nhuận gộp 29%**

Sữa nước được kỳ vọng là một trong hai mảng thúc đẩy doanh thu của VNM trong dài hạn. Như đã đề cập, VNM dẫn đầu trong phân khúc này mặc dù sự cạnh tranh giữa các đối thủ đang có sự gia tăng. VNM đã chuẩn bị kỹ cho sự gia tăng nhu cầu bằng việc đầu tư vào đàn bò và xây dựng siêu nhà máy sữa nước tại Bình Dương. Hiện tại nhà máy đang chạy với 50% công suất, và tỷ lệ này được dự phóng sẽ tăng dần trong vòng năm năm tới. Tốc độ CAGR doanh thu của mảng này là 19% và biên lợi nhuận gộp dự phóng là 29%. Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng theo dự phóng của chúng tôi cho giai đoạn dự báo là thấp hơn mức 35%/năm trong quá khứ, do quy mô sản xuất của VNM ngày càng lớn.

#### **Sữa đặc: Dự phóng tăng trưởng CAGR 7% và biên lợi nhuận gộp 35%**

Hiện VNM không có ý định đầu tư mạnh trong mảng này. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng công ty có thể duy trì sản lượng để đáp ứng nhu cầu xuất khẩu và giữ vị

trí đầu ngành trong phân khúc này. Do đó, mức tăng trưởng doanh thu của phân khúc này ước tính sẽ thấp hơn mức 15%/năm từ năm 2009 đến năm 2013.

#### **Sữa chua: Dự phóng tăng trưởng CAGR 14% và biên lợi nhuận gộp 48%**

Sản phẩm sữa chua vẫn đang ở giai đoạn đầu, với các công thức đơn giản và vẫn người tiêu dùng ở vùng xa vẫn còn ít sử dụng. Hiện tại, phân khúc này vẫn còn nhiều cơ hội để phát triển những sản phẩm giá trị gia tăng. Sự thành công của sản phẩm sữa chua lên men tiêu hóa là một điển hình về giá trị gia tăng trong mảng này.

#### **Xuất khẩu: Dự phóng tăng trưởng CAGR 8% và biên lợi nhuận gộp 20%**

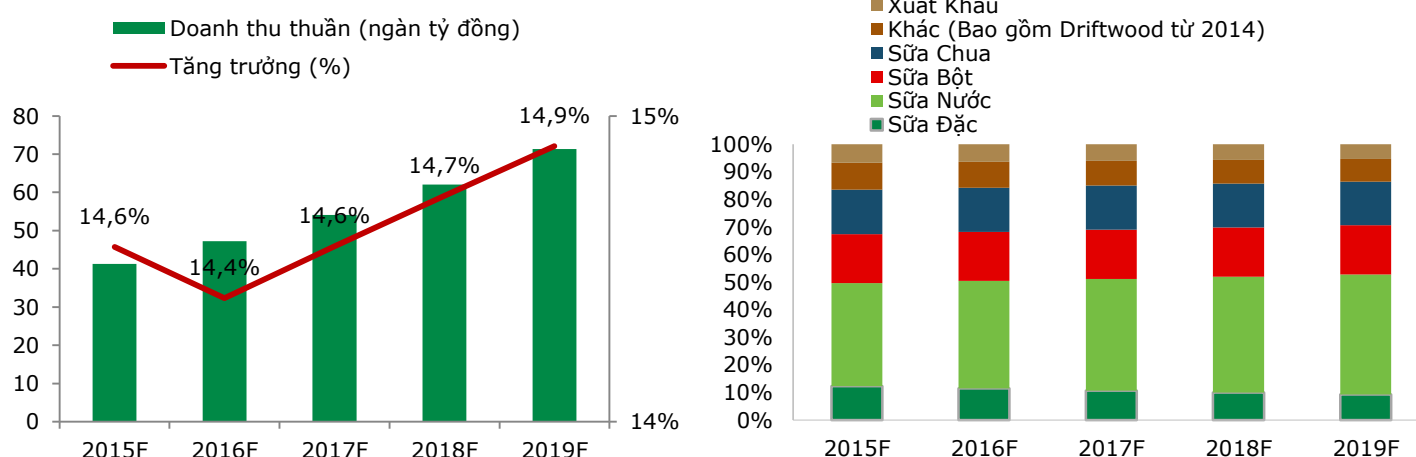
Doanh thu sữa bột là động lực thúc đẩy cho doanh thu xuất khẩu, trước kia bị hạn chế bởi năng suất có hạn. Doanh thu sẽ tăng trưởng khi nhà máy sữa bột mới đi vào hoạt động và hy vọng xâm nhập vào thị trường mới như Trung Đông, Cuba và Vê-nê-xu-ê-la.

#### **Các sản phẩm khác (nước giải khát, sữa đậu nành, kem, phô mai): Dự phóng tăng trưởng CAGR 5% và biên lợi nhuận gộp 36%**

VNM nổi tiếng với thương hiệu Vfresh (nước trái cây) và GoldSoy (sữa đậu nành). Thị phần của VNM trong những mảng này khá ổn định. Chúng tôi đưa kết quả kinh doanh của Driftwood vào phân khúc "Khác" để cho thấy rõ sự tăng trưởng hoạt động xuất khẩu của VNM.

**Dự phóng doanh thu thuần VNM**

**Dự phóng cơ cấu doanh thu của VNM**



Nguồn: VPBS

## **Xu hướng chi phí và biên lợi nhuận gộp**

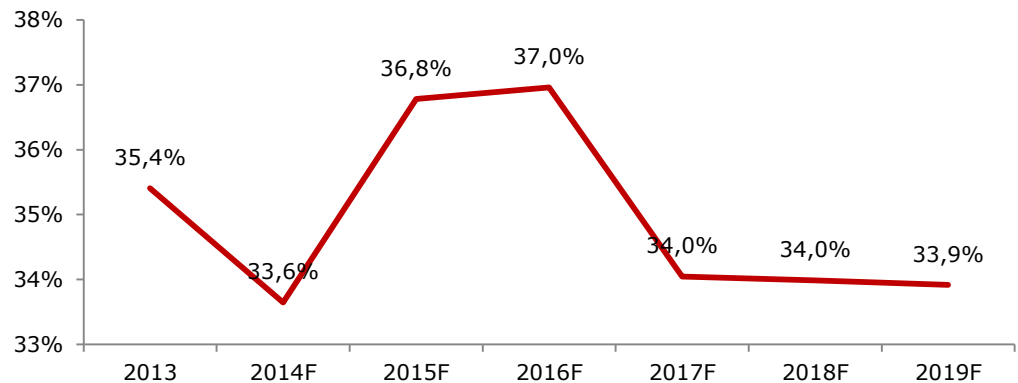
*Biên lợi nhuận năm 2015 có thể được cải thiện nhờ vào hàng tồn kho giá thấp của năm 2014.*

GVHB của VNM chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu, chủ yếu là giá sữa tươi đầu vào. Do đó, biến động của giá sữa bột nhập khẩu và giá sữa tươi từ nông trại sẽ ảnh hưởng đến biến động của biên lợi nhuận gộp. Do không có đủ số liệu được công bố nên khó có thể đánh giá chính sách hàng tồn kho của công ty. Hơn nữa, để có thể tránh sự biến động của giá sữa đầu vào, VNM ký hợp đồng tương lai với điều khoản linh hoạt, tùy theo dự phóng xu hướng giá sữa đầu vào.

Với giả định giá sữa tách béo và sữa nguyên kem hiện đang chạm đáy (lần lượt là 2.460 USD/MT và 2.503 USD/MT), VNM cho biết công ty đã chốt giá sữa đầu vào trong vòng sáu tháng hoặc lâu hơn, có nghĩa rằng lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2015 có triển vọng khả quan nếu giá nguyên liệu đầu vào tăng trở lại. Do đó, trong năm 2015, chúng tôi ước tính giá trung bình cho sữa bột đầu vào ở mức khoảng 3.000 USD/MT. Tuy nhiên, trong dài hạn giá sữa trung bình có thể dao động ở mức 3.800 USD/MT dựa trên cơ sở kinh tế thể giới hồi phục và nhu cầu các sản phẩm sữa tăng cao.

Về khấu hao, do hai nhà máy mới đã đi vào hoạt động từ năm 2013, chi phí khấu hao hai nhà máy mới của VNM dự phóng sẽ tăng thêm 300 tỷ đồng (14 triệu đô), trong tổng chi phí khấu hao cho mỗi năm là 1.187 tỷ đồng (55,7 triệu đô) trong giai đoạn dự báo.

#### Dự phóng biên lợi nhuận gộp của VNM



Nguồn: VNM, VPBS

Theo đó, biên lợi nhuận gộp của VNM trong năm 2015 và 2016 ước tính sẽ tăng lên mức 37% nhờ vào: (1) lợi thế thương lượng của công ty, có thể chuyển gánh nặng chi phí sang cho người tiêu dùng thông qua tăng giá bán; (2) chính sách hàng tồn kho linh hoạt, cho phép công ty tránh được rủi ro từ biến động giá đầu vào. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận trung bình của VNM từ năm 2017 đến năm 2019 là 34% do sự tăng giá trở lại của sữa bột.

### Thu nhĩ của sữa bột

Doanh thu tài chính: lãi tiền gửi ngân hàng ước tính đạt 7% tiền mặt và tương đương tiền mặt.

Chi phí tài chính: Chi phí lãi vay của VNM không đáng kể và tương đối thấp so với doanh thu tài chính. Hơn nữa, những khoản nợ vay dài hạn của VNM chủ yếu từ việc hợp nhất Driftwood. Chi phí lãi vay cho những khoản nợ này ước tính là 12% trong vòng 5 năm tới.

### Thuế

Mức thuế suất áp dụng cho VNM trong khoảng từ 15% đến 40%, tùy vào từng nhà máy và những khoản lợi nhuận phải đóng thuế. Hiện tại, công ty mẹ, Công ty TNHH MTV Sữa Lam Sơn và Driftwood là những công ty đang có thu nhập chịu

thuế, những công ty khác chưa phát sinh thu nhập chịu thuế. Mức thuế thực tế của VNM là 18%. Chúng tôi thận trọng trong việc dự phóng mức thuế của VNM là 20% trong vòng 5 năm tới, sau khi đã tính đến phần thuế được miễn tại hai nhà máy mới và mức thuế tăng do các nhà máy khác đã qua giai đoạn miễn thuế.

## Lợi nhuận ròng

Chúng tôi giả định tỷ trọng trung bình của chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu là 18% từ năm 2014 đến năm 2019. Biên lợi nhuận ròng của VNM dự phóng từ mức 12% đến 18% trong giai đoạn này. Theo đó, EPS của VNM kỳ vọng sẽ trong khoảng từ mức 6.662 đồng trong năm 2014 đến 8.649 đồng trong năm 2019.

## Bảng cân đối kế toán

Những giả định chính cho bảng cân đối kế toán của VNM:

Số ngày bán hàng: 20 đến 21 ngày

Số ngày hàng tồn kho: 104 đến 108 ngày

Vòng quay phải trả: giữ ở mức 27 ngày

Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn: vẫn duy trì theo tỷ lệ ổn định tương ứng với doanh thu và chi phí liên quan.

Chi phí vốn: VNM đã đầu tư phần lớn vốn vào siêu nhà máy sữa và nhà máy bột theo kế hoạch của công ty, nên có thể tạm thời đáp ứng được nhu cầu sữa hiện tại. Chúng tôi ước tính VNM sẽ không có khoản đầu tư đáng kể trong vòng 5 năm tới, và sẽ chi đầu tư khoảng 1.600 tỷ đồng/năm từ năm 2014 đến năm 2019. Ngoài ra, trong 5 năm tiếp theo, VNM sẽ không có vay thêm khoản nợ ngân hàng nào đáng kể. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu của VNM được dự báo ở mức 2% trong vòng 5 năm tiếp theo.

Chi đầu tư từ năm 2012 đến năm 2016	Đã đầu tư từ năm 2013 về trước (tỷ đồng)	Kế hoạch giải ngân trong năm 2014 (tỷ đồng)	Kế hoạch giải ngân trong năm 2015-2016 (tỷ đồng)
Vinamilk	6.391	948	1.240
CT Bò Sữa Việt Nam	431	412	438
CT Sữa Lam Sơn	223	480	86
Driftwood	151	-	-
Miraka	33	-	-
Liên doanh với Campuchia	-	222	-
CT Thống Nhất Thanh Hóa	-	393	1.207
Dự án bò ở Lâm Đồng	-	120	221
<b>Tổng</b>	<b>7.229</b>	<b>2.575</b>	<b>3.192</b>

Nguồn: VNM

## Chính sách cổ tức

Thông thường, VNM sẽ trả ít nhất khoảng 50% lợi nhuận ròng. Trong năm 2013, tỷ lệ trả cổ tức của VNM là 61% lợi nhuận (4.800 đồng/cổ phiếu). Chúng tôi dự phóng VNM sẽ giữ tỷ lệ trả cổ tức khoảng 50% trong vòng 5 năm tới với giả định vốn sẽ không thay đổi.

## ĐỊNH GIÁ

Để xác định giá mục tiêu cổ phiếu VNM, chúng tôi đã sử dụng hai phương pháp gồm phương pháp so sánh (P/E) và mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF).

### So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực

Chúng tôi lựa chọn một số công ty cùng ngành trong khu vực có vốn hóa tương tự với VNM, không bao gồm những công ty có chỉ số tài chính quá cách biệt.

Mặc dù vậy, nếu chỉ so sánh đơn thuần chỉ số P/E sẽ không chính xác vì các công ty trong ngành giao dịch ở các thị trường khác nhau với các chỉ số phi rủi ro và tình hình vĩ mô khác nhau. Do đó, chúng tôi sử dụng chỉ số P/E tương đối để xác định giá trị của VNM là 127.800 đồng/cổ phiếu.

Tên công ty	Quốc gia	P/E	P/B	EV/EBITDA	P/E thị trường	Tỷ lệ P/E so với P/E thị trường	ROE (%)
Dutch Lady Milk Industries BHD	Ma-lay-xi-a	24,13	17,85	16,15	16,36	1,48	68%
Beingmate Baby & Child Food Co	Trung Quốc	23,73	4,38	18,35	11,45	2,07	20%
Maeil Dairy Industry Co Ltd	Hàn Quốc	23,19	1,47	10,84	19,71	1,18	7%
Binggrae Co Ltd	Hàn Quốc	20,8	1,68	9,66	19,71	1,06	8%
Umang Dairies Ltd	Indonesia	20,06	4,8	7,88	18,62	1,08	28%
Inner Mongolia Yili Industrial	Trung Quốc	19,89	4,45	N/A	11,45	1,74	24%
Easy Bio Inc	Hàn Quốc	19,41	1,61	13,96	19,71	0,98	9%
Wei Chuan Foods Corp	Đài Loan	18,16	1,64	16,63	15,81	1,15	9%
Heritage Foods Ltd	In-đô-nê-xi-a	17,19	4,4	5,89	18,62	0,92	28%
China Huishan Dairy Holdings	Hongkong	13,9	1,52	69,25	10,17	1,37	13%
<b>Trung vị</b>		<b>20,04</b>	<b>4,38</b>	<b>18,73</b>	<b>16,16</b>	<b>1,30</b>	<b>21%</b>
<b>Vinamilk (VNM)</b>		<b>17,8</b>	<b>5,88</b>	<b>12,18</b>	<b>14</b>	<b>1,16</b>	<b>34%</b>
EPS năm 2015 của VNM (đồng)	6.949						
<b>Giá trị (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>127.756</b>						

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi tính toán giá trị nội tại của VNM theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF). Chúng tôi xác định chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 11% cho VNM, dựa trên Beta trong một năm là 0,6 theo dữ liệu của Bloomberg, và lãi suất phi rủi ro 5,19% là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm. Ngoài ra, tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 6,5% được áp dụng cho tăng trưởng của VNM. Chúng tôi tính toán được giá trị nội tại của VNM là **107.241** đồng/cổ phiếu.

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	5,19%
Beta	0,6
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,00%
Chi phí vốn	11,08%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	3%
Thuế suất	20%
Chi phí lãi vay sau thuế	2,4%
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)	108.000
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	1000
Vốn hóa (tỷ đồng)	108.000
Nợ (tỷ đồng)	393
WACC	11%
Tăng trưởng dài hạn	6,5%
Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	107.241

Nguồn: Bloomberg, VPBS

## Phân tích độ nhạy

**Độ nhạy của giá trị cổ phiếu VNM đối với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn**

Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	WACC					
	4,5%	9%	10%	11%	12%	13%
4,5%	116.335	95.861	80.799	71.323	63.397	56.123
5,5%	143.575	112.573	91.649	79.218	69.223	61.123
6,5%	192.607	138.836	107.241	89.983	76.842	67.123
7,5%	307.014	186.109	131.554	105.534	87.232	76.123
8,5%	879.051	296.413	174.743	129.970	102.239	87.123

**Độ nhạy của giá trị cổ phiếu VNM đối với biên lợi nhuận gộp**

Mặc dù không có dữ liệu chính xác cho số lượng sữa bột nhập khẩu cho sản xuất, nhưng chúng tôi ước tính sữa bột chiếm khoảng 40% GVHB. Do đó, nếu giá sữa bột giảm 30% thì GVHB có thể giảm 12%. Giá của SMP nhập khẩu dao động mạnh từ 2.610 USD/MT vào T5/2012 đến mức đỉnh là 5.700 USD/MT vào T4/2013 và hiện nay ở mức gần 2.460 USD/MT.

Biên lợi nhuận gộp 2015F	Giá cp theo phương pháp DCF	Thay đổi trên giá cổ phiếu
30,8%	77.310	-11%
32,8%	86.865	-10%
34,8%	96.517	-10%
<b>36,8%</b>	<b>107.241</b>	<b>0%</b>
38,8%	117.965	10%
40,8%	130.942	11%
42,8%	146.655	12%



## Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu VNM cho thấy một quá trình đi xuống của cổ phiếu này từ đỉnh giá 117.000 đồng/cổ phiếu giảm giá phá vỡ ngưỡng hỗ trợ dài hạn của đường MA200 tại mức giá 110.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 9/9/2014.

VNM hiện đang tích lũy trong vùng giá 102.000 đồng đến 104.000 đồng, nằm dưới kháng cự trung hạn của đường MA50 và chưa phát ra tín hiệu hiệu về xu hướng. Thời gian gần đây, khối lượng giao dịch của VNM đang ở mức thấp, củng cố quá trình tích lũy của cổ phiếu này.

Chúng tôi chờ đợi về khả năng cổ phiếu VNM có thể phục hồi tới ngưỡng kháng cự tại 108.000 đồng/cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ cổ phiếu VNM tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã cổ phiếu	VNM
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	117.000
Giá thấp nhất trong ba tháng	102.000
Đường MA50 ngày hiện tại	107.000
Đường MA100 ngày hiện tại	108.000
Ngưỡng cản trung hạn	108.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	104.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>

### Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: VPBS

## KẾT LUẬN

Kết hợp phương pháp định giá P/E và DCF, chúng tôi tính toán ra giá mục tiêu của VNM là 113.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 12% so với giá đóng cửa tại ngày 19/11/2014.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
P/E	126.756	30%
DCF	107.241	70%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>		<b>113.096</b>

Nguồn: VPBS

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	30.949	36.021	41.269	47.214	54.095	62.068	71.317
Tăng trưởng	17%	16%	15%	14%	15%	15%	15%
<b>Giá Vốn Hàng Bán</b>							
GVHB (trừ khấu hao)	18.979	22.713	24.655	28.075	33.734	38.779	44.681
GVHB % Doanh thu	61%	63%	60%	59%	62%	62%	63%
Khấu hao trong GVHB	786	1.187	1.435	1.689	1.942	2.194	2.445
Giá Vốn Hàng Bán	19.766	23.900	26.090	29.764	35.677	40.973	47.126
Trừ: Khấu hao trong GVHB	786	1.187	1.435	1.689	1.942	2.194	2.445
<b>Giá Vốn Hàng Bán</b>	<b>18.979</b>	<b>22.713</b>	<b>24.655</b>	<b>28.075</b>	<b>33.734</b>	<b>38.779</b>	<b>44.681</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11.969</b>	<b>13.307</b>	<b>16.614</b>	<b>19.139</b>	<b>20.360</b>	<b>23.289</b>	<b>26.635</b>
Biên lợi nhuận gộp	39%	37%	40%	41%	38%	38%	37%
Chi phí bán hàng	3.276	3.962	6.190	7.554	8.655	10.552	12.837
Chi phí quản lý doanh nghiệp	611	711	823	956	1.109	1.287	1.493
Thu nhập từ công ty liên kết	44	63	69	76	84	92	101
<b>EBITDA</b>	<b>8.125</b>	<b>8.697</b>	<b>9.670</b>	<b>10.705</b>	<b>10.680</b>	<b>11.543</b>	<b>12.407</b>
Biên lợi nhuận EBITDA	26%	24%	23%	23%	20%	19%	17%
<b>Khấu hao</b>	<b>786</b>	<b>947</b>	<b>1.231</b>	<b>1.435</b>	<b>1.689</b>	<b>1.942</b>	<b>2.194</b>
<b>EBIT</b>	<b>7.339</b>	<b>7.750</b>	<b>8.439</b>	<b>9.270</b>	<b>8.990</b>	<b>9.601</b>	<b>10.212</b>
Doanh thu tài chính	507	484	376	470	572	641	746
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	0	46	49	53	58	63	70
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-	-	-
<b>Chi phí tài chính khác</b>	<b>91</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>76</b>	<b>77</b>
<b>Lãi (lỗ) thu nhập tài chính</b>	<b>417</b>	<b>369</b>	<b>247</b>	<b>342</b>	<b>437</b>	<b>502</b>	<b>599</b>
Thu nhập khác	255						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.010</b>	<b>8.119</b>	<b>8.686</b>	<b>9.611</b>	<b>9.427</b>	<b>10.103</b>	<b>10.812</b>
Thuế thu nhập	1.476	1.496	1.737	1.922	1.885	2.021	2.162
Thuế suất hiệu dụng	18%	18%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>Lợi nhuận trước các khoản bất thường</b>	<b>6.534</b>	<b>6.622</b>	<b>6.949</b>	<b>7.689</b>	<b>7.542</b>	<b>8.082</b>	<b>8.649</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6.534</b>	<b>6.622</b>	<b>6.949</b>	<b>7.689</b>	<b>7.542</b>	<b>8.082</b>	<b>8.649</b>
Biên lợi nhuận ròng	21,1%	18%	17%	16%	14%	13%	12%

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>							
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.746	2.524	3.904	5.306	6.301	7.751	9.361
Đầu tư ngắn hạn	4.167	2.726	2.726	2.726	2.726	2.726	2.726
Khoản phải thu ngắn hạn	1.887	1.957	2.379	2.975	3.557	4.251	5.080
Tồn kho	3.217	4.529	4.716	5.242	6.493	7.374	8.480
Tài sản ngắn hạn khác	1.001	1.124	1.112	1.079	1.105	1.099	1.094
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>13.019</b>	<b>12.860</b>	<b>14.837</b>	<b>17.329</b>	<b>20.182</b>	<b>23.201</b>	<b>26.741</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>							
Nguyên giá	11.835	14.835	17.292	20.353	23.402	26.436	29.454
Khấu hao lũy kế	3.298	4.245	5.476	6.912	8.601	10.543	12.737
Tài sản cố định	8.536	10.591	11.815	13.442	14.801	15.892	16.717
Đầu tư dài hạn	12	39	26	32	29	31	30
Tài sản cố định vô hình	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308	1.308
<b>Tài sản dài hạn khác</b>	<b>9.856</b>	<b>11.938</b>	<b>13.149</b>	<b>14.782</b>	<b>16.138</b>	<b>17.231</b>	<b>18.054</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>22.875</b>	<b>24.798</b>	<b>27.986</b>	<b>32.111</b>	<b>36.320</b>	<b>40.432</b>	<b>44.795</b>
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>							
Khoản phải trả	1.968	2.684	2.735	3.216	3.803	4.407	5.057
Số ngày phải trả	38	43	40	42	41	41	41
Người mua trả trước	1.106	-	-	-	-	-	-
Vay và nợ ngắn hạn	179	208	239	273	313	359	412
Nợ phải trả ngắn hạn khác	1.703	1.387	1.545	1.466	1.506	1.486	1.496
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>4.956</b>	<b>4.279</b>	<b>4.519</b>	<b>4.955</b>	<b>5.621</b>	<b>6.251</b>	<b>6.965</b>
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>							
Vay và nợ dài hạn	184	184	184	184	184	184	184
Nợ dài hạn khác	167	167	167	167	167	167	167
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>
<b>Tổng công nợ phải trả</b>	<b>5.307</b>	<b>4.630</b>	<b>4.869</b>	<b>5.305</b>	<b>5.972</b>	<b>6.602</b>	<b>7.316</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>							
Vốn chủ sở hữu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	9.617	9.617	9.617	9.617	9.617	9.617	9.617
LNST chưa phân phối	7.929	10.551	13.500	17.189	20.731	24.213	27.863
Vốn chủ sở hữu khác	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.545</b>	<b>20.168</b>	<b>23.117</b>	<b>26.806</b>	<b>30.348</b>	<b>33.830</b>	<b>37.479</b>
Cổ đông thiểu số	23	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>22.875</b>	<b>24.797</b>	<b>27.986</b>	<b>32.111</b>	<b>36.320</b>	<b>40.432</b>	<b>44.795</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lợi nhuận ròng	8.010	6.622	6.949	7.689	7.542	8.082	8.649
Khấu hao	786	947	1.231	1.435	1.689	1.942	2.194
Thay đổi vốn lưu động	(2.150)	(1.105)	(388)	(688)	(1.231)	(985)	(1.270)
Các khoản điều chỉnh phi tiền tệ khác	(395)	(1.106)	-	-	-	-	-
<b>LCTT từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>6.252</b>	<b>5.358</b>	<b>7.792</b>	<b>8.436</b>	<b>8.000</b>	<b>9.039</b>	<b>9.574</b>
Thanh lý TSCĐ	21	1.414	14	(7)	3	(2)	1
Đầu tư TSCĐ	(1.492)	(3.001)	(2.456)	(3.061)	(3.048)	(3.034)	(3.018)
Tăng/giảm đầu tư	(427)	-	-	-	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	308	-	-	-	-	-	-
<b>LCTT từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(1.590)</b>	<b>(1.587)</b>	<b>(2.443)</b>	<b>(3.068)</b>	<b>(3.045)</b>	<b>(3.036)</b>	<b>(3.017)</b>
(Chi trả cổ tức)	(3.167)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.600)	(5.000)
Tăng (giảm) vay và nợ ngắn hạn	-	29	30	34	40	46	53
Tăng (giảm) vay và nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) vốn cổ phần	(1)	(23)	-	-	-	-	-
Các hoạt động tài chính khác	-	-	-	-	-	-	-
<b>LCTT từ hoạt động tài chính</b>	<b>(3.168)</b>	<b>(3.994)</b>	<b>(3.970)</b>	<b>(3.966)</b>	<b>(3.960)</b>	<b>(4.554)</b>	<b>(4.947)</b>
Tiền đầu kỳ	1.252	2.746	2.524	3.904	5.306	6.301	7.751
Thay đổi trong kỳ	1.494	(222)	1.380	1.403	995	1.450	1.610
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.746</b>	<b>2.524</b>	<b>3.904</b>	<b>5.306</b>	<b>6.301</b>	<b>7.751</b>	<b>9.361</b>

<b>Phân tích chỉ số</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>							
P/E	18,6	15,7	15,0	13,5	13,8	12,9	12,0
PEG	16,6	18,6	14,3	12,2	14,1	12,0	11,2
EV/EBIT	9,64	13	12	11	11	10	10
EV/EBITDA	8,71	12	10	9	9	9	8
P/B	6,15	5,2	4,5	3,9	3,4	3,1	2,8
Lợi suất cổ tức	0,0%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
<b>Chỉ số sinh lời</b>							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	38,7%	36,9%	40,3%	40,5%	37,6%	37,5%	37,3%
Biên LN hoạt động	26,3%	24,1%	23,4%	22,7%	19,7%	18,6%	17,4%
Biên LN ròng	23,7%	21,5%	20,4%	19,6%	16,6%	15,5%	14,3%
Chỉ số LN/tổng tài sản	21,1%	18,4%	16,8%	16,3%	13,9%	13,0%	12,1%
Chỉ số LN/vốn chủ sở hữu	31%	28%	26%	26%	22%	21%	20%
Chỉ số LN/chi phí vốn	40%	35%	32%	31%	26%	25%	24%
<b>Hệ số nợ</b>							
EBITDA / (I + Capex)	5,45	2,85	3,86	3,44	3,44	3,73	4,02
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
<b>Chỉ số thanh khoản</b>							
Hệ số vòng quay tài sản	1,35	1,45	1,47	1,47	1,49	1,54	1,59
Hệ số vòng quay khoản phải thu	16,40	18,41	17,35	15,87	15,21	14,60	14,04
Hệ số vòng quay khoản phải trả	15,72	13,42	15,09	14,68	14,22	14,08	14,10
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	9,62	7,95	8,75	9,01	8,33	8,42	8,41
Hệ số thanh toán hiện hành	2,63	3,01	3,28	3,50	3,59	3,71	3,84
Hệ số thanh toán nhanh	1,98	1,95	2,24	2,44	2,44	2,53	2,62

**Phụ lục:** Giá bán sỉ cao nhất (kèm VAT)

Số thứ tự	Nhãn hiệu	Đơn vị	Giá bán sỉ cao nhất (kèm VAT) (đồng/hộp)
1	Dielac Alpha 123 Tin Can 900g	Hộp	167.000
2	Dielac Alpha Step 2 Tin Can 900g	Hộp	188.000
3	Dielac Alpha 123 Carton pack 400g	Hộp	72.000
4	Dielac Pedia 1+HT 900g	Hộp	278.000
5	Dielac Alpha Step 1 Tin Can 900g	Hộp	180.000
6	IMP FRISOLAC GOLD 1 400g	Hộp	196.000
7	IMP FRISOLAC GOLD 1 900g	Hộp	406.000
8	IMP FRISOLAC GOLD 2 900g	Hộp	400.000
9	IMP FRISOLAC GOLD 3 900g	Hộp	365.000
10	IMP FRISOLAC GOLD 3 1,500g	Hộp	550.000
11	NAN Pro 3 LEB047 Tin 900g VN	Hộp	334.000
12	NAN 2 BL InfMPwdr LEB011A-2 800g VN	Hộp	328.000
13	NAN 1 BL NWB019-4-S 800g VN	Hộp	323.000
14	LACTOGEN 3 LCOMFORTISGold LEB105 900g VN	Hộp	226.000
15	NAN 2 BLInfMPwdr LEB011A-2 400g N5 VN	Hộp	183.000
16	Enfagrow A+ 3 vanilla 1,800g	Hộp	563.000
17	Enfagrow A+ 3 vanilla 900g	Hộp	309.000
18	Enfagrow A+ 2 900g	Hộp	363.000
19	Enfagrow A+ 1 900g	Hộp	381.000
20	Enfagrow A+ 1 400g	Hộp	187.000
21	Abbott Grow 3 900g	Hộp	258.000
22	Grow G-Power Vanilla 900g	Hộp	360.000
23	Similac GainPlus IQ 900g (fortified with Intelli-Pro)	Hộp	405.000
24	Similac GainPlus IQ 1,7kg (fortified with Intelli-Pro)	Hộp	692.000
25	Grow G-Power Vanilla 1,7kg	Hộp	610.000

Nguồn: MOFVN

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Lê Mai Thùy Linh

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
linhlmt@vpbs.com.vn

### Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích cao cấp - Phân tích cơ bản  
bant@vpbs.com.vn

### Đoàn Thanh Trà

Trợ lý phân tích - Phân tích cơ bản  
tradt@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418