

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - VINAMILK
NỘI DUNG CHÍNH

- **Thị trường sữa Việt Nam có khả năng duy trì mức tăng trưởng bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2008-2010.** Mức tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam hiện đang ở mức rất thấp (11,2 kg/người/năm so với mức bình quân 62 kg/người/năm của Châu Á và 96 kg/người/năm của thế giới). Cùng với việc thu nhập bình quân đầu người đang tăng lên hàng năm và thói quen tiêu thụ sữa được hình thành, thị trường sữa Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng khá tốt trong tương lai.
- **Vinamilk – Công ty sữa lớn nhất Việt Nam**, hiện chiếm khoảng 38% thị phần. Vinamilk đã duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu trong nước ở mức cao với tỷ lệ tăng trưởng bình quân 21,2%/năm trong giai đoạn 2004-2008. Với những lợi thế về năng lực cạnh tranh hiện tại, Vinamilk có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu nội địa cao hơn mức tăng trưởng bình quân của thị trường sữa trong nước trong thời gian tới.
- **Lợi nhuận biên tăng dần và đang được duy trì ở mức cao.** Lợi nhuận biên của Vinamilk đã tăng đáng kể từ mức 24,3% năm 2006 lên mức 31,7% năm 2008. Mặc dù năm 2008 giá nguyên liệu tăng đột biến, tuy nhiên với khả năng quản trị tốt và lợi thế thị trường, Vinamilk vẫn duy trì được biên lợi nhuận ở mức cao và có khả năng tiếp tục duy trì biên lợi nhuận ở mức cao trong thời gian tới.
- **Rủi ro đầu tư tài chính.** Vinamilk tham gia đầu tư khoảng 571 tỷ vào cổ phiếu. Các khoản đầu tư này chủ yếu được giải ngân trong năm 2006 và năm 2007. Với diễn biến bất lợi của thị trường tài chính như hiện nay, hoạt động đầu tư tài chính của Vinamilk có thể đang tiềm ẩn những rủi ro nhất định. Tính đến 31/12/2008 Vinamilk đã trích lập dự phòng rủi ro đầu tư tài chính 127,9 tỷ đồng, chiếm 22,3% tổng giá trị danh mục đầu tư.

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

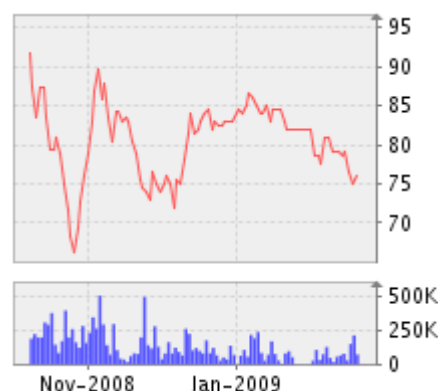
Giá tham khảo:	98.700
Giá thị trường:	76.000
Giá cao nhất 52 tuần	133.360
Giá thấp nhất 52 tuần	66.310

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HOSE
Số lượng Cổ phần:	175.276.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	13.847
EPS	7.015
Giá trị sổ sách	10.084

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nước ngoài	44,6%
Sở hữu Nhà nước	47,6%
Cổ đông khác	7,9%

ĐO THỊ GIÁ

THÔNG TIN TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tổng tài sản	3,898	3,609	5,424	5,933	6,810	7,565
Vốn chủ sở hữu	2,155	2,670	4,224	4,421	5,240	6,071
Doanh thu thuần	5,639	6,619	6,648	8,208	9,409	10,635
Lợi nhuận sau thuế	605	732	963	1,230	1,241	1,442
ROA	15.53%	20.27%	17.76%	20.70%	18.20%	19.04%
ROE	28.10%	27.40%	22.80%	27.81%	23.68%	23.75%
P/E	19.96	16.52	13.83	10.83	10.73	9.24
P/B	5.61	4.53	3.15	3.01	2.54	2.19

Nguồn: Vinamilk, BVSC

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

	1.000.000 VND				
	2005	2006	2007	2008	2009F
Doanh thu thuần	5.638.780	6.619.100	6.648.190	8.208.035	9.408.956
Giá vốn hàng bán	4.379.800	5.012.630	4.835.770	5.609.084	6.495.574
Lợi nhuận gộp	1.258.980	1.606.470	1.812.420	2.598.952	2.913.382
Doanh thu tài chính	55.373	74.254	257.865	264.840	118.794
Chi phí tài chính	19.988	40.002	25.862	202.566	44.963
Chi phí bán hàng	654.102	899.396	974.805	1.062.732	1.203.718
Chi phí quản lý DN	80.438	112.888	204.192	292.486	290.342
LN thuần từ HĐKD	559.825	628.437	865.426	1.306.006	1.493.153
Lợi nhuận khác	42.767	106.032	89.954	130.120	130.589
LN trước thuế	602.592	734.469	955.380	1.436.126	1.623.742
Lợi nhuận sau thuế	605.484	731.585	963.348	1.229.570	1.240.901
TỔNG TÀI SẢN	3.897.940	3.609.405	5.424.359	5.933.415	6.809.592
Tài sản ngắn hạn	2.406.476	1.996.392	3.172.434	3.396.042	3.847.215
Tiền và tương đương tiền	500.312	156.895	117.819	340.634	375.508
Đầu tư tài chính ngắn hạn	22.800	306.730	654.485	559.117	559.117
Phải thu ngắn hạn	748.600	511.623	654.720	646.385	732.137
Hàng tồn kho	1.081.500	965.826	1.669.871	1.796.684	2.131.310
Tài sản ngắn hạn khác	53.264	55.318	75.539	53.222	49.142
Tài sản dài hạn	1.491.459	1.613.013	2.251.925	2.537.373	2.962.377
Phải thu dài hạn	4.018	860	-	474	537
Tài sản cố định	757.373	1.071.980	1.646.966	1.942.920	2.336.655
TSCĐ hữu hình	558.790	746.661	1.022.650	1.529.187	1.811.934
<i>Nguyên giá</i>	1.285.280	1.573.284	1.963.840	2.618.637	3.103.085
<i>Giá trị hao mòn lũy kế</i>	- 726.490	- 826.623	- 941.190	- 1.089.451	- 1.291.151
Đầu tư tài chính dài hạn	609.960	422.772	401.018	378.647	405.539
Tài sản dài hạn khác	120.108	117.401	203.941	215.331	219.646
TỔNG NGUỒN VỐN	3.897.940	3.609.404	5.424.359	5.933.415	6.809.592
Nợ ngắn hạn	1.581.150	785.525	933.357	1.221.336	1.260.825
Vay và nợ ngắn hạn	12.263	17.883	9.963	188.222	212.968
Nợ dài hạn	69.872	89.140	139.873	146.612	170.451
Vay và nợ dài hạn	1.713	2.860	32.381	22.418	34.048
Nguồn vốn chủ sở hữu	2.154.586	2.669.912	4.224.320	4.420.655	5.240.121
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	1.590.000	1.590.000	1.752.760	1.752.757	1.752.757
Lợi nhuận chưa phân phối	340.474	342.239	525.757	560.032	1.379.499
Nguồn kinh phí, quỹ khác	92.332	64.826	91.622	94.143	86.863
Nhóm chỉ tiêu thanh toán					
Khả năng thanh toán nhanh	0,80	1,18	1,40	1,17	1,20
Khả năng thanh toán hiện hành	1,52	2,54	3,40	2,78	3,05
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Hệ số nợ/ Vốn CSH	76,6%	32,8%	25,4%	30,9%	27,3%
Nợ/ Tổng tài sản	42,4%	24,2%	19,8%	23,1%	21,0%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động					
Vòng quay hàng tồn kho	4,05	4,90	3,67	3,24	3,31
Vòng quay các khoản phải trả	16,79	14,37	9,14	10,07	12,37
Vòng quay các khoản phải thu	14,74	17,05	14,79	15,86	16,64
Nhóm chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu (GM)	22%	24%	27%	32%	31%
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu (Operating margin)	9%	9%	10%	15%	15%
ROA	15,5%	20,3%	17,8%	20,7%	18,2%
ROE	28,1%	27,4%	22,8%	27,8%	23,7%

THÔNG TIN CƠ BẢN

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của Vinamilk là sản xuất các loại sữa, các dòng sản phẩm chính gồm sữa đặc, sữa nước, sữa bột và sữa chua.

Thị trường tiêu thụ chính của Vinamilk là thị trường trong nước, chiếm từ 80-90% tổng doanh thu. Vinamilk hiện là công ty sản xuất sữa lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 38% thị phần.

NHẬN ĐỊNH

Thị trường sữa Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 10% trong giai đoạn 2008 – 2010 do hiện nay mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp, thu nhập của người dân đang tăng dần và thói quen tiêu dùng sữa đang được hình thành.

Với năng lực cạnh tranh và vị thế thị trường hiện tại, Vinamilk có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn mức tăng trưởng bình quân của thị trường sữa trong những năm tới.

Với tiềm năng tăng trưởng ổn định và vị thế thị phần vững chắc, mức giá thị trường hiện tại là mức giá có thể nắm giữ cổ phiếu cho mục đích đầu tư dài hạn

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CHÍNH CỦA VINAMILK

Là công ty sữa lớn nhất Việt Nam hiện nay và có thể duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm tới.

Vinamilk là Công ty sản xuất sữa lớn nhất tại Việt Nam hiện nay. Hiện tại tổng công suất 9 nhà máy của Vinamilk đạt khoảng 570.406 tấn sữa hàng năm, với khoảng trên 200 dòng sản phẩm đa dạng, bao gồm các sản phẩm sữa, thực phẩm dinh dưỡng, cà phê và một số loại nước giải khát. Vinamilk đang trong quá trình tiếp tục mở rộng hoạt động sản xuất thông qua việc xây dựng thêm 3 nhà máy sữa tại Bắc Ninh, Đà Nẵng và Tuyên Quang.

Bảng 1: Kế hoạch nâng công suất của Vinamilk

Sản phẩm	Công suất	Hiện tại Nhà máy mới		Công suất dự kiến
Sữa đặc	Triệu hộp	307	109	416
Sữa nước	Triệu lít	155	107	262
Sữa chua	Triệu lít	53	7	60
Sữa bột	Tấn	19.000	-	19.000

Nguồn: Vinamilk, BVSC tổng hợp

Các loại sản phẩm sữa của Vinamilk được chia thành các nhóm chính gồm: Sữa đặc; Sữa nước; Sữa bột; và Sữa chua.

Bảng 2: Thị phần và cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của Vinamilk

Đơn vị: tỷ đồng

	2004		2005		2006		2007		Thị phần 2007
	Doanh thu	Tỷ trọng	Doanh thu	Tỷ trọng	Doanh thu	Tỷ trọng	Doanh thu	Tỷ trọng	
Sữa đặc	1.262	33%	1.591	28%	1.690	27%	2.332	35%	79%
Sữa nước	773	20%	1.149	20%	1.469	24%	1.736	26%	35%
Sữa bột	1.157	31%	2.122	37%	2.191	35%	1.584	24%	
Xuất khẩu*	541	14%	1.386	24%	1.280	20%	677	10%	
Nội địa*	616	16%	736	13%	911	15%	907	14%	14%
Sữa chua	347	9%	510	9%	634	10%	698	10%	97%
Sp khác	236	6%	287	5%	262	4%	298	4%	
Tổng	3.775	130,6%	5.659	137,5%	6.246	135,1%	6.648	123,8%	

Nguồn: Vinamilk, AC Nielsen

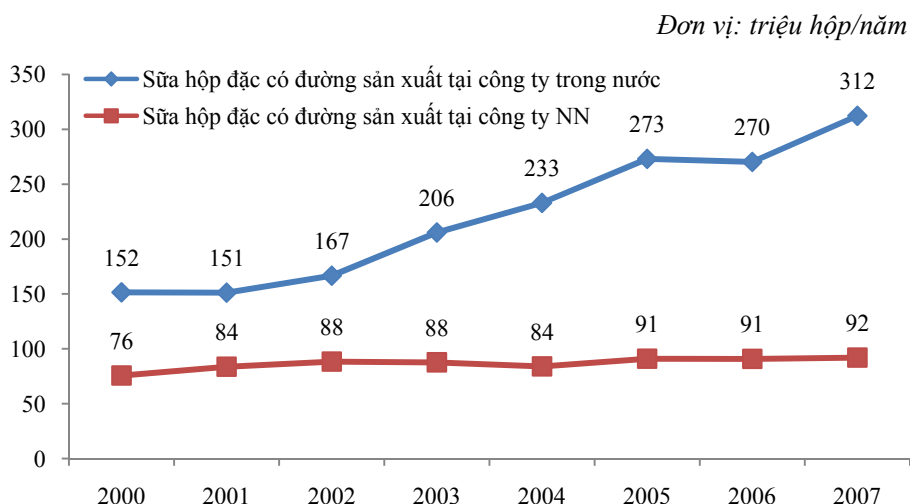
(*) Doanh thu xuất khẩu của Vinamilk chủ yếu từ sữa bột. Do vậy doanh thu sữa bột xuất khẩu được ước tính bằng doanh thu xuất khẩu của Vinamilk.

Sản phẩm sữa đặc luôn là sản phẩm chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng doanh thu từ thị trường nội địa của Vinamilk. Đây cũng là sản phẩm có mức tăng trưởng doanh thu cao, với mức tăng bình quân giai đoạn 2004-2007 là 22,7%.

Hiện tại thị trường sữa đặc của Việt Nam chủ yếu thuộc về Vinamilk và Dutch Lady. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, từ năm 2000 đến năm 2007 lượng sữa đặc do các công ty trong nước sản xuất đã tăng rất nhanh, và lớn hơn 3 lần lượng sữa đặc do các công ty nước ngoài sản xuất tại Việt Nam.

Đồ thị 1: Số lượng hộp sữa đặc sản xuất tại Việt Nam hàng năm

Theo AC Nielsen, Vinamilk hiện chiếm khoảng 79% thị phần sữa đặc trong nước, còn lại chủ yếu thuộc về Dutch Lady.



Nguồn: Tổng cục thống kê

Sản phẩm sữa nước là sản phẩm chiếm tỷ trọng trên doanh thu đứng thứ hai của Vinamilk, chủ yếu được tiêu thụ nội địa, và đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 31% trong giai đoạn 2004-2007. Theo thống kê của AC Nielsen, Vinamilk chiếm khoảng 35% thị phần thị trường sữa nước nội địa năm 2007.

Bảng 3: Đàn bò và lượng sữa tươi trong nước năm 2007

Vinamilk và Dutch Lady có lợi thế thu mua sữa tươi tại TP Hồ Chí Minh, nơi có sản lượng sữa tươi lớn nhất cả nước.

	Đơn vị	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam	TP HCM	Tổng
Sản lượng sữa	Tấn	23.595	6.903	27.990	175.950	234.438
Số lượng bò sữa	con	16.137	5.578	17.019	59.925	98.659
Năng suất	Tấn/con	1,46	1,24	1,64	2,94	2,38

Nguồn: DairyVietnam

Sữa nước là phân khúc thị trường có mức độ cạnh tranh rất cao, do đa số các công ty sữa trong nước như Vinamilk, Dutch Lady, Nestle, Nutifood, Hanoimilk... đều sản xuất sữa nước. Đối thủ lớn nhất của Vinamilk trên thị trường này vẫn là Dutch Lady với thị phần tương đương.

Sữa nước có thể sẽ là sản phẩm trọng tâm phát triển của Vinamilk trong thời gian tới. Thói quen tiêu thụ các sản phẩm sữa tự nhiên đang được hình thành đối với khu vực dân cư có thu nhập cao và sẽ trở thành xu thế chung của thị trường trong tương lai giống như tại các quốc gia phát triển. Do vậy thị trường sữa nước là thị trường có tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với thị trường các loại sản phẩm sữa khác.

Doanh thu từ sữa bột phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu.

Sản phẩm sữa bột của Vinamilk hiện được tiêu thụ tại cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Trong các năm 2005 và 2006, doanh thu từ sữa bột chiếm tỷ trọng cao chủ yếu là do doanh thu xuất khẩu sữa bột duy trì ở mức cao. Doanh thu sữa bột xuất khẩu bắt đầu có dấu hiệu phục hồi trở lại trong năm 2008, sau khi đã

giảm mạnh trong năm 2007.

Vinamilk chiếm khoảng 13,8% thị phần sữa bột trong nước theo thống kê của AC Nielsen. Đây là thị trường chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ của nhiều sản phẩm nhập khẩu như Abbott, Farley, X.O, Mead Johnson... định hướng phân khúc người tiêu dùng có thu nhập cao. Sản phẩm sữa bột Dielac của Vinamilk không có thể mạnh đáng kể so với các sản phẩm nhập ngoại có chất lượng cao, được ưa chuộng và phân phối rộng rãi.

Sản phẩm sữa chua chiếm khoảng 10% tổng doanh thu của Vinamilk và có mức tăng trưởng bình quân 26,2%/năm trong giai đoạn 2004 – 2007. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng doanh thu sữa chua đã giảm xuống mức 10% trong năm 2007, bởi Vinamilk hiện đã chiếm khoảng 97% thị phần thị trường sữa chua và khó có khả năng mở rộng thêm thị phần nhanh chóng.

Tỷ trọng doanh thu các dòng sản phẩm trong giai đoạn 2009-2010 có thể sẽ thay đổi theo hướng tỷ trọng doanh thu từ sản phẩm sữa nước và sữa bột sẽ ngày càng cao, trở thành những sản phẩm quan trọng nhất; tỷ trọng doanh thu sữa đặc và sữa chua sẽ thấp hơn do tiềm năng tăng trưởng thị trường của các sản phẩm sữa bột và sữa nước lớn hơn so với các sản phẩm khác. Đối thủ quan trọng nhất của Vinamilk trong nước vẫn sẽ là Dutch Lady, có khả năng cạnh tranh mạnh với Vinamilk trên cả 4 dòng sản phẩm sữa đặc, sữa nước, sữa bột và sữa chua.

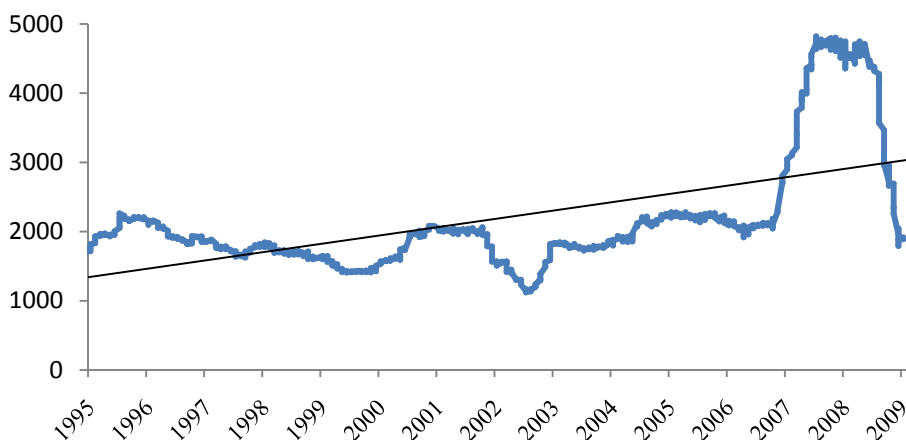
NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

Chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là sữa bột và sữa tươi) dùng cho sản xuất chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá vốn hàng bán của Vinamilk (khoảng 89% chi phí sản xuất). Hiện tại khoảng 60-70% nguyên liệu của Vinamilk là nhập khẩu (nguyên liệu sữa bột sau quá trình chế biến được hoàn nguyên thành các sản phẩm sữa khác nhau), phần còn lại là sữa tươi được thu mua trong nước. Nguồn sữa bột nhập khẩu của Vinamilk chủ yếu từ Newzealand.

Đồ thị 2: Giá sữa bột gầy xuất khẩu của New Zealand

Mức giá hiện tại của sữa bột nguyên liệu xuất khẩu trên thế giới đang giảm rất mạnh so với mức đỉnh giữa năm 2007.

Đơn vị: USD/Tấn sữa bột



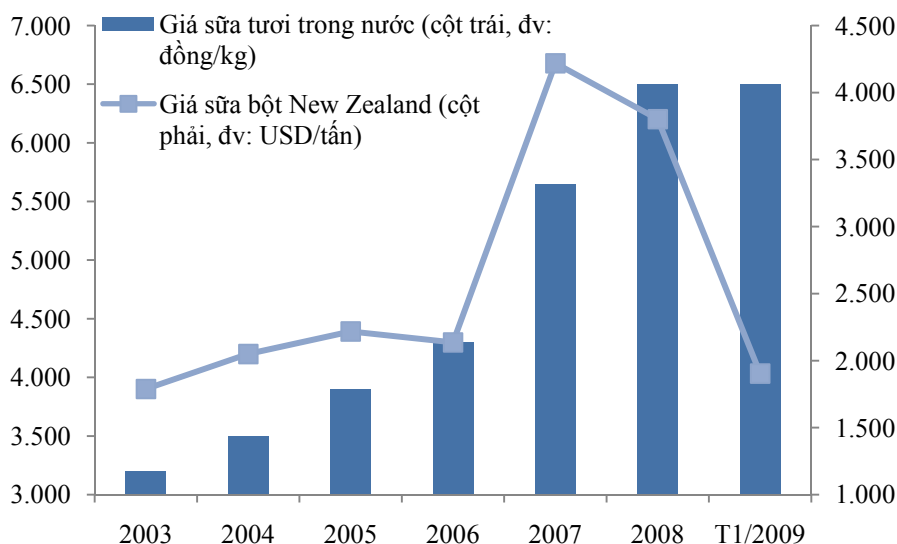
Nguồn: Bloomberg

Giá sữa bột nguyên liệu thế giới đang duy trì ở mức thấp kể từ quý III/2008.

Mức giá hiện tại của nguyên liệu sữa bột thế giới đã xuống thấp hơn mức giá đầu năm 2007 và giảm khoảng 50% so với mức đỉnh của năm 2008. Giá nguyên liệu sữa đang ở mức trung bình dài hạn của giai đoạn 1996-2006. Đây là một thuận lợi cho Vinamilk trong việc duy trì biên lợi nhuận ở mức cao.

Đồ thị 3: Giá sữa bột gầy xuất khẩu của New Zealand và giá mua sữa tươi Vinamilk

Giá sữa nguyên liệu trong nước vẫn đang duy trì ở mức cao, trong khi giá sữa bột thế giới giảm mạnh. Diễn biến này có lợi cho các công ty có tỷ lệ sử dụng nguyên liệu sữa bột nhập khẩu cao. Nguyên liệu sữa tươi khó chế biến hơn, tuy nhiên lại rất quan trọng đối với các sản phẩm sữa tươi nguyên chất cao cấp.



Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Khả năng chi phối giá sữa tươi nguyên liệu. Vinamilk hiện đang thu mua khoảng 44,5% sản lượng sữa tươi trong nước (tương đương với 30-40% nguyên liệu dùng trong sản xuất). Do có lợi thế về mạng lưới và chính sách thu mua, Vinamilk có lợi thế điều tiết giá nhất định khi thực hiện thu mua sữa tươi.

Quy mô chăn nuôi bò sữa của Việt Nam vẫn rất nhỏ lẻ, người nuôi bò sữa đang ở vị thế khá thụ động khi bán hàng và xác định mức giá.

Vinamilk đã ký hợp đồng mua khoảng 44,5% sản lượng sữa tươi trong nước hàng năm (khoảng 104 ngàn tấn trong năm 2007), cao hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh. Khoảng 89 % lượng sữa tươi của Vinamilk được thu mua tại TP Hồ Chí Minh - khu vực hiện tập trung 75% sản lượng sữa tươi trong nước. Các nhà máy sữa được đặt gần các khu chăn nuôi, thuận tiện cho thu mua và chế biến. Hiện tại Vinamilk đang tăng lượng mua sữa tươi tại Miền Bắc sau sự kiện Melamine để hỗ trợ nông dân chăn nuôi.

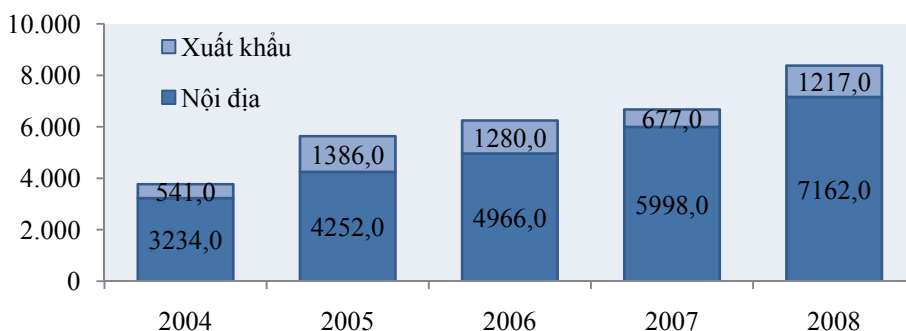
THỊ TRƯỜNG TIÊU THỤ

Các sản phẩm của Vinamilk chủ yếu được tiêu thụ tại thị trường nội địa. Doanh thu thị trường nội địa chiếm khoảng trên 85% doanh thu trong năm 2008. Trên thị trường Việt Nam hiện có khoảng hơn 23 công ty sản xuất sữa trong đó Vinamilk là công ty lớn nhất với khoảng 38% thị phần, Dutch Lady hiện là đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Vinamilk với khoảng 28% thị phần.

Đồ thị 4: Cơ cấu doanh thu của Vinamilk theo thị trường

Thị trường xuất khẩu của Vinamilk năm 2008 đang phục hồi mạnh.

Đơn vị: Tỷ VND



Nguồn: Vinamilk

Hệ thống phân phối trong nước của Vinamilk trải rộng, bao gồm 1.787 nhân viên bán hàng, 220 nhà phân phối cùng với hơn 141.000 điểm bán hàng, cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh như Dutch Lady có khoảng 80.000 điểm bán lẻ, Nutifood với 121 nhà phân phối và 60.000 điểm bán lẻ.

Thị phần trong nước của Vinamilk có nhiều khả năng được mở rộng sau sự kiện Melamine. Một số đối thủ quan trọng của Vinamilk đã gặp những bất lợi từ sự kiện Melamine và một số sự kiện liên quan đến chất lượng sữa thành phẩm. Trong điều kiện nhu cầu tiêu thụ sữa của Việt Nam vẫn đang tăng trưởng tốt, một số công ty trong đó có Vinamilk, không chịu ảnh hưởng từ các sự kiện trên sẽ có cơ hội để tăng thị phần.

Thị trường xuất khẩu không ổn định. Doanh thu từ thị trường xuất khẩu trong những năm qua diễn biến thất thường và không ổn định. Thị trường chính của Vinamilk là Iraq (chiếm trên 80% doanh thu) có mức độ ổn định không cao. Hiện chưa có các thông tin cụ thể về những thị trường xuất khẩu mới của Vinamilk.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Trong giai đoạn 2005-2008, doanh thu nội địa của Vinamilk tăng với tốc độ bình quân 21,2%/năm. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu biến động không ổn định do tác động của doanh thu xuất khẩu. Lợi nhuận sau thuế của Vinamilk đang tăng trưởng khá nhanh, do biên lợi nhuận tại thị trường trong nước được duy trì ở mức cao.

Biên lợi nhuận biên của Vinamilk đang được duy trì ở mức cao, tăng từ 24,3% năm 2006 lên mức 27,4 % năm 2007 và đạt tới mức 31,7% năm 2008. Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào biến động tăng rất mạnh trong năm 2007 và ở mức cao trong năm 2008, tuy nhiên Vinamilk vẫn duy trì được mức tăng lợi nhuận biên. Điều này cho thấy khả năng quản lý chi phí cũng như điều tiết giá bán của Vinamilk là rất tốt.

Trong năm 2009 nhiều khả năng Vinamilk vẫn có thể duy trì được biên lợi nhuận ở mức khá cao do giá nguyên liệu đầu vào thấp. Mức giá sữa bột nguyên liệu

hiện nay đã giảm khoảng 50% so với mức đỉnh của năm 2008 và quay về mức giá bình quân của giai đoạn 1996 – 2006.

Bảng 4: Một số chỉ tiêu tài chính

	2005	2006	2007	2008
Nhóm chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu		17%	0%	23%
Tăng trưởng lợi nhuận		21%	32%	28%
Nhóm chỉ tiêu thanh toán				
Khả năng thanh toán nhanh	0,80	1,18	1,40	1,17
Khả năng thanh toán hiện hành	1,52	2,54	3,40	2,78
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Hệ số nợ/ Vốn CSH	0,77	0,33	0,25	0,31
Nợ/ Tổng tài sản	0,42	0,24	0,20	0,23
Nhóm chỉ tiêu hoạt động				
Vòng quay hàng tồn kho	4,05	4,90	3,67	3,24
Vòng quay các khoản phải trả	16,79	14,37	9,14	10,07
Vòng quay các khoản phải thu	14,74	17,05	14,79	15,86
Nhóm chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu (GM)	22%	24%	27%	32%
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu (Operating margin)	9%	9%	10%	15%
ROA	16%	20%	18%	21%
ROE	28%	27%	23%	28%

2

RỦI RO

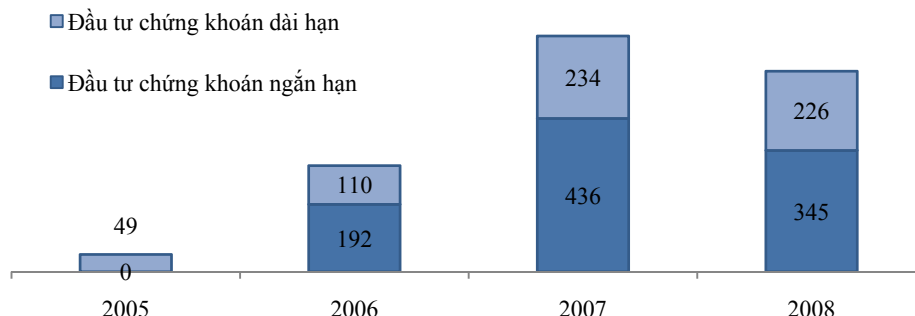
Rủi ro từ hoạt động đầu tư tài chính. Tại ngày 31/12/2008 tổng giá trị danh mục đầu tư cổ phiếu của Vinamilk là 571 tỷ đồng (tương đương 11,7% vốn chủ sở hữu). Thời điểm giải ngân đầu tư chủ yếu trong năm 2006 và năm 2007. Đến cuối năm 2008, Vinamilk đã giảm đầu tư chứng khoán ngắn hạn từ 436 tỷ đồng xuống còn 345,3 tỷ đồng và đầu tư chứng khoán dài hạn cũng giảm khoảng 8 tỷ đồng. Tính đến 31/12/2008 Vinamilk đã trích lập dự phòng 127,9 tỷ cho danh mục đầu tư chứng khoán, tương đương với 22,3% tổng giá trị danh mục.

Do không có đủ thông tin chi tiết về loại cổ phiếu và giá mua tương ứng nên chúng tôi không có đủ cơ sở đánh giá về giá trị thực của danh mục đầu tư tại thời điểm hiện tại. Tuy nhiên trong năm 2008 chỉ số VnIndex đã sụt giảm 65% và xu hướng sụt giảm vẫn đang kéo dài sang cả những tháng đầu năm 2009, đồng thời giá trị tài sản ròng của các quỹ đầu tư chứng khoán tại Việt Nam bình quân giảm

khoảng 45%. Như vậy cũng có khả năng giá trị danh mục đầu tư chứng khoán của Vinamilk có thể sẽ còn giảm thấp hơn con số nêu trên.

Đồ thị 5: Quy mô đầu tư chứng khoán của Vinamilk

Đơn vị: tỷ



Nguồn: BCTC Vinamilk

Rủi ro thị trường xuất khẩu. Doanh thu từ thị trường xuất khẩu của Vinamilk có sự biến động thất thường trong những năm vừa qua do các thị trường xuất khẩu của Vinamilk không có độ ổn định cao (Iraq). Năm 2009 có khả năng vẫn sẽ là một năm khó khăn đối với hoạt động xuất khẩu của Vinamilk.

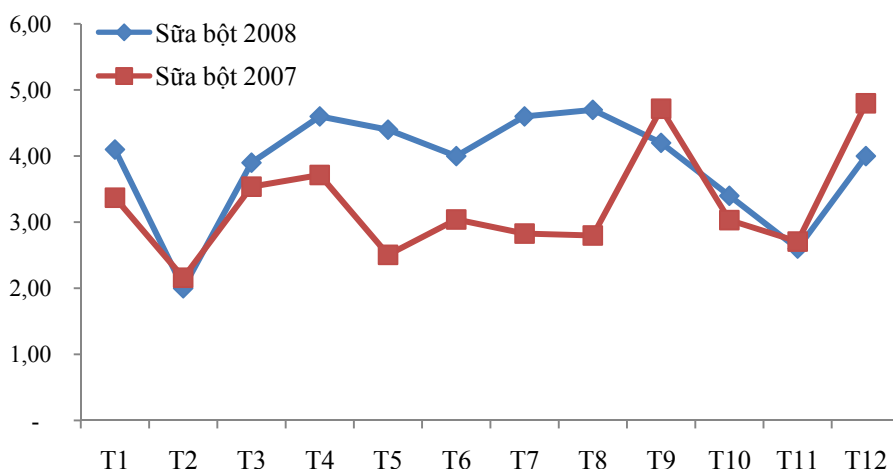
Rủi ro chất lượng sản phẩm. Tương tự như các công ty trong lĩnh vực thực phẩm, rủi ro quản trị chất lượng luôn là một rủi ro thường trực của Vinamilk, đặc biệt hiện có nhiều thông tin không tích cực về chất lượng sữa tại Việt Nam. Tuy nhiên thời gian qua Vinamilk đã quản trị chất lượng đầu ra tốt và chưa gặp những rủi ro về chất lượng sản phẩm như một số công ty trong cùng ngành.

Rủi ro tỷ giá. Hiện tại nguyên vật liệu của Vinamilk chủ yếu được nhập khẩu từ New Zealand, Châu Âu và Mỹ, do vậy Vinamilk cũng chịu rủi ro nhất định về chất lượng nguồn cung cũng như tỷ giá.

Đồ thị 6: Lượng sữa bột sản xuất trong nước

Đơn vị: nghìn tấn sữa bột

Sản lượng sữa bột trong nước đã sụt giảm khá mạnh do ảnh hưởng của sự kiện Melamine, từ tháng 9 năm 2008



Nguồn: Tổng cục thống kê

Ngành có mức độ cạnh tranh cao. Hiện tại Việt Nam có khoảng 23 doanh nghiệp chế biến sữa, tiêu biểu như Vinamilk, Dutch Lady Vietnam, Nutifood, Hanoimilk, Mộc Châu... Sản phẩm được tập trung chính là sữa bột, sữa đặc, sữa nước và sữa chua. Trong đó Vinamilk và Dutch Lady Vietnam là hai công ty lớn nhất chiếm lần lượt khoảng 38% và 28% thị phần, phần còn lại thuộc về các công ty nhỏ hơn và sản phẩm sữa cao cấp nhập khẩu trực tiếp.

Nguồn nguyên liệu sữa trong nước còn thiếu. Theo số liệu của Cục chăn nuôi, Bộ NN&PTNT, năm 2007 cả nước có 98.659 con bò sữa với tổng sản lượng trên 234 ngàn tấn sữa. Tuy nhiên, do tốc độ nhu cầu phát triển sữa nhanh, sản lượng sữa tươi sản xuất trong nước năm 2007 chỉ đáp ứng được khoảng 27,2 % tổng nhu cầu sản xuất của các nhà máy chế biến sữa. Nguyên liệu sữa tươi trong nước chủ yếu do các công ty đầu ngành như Vinamilk và Dutch Lady thu mua.

Năm 2006, Việt Nam phải nhập khẩu khoảng 770 ngàn tấn sữa, bao gồm sữa bột nguyên liệu và sữa bột cao cấp. Lượng sữa bột nhập khẩu của Việt Nam chủ yếu từ Châu Âu, NewZeland, Đông Nam Á, Mỹ, Úc và Trung Quốc.

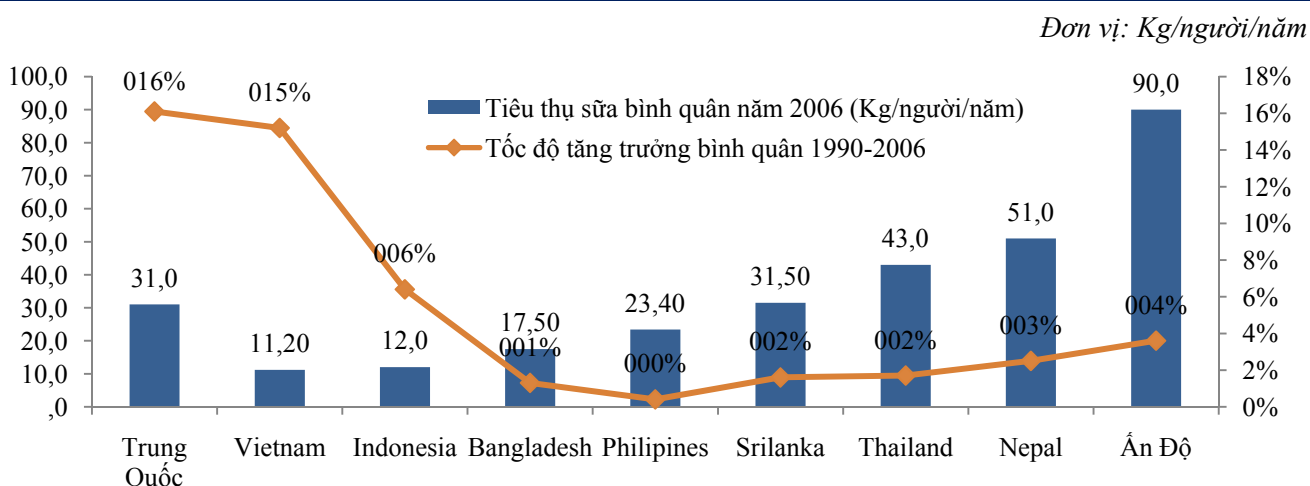
Chính phủ đã có chiến lược phát triển nguồn nguyên liệu sản xuất nhằm đáp ứng nhu cầu nội địa. Theo đó số lượng đàn bò sữa tăng bình quân 11%/năm, nâng sản lượng sữa bò tươi trong nước lên mức 380 ngàn tấn vào năm 2010 và 700 ngàn tấn vào năm 2015. Tuy nhiên trong dài hạn nguồn sữa trong nước cũng sẽ chưa đáp ứng được nhu cầu.

Thuế nhập khẩu giảm làm bình ổn giá nguồn cung nguyên liệu và thành phẩm nhập khẩu trên thị trường sữa

Thuế nhập khẩu sữa giảm. Theo cam kết gia nhập WTO, mức thuế nhập khẩu sữa bột cao cấp đến năm 2012 sẽ ở mức 25%, tuy nhiên hiện nay đã ở mức 15%, một số loại đã ở mức thuế khá thấp như sữa và kem chưa cô đặc là 5%, và sữa, kem đã pha thêm chất ngọt là 3-7%. Mức thuế nhập khẩu nguyên liệu sữa cũng tạm thời đã thấp hơn cam kết với WTO (hiện là 10% so với 18% cam kết với WTO). Do Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khoảng 73% nguyên liệu sữa bột, nên việc giảm thuế nhập khẩu hiện tại đang có lợi cho các công ty kinh doanh sản phẩm sữa dùng nguyên liệu nhập khẩu. Tuy nhiên hiện cũng đang có những ý kiến từ Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn đề nghị tăng thuế nhập khẩu để bảo vệ ngành chăn nuôi bò sữa trong nước.

Mức tiêu thụ các sản phẩm sữa bình quân đầu người hiện còn thấp

Mức tiêu thụ các sản phẩm sữa bình quân đầu người của Việt Nam còn thấp. Hiện tại Việt Nam nằm tại khu vực Đông Nam Á, được nhận định là vùng trung của thị trường sữa thế giới, có mức tiêu thụ bình quân 11,2 kg/người/năm (2006) , rất thấp khi so sánh với mức bình quân tại châu Á (62 kg/người/năm), Châu Âu (290 kg/người/năm) và thế giới (96 kg/người/năm).

Đồ Thị 7: Tiêu thụ sữa bình quân đầu người hiện tại và tốc độ tăng trưởng bình quân 1996-2006

Nguồn: APHCA 2007

Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa có mức tăng trưởng ổn định

Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam tăng trưởng ổn định.

Những năm gần đây, các sản phẩm sữa đã được người dân quan tâm sử dụng nhiều hơn, đặc biệt sữa bột và sữa nước. Hiện tại Việt Nam đang là quốc gia có tốc độ tăng trưởng ngành sữa cao thứ hai khu vực, bình quân 15,2% trong giai đoạn 1996-2006, khá sát với tốc độ tăng trưởng 16,1% của Trung Quốc. Nếu Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng ngành sữa bình quân 10% hàng năm đến năm 2020; thì mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người của Việt Nam sẽ đạt khoảng 31 kg/người/năm, tương đương với mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người năm 2006 của Trung Quốc.

Dự báo khả năng tăng trưởng của thị trường sữa Việt Nam 2009-2010. Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong giai đoạn 2008-2010 được dự báo sẽ đạt bình quân 5%; thêm vào đó tốc độ tăng dân số nhanh, tỷ lệ dân số thành thị tăng từ 20% năm 2003 lên 27% năm 2007 sẽ là yếu tố kích thích mạnh mẽ nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa. Theo dự báo của chúng tôi, thị trường sữa Việt Nam có khả năng duy trì mức tăng trưởng bình quân khoảng 8-10% hàng năm (về mặt khối lượng tiêu thụ) trong giai đoạn 2008-2010 và đạt quy mô trên 18.000 tỷ vào năm 2010.

Bảng 5: Dự báo phát triển ngành Sữa Việt Nam

Chỉ tiêu	Đơn vị	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Quy mô dân số Việt Nam	Triệu người	81	83	85	86	87	88	89	90
Tốc độ tăng trưởng	%	1,47%	2,74%	2,29%	1,04%	1,28%	1,27%	1,27%	1,27%
Tiêu thụ sữa trong nước	Ngàn tấn	544	649	848	927	1.006	1.107	1.195	1.315
Tốc độ tăng trưởng	%	21,3%	19,4%	30,6%	9,2%	8,6%	10,0%	8,0%	10,0%
Quy mô thị trường	Tỷ Đồng	7.499	8.956	11.700	12.781	13.876	15.263	16.484	18.133
GDP bình quân	USD/người/năm		550	639	709	824	951	1.097	1.241
Tiêu thụ sữa bình quân	kg/người/năm	6,7	7,8	10,0	10,8	11,6	12,6	13,4	14,6

Nguồn: APHCA 2007, BMI, Tổng cục thống kê, BVSC tổng hợp và dự báo ...

ĐỊNH GIÁ

Doanh thu của Vinamilk được dự báo tăng bình quân 12,84% năm trong giai đoạn 2009-2012 và giảm xuống còn 7,72% trong giai đoạn 2013-2017. Các tỉ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu được dự báo ở mức 68,44% trong năm 2009 và tăng dần về mức bình quân giai đoạn 2005-2008 là 72,94%, tổng chi phí bán hàng và chi phí quản lý ổn định ở mức 15,74% doanh thu. Các khoản tiền nhàn rỗi được giả định doanh nghiệp sẽ dùng để trả nợ làm giảm chi phí vốn vay của doanh nghiệp. Quy mô đầu tư tài chính được giả định sẽ không thay đổi.

<i>Mô hình định giá</i>	<i>Giá</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Bình quân gia quyền</i>
FCFE ($g = 7,8\%$, $COE_1 = 12\%$, $COE_2 = 11,88\%$)	108.000	35%	37.800
FCFF ($g = 7,8\%$, $WACC_1 = 12\%$, $WACC_2 = 11,83\%$)	102.000	35%	35.700
P/E	84.000	30%	25.200
Giá bình quân			98.700

COE_1 , $WACC_1$: Là tỷ lệ chiết khấu trong giai đoạn chưa ổn định

COE_2 , $WACC_2$: Là tỷ lệ chiết khấu trong giai đoạn ổn định

CÔNG TY SỮA THẾ GIỚI

Tên Công ty	Quốc gia	PE	PB	PS	ROA	ROE
PINAR SUT	Thổ Nhĩ kỳ	3,33	0,42	0,23	8,8035	12,8646
ROKKO BUTTER	Nhật Bản	4,17	0,88	0,2	-2,7918	-6,8665
WIMM-BILL-CLS	Nga	4,28	0,81	0,21	9,0931	20,7532
NAMYANG DAIRY	Hàn Quốc	5,57	0,52	0,4	7,9635	9,738
ALASKA MILK CORP	PHILIPPINES	5,57	0,98	0,41	10,8875	18,8678
MAEIL DAIRY INDU	Hàn Quốc	6,06	0,66	0,21	5,1328	10,9132
ULTRAJAYA MILK	INDONESIA	6,22	1,73	1,57	21,4682	32,4086
SACHSENMILCH AG	Đức	6,93	1,62	0,03	N.A.	N.A.
UNIBEL	Pháp	7,27	0,78	0,21	N.A.	N.A.
LOTTE SAMKANG	Hàn Quốc	8,06	0,62	0,47	4,4167	8,3263
BINGGRAE CO LTD	Hàn Quốc	8,13	1,3	0,63	12,8289	17,0444
DAIRY CREST GRP	Anh	10,16	1,08	0,2	2,8733	10,5609
VIET NAM DAIRY P	VIETNAM	11,09	3,05	1,67	22,012	28,1125
FROMAGERIES BEL	Pháp	11,11	0,84	0,33	3,3301	7,6692
BONGRAIN SA	Pháp	11,33	0,69	0,2	5,8398	17,2845
SNOW BRAND MILK	Nhật Bản	12,16	1,27	0,28	3,2111	10,5365
GLANBIA PLC	IRELAND	12,83	3,38	0,35	5,1159	28,396
AMERICAN DAIRY	Mỹ	13,41	2,72	1,39	11,192	24,5084
CENTRALE LAITIER	Ma rốc	13,42	3,87	1,37	19,5657	38,5956
ROBERT WISEMAN	Anh	13,55	1,9	0,36	7,2123	13,8343
GLAXOSMITHKLINE	Ấn Độ	13,67	3,98	2,02	19,2692	27,3617
EMMI AG-REG	Thụy Sĩ	14,1	0,81	0,22	2,5115	5,815
DUTCH LADY MILK	MALAYSIA	16,21	4,03	0,86	13,8456	25,7698
MLEKARA AD SUBOT	SERBIA	16,4	1,24	N.A.	5,5316	8,6191
WARRNAMBOOL						
CHEE	AUSTRALIA	18,7	1	0,21	2,3495	5,0381
MEIJI DAIRIES CO	Nhật Bản	19,37	0,85	0,18	1,6067	4,4294
BRIGHT DAIRY-A	Trung Quốc	28,2	2,46	0,72	5,2283	9,1328
IMLEK AD	SERBIA	32,5	1,11	N.A.	2,8404	4,0998
	Bình Quân	11,921429	1,5928571	0,5742308	8,1283615	15,146662

Nguồn: Bloomberg

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH						ĐVT	1.000.000đ
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009F	2010F	
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	5.659.290	6.662.920	6.675.030	8.379.616	9.491.286	10.728.347	
Các khoản giảm trừ doanh thu	20.506	43.821	26.838	171.581	82.329	93.060	
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	5.638.780	6.619.100	6.648.190	8.208.035	9.408.956	10.635.287	
Giá vốn hàng bán	4.379.800	5.012.630	4.835.770	5.609.084	6.495.574	7.503.110	
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.258.990	1.606.470	1.812.420	2.598.952	2.913.382	3.132.177	
Doanh thu hoạt động tài chính	55.373	74.254	257.865	264.840	118.794	118.486	
Chi phí tài chính	19.988	40.002	25.862	202.566	44.963	53.907	
<i>Chi phí lãi vay</i>	10.030	21.192	11.667	-	14.963	13.907	
Chi phí bán hàng	654.102	899.396	974.805	1.062.732	1.203.718	1.360.607	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	80.438	112.888	204.192	292.486	290.342	328.185	
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	559.833	628.438	865.427	1.306.006	1.493.153	1.507.965	
Thu nhập khác	45.112	109.014	120.492	138.155	139.690	136.440	
Chi phí khác	2.345	2.982	30.538	8.035	9.100	10.287	
Lợi nhuận khác	42.767	106.032	89.954	130.120	130.589	126.153	
Lợi nhuận hoặc lỗ trong Công ty liên kết							
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	602.600	734.470	955.381	1.362.177	1.568.456	1.603.811	
Chi phí thuế TNDN hiện hành	- 2.884	2.884	-	144.753	341.515	176.419	
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	- 8.017	- 10.780	- 12.412	- 12.692	
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	605.484	731.585	963.398	1.228.204	1.239.353	1.440.084	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	50	- 1.367	- 1.548	- 1.750	
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty Mẹ	605.484	731.585	963.348	1.229.570	1.240.901	1.441.833	
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đ/cp)	3.808	4.601	5.496	7.015	7.080	8.226	

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - VINAMILK

Tháng 2/2009

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	ĐVT				1.000.000đ							
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009F	2010F						
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,406,480	1,996,390	3,172,434	3,396,042	3,847,215	4,266,682						
Tiền và các khoản tương đương tiền	500,312	156,895	117,819	340,634	375,508	381,537						
Tiền	130,312	156,195	117,519	648	152,221	161,332						
Các khoản tương đương tiền	370,000	700	300	339,986	223,288	220,205						
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	22,800	306,730	654,485	559,117	559,117	559,117						
Đầu tư ngắn hạn	22,800	308,430	654,660	660,136	660,136	660,136						
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư ngắn hạn	-	-	1,700	-	101,019	-	101,019					
Phải thu ngắn hạn	748,600	511,623	654,720	646,385	732,137	861,382						
Phải thu khách hàng	382,596	393,898	505,234	530,149	600,480	712,576						
Trả trước cho người bán	76,804	83,172	79,847	75,461	85,471	96,611						
Phải thu nội bộ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-						
Các khoản phải thu khác	249,130	37,218	70,390	40,923	46,352	52,393						
Dự phòng các khoản phải thu khó đòi	-	2,364	-	2,665	-	167	-	198				
Hàng tồn kho	1,081,500	965,826	1,669,871	1,796,684	2,131,310	2,409,098						
Hàng tồn kho	1,081,501	980,367	1,681,500	1,810,988	2,146,153	2,425,875						
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	-	-	14,541	-	11,629	-	14,304	-	14,842	-	16,777	
Tài sản ngắn hạn khác	53,264	55,318	75,539	53,222	49,142	55,547						
Chi phí trả trước ngắn hạn	26,764	23	14,282	31,460	25,215	28,501						
Thuế GTGT được khấu trừ	2,692	7,253	33,401	19,196	21,021	23,760						
Thuế và các khoản phải thu nhà nước	23,808	24,403	23,808	-	-	-						
Tài sản ngắn hạn khác	42,434	988	4,048	2,566	2,907	3,286						
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,491,460	1,613,010	2,252,687	2,537,373	2,962,377	3,298,274						
Các khoản phải thu dài hạn	4,018	860	762	474	537	607						
Phải thu dài hạn của khách hàng	-	-	-	-	-	-						
Vốn kinh doanh ở đơn vị trực thuộc	-	-	-	-	-	-						
Phải thu nội bộ dài hạn	-	-	-	-	-	-						
Phải thu dài hạn khác	4,018	860	762	474	537	607						
Dự phòng phải thu dài hạn khó đòi (*)	-	-	-	-	-	-						
Tài sản cố định	757,373	1,071,980	1,646,966	1,942,920	2,336,655	2,667,038						
Tài sản cố định hữu hình	558,790	746,661	1,022,650	1,529,187	1,811,934	2,045,441						
- Nguyên giá	1,285,280	1,573,284	1,963,840	2,618,637	3,103,085	3,568,548						
- Giá trị hao mòn lũy kế	-	726,490	-	826,623	-	941,190	-	1,089,451	-	1,291,151	-	1,523,107
Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-	-	-						
- Nguyên giá	-	-	-	-	-	-						
- Giá trị hao mòn lũy kế	-	-	-	-	-	-						
Tài sản cố định vô hình	9,264	9,141	20,715	50,868	42,927	34,985						
- Nguyên giá	21,003	21,504	38,771	79,416	79,416	79,416						
- Giá trị hao mòn lũy kế	-	11,739	-	12,363	-	18,056	-	28,548	-	36,490	-	44,431
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	189,319	316,178	603,601	362,865	481,794	586,612						
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-						
- Nguyên giá	-	-	-	-	-	-						
- Giá trị hao mòn lũy kế	-	-	-	-	-	-						
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	609,960	422,772	401,018	378,647	405,539	405,539						
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	-	-						
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	15,605	131,571	-	23,702	23,702	23,702						
Đầu tư tài chính dài hạn khác	594,355	291,200	76,132	381,837	381,837	381,837						
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư dài hạn	-	-	324,886	-	26,892	-	-					
Lợi thế kinh doanh	-	-	-	-	-	-						
Tài sản dài hạn khác	120,108	117,401	203,941	215,331	219,646	225,090						
Chi phí trả trước dài hạn	117,224	117,401	195,613	195,512	187,692	180,184						
Tài sản thuế thu nhập hoãn lại	2,884	-	8,017	18,797	30,797	43,597						
Tài sản dài hạn khác	-	105	311	1,022	1,158	1,309						
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	3,897,940	3,609,400	5,425,121	5,933,415	6,809,592	7,564,956						

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009F	2010F
NGUỒN VỐN						
NỢ PHẢI TRẢ (300=310+320)	1,651,020	874,665	1,073,230	1,367,948	1,431,276	1,342,327
Nợ ngắn hạn	1,581,150	785,525	933,357	1,221,336	1,260,825	1,154,612
Vay và nợ ngắn hạn	12,263	17,883	9,963	188,222	212,968	135,423
Phải trả người bán	260,885	436,869	621,376	492,283	557,591	522,982
Người mua trả tiền trước	575	2,350	5,717	5,917	6,702	7,575
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	19,118	33,589	35,331	272,869	186,755	178,911
Phải trả công nhân viên	126,808	30,118	426	3,103	3,515	3,973
Chi phí phải trả	62,062	125,821	132,466	154,477	174,971	182,731
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-
Phải trả theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng	-	-	-	-	-	-
Các khoản phải trả, phải nộp khác	1,097,722	138,895	128,078	104,464	118,323	123,016
Dự phòng phải trả nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	69,872	89,140	139,873	146,612	170,451	187,715
Phải trả dài hạn cho người bán	59,462	41,236	81,002	93,612	106,031	119,851
Phải trả dài hạn nội bộ	-	2,700	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	10,410	42,345	-	-	-	-
Vay và nợ dài hạn	1,713	2,860	32,381	22,418	34,048	37,825
Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-	-
Dự phòng trợ cấp mất việc làm	1,713	2,860	26,490	30,582	30,372	30,039
Dự phòng phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
NGUỒN VỐN (400=410+430)	2,246,920	2,734,740	4,315,942	4,514,798	5,326,984	6,171,906
Nguồn vốn chủ sở hữu	2,154,586	2,669,912	4,224,320	4,420,655	5,240,121	6,070,977
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	1,590,000	1,590,000	1,752,760	1,752,757	1,752,757	1,752,757
Thặng dư vốn cổ phần	54,217	54,217	1,064,950	1,064,948	1,064,948	1,064,948
Vốn khác của chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-
Cổ phiếu quỹ (*)	-	-	-	-	-	-
Chênh đánh giá lại tài sản	-	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-	-	-
Quỹ đầu tư phát triển	169,895	683,456	744,540	867,642	867,642	867,642
Quỹ Dự phòng tài chính	-	-	136,313	175,276	175,276	175,276
Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	340,474	342,239	525,757	560,032	1,379,499	2,210,355
Nguồn vốn đầu tư XDCB	-	-	-	-	-	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	92,332	64,826	91,622	94,143	86,863	100,928
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	92,206	64,826	91,622	94,143	86,863	100,928
Nguồn kinh phí	126	-	-	-	211	-
Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ	-	-	-	-	-	-
LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	-	-	35,949	50,669	51,332	50,723
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	3,897,940	3,609,400	5,425,121	5,933,415	6,809,592	7,564,956

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: 84-4-3928 8080

Fax: 84-4-3928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP

Hồ Chí Minh

Tel: 84-8-3821 8564

Fax: 84-8-3914 7477

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH**PHỤ TRÁCH PHÒNG PHÂN TÍCH****Nguyễn Lương Tân**tannguyen@bvsc.com.vn**Vũ Thị Thanh Quyên**quyenvtt@bvsc.com.vn**Nguyễn Thị Quỳnh Dung**dungntq@bvsc.com.vn**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH****Nguyễn Hải Dương**duongnh@bvsc.com.vn**Nguyễn Quang Minh**minhng@bvsc.com.vn**Trần Thăng Long**longtt@bvsc.com.vn**Lê Chí Thành**thanhlc@bvsc.com.vn**Vũ Phương Nga**ngavp@bvsc.com.vn**Nguyễn Tuấn Anh**anhnt@bvsc.com.vn**Nguyễn Phi Hùng**hungnp@bvsc.com.vn**Hoàng Hồ Phú**phuhh@bvsc.com.vn**Lưu Phương Mai**mailp@bvsc.com.vn**Vũ Thị Mai**maivt@bvsc.com.vn**Lê Văn Lương**Luonglv@bvsc.com.vn**Nguyễn Đức Thi**thind@bvsc.com.vn