

27/11/2008

Tăng trưởng cao, ổn định ... Mức giá hấp dẫn ...

Vinamilk là một trong những doanh nghiệp có tỷ lệ tăng trưởng ổn định, ít rủi ro và hấp dẫn nhất trên thị trường niêm yết tại Việt Nam. Trong tình hình thị trường ngày càng có nhiều biến động và nền kinh tế toàn cầu đang gặp nhiều bất ổn, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua cổ phiếu của một doanh nghiệp có mức tăng trưởng lợi nhuận 15%/năm và PE 2009 9x như VNM.

Tính thanh khoản cao ... dòng tiền ổn định ... khả năng tài trợ vốn từ dòng tiền của doanh nghiệp ...

Khác hẳn với nhiều công ty đang gặp khó khăn do thiếu hụt vốn hoặc có nhiều khoản đầu tư tài chính và bất động sản, Vinamilk có tài sản vững mạnh và tính thanh khoản cao. Khả năng tài trợ vốn cho các dự án đầu tư bằng chính dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty là một đặc tính quan trọng phản ánh mức độ rủi ro thấp khi đầu tư vào cổ phiếu này.

Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận xuất phát từ một trong những tài sản quý báu nhất của công ty: mạng lưới phân phối

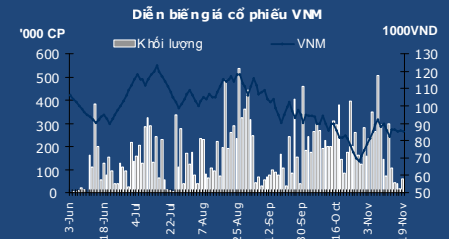
Chúng tôi nhận thấy còn rất nhiều giá trị tiềm ẩn và khả năng phát triển hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp từ mạng lưới phân phối rộng khắp của công ty. Khả năng tìm kiếm kênh phân phối cho các sản phẩm mới cũng như thiết lập quan hệ đối tác với các đơn vị khác để tìm cách tiếp cận thị trường của Vinamilk là cơ sở để chúng tôi đưa ra các số liệu lạc quan trong ba năm tới.

Việc nhà đầu tư nước ngoài bán cổ phiếu VNM gần đây đã mở ra một cơ hội hấp dẫn để mua cổ phiếu này

Việc nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu bán cổ phiếu VNM kể từ giữa năm 2008 chỉ là một động thái phản ứng trước các sự kiện xảy ra ở nước ngoài. Khả năng tăng trưởng và những nhận định tốt về Vinamilk vẫn không hề thay đổi.

Hiện nay, với số cổ phiếu có giá trị tương đương 13 triệu USD còn nằm trong hạn mức sở hữu dành cho nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi nghĩ rằng VNM là một trong những cổ phiếu rất đáng được mua vào.

Chúng tôi tin rằng diễn biến giá tốt hơn nhưng khá khiêm tốn của VNM so với VN-Index trong ba tháng qua sẽ còn kéo dài sang cuối năm 2009 do mức chi tiêu cho các mặt hàng khác trên các thị trường trên toàn cầu vẫn tiếp tục giảm gần như đồng loạt.


www.vinamilk.com.vn


USD/VND =	16.965
Theo tỷ giá của ngân hàng Vietcombank ngày:	26/11/2008
Giá gần đây nhất (25/11/2008)	76.500 đ
	4,5 USD
Giá cao/thấp 52 tuần	174.000/68.000 đ
	USD 10,2/4,0

Mã CK/Sàn giao dịch	VNM/HOSE
EPS ước tính (VND/USD)	
2008:	7.198/0,43
Tỷ lệ tăng trưởng (% so với năm trước)	31%
2009:	8.818/0,53
Tỷ lệ tăng trưởng (% so với năm trước)	23%
P/E hiện tại	10,3x
P/B hiện tại	2,6x
Cổ tức (VND)/Hệ số sinh lời cổ tức	1.900/2,4%
Giá trị vốn hóa	789 triệu USD
Số cổ phần lưu hành	175.275.670
Tỷ lệ sở hữu cổ phần	
Nhà nước	47,6%
Trong nước	7,9%
Nước ngoài	44,5%

Vinamilk là công ty sản xuất và phân phối các sản phẩm sữa hàng đầu của Việt Nam, với doanh số từ sữa đặc chiếm tỷ trọng cao. Công ty hiện đang phát triển thêm các dòng sản phẩm mới gồm bia và cà phê.

Chuyên viên phân tích	Nguyễn Duy Quang
	Nguyễn Thảo Quý nh
	Trần Thị Hồng Nhung

CÁC SỐ LIỆU TÀI CHÍNH NỔI BẬT

Báo cáo KQHĐKD (Tỉ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Doanh thu	5,639	6,246	6,648	7,744	8,905	10,330
Giá vốn hàng bán	4,380	4,678	4,836	5,188	5,966	6,921
Chi phí quản lý và bán hàng	735	972	1,179	1,084	1,247	1,446
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao	690	785	1,110	1,888	2,171	2,546
Khấu hao	78	101	131	150	151	162
Thu nhập trước thuế và lãi vay	613	684	979	1,738	2,020	2,385
Chi phí lãi vay	10	21	23	271	223	207
Lợi nhuận trước thuế	603	663	955	1,467	1,797	2,178
Thuế	-3	3	-8	205	449	544
Lợi nhuận sau thuế	605	660	963	1,262	1,348	1,633
Bảng cân đối tài sản (Tỉ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Tiền mặt	500	157	118	484	562	725
Đầu tư ngắn hạn	23	307	654	753	866	995
Các khoản phải thu	706	512	655	849	976	1,132
Hàng tồn kho	1,082	966	1,670	1,848	2,125	2,465
Tài sản ngắn hạn khác	96	55	76	87	100	115
Tài sản cố định hữu hình	559	747	1,023	1,030	881	1,040
Tài sản cố định vô hình	9	9	21	60	58	56
Dòng tiền (Tỉ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Lợi nhuận sau thuế	605	660	963	1,262	1,348	1,633
Khấu hao	97	197	124	143	149	160
Chi phí lãi vay sau thuế	10	21	23	233	167	155
Thay đổi vốn lưu động	80	(400)	(680)	(442)	(75)	(295)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	792	478	430	1,196	1,589	1,653
Chi phí đầu tư thuần	(245)	(533)	(391)	(159)	0	(318)
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	547	(55)	40	1,037	1,589	1,335
Các hệ số	2005	2006	2007	2008E	2009E	nh 2010
Tăng trưởng doanh thu	49%	11%	6%	16%	15%	16%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế, lãi vay và KH	24%	14%	41%	70%	15%	17%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế, lãi vay	31%	12%	43%	78%	16%	18%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế	31%	10%	44%	54%	23%	21%
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và KH/Doanh thu	12%	13%	17%	24%	24%	25%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu	-19%	-1%	1%	2%	-7%	-8%
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	30%	26%	27%	27%	25%	25%
Lợi nhuận trên tổng tài sản	16%	18%	18%	19%	19%	19%
Thu nhập trên một cổ phiếu	3,808	4,150	5,497	7,198	7,690	9,319
Giá trị sổ sách/cổ phần	14,132	17,223	24,624	28,822	33,512	39,831
Dòng tiền/cổ phần	3,147	536	263	2,353	2,798	3,718

GIỚI THIỆU CÔNG TY:

Vinamilk được thành lập vào năm 1976, cổ phần hóa vào năm 2003 và hiện là công ty sản xuất sữa và các sản phẩm sữa hàng đầu tại Việt Nam, chiếm gần 39% thị phần trên cả nước. Các sản phẩm chính của Vinamilk là sữa bột, sữa đặc, sữa tươi, sữa chua, cà phê, kem và nước ép trái cây. Vinamilk niêm yết cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HOSE) vào cuối năm 2005, và hiện là một trong những công ty có giá trị vốn hóa lớn nhất trên thị trường, chiếm 7% tổng giá trị vốn hóa thị trường.

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH SỮA VIỆT NAM

Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục phát triển với mức tăng trưởng GDP năm 2007 rất cao, đạt 8,5% và dự đoán sẽ đạt 6,4% trong năm 2008. Tỷ lệ tăng trưởng này cao hơn nhiều so với tỷ lệ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2001-2005 và là một trong những tỷ lệ tăng trưởng cao nhất thế giới vào thời điểm đó. GDP tính trên đầu người của Việt Nam năm 2007 là 835USD, tăng 103 USD so với năm 2006 và dự kiến sẽ đạt 889 USD vào năm 2008.

Ngoài ra, với thu nhập ngày càng tăng, người tiêu dùng có xu hướng mua các sản phẩm tốt cho sức khỏe hơn như sữa. Xu hướng tiêu thụ sữa ngày càng tăng đã giúp ngành công nghiệp sữa phát triển mạnh trong những năm gần đây. Theo số liệu từ Bộ Công nghiệp và Thương mại, sản lượng sữa tiêu thụ bình quân của một người Việt Nam hiện nay là 8 lít/người/năm và có thể sẽ tăng đến 10 lít vào năm 2010. Đây là những con số khá khiêm tốn so với mức tiêu thụ sữa của người Nhật 44 lít/năm, Singapore 33 lít/năm và Thái Lan 15 lít/năm. Vì vậy ngành công nghiệp chế biến sữa được dự đoán sẽ phát triển mạnh trong tương lai. Đặc biệt, các phân ngành có mức tăng trưởng vượt trội là sữa tươi (20%), sữa chua (15%), sữa bột (10%) và kem (10%). Ngoài ra, chính phủ còn có kế hoạch đầu tư vào các trang trại nuôi bò sữa và công nghệ chế biến sữa để tăng sản lượng sữa tươi trong nước và giảm lệ thuộc vào sữa bột nhập khẩu.

CÁC DÒNG SẢN PHẨM CHÍNH

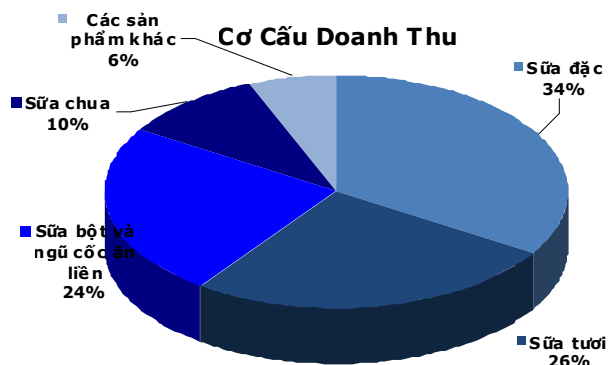
Chiến lược của Vinamilk là không ngừng đưa vào thị trường các sản phẩm mới thông qua bộ phận nghiên cứu và phát triển đầu ngành của công ty để dần dần phát triển các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao và chào bán nhiều loại sản phẩm đa dạng, đáp ứng được nhu cầu của nhiều thành phần khách hàng khác nhau trong ngành sữa. Hiện tại, các sản phẩm của Vinamilk gồm:

Doanh thu của Vinamilk tính theo dòng sản phẩm (2007)

Dòng sản phẩm	Thị phần	% doanh thu (bình quân)	Tỷ lệ tăng trưởng (2007)
Sữa đặc	79%	34%	38%
Sữa tươi	35%	26%	18%
Sữa bột, ngũ cốc ăn liền	14%	24%	-21%*
Sữa chua Uống:	24%	10%	10%
Ăn:	96%		
Sản phẩm khác		6%	

* Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) 2004-2007: 16%

Nguồn: Báo cáo thường niên 2007 của Vinamilk



Sữa đặc (chiếm 34% doanh thu)



Sữa đặc là dòng sản phẩm chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu trong nước của công ty. Năm 2007, dòng sản phẩm này đạt tỷ lệ tăng trưởng 38% và chiếm 79% thị phần, phục vụ chủ yếu phân khúc thị trường bình dân và có sức cầu lệ thuộc chủ yếu vào sự gia tăng dân số. Người tiêu dùng chủ yếu sử dụng sữa này để làm chất tạo ngọt, uống cà phê hoặc pha cocktail trái cây. Tại những vùng nông thôn và vùng có phần lớn dân cư có thu nhập thấp, người tiêu dùng chủ yếu dùng sữa này để uống. Hầu hết người tiêu dùng đều quá quen thuộc với nhãn hiệu sữa "Ông Thọ" và "Ngôi sao Phương Nam". Dutch Lady là đối thủ cạnh tranh chính nhưng hiện vẫn chưa đánh bại được Vinamilk trên thị trường sữa đặc.

Sữa tươi (chiếm 26% doanh thu)



Năm 2007, sữa tươi đạt mức tăng trưởng 18%, chiếm khoảng 26% tổng doanh thu của công ty và có tỷ trọng đóng góp cao thứ nhì vào doanh thu so với tất cả các dòng sản phẩm của công ty. Sữa tươi Vinamilk chiếm 35% thị phần. Đây là dòng sản phẩm có tính đa dạng cao với nhiều nhãn hiệu. Tuy nhiên, Vinamilk đã phải nhường lại vị trí dẫn đầu trên phân khúc thị trường này cho Dutch Lady vì công ty này có mối quan hệ công chúng mạnh hơn và chiến lược marketing tốt hơn.

Sữa bột và ngũ cốc ăn liền (chiếm 24% doanh thu)



Sữa bột chiếm 24% doanh thu năm 2007 của Vinamilk. Vinamilk (cùng với Abbott và Dutch Lady) là một trong ba công ty dẫn đầu thị trường Việt Nam về doanh số sữa bột, trong đó Vinamilk chiếm 14% thị phần. Vinamilk chào bán sữa bột và ngũ cốc ăn liền dành cho trẻ nhỏ, phụ nữ mang thai và người lớn tuổi. Các nhãn hàng nổi tiếng gồm Dielac, Dielac Mamma, Dielac Alpha, Dielac Sure, Ridielac, Ri-advance ... Đối với dòng sản phẩm này, Vinamilk tập trung vào các thị trường cấp trung và Dutch Lady là đối thủ cạnh tranh sát cánh với Vinamilk với các sản phẩm Dutch Lady 123 và Dutch Lady 456. Trong khi đó, Abbott lại tập trung chủ yếu vào thị trường cấp cao. Bất chấp sự cạnh tranh gay gắt đang diễn ra trong ngành sữa, doanh thu từ sữa bột của Vinamilk trong năm 2006 vẫn tăng đáng kể so với năm 2005. Tuy nhiên doanh thu năm 2007 đã giảm 21% do doanh thu từ xuất khẩu, chủ yếu sang Iraq, giảm mặc dù đã hồi phục vào năm 2008.



Sữa chua (chiếm 10% doanh thu)

Sữa chua uống Vinamilk chiếm 26% thị phần và sữa chua ăn chiếm 96% thị phần. Năm 2007, dòng sản phẩm này đạt mức tăng trưởng 10% so với năm 2006.

Các sản phẩm khác (chiếm dưới 2% doanh thu)

Nhóm sản phẩm này bao gồm nhiều sản phẩm khác nhau như kem, phô mai, bánh flan, sữa đậu nành, nước ép trái cây, nước tinh khiết và trà. Cà phê là sản phẩm mới nhất của Vinamilk, với các nhãn hiệu như Moment Coffee, True Coffee và Kolac. Chỉ sau một năm có mặt trên thị trường, các sản phẩm cà phê của Vinamilk đã đạt mức tăng trưởng đáng kinh ngạc 205% vào năm 2006 và chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng này sẽ đạt trên 100% vào năm 2007. Nhãn hiệu cà phê Moment của Vinamilk đã nhanh chóng tìm được chỗ đứng trên thị trường và được nhiều khách hàng ưa chuộng. Do cà phê vẫn còn trong giai đoạn phát triển thí điểm nên chỉ chiếm 1% trong tổng doanh thu của công ty.

Bia (được tính vào thu nhập tài chính)

Mới đây, Vinamilk đã thành lập liên doanh với SAB Miller (công ty sản xuất bia lớn thứ nhì thế giới về sản lượng bia) để sản xuất bia Zorok với tổng vốn đầu tư 27 triệu USD. Vinamilk đã góp khoảng 50% vốn trong liên doanh này. Hiện nay, bia là một loại thức uống rất phổ biến tại Việt Nam, được minh chứng qua sản lượng bia sản xuất và tiêu thụ ngày càng tăng trong vài năm qua. Lượng bia sản xuất trong nước năm 2003 là 1,3 tỷ lít, tăng lên 1,4 tỷ lít trong năm 2004 và có thể sẽ đạt 2,5 tỷ lít vào năm 2010. Tuy nhiên, lượng bia tiêu thụ bình quân tính trên đầu người tại Việt Nam vẫn còn thấp so với các nước khác trong khu vực. Bia Zorok được đưa ra thị trường vào đầu năm 2007 và đã nhanh chóng thu hút sự chú ý của khách hàng.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Nguyên liệu

Vinamilk có hai nguồn cung cấp nguyên liệu chính là sữa tươi mua từ nông dân trong nước và bột sữa nhập khẩu. Hiện nay, lượng sữa do nông dân cung cấp có thể đáp ứng khoảng 25% nhu cầu sữa tươi của công ty. Năm 2007, bình quân mỗi ngày công ty mua của nông dân 260 tấn sữa tươi, tương đương 40% tổng sản lượng sữa tươi của cả nước. Để đảm bảo tính ổn định và chất lượng của nguồn cung sữa này, Vinamilk thường xuyên hỗ trợ các nông dân cải tiến kỹ thuật và phát triển đàn bò sữa của họ. Còn đối với sản phẩm sữa bột, công ty chủ yếu nhập nguyên liệu bột sữa từ New Zealand và Úc.

Do sức tiêu thụ sữa tươi ngày càng tăng và sức tiêu thụ sữa bột giảm do thu nhập người dân ngày càng tăng nên Vinamilk đang giảm bớt tỷ lệ nguyên liệu bột sữa nhập khẩu và tăng cường các nguồn cung cấp sữa tươi. Tuy nhiên, đợt tăng giá nguyên liệu lên 20%-30% mới đây đã ảnh hưởng bất lợi đến sản xuất và khả năng sinh lợi của nhiều công ty sữa trong nước, trong đó có Vinamilk. Vì vậy, Vinamilk hiện đang trong quá trình xây dựng các trại nuôi bò sữa phục vụ riêng cho công ty và đã đầu tư khoảng 11 tỷ đồng (0,7 triệu USD) vào cuối năm 2006 để xây dựng 60 bồn chứa sữa và các máy xử lý sữa công đoạn đầu và bảo quản sữa.

Các nguồn cung cấp nguyên liệu chính cho Vinamilk

Nguyên liệu	Ghi chú
Bột sữa các loại	100% nguyên liệu nhập khẩu
Sữa tươi	100% nguyên liệu trong nước
Đường	Chủ yếu dùng sản phẩm trong nước
Hộp thiếc các loại	Chủ yếu dùng sản phẩm trong nước

Nguồn: Bản cáo bạch Vinamilk

Quy trình sản xuất

Các nhà máy chế biến sữa hiện đại, có qui mô lớn của Vinamilk sản xuất 100% sản phẩm cho công ty do Vinamilk không đưa sản phẩm gia công bên ngoài (ngoại trừ nước uống đóng chai). Hầu hết các máy móc thiết bị đều được nhập từ châu Âu. Vinamilk sở hữu một mạng lưới nhà máy rộng lớn tại Việt Nam. Các nhà máy này thường hoạt động 60-70% công suất trong gần suốt cả năm, ngoại trừ vào mùa khô từ tháng 6 đến tháng 8, nhà máy mới hoạt động 80-90% công suất.

- **Dây chuyền sản xuất sữa đặc có đường:** Công suất 307 triệu lon/năm.
- **Dây chuyền sản xuất sữa tươi tiệt trùng, sữa chua uống, và nước ép trái cây:** công suất 237 triệu lít/năm. Vinamilk đang có kế hoạch đầu tư thêm các máy rót để linh động hơn trong sản xuất.
- **Dây chuyền sản xuất sữa chua:** Công suất khoảng 56 triệu lít/năm. Vinamilk đang có kế hoạch nâng cấp các dây chuyền sản xuất sữa chua tại các nhà máy tại Cần Thơ, TP Hồ Chí Minh, Nghệ An và Bình Định.
- **Dây chuyền sản xuất sữa bột:** Công suất khoảng 19.000 tấn/năm.
- **Nhà máy sản xuất cà phê:** Mỗi năm sản xuất khoảng 1.500 tấn cà phê uống liền và 2.500 tấn cà phê rang nguyên hạt. Vinamilk đang có kế hoạch đầu tư nâng sản lượng của nhà máy lên thêm 568.047/tấn/năm.
- **Nhà máy sản xuất bia:** Công suất khởi điểm 50 triệu lít/năm và về sau sẽ tăng đến 100 triệu lít/năm. (Nguồn: Bộ phận nghiên cứu & phân tích TVS)

Chi phí đầu tư

Chi phí đầu tư năm 2008 sẽ vào khoảng 600 tỷ đồng (36 triệu USD) trong khi chi phí đầu tư năm 2007 và 2006 là 744 tỷ đồng (44,6 triệu USD) và 610 tỷ đồng (36,5 triệu USD). Tổng chi phí đầu tư năm 2008 gồm 325,6 tỷ đồng cho các dự án đầu mới, 243,9 tỷ đồng từ các dự án đầu tư đang tiến triển, và 30,5 tỷ đồng dành cho chi phí sửa chữa bảo trì định kỳ hàng năm.

Các công ty liên doanh và chi nhánh

Vinamilk sở hữu 100% vốn của công ty TNHH một thành viên Bò sữa Việt Nam với vốn điều lệ 100 tỷ đồng (6 triệu USD), chuyên lai giống và chăn nuôi bò sữa. Công ty này có 1.400 con bò sữa, đáp ứng gần 5% sữa tươi nguyên liệu đầu vào cho Vinamilk.

Vinamilk góp 55% vốn vào Công ty cổ phần sữa Lam Sơn, chuyên sản xuất và mua bán sữa hộp, sữa bột, bột dinh dưỡng, nước giải khát cũng như lai giống và chăn nuôi gia súc. CTCP sữa Lam Sơn có kế hoạch phát triển đàn bò sữa 4.000 con. Vinamilk đã góp 50% vốn trong liên doanh với công ty SAB Miller với vốn đầu tư 217 triệu đồng (13,5 triệu USD) để sản xuất và phân phối bia.

LỢI THẾ CẠNH TRANH

Các lợi thế cạnh tranh của Vinamilk so với các đối thủ khác gồm nhãn hiệu quen thuộc và sản phẩm đa dạng, đáp ứng được các nhu cầu của nhiều thành phần khách hàng khác nhau. Những lý do khác góp phần vào sự thành công của Vinamilk là mạng lưới phân phối rộng khắp, chiến lược marketing hiệu quả, và công nghệ sản xuất hiện đại.

Mạng lưới phân phối rộng khắp trên toàn quốc

Mạng lưới phân phối của Vinamilk là một lợi thế cạnh tranh có thể mạnh hơn hẳn các đối thủ khác trên thị trường Việt Nam. Vinamilk sở hữu một hệ thống phân phối sỉ gồm 220 nhà phân phối độc lập có mặt tại 64 tỉnh thành trên toàn quốc. Các đơn vị phân phối này phục vụ hơn 140.000 điểm bán lẻ trên toàn quốc. Công ty còn bán hàng trực tiếp đến các siêu thị, văn phòng, nhà máy và tại các điểm tư vấn dinh dưỡng của công ty. Để hỗ trợ mạng lưới phân phối của mình, Vinamilk đã mở 14 phòng trưng bày sản phẩm tại các thành phố lớn như Hà Nội, Đà Nẵng, TP Hồ Chí Minh và Cần Thơ.

Vinamilk có kế hoạch mở thêm các chiến dịch marketing đồng thời phát triển thêm các điểm bán lẻ để tăng doanh thu. Bên cạnh mạng lưới phân phối trong nước, công ty còn có các nhà phân phối chính thức tại Hoa Kỳ, châu Âu, Úc và Thái Lan. Vinamilk cũng sẽ sớm thiết lập mạng lưới phân phối tại Campuchia và các nước láng giềng khác.

Nhãn hiệu uy tín

Qua hơn 30 năm hoạt động và phát triển, các sản phẩm của công ty như sữa Ông Thọ, Ngôi sao Phương Nam, Dielac, sữa chua Vinamilk và các sản phẩm khác đã trở thành những nhãn hiệu quá quen thuộc trên thị trường nội địa. Nhờ sản xuất sản phẩm chất lượng cao và bán với mức giá hợp lý nên Vinamilk có thể thu hút mọi thành phần khách hàng Việt Nam ở mọi lứa tuổi. Năm 2007, một lần nữa Vinamilk được bình chọn vào danh sách 100 nhãn hiệu hàng đầu của Việt Nam.

Sản phẩm đa dạng

Vinamilk đã đưa ra thị trường Việt Nam hơn 200 nhãn hiệu sữa và sản phẩm sữa, đáp ứng các nhu cầu khác nhau của người tiêu dùng từ trẻ sơ sinh cho đến người trưởng thành. Ngoài ra, sự hiện diện của công ty trên nhiều phân khúc thị trường giúp công ty có cơ hội bán đồng thời sản phẩm mới và sản phẩm đã được đưa ra thị trường trước đây. Vinamilk hiện đang phát triển thêm các dòng sản phẩm mới gồm cà phê, nước uống đóng chai và bia.

Chiến lược marketing hiệu quả

Vinamilk có chiến lược marketing trải rộng. Công ty quảng cáo sản phẩm của mình trên các phương tiện truyền thông và thông qua các hoạt động cộng đồng như tài trợ các chương trình trò chơi giải trí trên truyền hình, tặng học bổng cho các học sinh giỏi và tài trợ các chương trình truyền hình vì lợi ích của cộng đồng và người nghèo. Bên cạnh các hoạt động marketing nêu trên, Vinamilk còn cung cấp dịch vụ tư vấn dinh dưỡng tại các trung tâm dinh dưỡng của công ty. Các trung tâm tư vấn này vừa hoạt động có thu phí vừa gián tiếp đưa sản phẩm của công ty ra thị trường.

Đối thủ cạnh tranh

Nhìn chung, Dutch Lady là đối thủ cạnh tranh đáng gờm nhất của Vinamilk. Thế mạnh của Dutch Lady là quan hệ công chúng và marketing. Tuy nhiên, Vinamilk lại có mạng lưới phân phối rộng khắp và các nhãn hiệu quá quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam. Dutch Lady là đối thủ cạnh tranh chính trên phân khúc thị trường sữa tươi. Còn đối với sữa chua ăn và sữa chua uống, đối thủ cạnh tranh chính của Vinamilk là Dutch Lady và Nestlé. Đối với sữa bột, đối thủ cạnh tranh chính là Abbott, Mead Johnson và Dutch Lady.

Dòng sản phẩm	Đối thủ cạnh tranh chính
Sữa đặc	Dutch Lady, Nestle
Sữa tươi và sữa chua uống	Dutch Lady, Nutifood, Hanoi Milk, Lothamilk, Anlene
Sữa bột	Abbott, Mead Johnson, Enfa, Dutch Lady, Nutifood, Anlene
Sữa chua ăn	Dutch Lady, Nestle
Cà phê	Nestle, Trung Nguyên

ĐỘI NGŨ QUẢN LÝ

Vinamilk có đội ngũ quản lý hùng mạnh và đầy tham vọng đã gắn bó với công ty từ khi Vinamilk còn là doanh nghiệp 100% vốn nhà nước. Nhờ sự dẫn dắt của đội ngũ quản lý này, Vinamilk đã đạt được nhiều thành công như lọt vào danh sách một trong 10 công ty đạt giải hàng Việt Nam chất lượng cao liên tục từ năm 1995 đến 2007, đạt giải thưởng Công nghệ Sáng tạo của Tổ chức Sở hữu Trí tuệ Thế giới năm 2000 và 2004 cũng như nhiều giải thưởng khác của chính phủ Việt Nam.

PHÂN TÍCH BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Báo cáo KQHĐKD (Tỷ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Doanh thu	5,639	6,246	6,648	7,744	8,905	10,330
% Tăng trưởng	49%	11%	6%	16.5%	15%	16%
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và KH	690	785	1,110	1,888	2,171	2,546
Khấu hao	78	101	131	150	151	162
Thu nhập trước thuế và lãi vay	613	684	979	1,738	2,020	2,385
% Tăng trưởng	31%	12%	43%	78%	16%	18%
Chi phí lãi vay	10	21	23	271	223	207
Lợi nhuận trước thuế	603	663	955	1,467	1,797	2,178
% Tăng trưởng	31%	10%	44%	54%	23%	21%
Thuế	-3	3	-8	205	449	544
Lợi nhuận sau thuế	605	660	963	1,262	1,348	1,633
% Tăng trưởng	31%	9%	46%	31%	7%	21%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	159.0	159.0	175.3	175.3	175.3	175.3
Thu nhập trên một cổ phần	3,808	4,150	5,497	7,198	7,690	9,319
% Tăng trưởng	30%	9%	32%	31%	7%	21%

Kết quả hoạt động kinh doanh trong 9 tháng đầu năm 2008.

Trong 9 tháng đầu năm 2008, Vinamilk đạt 6.000 tỷ đồng doanh thu và 1.023 tỷ đồng lợi nhuận, tăng 23% và 35% so với cùng kỳ năm ngoái, hoàn thành 74,5% và 90% kế hoạch năm 2008. Sự tăng trưởng vượt trội này chủ yếu là nhờ công ty tăng giá bán và giảm chi phí đầu vào, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu tăng 31% (so với 27% của cùng kỳ năm ngoái).

Dự đoán mức tăng trưởng doanh thu

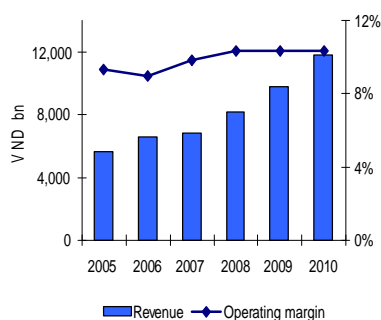
Song song với số liệu ước tính của ban lãnh đạo công ty, chúng tôi dự đoán tỷ lệ tăng trưởng doanh thu kép hàng năm trong 5 năm tới (2008-2012) của Vinamilk sẽ là 15%. Tỷ lệ tăng trưởng này được hỗ trợ bởi thu nhập khả dụng của người Việt Nam tăng, dân số tại các trung tâm thành thị tăng, nỗ lực tăng cường hoạt động marketing của công ty, tăng giá bán, số lượng các điểm bán lẻ tăng và bán hàng trực tiếp đến các siêu thị.

So sánh doanh thu từ xuất khẩu và bán hàng trong nước

Năm 2006 và 2007, doanh thu bán hàng trong nước của Vinamilk chiếm 75% và 90% tổng doanh thu, và 6 tháng đầu năm 2008 chiếm 84% tổng doanh thu. Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu bán hàng trong nước đạt 35% trong khi tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu từ xuất khẩu là 26%. Do Vinamilk lệ thuộc rất ít vào xuất khẩu tại thời điểm này nên công ty có nhiều thuận lợi hơn so với các công ty hoạt động trong các ngành nghiêng về xuất khẩu nhiều hơn.

Tỷ suất lợi nhuận tăng

Dự ước, tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu của Vinamilk sẽ tăng từ 27% trong năm 2007 lên 33% trong năm 2008 và 2009. Các động lực chính giúp làm tăng tỷ suất lợi nhuận là (1) giá vốn hàng bán giảm nhờ công ty đầu tư vào các trại bò sữa, (2) tăng giá bán, (3) tăng tính hiệu quả kinh tế nhờ qui mô sản xuất (giá đơn vị sản phẩm thấp hơn), và (4) tái cơ cấu sản phẩm. Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động được dự đoán cũng sẽ tăng đáng kể, từ 9% trong năm 2006 lên 19% trong năm 2009, chủ yếu là nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tăng và tỷ trọng chi phí bán hàng trong doanh thu (đạt 11% trong 6 tháng đầu năm 2008) giảm. Cuối cùng, dự ước tỷ suất lợi nhuận ròng trước thuế sẽ tăng từ 11% lên 18% và sau đó sẽ đứng ở mức này hoặc cao hơn trong tương lai. Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động sẽ là động lực giúp làm tăng các tỷ lệ nêu trên. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận sau thuế sẽ giảm do Vinamilk không còn được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2008. Thuế được miễn trong 4 năm qua là do Vinamilk niêm yết cổ phiếu vào năm 2003 và các doanh nghiệp niêm yết sẽ được miễn thuế thu nhập trong 4 năm. Vinamilk phải đóng 14% thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2008 và sẽ đóng toàn bộ thuế thu nhập theo qui định (25%) kể từ năm 2009.



Thu nhập từ lãi suất tiền gửi, chi phí lãi vay và thu nhập tài chính

Lãi suất tiền gửi tăng cao trong năm 2008 đã giúp làm tăng thu nhập từ lãi suất tiền gửi của Vinamilk. Năm 2007, thu nhập từ lãi suất tiền gửi cộng với thu nhập cổ tức và các nguồn thu nhập có liên quan khác đạt 97 tỷ đồng (5,8 triệu USD). Cuối quý 01/2007, công ty đã thu về 150 tỷ đồng (9,1 triệu USD) từ việc bán bớt cổ phiếu và trái phiếu trong danh mục đầu tư. Công ty cũng có các khoản nợ vay còn tồn đọng. Do lãi suất thay đổi nên chi phí lãi vay của Vinamilk cũng tăng. Tuy nhiên, chi phí lãi vay này đã giảm trong năm 2008 nhờ số dư nợ dài hạn giảm. Tại thời điểm này, việc một doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay thấp là rất hiếm và là một lợi thế trong môi trường đang khát vốn như hiện nay.

Tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi dự đoán tỷ lệ tăng trưởng EPS trước thuế bình quân hàng năm sẽ vào khoảng 20% trong 4 năm tới (2008-2012) do hoạt động kinh doanh cốt lõi của Vinamilk tiếp tục đạt hiệu quả cao. Như chúng tôi đã giải thích ở trên, EPS sau thuế sẽ có nhiều thay đổi, đa phần là do thuế suất thu nhập doanh nghiệp tăng. Vì vậy, chúng tôi dự đoán EPS sẽ tăng 31% trong năm 2008, 7% trong năm 2009, và chỉ 21% trong năm 2010.

PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Bảng cân đối tài sản (Tỉ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Tiền mặt	500	157	118	484	562	725
Đầu tư ngắn hạn	23	307	654	753	866	995
Các khoản phải thu	706	512	655	849	976	1,132
Hàng tồn kho	1,082	966	1,670	1,848	2,125	2,465
Tài sản ngắn hạn khác	96	55	76	87	100	115
Tài sản cố định hữu hình	559	747	1,023	1,030	881	1,040
Tài sản cố định vô hình	9	9	21	60	58	56

S

Tài sản ngắn hạn và nợ phải trả

Công ty hiện có lượng tiền mặt đáng kể nhờ đã phát hành thêm cổ phiếu trong thời gian gần đây, khả năng sinh lợi cao, và tỷ lệ tái đầu tư tương đối thấp. Vòng quay hàng tồn kho (doanh thu/hàng tồn kho) của Vinamilk tương đối thấp, đạt 4 lần/một năm do công ty có xu hướng tồn trữ nguyên liệu để sản xuất vào cuối năm. Tương tự như vậy, số ngày tồn kho bình quân năm 2007 là khoảng 99 ngày. Để dự phòng biến động giá nguyên liệu và ảnh hưởng xấu của sự biến động này đến doanh thu và lợi nhuận, Vinamilk chủ trương tồn trữ rất nhiều nguyên liệu.

Cơ cấu vốn

Để đáp ứng nhu cầu về vốn nhằm mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh trong những năm tới, Vinamilk đã phát hành thêm cổ phiếu vào đầu năm 2007. Vì vậy, hệ số nợ (nợ/vốn cổ phần) trong giai đoạn 2005-2007 đã sụt giảm. Trong 3 năm tới, hệ số nợ này sẽ ổn định hơn ở mức trên 20%. Chúng tôi tin rằng hệ số đảm bảo lãi vay (interest coverage ration) sẽ vẫn ở mức cao, đạt bình quân 13 lần trong giai đoạn 2008-2010. Cơ cấu vốn với tỷ lệ vay nợ thấp của Vinamilk là một lợi thế tại thời điểm hiện nay khi mà nhiều công ty đang gặp khó khăn trong việc vay vốn ngân hàng và/hoặc khất nợ.

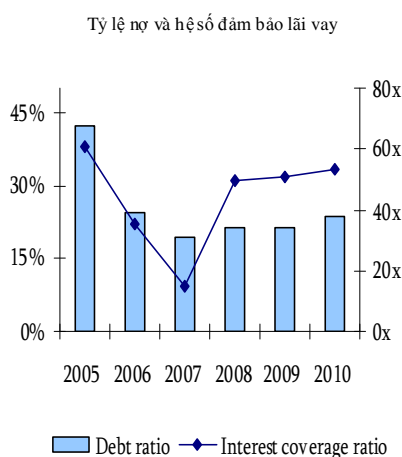
ROE và ROA

Chúng tôi dự đoán ROE (hệ số lợi nhuận trên vốn cổ phần) sẽ duy trì ở mức khoảng 25% cho đến hết năm 2009. Xét về mặt tích cực, ROE sẽ tăng khi tỷ suất lợi nhuận trước thuế tăng. Còn xét về mặt tiêu cực, ROE sẽ bị tác động xấu khi thuế suất và vốn chủ sở hữu tăng. ROE đã giảm từ 29% trong năm 2006 xuống còn 27% do công ty phát hành thêm 16,3 triệu cổ phần vào đầu năm 2007 và do vòng quay tài sản giảm.

ROA (hệ số lợi nhuận trên tổng tài sản) trong giai đoạn 2008-2010 cũng sẽ có diễn biến tương tự do công ty đầu tư khá nhiều vào các dự án đang tiến triển. Việc thực hiện nhiều dự án cùng một lúc sẽ làm tổng tài sản của Vinamilk tăng vọt và ROA giảm. Tuy nhiên, tỷ lệ giảm này không đáng kể và sẽ tiếp tục đứng ở mức 18%, cho thấy công ty sử dụng tài sản rất hiệu quả.

ĐỊNH GIÁ

Quá trình phân tích và định giá của chúng tôi cho thấy giá cổ phiếu VNM trong vòng một năm sẽ dao động trong khoảng 76.900 đồng – 83.780 đồng, dựa trên những giả định quan trọng sau: tỷ lệ tăng trưởng doanh thu 15%, lợi nhuận trước thuế 20% và lợi nhuận sau thuế 15% (tính đến năm 2012).



Định giá cổ phiếu theo phương pháp P/E

Định giá theo P/E	2007	2008E	2009E
EPS (VND)	5,518	7,198	7,690
P/E điều chỉnh	30.1x	10.7x	10.1x
Tăng trưởng lợi nhuận	20%	47%	23%
Tăng trưởng P/E ngành	.12x	1.1x	1.2x

Ngày 25/11/2008, cổ phiếu VNM được giao dịch với giá 76.500 đồng (4,5 USD), tương đương 10,6x PE của 2008 và 9,9x PE của 2009. PE ở mức 10x khá hấp dẫn so với PE ở mức 30x trong giai đoạn 2006-2007. Chúng tôi dự đoán rằng PE của VNM sẽ còn tăng so với PE của thị trường. Với PE năm 2009 được dự đoán ở mức 10x, giá cổ phiếu VNM được dự đoán sẽ dao động ở mức 76.900 đồng (5,2 USD).

Định giá cổ phiếu theo phương pháp P/B

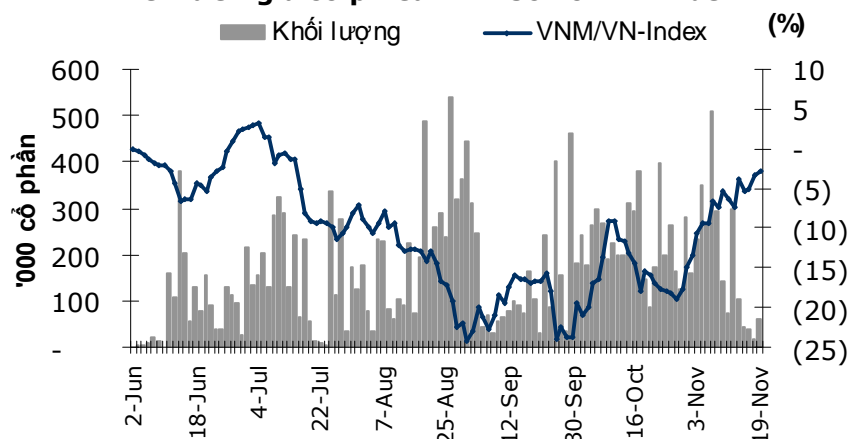
Định giá theo P/B	2007	2008E	2009E
Giá trị sổ sách/CP (VND)	24,624	28,822	33,512
P/B	6.7x	2.9x	2.5x
Giá (VND)	166,000		

Cổ phiếu VNM đang được giao dịch với giá trị sổ sách ước tính năm 2008 là 2,7x, thấp hơn 50% so với 7,2x P/B năm 2006 và 6,7x năm 2007. Tuy nhiên, chỉ số P/B của VNM so với thị trường và so với ngành hàng tiêu dùng vẫn không quá khác biệt so với các chỉ số P/B trước đây, vẫn cao hơn khoảng 50%. Chúng tôi không dự đoán mức tăng của chỉ số P/B của ngành và của thị trường hiện đang ở mức cao tại thời điểm này. Dựa trên chỉ số P/B 2,5x trong năm 2009, chúng tôi dự đoán giá cổ phiếu VNM trong một năm là 83.780 đồng (5,1 USD).

Diễn biến giá cổ phiếu và tính thanh khoản trong thời gian gần đây

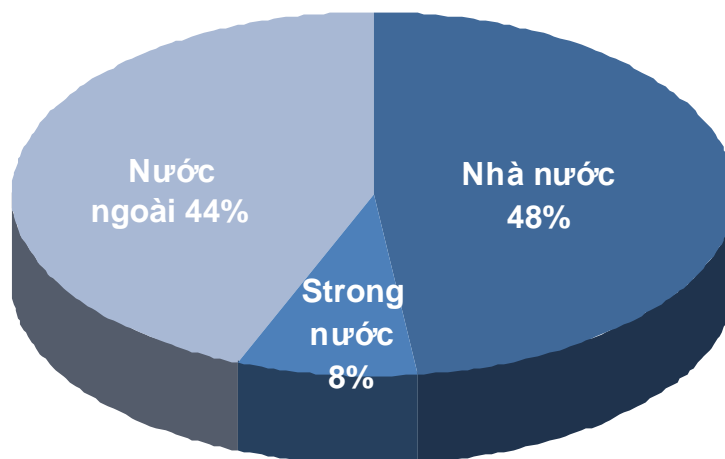
Với giá trị vốn hóa thị trường gần 789 triệu USD, Vinamilk chiếm 8,8% giá trị vốn hóa trên sàn HOSE và 6,6% trên cả hai sàn giao dịch chứng khoán. VNM vẫn là một trong những cổ phiếu được giao dịch sôi động nhất, với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 900.000 USD trong tháng qua, chiếm khoảng 3,8% tổng giá trị giao dịch ngày.

Diễn biến giá cổ phiếu VNM so với VN-Index



Cơ cấu cổ đông

Nhà nước là cổ đông lớn nhất của Vinamilk, sở hữu 47,6% cổ phần. NĐT nước ngoài nắm giữ 44,5% cổ phần, trong đó công ty sữa Fraser & Neave Dairy của Singapore nắm giữ 3% cổ phần. Công ty này sẽ truyền đạt các kinh nghiệm về ngành công nghiệp sữa của mình cho Vinamilk để giúp Vinamilk phát triển hoạt động kinh doanh. Cổ đông trong nước, trong đó có ban lãnh đạo và nhân viên công ty Vinamilk, nắm giữ 7,9% cổ phần.



RỦI RO

Chúng tôi tin rằng ngành sữa Việt Nam có tiềm năng phát triển mạnh nhưng đồng thời cũng sẽ có nhiều nhãn hiệu sữa nước ngoài thâm nhập vào thị trường sữa này. Vì vậy, Vinamilk sẽ phải cùng lúc cạnh tranh với các công ty trong lẫn ngoài nước về chất lượng sản phẩm, tính đa dạng của sản phẩm, giá cả, mạng lưới phân phối, chiến dịch tiếp thị ... Để đối đầu với những thử thách này, Vinamilk hiện đang hoạch định các kế hoạch thích hợp như nâng cấp các dây chuyền sản xuất, nâng cấp công nghệ và xây dựng các trang trại bò sữa để tăng hiệu quả hoạt động.

Ảnh hưởng của việc gia nhập WTO

Việt Nam gia nhập WTO vào đầu năm 2007. Các công ty sữa nước ngoài với nguồn lực dồi dào và nhiều kinh nghiệm sẽ thâm nhập vào thị trường Việt Nam, đe dọa sự phát triển của Vinamilk. Ngoài ra, để thực hiện đúng các cam kết với WTO, Việt Nam sẽ cắt giảm thuế đối với các sản phẩm sữa. Điều này sẽ tạo cơ hội tốt cho các sản phẩm sữa nước ngoài thâm nhập vào thị trường Việt Nam. Đặc biệt, thuế nhập khẩu bột sữa sẽ giảm từ 20% xuống còn 18%, còn sữa đặc từ 30% xuống còn 25%.

Các rủi ro từ thị trường xuất khẩu không ổn định

Hơn 90% doanh thu từ xuất khẩu của công ty là từ Iraq. Tình hình kinh tế và chính trị bất ổn của quốc gia này đã ảnh hưởng xấu đến doanh thu từ xuất khẩu của Vinamilk. Vì vậy, công ty đang mở rộng thị trường xuất khẩu sang Úc, Mỹ, Canada, Thái Lan và các nước khác.

Rủi ro tiền tệ

Khoảng 50% nguyên liệu đầu vào của Vinamilk được nhập khẩu. Vì vậy, đồng ngoại tệ tăng giá so với nội tệ sẽ ảnh hưởng bất lợi đến giá thành sản phẩm. Để hạn chế những ảnh hưởng không tốt do giá nguyên liệu nhập khẩu tăng và sự biến động của tỷ giá hối đoái, Vinamilk có kế hoạch xây dựng 1-2 trang trại nuôi bò sữa.

Rủi ro từ các dự án đang tiến triển và các dự án sắp tới

Ngoài các rủi ro nêu trên, lợi nhuận của Vinamilk còn có thể bị ảnh hưởng bởi sự thành công hay thất bại của các dự án đang tiến triển và các dự án sắp tới. Do có tham vọng trở thành công ty thực phẩm đầu ngành nên Vinamilk đang phát triển thêm các dòng sản phẩm mới gồm bia, cà phê và các sản phẩm khác. Vinamilk hiện đang liên doanh với công ty SAB Miller để sản xuất bia. Ngoài ra, công ty còn đang triển khai một số dự án khác như xây dựng và mở rộng các nhà máy sữa và thành lập các trang trại nuôi bò sữa. Các dự án này có nhiều tiềm năng đem lại lợi nhuận và hiệu quả cho công ty. Tuy nhiên, vì đây là những dự án dài hạn nên sẽ mất một vài năm mới đi vào hoạt động hoàn toàn và bắt đầu đem lại lợi nhuận cho công ty.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH TVS**Hà Nội:**

Lầu 10, Tòa nhà Tung Shing, 2 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 3926 4116 – Fax: (84) (4) 2220 3227

535 Kim Mã, Q. Ba Đình, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 2220 3228 – Fax: (84) (4) 2220 3227

Tp. Hồ Chí Minh:

Lầu 9, Tòa nhà Vitek, 63 Võ Văn Tần, Q. 3, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84) (8) 62299 2099 – Fax: (84) (8) 6299 2088

Thông tin liên lạc:

Bộ phận phục vụ khách hàng tổ chức	Chức vụ	Thông tin liên lạc
Christian Leitzinger	Giám đốc phụ trách khối khách hàng tổ chức	M: + 84 0902 250 393 Email: chris@tvs.vn
Ian Nguyễn	Chuyên viên tư vấn cao cấp	M: +84 093 416 4716 Email: ian@tvs.vn
Trương Lê Minh	Chuyên viên giao dịch	M: + 84 0982 707 742 Email: minhtl@tvs.vn
Tat Sun Ho	Chuyên viên phân tích	M: + 84 0979 995 720 Email: tat@tvs.vn
Lisa Nguyễn	Chuyên viên phân tích	M: + 84 983 001 682 Email: lentp@tvs.vn

Bộ phận nghiên cứu và phân tích	Chức vụ	Thông tin liên lạc
Nguyễn Thanh Thảo	Trưởng bộ phận	M: + 84 903308310 Email: thaont@tvs.vn
Nguyễn Duy Quang	Chuyên viên phân tích cao cấp	M: + 84 908452046 Email: quangnd@tvs.vn
Nguyễn Trọng Khiêm	Chuyên viên phân tích	M: + 84 904821889 Email: kiemnt@tvs.vn
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên phân tích	M: + 84 983601070 Email: nhungth@tvs.vn
Trần Hữu Chung Tú	Chuyên viên phân tích	M: + 84 949886886 Email: tuthe@tvs.vn
Nguyễn Trương Hồng Linh	Biên tập/biên dịch viên	M: + 84 908147760 Email: linhnh@tvs.vn

©2008. Bản quyền thuộc về Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt. Mọi quyền lợi được bảo vệ. Toàn bộ hay một phần của ấn phẩm này không được phép phân phối lại hay tiết lộ dưới bất kỳ hình thức nào mà không được sự đồng ý bằng văn bản trước đó của Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Các thông tin có trong ấn phẩm này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và TVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin này. Các thông tin và ý kiến được nêu trong ấn phẩm này không phải là sự tư vấn về mua hoặc bán bất kỳ loại chứng khoán nào hoặc bất kỳ hình thức đầu tư nào. TVS không chịu trách nhiệm về bất kỳ quyết định nào của nhà đầu tư.