



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

Hà Nội, ngày 09/02/2011

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

**Chuyên viên phân tích
Nguyễn Ngọc Thắng**

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

**Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê
Đại Hành- Hai Bà Trưng - Hà Nội
Email: nguyen.thang@apec.com.vn
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 615
Fax: 04.35771966**

PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU NIÊM YẾT CÔNG TY CP SỮA VIỆT NAM

1. Tổng quan về VNM

Sau hơn 3 năm gia nhập WTO, sữa là một trong những ngành đạt tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong ngành thực phẩm ở Việt Nam, với mức tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 18% năm. Ngành sữa Việt Nam còn có tiềm năng về nguyên liệu sữa cho sản xuất. Theo thống kê từ hiệp hội thức ăn gia súc Việt Nam, nhu cầu sữa tươi nguyên liệu tăng dần từ 500 triệu lít (năm 2010) lên 805 triệu lít (năm 2015). Nhu cầu sữa uống tăng cao ở thị trường các nước phát triển, sữa bột gia tăng đáng kể, đặc biệt là khu vực Nam Á. Mức tiêu thụ ở Việt Nam hiện khoảng 14 lít/người/năm. Có nhiều tập đoàn, công ty, hãng sản xuất thu mua sữa tươi nguyên liệu, làm cho mức cầu lớn hơn cung. Vì thế nhiều công ty hướng vào phát triển vùng nguyên liệu nhằm tạo thế đứng vững trong quá trình phát triển.

Nhìn chung khả năng cạnh tranh của các sản phẩm sữa Việt Nam không cao do phải phụ thuộc chủ yếu vào nguyên liệu và thiết bị nhập khẩu, chất lượng sữa. Tuy nhiên, tùy theo mặt hàng mà tính cạnh tranh khác nhau. Chẳng hạn như sản phẩm sữa đặc có đường, sữa nước và sữa chua được đánh giá là có khả năng cạnh tranh cao do tỷ lệ sữa tươi trong nước sản xuất ngày càng cao (hiện nay đáp ứng 22% nguyên liệu, dự kiến đến năm 2020, nguồn nguyên liệu sữa tươi đáp ứng từ 38- 40% cho sản xuất).

Những năm qua, ngành sữa Việt Nam phát triển khá nhanh, nếu như trước những năm 1990 chỉ có 1- 2 nhà sản xuất, phân phối sữa thì hiện nay thị trường sữa Việt Nam tăng lên 72 doanh nghiệp ngành sữa, tập trung chủ yếu tại vùng đông nam bộ và đồng bằng sông hồng. Bên cạnh đó là sự thâm nhập của các thương hiệu sữa nước ngoài như: Abbott, Babysan, Dumex, Dutch Lady (Frieslandcampina), Meiji, Nestlé,... Sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp sản xuất và chế biến sữa trong nước với các thương hiệu sữa nhập ngoại làm cho ngành sữa Việt Nam đứng trước những thách thức lớn và cũng là cơ hội để phát triển và chiếm lĩnh thị trường. Theo số liệu của tổng cục hải quan, nhập khẩu sữa bột hàng năm ở mức 300 - 400 triệu USD. Điều đó cho thấy, cơ hội để phát triển và mở rộng trên thị trường sữa nội địa còn rất lớn.

VNM- CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

- Tiền thân là Công ty sữa cafe miền nam thành lập vào năm 1976, trực thuộc tổng Công ty lương thực. Sau 34 năm xây dựng và phát triển, Vinamilk luôn vững vàng ở vị trí dẫn đầu thị trường sữa Việt Nam. Ngày 19/01/2006 Công ty chính thức niêm yết trên HSX với mã cổ phiếu là VNM.
- Tính theo doanh số và sản lượng, Vinamilk hiện đang là nhà sản xuất sữa hàng đầu tại Việt Nam. Danh mục sản phẩm của Vinamilk bao gồm: sản phẩm chủ lực là sữa nước và sữa bột; sản phẩm có giá trị cộng thêm gồm sữa đặc, yoghurt ăn và yoghurt uống, kem và pho mát. Vinamilk hiện là một trong số nhà cung cấp cho thị trường những danh mục các sản phẩm, hương vị và qui cách bao bì có nhiều lựa chọn nhất.
- Phần lớn sản phẩm của Công ty cung cấp cho thị trường dưới thương hiệu “Vinamilk”, thương hiệu này được bình chọn là một “thương hiệu nổi tiếng” và là một trong nhóm 100 thương hiệu mạnh nhất do Bộ Công Thương bình chọn hàng năm. Vinamilk cũng được bình chọn trong nhóm “Top 10 hàng Việt Nam chất lượng cao” từ năm 1995 đến nay. Vinamilk đang phấn đấu hoàn thành mục tiêu đạt doanh thu 20.000 tỷ đồng (~1 tỷ USD) vào năm 2012, đồng thời dự kiến đứng vào top 50 công ty sữa có doanh thu cao nhất thế giới vào năm 2017 với doanh số 3 tỷ USD mỗi năm.

Các chỉ số tài chính năm 2010

- Năm 2010, VNM đạt 15,845 tỷ đồng doanh thu vượt 9.8% so với kế hoạch 14,428 tỷ đồng doanh thu cả năm 2010.
- Lợi nhuận từ hoạt động SXKD quý 3 tăng so với cùng kỳ là do sản lượng bán ra của Công ty tăng 36,57% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, nhờ doanh thu tài chính quý 3 tăng 43,26% so với cùng kỳ do thu nhập từ lãi tiền gửi ngân hàng và lãi trái phiếu tăng cũng góp phần gia tăng thêm lợi nhuận trong quý 3. Theo đó, lợi nhuận lũy kế 9 tháng của VNM đạt 2,878 tỷ đồng vượt 7,9 % so với kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 3,602 nghìn tỷ đồng, tăng 51,27 % so với năm 2009.
- Công ty có EPS năm 2010 là 10,205 đồng/cp, khá ấn tượng so với các doanh nghiệp cùng ngành trong bối cảnh nền kinh tế trong nước tăng trưởng chậm lại. Chỉ tiêu ROE đạt 45,27%. BV đạt 22,541 đồng/CP. P/E năm 2010 đạt 8.96 lần.

BC lãi/lỗ(triệu VND)	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	8,325,593	10,649,993	15,845,154
Lợi nhuận sau thuế	1,251,554	2,381,145	3,602,495
Vốn chủ sở hữu (VCSH)	4,763,337	6,644,612	7,956,947
Vốn điều lệ	1,752,757	3,512,653	3,530,721
Tổng tài sản	5,885,096	8,430,183	10,763,193
Các chỉ số tài chính	2008	2009	2010
Tăng trưởng so với năm trước			
Doanh thu thuần	N/A	27.92%	48.78%
Lợi nhuận sau thuế	N/A	90.26%	51.29%
VCSH	N/A	39.49%	19.75%
Tổng tài sản	N/A	43.25%	27.67%
Chỉ số hiệu quả hoạt động			
ROA các năm	21.27%	28.25%	33.47%
ROE các năm	26.27%	35.84%	45.27%
EPS cơ bản (đ)	7,140	6,778	10,205
BV	27,176	18,915	22,541
Các số liệu thị trường tại ngày 09/02/2011			
GT vốn hoá TT (tỷ VND)	32,306	Giá hiện tại	91.5
KLGD bình quân 10 ngày	205,488	Giá cao nhất 52 tuần	98
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	353,072	Giá thấp nhất 52 tuần	76.3
EPS Forward (VND)	12,240	P/E 4 quý gần nhất	8.96
Sở hữu nước ngoài (%)	46	P/BV 4 quý gần nhất	4.06

Hình ảnh mang tính chất minh họa:



2. Cơ cấu tổ chức cung các đơn vị thành viên

Bộ máy tổ chức của Công ty hiện nay bao gồm: Tổng giám đốc điều hành chung, và các giám đốc phụ trách bộ phận kinh doanh, sản xuất, văn phòng (bao gồm: phòng kinh doanh, phòng marketing, phòng dự án, phòng cung ứng điều vận, phòng tài chính kế toán, trung tâm nghiên cứu dinh dưỡng và phát triển sản phẩm, phòng kiểm soát nội bộ, phòng khám đa khoa, các nhà máy và xí nghiệp kho vận). Tính đến thời điểm cuối năm 2009 tổng số CBCNV của toàn Công ty là 4,670 người.

Trải qua 34 năm thành lập và phát triển Công ty đã gặt hái được khá nhiều thành công như:

- Được chủ tịch nước trao tặng huân chương lao động hạng nhì năm 2001, huân chương độc lập hạng ba năm 2005. Liên tục đứng trong top 10 “Hàng Việt Nam chất lượng cao” giai đoạn 1999-2009 do báo sài gòn tiếp thị bình chọn. Nhận cúp vàng “Thương hiệu chứng khoán uy tín 2009” và giải thưởng “Doanh nghiệp tiêu biểu trên thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2009”. Năm trong top 200 doanh nghiệp tốt nhất tại Châu Á-Thái Bình Dương do tạp chí Forbes Asia bình chọn năm 2010.

)* Các đơn vị thành viên

- Công ty con gồm: Công ty TNHH một thành viên bò sữa Việt Nam, Công ty cổ phần sữa Lam Sơn, Công ty TNHH một thành viên đầu tư bất động sản quốc tế.

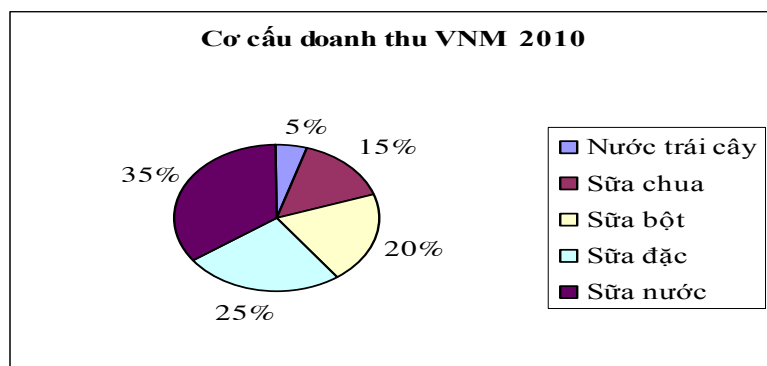
- Công ty liên doanh, liên kết: Căn hộ Horizon – hợp tác kinh doanh, Trang trại mẫu Campina – hợp tác kinh doanh, Công ty CP nguyên liệu thực phẩm Á Châu Sài Gòn

3. Sản phẩm kinh doanh chủ yếu

Danh mục sản phẩm của Vinamilk rất đa dạng đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng. Vinamilk và Dielac là 2 nhãn hiệu chủ lực, Vfresh là nhãn hiệu mới có tiềm năng phát triển rất lớn. Sản phẩm kinh doanh chủ yếu bao gồm:

Sữa nước cho gia đình: sữa tươi nguyên chất, sữa tiệt trùng Flex; Sữa nước cho trẻ em: sữa tiệt trùng Milk Kid. Sữa chua uống, sữa chua ăn, sữa chua men sống probi. Sữa bột dành cho bà mẹ mang thai và cho con bú; sữa bột dành cho trẻ em (Dielac Alpha 1,2,3); sữa bột dành cho trẻ biếng ăn và suy dinh dưỡng; sữa bột dành cho người lớn (Vinamilk Canxi), bột ăn dặm Ridielac Alpha. Sữa đặc có đường ông thọ, sữa đặc có đường ngôi sao phương nam. Kem, pho mai, sữa đậu lạnh, nước ép trái cây Vfresh.

Cơ cấu tỷ trọng doanh thu các sản phẩm kinh doanh như sau:



4. Hoạt động kinh doanh

Nguyên vật liệu cho sản xuất

Nguồn nguyên vật liệu chính cho ngành chế biến sữa Việt Nam cũng như của Công ty Vinamilk được lấy từ hai nguồn chính: sữa bò tươi thu mua từ các hộ nông dân chăn nuôi bò sữa trong nước và nguồn sữa bột ngoại nhập. Hiện nay, sữa tươi thu mua từ các hộ dân cung cấp khoảng 25% nguyên liệu cho Công ty. Các nguyên vật liệu sử dụng trong nước như: sữa bò tươi, đường tinh luyện, dầu thực vật, đậu nành hạt, cà phê hạt,... Nguyên liệu nhập khẩu: sữa bột, dầu bơ,...

Hiện công ty đang thu mua tới 60% sản lượng sữa bò tươi của cả nước. Mỗi ngày Vinamilk thu mua trên 370 tấn sữa bò tươi từ hệ thống 86 đại lý trung chuyển sữa bố trí theo các khu vực chăn nuôi bò sữa khắp cả nước. Ngoài các trang trại của các hộ chăn nuôi bò sữa, Vinamilk còn trực tiếp đầu tư 5 trang trại kiểu mẫu với quy mô công nghiệp hiện đại tại Nghệ An, Thanh Hoá, Tuyên Quang, Bình Định, Lâm Đồng.

Hiện bột sữa các loại chủ yếu nhập khẩu từ nước ngoài do 3 nhà cung cấp chính gồm: Hoogwegt, Newzealand Milk Products, Olam International Ltd. Riêng nguyên liệu sữa tươi chủ yếu là nhập trong nước do trung tâm giống bò sữa Tuyên Quang và các hộ chăn nuôi trong cả nước cung cấp.

Đường: Công ty Thực phẩm công nghệ Tp.HCM, Công ty Đường Biên Hòa, Cty LD Mía đường Nghệ An, Cty Mía đường Bourbon – Tây Ninh, Olam International Ltd., Itochu Corporation (100% nguyên liệu nội địa). Thiếc các loại: Titan Steel Co, Công ty Perstima Bình dương (7,6% nhập khẩu).

Trang thiết bị phục vụ sản xuất

Hiện nay Vinamilk sở hữu những dây chuyền sản xuất hiện đại nhất tại Việt Nam. Vinamilk cũng đã thay thế công nghệ “gỗ” bằng công nghệ “thổi khí” hiện đại hơn, công nghệ tiết trùng nhanh nhiệt độ cao để sản xuất sữa tươi tiết trùng. Toàn bộ dây chuyền máy móc thiết bị của Công ty đều dựa trên công nghệ tiên tiến của các nước trên thế giới. Các dây chuyền sản xuất chính gồm:

Dây chuyền sữa đặc có đường: công suất 260 triệu hộp/năm. Công ty đang có kế hoạch nâng cấp để nâng công suất lên hơn 290 triệu hộp/năm. Dây chuyền sữa tươi tiết trùng – Yomilk – nước trái cây – sữa đậu nành: công suất 237 triệu lít/năm. Công ty đang có kế hoạch đầu tư thêm một số máy rót để nâng khả năng khai thác. Dây chuyền sữa chua: công suất khoảng 56 triệu lít/năm. Công ty đang có kế hoạch nâng cấp cho các dây chuyền tại nhà máy Cần Thơ, Sài Gòn, Nghệ An. Dây chuyền sữa bột – bột dinh dưỡng: công suất khoảng 18 nghìn tấn/năm.

Dây chuyền sữa chua men sống Probi vào sản xuất với công suất 3,5 triệu lít/năm, đây là loại men Probiotics, có tác dụng tổng hợp các vitamin nhóm B, tăng cường sức đề kháng, cải thiện tiêu hóa và phòng ngừa các bệnh đường ruột. Các sản phẩm sữa tươi 100% Vinamilk được sản xuất trên dây chuyền tiết trùng khép kín được xem là hiện đại bậc nhất hiện nay, đáp ứng những tiêu chuẩn chất lượng khắt khe nhất. Các nhà máy sản xuất của Vinamilk đang áp dụng hệ thống quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn ISO 9001:2008 và hệ thống đảm bảo An toàn vệ sinh thực phẩm theo tiêu chuẩn HACCP.

5. Vị thế cùng nhóm khách hàng tiềm năng

Trung bình mỗi ngày Vinamilk sản xuất và đưa ra thị trường từ 9-10 triệu sản phẩm với doanh số hàng ngày đạt 62-63 tỷ đồng. Các sản phẩm của Vinamilk chiếm khoảng 39% thị phần, trong đó cơ cấu thị phần như sau: sữa đặc chiếm khoảng 75%, sữa tươi 53% (tính trên 36 thành phố), sữa chua các loại 90% và sữa bột 25% (tính trên 6 thành phố lớn). Theo nghiên cứu mới đây của Euromonitor (hãng chuyên nghiên cứu về thị trường và người tiêu dùng) cho biết, thị trường sữa của Việt Nam tập trung vào một số “đại gia”, như Vinamilk (chiếm 39% thị phần), Dutch Lady (24%), các sản phẩm sữa bột nhập khẩu (22%), 15% còn lại thuộc các hãng nội địa: Anco Milk, Hanoimilk, Mộc Châu, Hancofood, Nutifood,...

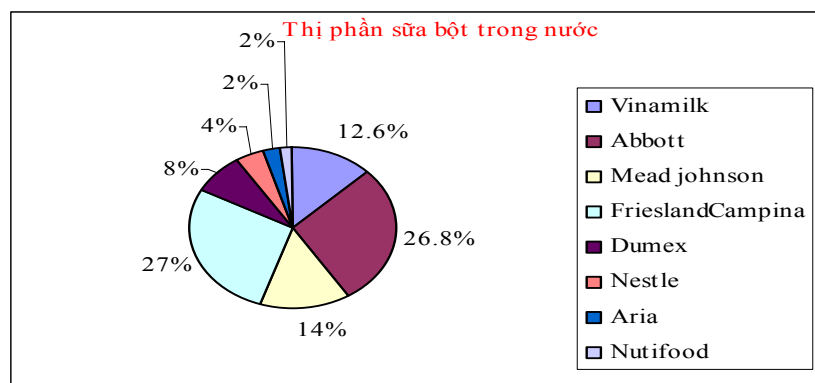
Với hệ thống phân phối rộng khắp cùng thương hiệu đã được người tiêu dùng Việt Nam biết đến nên Công ty vẫn tiếp tục đẩy mạnh khai thác thị trường trong nước, nơi chiếm khoảng 80% doanh thu trong vòng 3 năm tài chính vừa qua. Đối với thị trường xuất khẩu nơi chiếm khoảng 20% doanh thu còn lại Công ty tiếp tục đẩy mạnh khai thác các thị trường bạn hàng truyền thống như: Australia, Cambodia (sữa đặc, sữa chua ăn), Iraq (bột dinh dưỡng), Kuwait (sữa bột), Maldives, Philippines (sữa đặc), Suriname, UAE (sữa bột) và Mỹ. Phân loại các thị trường chủ yếu theo vùng như sau:

6. Đối thủ cạnh tranh trực tiếp

Hiện nay nguồn sữa nguyên liệu trong nước chỉ đáp ứng được một phần nhỏ nhu cầu để sản xuất các loại sữa đặc, sữa tươi và sữa chua, còn nguyên liệu để sản xuất sữa bột phải nhập khẩu 100%. Các sản phẩm sữa bột do các doanh nghiệp trong nước sản xuất đều từ nguồn sữa bột nguyên liệu nhập ngoại.

Theo điều tra của Công ty sữa Việt Nam thì hiện nay Công ty chiếm khoảng 39% thị phần sữa trong nước. Hiện Công ty cổ phần sữa TH với sự hỗ trợ từ ngân hàng TMCP Bắc Á, đã bắt đầu triển khai xây dựng nhà máy chế biến sữa tươi với công suất 500 triệu lít sữa/năm, trị giá 148 triệu USD. TH Milk sẽ bắt đầu đi vào sản xuất từ năm 2011 sẽ là đối thủ cạnh tranh lớn của VNM sau năm 2012.

Biểu đồ: Thị phần của một số hãng sữa lớn trên thị trường sữa bột trong nước



7. Rủi ro kinh doanh

Rủi ro chất lượng sản phẩm: Sự kiện Melamine vào những tháng cuối năm 2008, một số công ty sữa nhỏ đã bị phát hiện nhập khẩu sữa Trung Quốc có chứa Melamine nên đã phải giảm sản lượng sản xuất và sa thải công nhân do người tiêu dùng trong nước tẩy chay các sản phẩm sữa của các đơn vị này và các đối tác nước ngoài hủy bỏ hợp đồng.

Rủi ro biến động giá nguyên liệu nhập khẩu và tỷ giá hối đoái: Trong giai đoạn 2009-2010, giá nguyên liệu nhập khẩu có sự biến động mạnh khiến Vinamilk gặp khó khăn. Vì nguyên liệu sữa bột cho sản xuất chủ yếu là nhập khẩu nên việc tăng giá nguyên vật liệu từ nhà cung cấp cũng như việc biến động tỷ giá hối đoái trong năm 2010 cũng khiến Vinamilk bị chịu tác động không nhỏ.

Rủi ro từ các đối thủ tiềm năng gia nhập ngành: Tại Việt Nam, Vinamilk là công ty sữa nội địa luôn duy trì được vị trí số 1 từ trước tới nay. Tại Trung Quốc, các công ty sữa đứng đầu đang là đối tượng thu hút của các tập đoàn sữa đa quốc gia; còn tại Thái Lan, công ty sữa nội địa lớn nhất là Thaidairy Industry Co (chiếm gần 10% thị phần) chỉ đứng thứ 4 sau 3 hãng sữa nước ngoài. Có thể thấy, kịch bản tương tự có thể xảy ra tại Việt Nam trong những năm tới khi quy mô thị trường đủ lớn và trở nên hấp dẫn hơn đối với các tập đoàn sữa ngoại.

8. Các chỉ tiêu và hệ số tài chính cơ bản

8.1 Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả

Bảng 1 : Đánh giá khả năng thanh toán và hiệu quả kinh doanh

Chỉ tiêu	2008	2009	2010
Khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện hành	3.36	3.30	2.19
Hệ số thanh toán nhanh	1.49	2.46	1.33
Hiệu quả kinh doanh			
ROE	26.27%	35.84%	45.27%
ROA	21.27%	28.25%	33.47%
ROR	15.20%	22.36%	22.74%

Khả năng thanh toán

Các chỉ tiêu đánh giá khả năng thanh toán của VNM trong giai đoạn năm từ năm 2008 -> năm 2010 có chiều hướng giảm dần cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của DN chưa thật hiệu quả cho việc hoàn thành mục tiêu tăng trưởng theo kế hoạch đề ra. Một phần do công ty tăng các khoản vay nợ mở rộng các nhà máy sản xuất. Tuy nhiên chỉ số này vẫn nằm ở mức an toàn cao.

Đánh giá hiệu quả kinh doanh

Chỉ số ROE của VNM tăng dần qua các năm từ năm 2008 và năm 2010 lần lượt là 26.27% và 45.27%. Con số này cho thấy VNM đã có hiệu quả cao và phát triển vượt bậc kể từ năm 2008 trở đi. Năm 2010 đã đánh dấu bước tiến mạnh của doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp trở thành công ty làm ăn có hiệu quả vốn cao.

Các chỉ số ROA, ROR có xu hướng tăng dần từ 2009 và năm 2010, nên khả năng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao trong năm 2011.

8.2 Các hệ số tài chính cơ bản

- Cơ cấu vốn:

Chỉ tiêu	2008	2009	2010
Nợ / VCSH	0.24	0.27	0.35
Nợ / Tổng tài sản	0.19	0.21	0.26

Xu hướng sử dụng nợ của VNM tăng dần qua các năm cho thấy VNM tiếp tục đầu tư mở rộng quy mô sản xuất góp phần tạo ra bước đột phá về doanh thu lợi nhuận trong thời gian tới. Việc sử dụng nguồn vốn có hiệu quả không chỉ giúp VNM tăng trưởng mạnh mẽ mà còn góp phần giảm thiểu rủi ro trong kinh doanh.

- Năng lực hoạt động:

Năng lực hoạt động	2008	2009	2010
Vòng quay hàng tồn kho	4.69	8.32	6.97
Vòng quay các KPT	12.70	14.13	14.16

Vòng quay hàng tồn kho của VNM có xu hướng giảm dần trong giai đoạn từ năm 2009 -> năm 2010 lần lượt từ 8.32 -> 6.97 lần. Vòng quay các khoản phải thu có xu hướng tăng dần qua các năm từ 12.70 lần năm 2008 lên 14.16 lần năm 2010. Việc vòng quay các khoản phải thu tăng chứng tỏ số tiền của doanh nghiệp bị chiếm dụng ngày càng ít đi, lượng tiền mặt sẽ ngày càng tăng, giúp DN chủ động được nguồn vốn cho hoạt động sản xuất, giảm thiểu việc đi vay vốn ngân hàng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cho vay chưa có dấu hiệu hạ nhiệt ngay cả trong năm 2011 này.

8.3 Phân tích quy mô và tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

VNM có tốc độ tăng trưởng khá nhanh qua các năm:

- Tốc độ tăng tổng tài sản 43.25% năm 2009 và 27.67% năm 2010 so với cùng kỳ. Tốc độ tăng vốn chủ sở hữu cũng rất cao từ 39.49% năm 2009 và 19.75% năm 2010 so với cùng kỳ.
- Tốc độ tăng trưởng của tài sản cố định năm 2010 tăng 31.64 % so với cùng kỳ cho thấy cho thấy khả năng hấp thụ và đầu tư của công ty là hiệu quả.
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần của Công ty cũng khá ấn tượng, năm 2010 doanh thu thuần của VNM đạt hơn 15,845 nghìn tỷ đồng tăng 48.78 % so với cùng kỳ. Đóng góp vào cơ cấu doanh thu chủ yếu vẫn là doanh thu từ trong nước. Chỉ riêng 9 tháng đầu năm tổng doanh thu nội địa đã đạt 10,385 nghìn tỷ đồng tăng 51,06% so với cùng kỳ tương ứng 6,875 nghìn tỷ đồng. Doanh thu xuất khẩu 9 tháng đầu năm đạt 1,301 nghìn tỷ đồng, tăng 45,95% so với cùng kỳ.
- Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của VNM khá ấn tượng đặc biệt trong năm 2009 đã tăng trưởng tới 90.26% so với năm 2008. Bước sang năm 2010, một năm đầy khó khăn thách thức không chỉ VNM mà các DN cùng ngành do tác động từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, kinh tế trong nước tăng trưởng chậm lại, mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục duy trì ở mức cao gây khó khăn cho hoạt động đầu tư của DN. Tuy nhiên, trong bối cảnh đầy khó khăn việc VNM tiếp tục gặt hái được nhiều thành công thông qua kết quả kinh doanh năm 2010 khi LNST đạt hơn 3,602 nghìn tỷ đồng tăng 51.29 % so với cùng kỳ.

- **Nhận xét**

Các chỉ tiêu tài chính về quy mô vốn và tài sản cho thấy VNM là công ty có tốc độ tăng trưởng nhanh và có khả năng hấp thụ vốn tốt. Điều này cho thấy tính hiệu quả của doanh nghiệp cao và hoàn toàn có khả năng tiếp tục tăng trưởng trong những năm 2011 và các năm tiếp theo.

Bảng 2 : Một số chỉ tiêu quy mô tài sản

Chỉ tiêu	2008	2009	% tăng/giảm	2010	2009	% tăng/giảm
Tổng tài sản	5,885,096,000,000	8,430,183,000,000	43.25%	10,763,193,694,225	8,430,183,000,000	27.67%
Tài sản ngắn hạn	3,160,210,000,000	5,050,275,000,000	59.81%	5,804,397,860,378	5,050,275,000,000	14.93%
Tài sản dài hạn	2,724,886,000,000	3,379,908,000,000	24.04%	4,958,795,833,847	3,379,908,000,000	46.71%
Tài sản cố định	1,804,745,000,000	2,322,964,000,000	28.71%	3,058,038,713,598	2,322,964,000,000	31.64%
Nợ phải trả	1,121,759,000,000	1,785,571,000,000	59.18%	2,806,246,599,680	1,785,571,000,000	57.16%
Nợ ngắn hạn	939,887,000,000	1,529,334,000,000	62.71%	2,646,542,781,874	1,529,334,000,000	73.05%
Nợ dài hạn	181,872,000,000	256,237,000,000	40.89%	159,703,817,806	256,237,000,000	-37.67%
Vốn chủ sở hữu	4,763,337,000,000	6,644,612,000,000	39.49%	7,956,947,094,545	6,644,612,000,000	19.75%
Vốn điều lệ	1,752,757,000,000	3,512,653,000,000	100.41%	3,530,721,200,000	3,512,653,000,000	0.51%
Hàng tồn kho	1,755,360,000,000	1,280,775,000,000	-27.04%	2,272,650,052,063	1,280,775,000,000	77.44%
Doanh thu thuần	8,235,593,000,000	10,649,993,000,000	29.32%	15,845,154,669,949	10,649,993,000,000	48.78%
Lợi nhuận sau thuế	1,251,554,000,000	2,381,145,000,000	90.26%	3,602,495,090,423	2,381,145,000,000	51.29%
EPS	7,140	6,778	-5%	10,205	6,778	50.56%

9. So sánh với các DN sữa trên thế giới và dự báo tốc độ tăng trưởng ngành

Bảng 3: So sánh một số chỉ tiêu tài chính 4 quý gần nhất của một số DN sữa thế giới năm 2010

No.	Name	National	P/E	ROI (%)	ROE (%)
1	ABBOTT LABORATORIES.CO	American	15.91	11.96	22.11
2	MEIJI DAIRIES. CO	Japan	15.91	4.24	5.96
3	AUSNUTRIA DAIRY. CO	HongKong	12.36	30.6	30.62
4	DAIRY CREST GRP.CO	England	10.10	5.96	19.93
5	UNIBEL SA.CO	France	6.62	11.6	15.80
6	NAMYANG DAIRY.CO	Korea	7.21	8.75	9.23
7	WARRNAM BOOL CHEE.CO	Australia	16.85	6.9	8.86
8	GLANBIA PLC.CO	IRELAND	8.00	11.19	48.12
9	DUTYLADY MILK INDUSTRY BHD.CO	Malaixia	16.3	33.10	33.71
10	ALASKA MILK CORP.CO	Philippines	6.47	36.73	36.92
11	CENTRALE LAITIER.CO	Moroco	18.92	29.27	36.34
Trung bình			12.24	17.3	24.33

Nguồn: Bloomberg, Reuters, APS tổng hợp

Trên sàn HNX hiện chỉ có một công ty đang cung cấp các sản phẩm sữa giống VNM với mã cổ phiếu là HNM (Công ty cổ phần sữa Hà Nội). Tuy nhiên, vì công ty này có quy mô khá nhỏ so với VNM, nên chúng tôi đã so sánh VNM với một số công ty sản xuất và chế biến sữa trên thế giới với cùng quy mô vốn tương đương.

Chỉ số P/E và ROE của VNM hiện tại lần lượt là 8.96 và 45.27 %. Qua bảng so sánh trên cho thấy, hiện chỉ số P/E của VNM so với các công ty so sánh trong bảng phân tích hiện ở mức khá hấp dẫn so với mức P/E trung bình ngành sữa thế giới hiện đang ở mức 12.24. Với việc luôn duy trì tốc độ tăng trưởng cao qua nhiều năm liên tiếp cùng với vị thế được củng cố khá vững chắc so với các đối thủ cạnh tranh trong nước, Vinamilk hứa hẹn sẽ tiếp tục sẽ là con chim đầu ngành trong ngành sữa Việt Nam.

Bảng 4: chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng ngành sữa Việt Nam

DVT: Tỷ đồng

No.	Segment	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	Cagr
1	Long-life liquid milk (unflavored)-Sữa nhân thọ	3,545	3,824	4,108	4,397	4,688	14%
2	Powdered milk (Sữa bột)	2,073	2,213	2,359	2,511	2,669	7%
3	Fresh liquid milk (flavored)-Sữa tươi	1,403	1,575	1,761	1,963	2,181	15%
4	Long-life liquid milk (flavored)-Sữa nhân thọ	427	473	521	571	624	12%
5	Concentrated milk (Sữa đặc)	299	315	331	348	365	5%
6	Fresh liquid milk (unflavored)-Sữa tươi	96	101	107	113	119	7%

Nguồn: Datamonitor, APS tổng hợp và dự báo

10. Phân tích SWOT

Điểm mạnh

- Ban lãnh đạo và điều hành Công ty là những người có khả năng quản lý tốt, và trình độ chuyên môn cao.
- Thương hiệu Vinamilk là thương hiệu quen thuộc và được người tiêu dùng Việt Nam tin tưởng sử dụng 34 năm qua. Với chất lượng và sản phẩm luôn được người tiêu dùng đánh giá cao, Vinamilk đang dần tự khẳng định được mình không chỉ ở thị trường trong nước mà ngay cả thị trường quốc tế.
- Đa phần sản phẩm được sản xuất tại 10 nhà máy phân bố đều trên cả nước, với tổng công suất khoảng 570,406 tấn sữa mỗi năm. Do vậy, với hơn 240 nhà phân phối cùng với hơn 140,000 điểm bán hàng đã tạo điều kiện thuận lợi để Công ty đưa được sản phẩm tới tay người tiêu dùng với thời gian nhanh nhất.

Cơ hội

- Sự phát triển của ngành sữa luôn đi liền với sự phát triển của nền kinh tế. Nền kinh tế Việt Nam trong những năm qua luôn duy trì tốc độ

Điểm yếu

- Nguyên liệu đầu vào của ngành sữa bao gồm sữa bột và sữa tươi, trong khi sữa bột gần như phải nhập khẩu hoàn toàn thì sữa tươi chỉ đáp ứng được khoảng 28% tổng nhu cầu sản xuất của các nhà máy chế biến sữa. Do đó, việc biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- Bên cạnh đó việc cạnh tranh với các đối thủ trong cùng ngành đang dần trở nên quyết liệt, cũng phần nào ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- Hiện nhà nước đang nắm giữ 47,6%, khối ngoại đang sở hữu 46% cổ phần của Vinamilk, chỉ còn 6,4% nằm trong tay các thành viên hội đồng quản trị, người lao động và nhà đầu tư bên ngoài. Số lượng 6,4% này cũng ít được giao dịch, nên hiện tại thanh khoản của Vinamilk hiện đang khá thấp

Thách thức

- Do nguyên liệu chủ yếu là nhập khẩu từ nước ngoài nên Công ty cũng chịu sự tác động của sự biến động giá nguyên vật liệu. Biến động

tăng trưởng cao và ổn định. Đây là cơ hội phát triển mạnh mẽ hơn nữa cho ngành sữa trong thời gian tới.

- Việc Việt Nam gia nhập các tổ chức kinh tế khu vực và thế giới sẽ mở ra nhiều cơ hội cho sự phát triển cho Công ty.
- Định hướng phát triển ngành công nghiệp chế biến sữa đến năm 2015, cả nước phần đầu đạt 1,9 tỷ lít quy sữa tươi, ước tính trung bình 21 lít/người/năm, đáp ứng 35% nhu cầu người tiêu dùng. Đến năm 2025 là 3,4 tỷ lít quy sữa tươi, trung bình 34 lít/người/năm. Do vậy tiềm năng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận của Công ty trong dài hạn còn rất lớn.

tỷ giá trong thời gian gần đây cũng khiến Công ty bị chịu tác động không nhỏ.

- Cạnh tranh trong mảng thị trường sữa bột đang diễn ra rất gay gắt. Mặc dù giá sữa ngoại liên tục tăng 5-7% từ đầu năm 2010 nhưng người tiêu dùng vẫn chuộng sữa ngoại hơn sữa nội, do đó khả năng tăng doanh thu từ mảng sữa bột của công ty trong nước không cao như các sản phẩm khác. Hoạt động Marketing của công ty chủ yếu tập trung ở miền Nam, trong khi Miền Bắc, chiếm tới 2/3 dân số cả nước lại chưa được công ty đầu tư mạnh cho các hoạt động Marketing, điều này có thể dẫn đến việc công Vinamilk mất dần thị trường vào tay các đối thủ cạnh tranh của mình như Dutch Lady, Abbott,...

11. Xúc tiến đầu tư ra nước ngoài và tiếp tục triển khai các dự án đầu tư trong nước.

Vinamilk cho biết đã được Bộ Kế Hoạch – Đầu Tư cấp giấy phép để đầu tư ra nước ngoài, cụ thể là mua cổ phần của Công ty Miraka Limited tại New Zealand. Thời gian đầu, Vinamilk sẽ mua 19,3% cổ phần của công ty Miraka (179 tỷ đồng), và sau này sẽ xem xét để nâng vốn đầu tư lên. Công ty Miraka hiện đang đầu tư dự án nhà máy chế biến sữa chất lượng cao tại trung tâm đảo bắc của New Zealand. Nhà máy sẽ thu mua sữa tươi từ các nông dân tại vùng Taupo và sản xuất các sản phẩm sữa chất lượng cao bán ra thị trường quốc tế. Nhà máy có công suất thiết kế là 32.000 tấn bột sữa một năm, với tổng vốn đầu tư là 121 triệu đô la New Zealand, tương đương với 1.623 tỉ đồng Việt Nam, sẽ hoạt động vào tháng 8 năm sau. Đây là dự án đầu tư ra nước ngoài đầu tiên của Vinamilk. Hiện tại, hoạt động xuất khẩu đem về doanh số khoảng 80 triệu đô la Mỹ mỗi năm cho Vinamilk. Các thị trường xuất khẩu chính của Vinamilk là Trung Đông, Campuchia, Philippines, và Úc.

Với 3 nhà máy sữa có tổng vốn đầu tư gần 270 triệu USD sẽ đi vào hoạt động trong 2 năm tới, thị phần của Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) sẽ có nhiều thay đổi. Ba dự án mà Vinamilk đang đẩy nhanh tiến độ để kịp vận hành trong giai đoạn 2011-2012 gồm: nhà máy sản xuất sữa nước công suất 800 triệu lít/năm tại khu công nghiệp Mỹ Phước (Bình Dương), với vốn đầu tư 120 triệu USD; nhà máy chế biến sữa bột tại khu công nghiệp Việt Nam - Singapore, vốn đầu tư 120 triệu USD, công suất 52.000 tấn/năm; nhà máy sản xuất sữa tươi, sữa chua tại khu công nghiệp Hoà Khánh (Đà Nẵng), vốn đầu tư 23 triệu USD.

Theo kế hoạch, tháng 8/2011, Vinamilk sẽ đưa nhà máy tại Đà Nẵng vào hoạt động và tới cuối năm 2012, nhà máy sữa nước (giai đoạn I, với năng lực sản xuất 400 triệu lít/năm) và nhà máy sữa bột sẽ đi vào hoạt động. Ba nhà máy mới của Vinamilk được kỳ vọng sẽ giúp Công ty có thể đạt doanh thu 1 tỷ USD vào năm 2012. Việc đưa liên tiếp 3 nhà máy sữa mới đầu tư, đều có công suất lớn vào hoạt động sau một thời gian dài không có đầu tư lớn cho thấy, nhà sản xuất sữa hàng đầu Việt Nam đã nhận thấy giá trị của lĩnh vực kinh doanh chính.

Ngoài các sản phẩm sữa, Vinamilk còn từng đầu tư sản xuất bia và cà phê hoà tan. Nhà máy bia do Vinamilk liên doanh cùng tập đoàn bia SAB Miller đặt tại Bình Dương có công suất ban đầu 50 triệu lít/năm đã được khánh thành vào tháng 3/2007. Tuy nhiên, lĩnh vực này dường như không phải là sở trường của Vinamilk, bởi khó có thể tận dụng hệ thống phân phối sữa hiện có để bán bia. Đó là chưa

kể, SAB Miller với thương hiệu mới Zorok còn xa lạ với thị trường bia Việt Nam. Vì thế, đầu năm 2009, Vinamilk đã chuyển nhượng cổ phần của mình trong liên doanh nhà máy bia này cho đối tác nước ngoài. Với sản xuất cà phê hoà tan, sau 5 năm phát triển, Vinamilk đã phải chuyển nhượng nhà máy (đặt tại Bình Dương) cho Công ty cổ phần Trung Nguyên. Việc Vinamilk rút khỏi các dự án bia và cà phê hoà tan cho thấy, không dễ gì “vội tay” sang các lĩnh vực mới lạ, nếu không dồn sức lực và chất xám. Nhất là khi lĩnh vực sản xuất, kinh doanh sữa nói chung vẫn còn rất mờ mịt và đang được nhiều doanh nghiệp đổ bộ thời gian qua.

12. Dự phóng kết quả kinh doanh, và phương pháp định giá

DVT: Triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm				
	2007	2008	2009	2010	2011 F
Tổng tài sản	5,425,121	5,966,958	8,531,062	10,763,193	15,176,031
Vốn chủ sở hữu	4,315,942	4,761,913	6,638,039	7,956,947	11,025,039
Doanh thu thuần	6,648,190	8,208,035	10,605,811	15,845,154	19,014,000
Lợi nhuận sau thuế	963,398	1,228,204	2,375,815	3,602,495	4,322,400
ROA (%)	17,76%	20,58%	27,85%	33,47%	39,45%
ROE (%)	22,32%	25,79%	35,79%	45,27%	49,23%
EPS	5,496	7,007	6,763	10,205	12,240
P/E	16.64	13.05	13.52	8.96	7.47
Giá cổ phiếu ngày 09/02/2011 (Nghìn VND)	91.5	91.5	91.5	91.5	91.5

)* Định giá cổ phiếu

Sử dụng lợi nhuận năm 2010 và định giá với các hệ số định giá tương đối thận trọng thì giá cổ phiếu của VNM được đánh giá thấp nhất khoảng 91,500 đồng / cp và cao nhất là 113,376 đồng, bình quân giá khoảng 104,849 đồng.

Phương pháp	Giá
P/E (8.96 lần)	106.670
P/BV (4.06 lần)	91.500
FCFF	113.376
Bình quân	104.849

Kết luận:

VNM đã có những bước tiến tốt trong kinh doanh với bước tăng trưởng khá trong năm 2009. Bước sang năm 2010, một năm đầy khó khăn đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành khi phải đối mặt với các thách thức từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, với những thành quả đạt được khá ấn tượng trong năm 2010, hứa hẹn sẽ đem lại những bước đột phá về doanh thu và lợi nhuận cho VNM trong năm 2011. Với mức giá từ 90 -93,000 VND, nhà đầu tư có thể mua đầu tư giá trị cho công ty VNM và kì vọng lợi nhuận 20% trong thời gian tới.

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



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

Hội Sở Chính:

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

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

Fax: (84- 4) 35771966

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