



ISO 9001:2000

CÔNG TY CỔ PHẦN THỰC PHẨM LÂM ĐỒNG

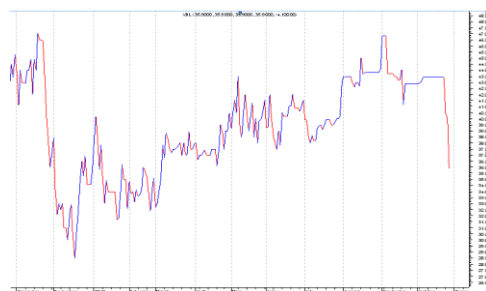
Ngành: Đồ uống

Mã chứng khoán: VDL

Sàn: HNX

KHUYẾN NGHỊ: MUA
GIÁ HIỆN TẠI: 35.900
GIÁ MỤC TIÊU: 64.000
Phòng: Nghiên cứu – Phân tích
Nguyễn Anh Thương
Điện thoại: 08.4.456.6789 - 321
Email: thuong.na@mhbs.vn

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	21,5
SLCP đang lưu hành (cp)	2.144.340
GTVH thị trường (tỷ đồng)	77,3
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	35.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	54.000
EPS trailing (đồng)	8.023
BV 30/09/2010 (đồng)	32.405
P/E (lần)	4,5
P/B (lần)	1,1
Giá tham chiếu ngày 27/10/2010	

Biểu đồ giá trong 1 năm (đã điều chỉnh)


Chỉ tiêu tài chính cơ bản			
Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	E2010
Tổng tài sản	54,3	93,9	113,4
Vốn chủ sở hữu	36,6	63,3	72,5
Doanh thu thuần	178,2	190,7	259,4
Lợi nhuận sau thuế	10,0	12,6	16,5
ROE	30%	25%	24%
ROA	18%	17%	16%
EPS (đồng/cp)	8.313	6.027	7.674
% tăng EPS	24%	-27%	27%
BV (đồng)	30.475	29.417	23.170

Nguồn: MHBS dự báo

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Thị trường rượu vang tại Việt Nam đang trong giai đoạn tăng trưởng mạnh khi nhu cầu tiêu thụ tăng cao trong những năm gần đây và dự báo tiếp tục tăng trong những năm tới.
- Ladofoods có lợi thế cạnh tranh lớn so với các doanh nghiệp sản xuất rượu vang trong nước do sở hữu thương hiệu "Vang Đà Lạt" được nhiều người tiêu dùng biết đến khi nói đến rượu vang sản xuất tại Việt Nam.
- Công ty duy trì được hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh cao và ổn định trong nhiều năm liền, tình hình tài chính lành mạnh. Từ năm 2011 công suất các nhà máy được nâng lên 20 - 50% so với hiện tại tạo động lực tăng trưởng cho công ty trong tương lai.

RỦI RO

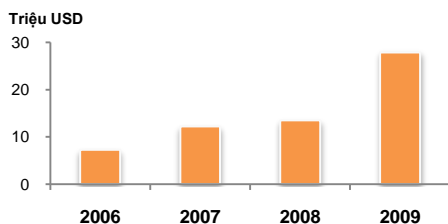
- Hiện tại và trong thời gian tới, rượu ngoại nhập khẩu được dự báo có sự tăng trưởng mạnh tại Việt Nam. Ladofoods sẽ gặp rủi ro bị thu hẹp thị phần, cạnh tranh gay gắt với rượu ngoại. Ngoài ra, công ty còn cạnh tranh với sản phẩm thay thế khác như các loại nước trái cây lên men được sản xuất trong nước cũng như nhập khẩu.
- Ladofoods không sở hữu nguồn nguyên liệu, chủ yếu thu mua trong nước. Do đó, công ty sẽ gặp rủi ro trong trường hợp các đầu mối cung cấp nguyên liệu hiện tại có sự thay đổi. Đặc biệt, sự biến động của nguyên liệu điều thô sẽ ảnh hưởng lớn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của công ty.
- Ladofoods không sở hữu hệ thống phân phối, sản phẩm của công ty được bán thẳng cho các đại lý. Do đó, công ty sẽ gặp rủi ro lớn trong khâu bán hàng nếu các đại lý lớn không tiếp tục mua sản phẩm của công ty.
- Ladofoods có quy mô vốn nhỏ, cổ đông lớn nắm giữ số lượng lớn cổ phiếu, số lượng cổ phiếu lưu hành thực tế trên thị trường rất ít. **Nhà đầu tư nên quan tâm đến rủi ro thanh khoản khi giao dịch cổ phiếu VDL.**

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

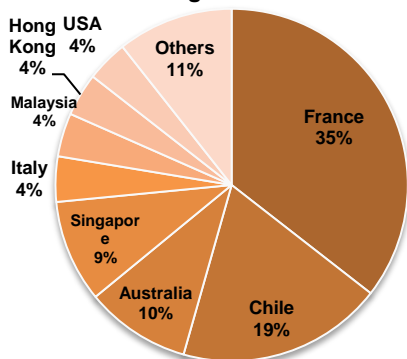
Ladofoods là công ty có hoạt động kinh doanh đạt hiệu quả cao, tài chính lành mạnh, tiềm năng tăng trưởng lớn. Theo chúng tôi giá trị hợp lý của cổ phiếu VDL vào khoảng 64.000 đồng/cp. **Trên quan điểm đầu tư giá trị, chúng tôi kiến nghị XEM XÉT MUA cổ phiếu VDL ở vùng giá thấp hơn 42.000 đồng/cổ phiếu.**

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ			
Phương pháp	Giá	Trọng số	Giá trị đóng góp
FCFF	81.218	30%	24.366
FCFE	68.458	30%	20.537
P/E (BQ 7)	49.691	20%	9.938
P/B (BQ 1.5)	45.340	20%	9.068
Giá hợp lý cổ phiếu VDL			63.909

Nhập khẩu rượu vang của Việt Nam

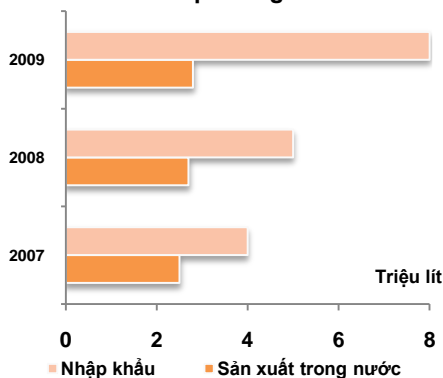


Thị trường nhập khẩu rượu vang năm 2009



Nguồn: ITC

Tình hình sản xuất, nhập khẩu rượu vang



Nguồn: Ladofoods

Thị trường rượu vang tại Việt Nam

Những năm gần đây nhu cầu tiêu thụ nước uống có cồn tại Việt Nam tăng cao, trong đó có rượu vang. Ngoài số lượng rượu vang sản xuất trong nước (2,5 - 2,8 triệu lít/năm) Việt Nam còn nhập khẩu lượng lớn rượu vang từ nước ngoài. Theo International Trade Centre (ITC) tốc độ tăng trưởng bình quân về nhập khẩu rượu vang của Việt Nam trong giai đoạn 2005-2009 đạt 21% về giá trị. Năm 2009, giá trị nhập khẩu rượu vang của Việt Nam đạt 27,8 triệu USD tăng gấp đôi so với 13,5 triệu USD năm 2008. Rượu vang được nhập chủ yếu từ các nước như Pháp, Chile, Australia, Singapore, Italy, Hong Kong...

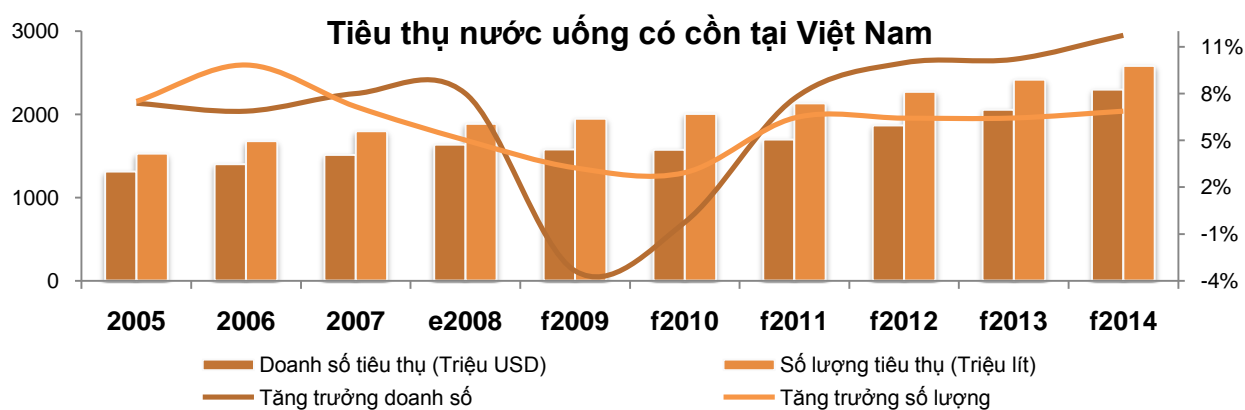
Thị trường rượu vang tại Việt Nam chia làm hai phân khúc: rượu vang nhập khẩu và rượu vang sản xuất trong nước. Hiện nay, rượu vang nhập khẩu chiếm lĩnh 60-70% thị trường rượu vang Việt Nam. Vang trong nước chủ yếu nhắm đến phân khúc thị trường người tiêu dùng có thu nhập trung bình, thấp. Đối với rượu vang nhập khẩu, ngoài mức thuế tiêu thụ đặc biệt phải chịu 25% như rượu vang sản xuất trong nước còn phải chịu mức thuế nhập khẩu 56%.

Hiện nay, trong cả nước có khoảng 5-6 nhà máy sản xuất rượu vang. Trong đó hai thương hiệu được nhiều người biết đến là Vang Đà Lạt và Vang Thăng Long. Ladofoods sở hữu thương hiệu Vang Đà Lạt sản xuất, tiêu thụ 2,5 triệu lít/năm chiếm 60 - 70% thị phần vang sản xuất trong nước. Theo Ladofoods, từ năm 2011 năng lực sản xuất rượu vang của Việt Nam đạt khoảng 5 triệu lít/năm (do một số dự án sản xuất rượu vang mới xây dựng, cùng các dự án nâng công suất các nhà máy hiện tại).

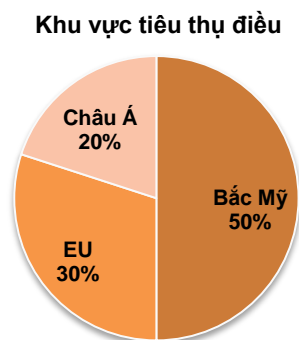
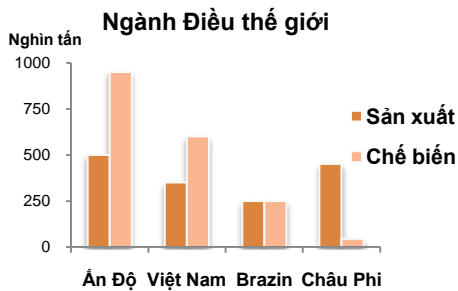
Dự báo nhu cầu tiêu thụ rượu vang tại Việt Nam trong thời gian tới sẽ tiếp tục tăng cao do các nguyên nhân sau:

- Xu hướng tiêu dùng đang dần chuyển sang các loại nước uống có nguồn gốc từ nông sản, dược thảo có lợi cho sức khỏe (trong đó có rượu vang).
- Số lượng khách du lịch đến Việt Nam ngày càng tăng kéo theo nhu cầu tiêu thụ rượu vang tăng lên.
- Thu nhập người dân Việt Nam tăng lên, sở thích sẽ chuyển dần sang các sản phẩm đồ uống cao cấp hơn, nhiều người tiêu dùng sẽ quan tâm đến sản phẩm rượu vang.

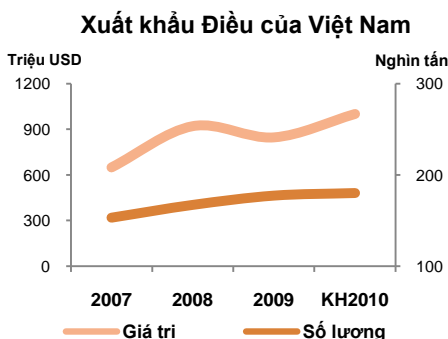
Giai đoạn 2010-2012, năng lực sản xuất rượu vang của Việt Nam tăng lên đáng kể nhưng vẫn không theo kịp nhu cầu, Ladofoods dự báo Việt Nam sẽ nhập khẩu 8-10 triệu lít/năm phục vụ nhu cầu tiêu thụ.



Nguồn: BMI/Report Q3 2010



Nguồn: Hiệp hội điều Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê

8 tháng năm 2010 kim ngạch xuất khẩu điều đạt 120 nghìn tấn, trị giá 658 triệu USD, tăng 5% về số lượng và 25% về trị giá so với cùng kỳ.

Ngành Điều thế giới

Hiện nay trên thế giới có 32 quốc gia trồng cây điều với tổng sản lượng khoảng 1.575-1.600 nghìn tấn/năm. Ấn Độ, Việt Nam, Brazil là 3 nước sản xuất và chế biến điều lớn nhất thế giới. Ba quốc gia này chiếm 70% tổng sản lượng điều thế giới, phần còn lại được trồng chủ yếu ở các nước Châu Phi. Ấn Độ và Việt Nam là hai quốc gia hàng năm phải nhập khẩu lượng lớn điều thô để phục vụ công nghiệp chế biến.

Khu vực Bắc Mỹ, EU là hai thị trường tiêu thụ chính nhân điều thế giới, các nước châu Á (chủ yếu là Ấn Độ và Trung Quốc) tiêu thụ khoảng 20%.

Giá điều thô chịu ảnh hưởng bởi tình hình mùa vụ ở những khu vực cung cấp lớn của thế giới, phụ thuộc nhiều vào thời tiết, khí hậu, trình độ khoa học kỹ thuật phục vụ khâu trồng trọt, chăm sóc, khai thác... Ngoài ra các yếu tố khác cũng tác động đến giá điều thô như tỷ giá ngoại tệ, thuế xuất nhập khẩu cho điều nguyên liệu... Giá nhân điều chịu ảnh hưởng lớn bởi giá điều nguyên liệu và nhu cầu tiêu thụ.

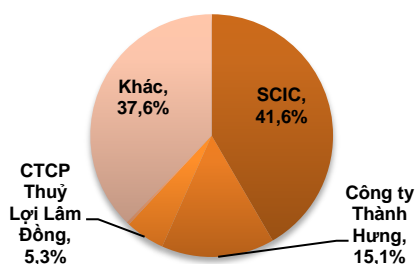
Ngành điều Việt Nam

Việt Nam đứng thứ hai thế giới về sản xuất điều, chiếm khoảng 20-25% sản lượng điều của thế giới. Tuy nhiên hai năm gần đây tình hình sản xuất điều trong nước đang có nhiều dấu hiệu xấu đi như giảm về diện tích, năng suất không ổn định. Trong niên vụ 2007-2008 cả nước có 421.498 ha cây điều, tổng sản lượng thu đạt 350.000 tấn điều thô; sang niên vụ 2008-2009 diện tích bị thu hẹp còn 398.000 ha và sản lượng còn 293.000 tấn. Năm 2009, năng suất chỉ còn 8,6 tạ/ha, trong khi năm 2005 đạt 10,6 tạ/ha.

Về thị trường nhân điều xuất khẩu, từ năm 2006 Việt Nam trở thành nước dẫn đầu thế giới về xuất khẩu điều, hiện nay Việt Nam chiếm 37% thị phần hạt điều nhân trên thế giới. Kim ngạch xuất khẩu điều có sự gia tăng đáng kể trong những năm gần đây. Năm 2010, dự kiến xuất khẩu 180 nghìn tấn, đạt giá trị trên 1 tỷ USD.

Một trong những khó khăn của ngành Điều Việt Nam là sản lượng điều thô trong nước mới chỉ đáp ứng 50% nguồn nguyên liệu của ngành chế biến trong nước. Dự kiến năm 2010 nhập khẩu 250 nghìn tấn. Trong khi đó thị trường nhập khẩu điều thô cũng không dễ dàng do cạnh tranh, sự biến động bất thường của giá điều...

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Ladofoods

Công ty Thành Hưng vừa là cổ đông lớn vừa là tổng đại lý phân phối sản phẩm của Ladofoods tại Hà Nội.

Ban lãnh đạo

Hội đồng quản trị	
Nguyễn Văn Việt	Chủ tịch
Phạm Văn Anh	Phó chủ tịch
Doãn Thị Thu Hương	Thành viên
Trần Việt Thắng	Thành viên
Vương Quang Hậu	Thành viên
Trương Đức Bính	Thành viên
Nguyễn Thị Thanh	Thành viên
Lê Thúy Hằng	Thành viên
Nguyễn Phúc Thành	Thành viên
Ban giám đốc	
Nguyễn Văn Việt	Thành viên
Phạm Văn Anh	Thành viên
Doãn Thị Thu Hương	Thành viên
Phan Thị Cúc Hương	Kế toán trưởng
Ban kiểm soát	
Nguyễn Hồng Đức	Trưởng ban
Bùi Thị Bồ	Thành viên
Nguyễn Ngọc Thuận	Thành viên
Nguyễn Thị Như	Thành viên
Hoàng Anh Thy	Thành viên

Nguồn: Ladofoods

Thông tin chung

Công ty cổ phần Thực phẩm Lâm Đồng (Ladofoods)

Địa chỉ: 272B Phan Đình Phùng, P.2, Tp. Đà Lạt, Lâm Đồng

Điện thoại: 063. 3827 003 / 3822 437 / 3822 491

Website: www.ladofoods.com.vn / www.dalatwine.com.vn

Quá trình phát triển

- Tháng 12/2003 Ladofoods được thành lập từ việc chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước thành công ty cổ phần với vốn điều lệ ban đầu 12 tỷ đồng.
- Tháng 11/2007 Ladofoods giao dịch 1,2 triệu cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.
- Tháng 12/2009 Ladofoods thực hiện chào bán cổ phần cho cổ đông hiện hữu, chào bán cho cán bộ công nhân viên nâng vốn lên 21,5 tỷ đồng.
- **Năm 2010 Ladofoods dự kiến tăng vốn lên 31,29 tỷ đồng với hình thức thưởng cổ phiếu tỷ lệ 3:1, trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 12%. Thời gian dự kiến quý 4/2010.**

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính

- Sản xuất kinh doanh các sản phẩm rượu vang mang nhãn hiệu Vang Đà Lạt, rượu Chát Đà Lạt, rượu cao độ, nước ép trái cây... Lĩnh vực này chiếm khoảng 40% doanh thu và 75% lợi nhuận của Ladofoods.
- Sản xuất chế biến nhân điều xuất khẩu chiếm khoảng 60% doanh thu và 25% lợi nhuận.

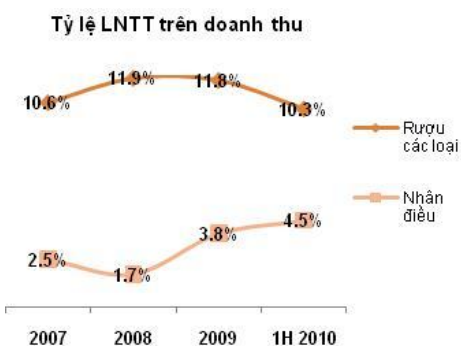
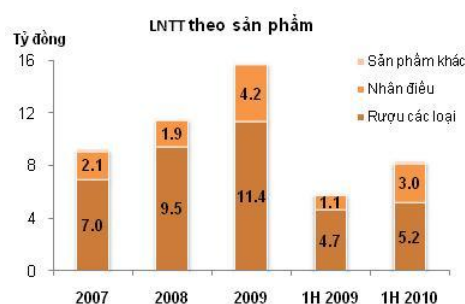
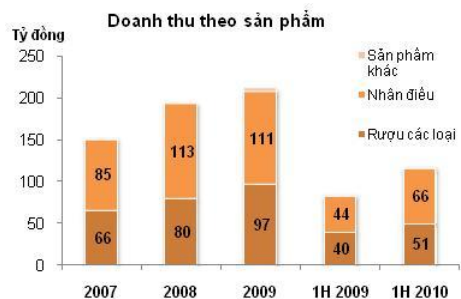
Thông tin công bố (Nguồn: hnx.vn)

- 10/7/2010 – 10/09/2010: Công ty TNHH Thương mại Thành Hưng đã mua 28.500 cổ phiếu trong tổng số 60.000 cổ phiếu đăng ký mua.
- 24/09/2010 - 24/10/2010: Chủ tịch HĐQT đã bán 5.000 cổ phiếu.
- 06/10/2010: Nghị quyết ĐHĐCĐ thông qua tăng vốn điều lệ bằng hình thức thưởng cổ phiếu và tạm ứng cổ tức bằng cổ phiếu.
- 20/10/2010 – 31/12/2010: đăng ký bán 8.600 cổ phiếu quỹ hiện có.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Cơ cấu sản phẩm

Ladofoods kinh doanh 2 nhóm sản phẩm chính: rượu vang các loại và nhân điều xuất khẩu.



Nguồn: Ladofoods

Ladofoods chủ động trong công tác

thu mua nguyên liệu: ký hợp đồng bao tiêu nguyên liệu nho ở Ninh Thuận; hướng tới đầu tư vùng nguyên liệu riêng, trồng thử nghiệm giống nho nhập khẩu.

- **Sản phẩm rượu vang là mặt hàng kinh doanh có tỷ suất lợi nhuận cao.** Tỷ lệ LNTT trên doanh thu khoảng 10-12%. Tuy chiếm tỷ trọng 40-45% doanh thu nhưng lại đóng góp 75-80% lợi nhuận của Ladofoods. Tỷ lệ này giảm từ 11,8% năm 2009 xuống 10,3% trong 6 tháng đầu năm 2010 là do thời điểm đầu năm chưa phải là thời điểm chính tiêu thụ sản phẩm nên giá bán không cao, do chi phí khấu hao, chi phí tài chính tăng so cùng kỳ. Dự báo tỷ lệ này sẽ cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2010. Kế hoạch nâng công suất nhà máy sản xuất rượu lên 3 triệu lít/năm vào năm 2010 và 5 triệu lít/năm vào năm 2015 hứa hẹn sẽ là động lực tăng trưởng cho Ladofoods trong tương lai.
- **Sản phẩm nhân điều xuất khẩu có tỷ suất lợi nhuận thấp.** Tỷ lệ LNTT trên doanh thu khoảng 2-4%. Doanh thu từ nhân điều xuất khẩu chiếm 50-55% tổng doanh thu nhưng lợi nhuận từ sản phẩm này chỉ chiếm khoảng 15-25% tổng lợi nhuận của Ladofoods. Đây là lĩnh vực kinh doanh có rủi ro lớn như: rủi ro biến động giá nguyên liệu điều thô; rủi ro thanh toán, biến động tỷ giá... từ thị trường xuất khẩu. Điểm tích cực trong hoạt động kinh doanh mặt hàng nhân điều xuất khẩu của Ladofoods trong thời gian qua là đã cải thiện đáng kể tỷ lệ LNTT trên doanh thu từ 2,5% năm 2007 lên 4,5% trong 6 tháng đầu năm 2010.

Nguồn nguyên liệu

- Nguyên liệu đầu vào cho các sản phẩm rượu vang, nước ép trái cây gồm các loại nho, dâu tằm, dâu tây, các loại trái cây khác... Các nguyên liệu này được cung cấp rộng rãi tại các địa phương khác nhau như Đà Lạt, Ninh Thuận, Bình Thuận. Theo Ladofoods ngay cả khi nâng công suất nhà máy sản xuất rượu vang từ 2 triệu lít/năm lên 3 triệu lít/năm thì công ty cũng ít gặp khó khăn trong công tác thu mua nho nguyên liệu do **nguồn cung dồi dào, giá cả ít có sự biến động lớn.**
- Nguyên liệu đầu vào cho sản phẩm nhân điều xuất khẩu chủ yếu là hạt điều thô được thu mua từ các tỉnh Lâm Đồng,

Ladofoods là doanh nghiệp đầu tiên của Việt Nam xuất khẩu rượu vang ra nước ngoài.

Thương hiệu Vang Đà Lạt



Logo thương hiệu



ISO 9001:2000

Bình Phước, Đồng Nai. **Nguồn cung điều thô trên thị trường không ổn định. Công tác thu mua và giá cả nguyên liệu này biến động theo thị trường.** Ladofoods sẽ gặp rủi ro thiếu nguyên liệu, rủi ro chi phí đầu vào tăng quá cao ảnh hưởng đến lợi nhuận nếu các nguồn cung nguyên liệu điều thô có sự biến động lớn.

- Ngoài các nguyên liệu trên, công ty còn sử dụng các nguyên vật liệu khác trong quá trình sản xuất chế biến như: đường, cồn, hương liệu, các loại bao bì nhãn mác đóng gói... **Giá cả các nguyên vật liệu này biến động theo thị trường.**

Thị trường tiêu thụ sản phẩm

- Sản phẩm rượu vang được tiêu thụ chủ yếu trong nước chiếm khoảng 98% sản lượng rượu vang tiêu thụ của Ladofoods. Thị trường trong nước trải rộng khắp các tỉnh thành thông qua hệ thống đại lý bán sỉ, bán lẻ, hệ thống siêu thị, metro... Ngoài ra, hàng năm Ladofoods cũng thực hiện xuất khẩu rượu vang sang các nước như: Nhật Bản, Hàn Quốc, Thụy Sĩ, Malaysia, Campuchia.
- Sản phẩm nhân điều chủ yếu phục vụ công tác xuất khẩu, tiêu thụ trong nước khoảng 4-5% sản lượng điều của Ladofoods. Công ty xuất khẩu nhân điều chế biến sang các thị trường EU, thị trường Hoa Kỳ, Canada, Trung Quốc.

Công tác phát triển thị trường, xây dựng thương hiệu

Ladofoods thành lập phòng nghiên cứu Marketing (R&M) độc lập với phòng nghiên cứu phát triển (R&D) để từng bước chuyên môn hóa và nâng cao năng lực chuyên môn trong hoạt động marketing cho các lĩnh vực then chốt, quan trọng như: nghiên cứu thị trường, nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới, bán hàng, kiểm soát và phát triển kênh phân phối, quản trị thương hiệu, xúc tiến thương mại...

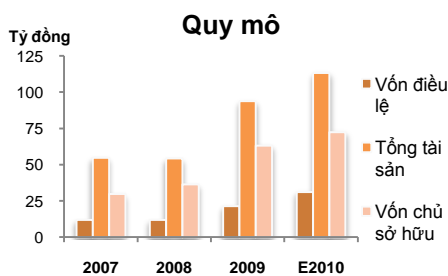
Ladofoods chú trọng đẩy mạnh hoạt động phát triển thương hiệu. Thương hiệu Vang Đà Lạt và logo thương hiệu đã được Ladofoods đăng ký và bảo hộ tại Việt Nam (do Cục Sở hữu trí tuệ thuộc Bộ Khoa học và Công nghệ cấp phép). Công ty cũng đã đăng ký bảo hộ nhãn hiệu "Vang Đà Lạt" tại Nhật Bản và sẽ mở rộng việc đăng ký bảo hộ tại các thị trường mục tiêu trong thời gian tới. Ngoài ra, để phát triển thương hiệu Ladofoods còn tổ chức sự kiện, tham gia các kỳ Hội chợ Hàng Việt Nam Chất lượng cao, Hội chợ Thực phẩm Đồ uống...

Trong thời gian tới Ladofoods sẽ đẩy mạnh công tác chăm sóc khách hàng, hoàn thiện hệ thống phân phối như: tổ chức tuyển dụng nhân viên bán hàng ngay tại địa phương để từng bước kiểm soát chặt chẽ Hệ thống bán lẻ; Tổ chức các điểm bán hàng - trưng bày chuẩn nhằm mục tiêu giới thiệu, quảng bá một cách sâu rộng, tăng tính sẵn có, tính dễ mua của sản phẩm; Phát triển kênh phân phối mới như hệ thống nhà hàng, khách sạn, các khu du lịch...

Đối với thị trường xuất khẩu, Ladofoods sẽ tiếp tục củng cố mối quan hệ tốt đẹp với khách hàng hiện có đồng thời đẩy mạnh công tác xúc tiến thương mại bằng nhiều hình thức, phương thức khác nhau như: tham gia hội chợ, triển lãm, tìm kiếm và phát triển thêm khách hàng mới thông qua các nhà môi giới lớn, qua mạng Internet...

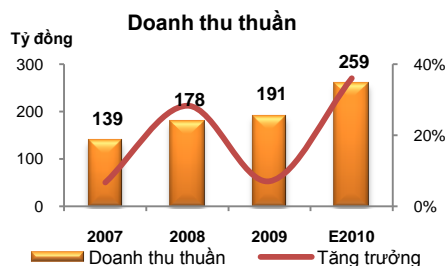
Phân tích tài chính

Quy mô

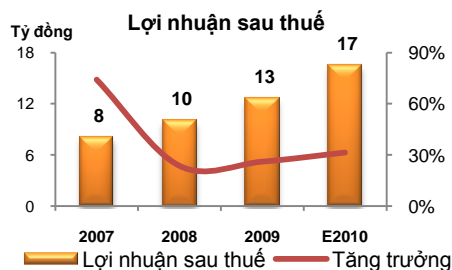


Trong bốn năm từ năm 2007 - 2010, Ladofoods có sự tăng trưởng vượt bậc về quy mô. Vốn điều lệ từ 12 tỷ đồng năm 2007 đến cuối năm 2009 Ladofoods phát hành cổ phiếu tăng vốn lên 21,5 tỷ đồng. Năm 2010 dự kiến vốn điều lệ của công ty tiếp tục tăng lên 31,29 tỷ đồng.

Khả năng sinh lợi



Hoạt động kinh doanh của Ladofoods đang trong giai đoạn phát triển thể hiện qua chỉ tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm sau cao hơn năm trước. Doanh thu và lợi nhuận dự kiến năm 2010 tăng hơn 30% so với năm 2009. Đặc biệt chỉ tiêu lợi nhuận có tốc độ tăng trưởng cao trên 25% trong những năm gần đây.

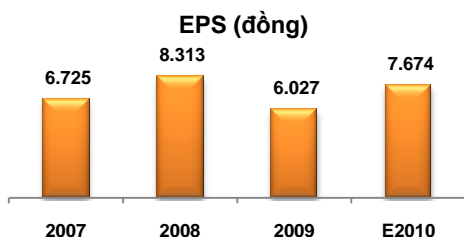
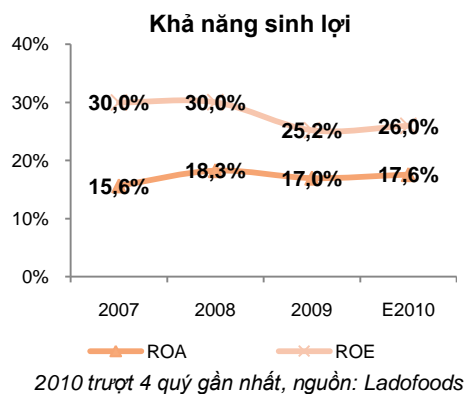


Nguồn: Ladofoods, MHBS dự báo

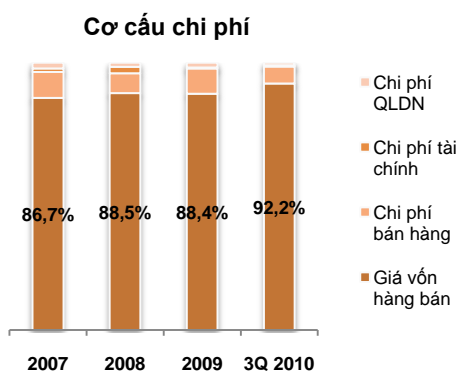
Tỷ lệ lợi nhuận trước thuế trên doanh thu được cải thiện đáng kể. Năm 2007, tỷ lệ này là 6,1% thì đến năm 2009 đã nâng lên 7,4%. Lợi nhuận của Ladofoods tăng trưởng cao do cả hai nhóm hàng chính đều có sự cải thiện tốt trong biên lợi nhuận, rượu vang từ 10,6% năm 2007 lên 11,8% năm 2009, đặc biệt là sự cải thiện hiệu quả trong hoạt động kinh doanh mặt hàng điều từ 2,5% năm 2007 lên 3,8% năm 2009 và 4,5% trong 6 tháng đầu năm 2010.

Chỉ tiêu	2007	2008	% y/y	2009	% y/y	1H 2009	1H 2010	% h/h
Doanh thu (tỷ đồng)	151,8	193,7	27,6%	211,9	9,4%	83,8	117,3	40%
- Rượu vang	65,7	79,9	21,6%	96,9	21,2%	39,5	50,6	28%
- Nhân điều	85,4	113,0	32,4%	110,6	-2,1%	43,6	65,9	51%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	9,2	11,5	25,1%	15,8	36,8%	5,8	8,3	43%
- Rượu vang	7,0	9,5	36,0%	11,4	20,2%	4,7	5,2	12%
- Nhân điều	2,1	1,9	-9,0%	4,2	118,9%	1,1	3,0	167%
Tỷ suất sinh lợi (%)	6,1%	6,0%	-0,1%	7,4%	1,5%	7,0%	7,1%	0,1%
- Rượu vang	10,6%	11,9%	1,3%	11,8%	-0,1%	11,8%	10,3%	-1,5%
- Nhân điều	2,5%	1,7%	-0,8%	3,8%	2,1%	2,5%	4,5%	2,0%

Nguồn: Ladoofoods



Nguồn: Ladoofoods, MHB dự báo



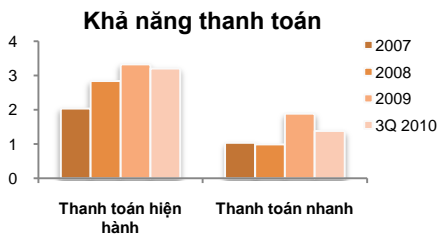
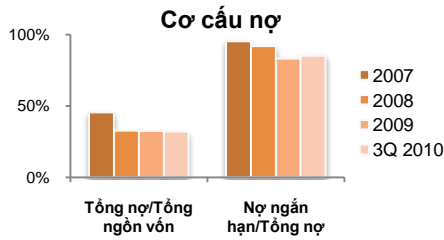
Nguồn: Ladoofoods

Xét trên tổng tài sản, vốn chủ sở hữu thì Ladofoods tuy có quy mô vốn nhỏ nhưng khả năng sinh lợi cao khi các hệ số ROA, ROE lần lượt duy trì tỷ lệ trên 17% và trên 25%. Năm 2009 hai hệ số này có sự sụt giảm nhẹ so với năm 2008 do Ladofoods phát hành tăng vốn lên gấp đôi nên lợi nhuận dù tăng cao 26% vẫn thấp hơn sự tăng trưởng của tổng tài sản (72%) và vốn chủ sở hữu (73%). Phân tích sâu hơn thì trong năm 2009 khả năng sinh lợi có sự cải thiện đáng kể khi hệ số lợi nhuận gộp biên tăng gần 2% từ 16,8% lên 18,4%, hệ số lợi nhuận ròng biên tăng từ 5,6% lên 6,6%. Với kết quả kinh doanh năm 2010 khả quan thì hai hệ số này đã có sự phục hồi so với năm 2009.

Chỉ tiêu EPS của Ladofoods khá cao và duy trì ổn định 6.000 - 8.000 đồng/cổ phiếu. Năm 2009 EPS sụt giảm do số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân tăng mạnh tăng 73%. Năm 2010, EPS dự kiến có sự phục hồi đạt 7.674 đồng/cổ phiếu.

Chi phí hoạt động kinh doanh

- Giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí hoạt động (từ 87% đến 92%). Trong đó **chi phí nguyên vật liệu thường chiếm khoảng 65% - 70%**. Đây là khoảng mục chi phí có ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty.
- Đối với giá nguyên liệu nho đầu vào ít biến động, cộng với công ty đã chủ động công tác thu mua nên phần nào đã kiểm soát khoản mục chi phí quan trọng này, duy trì được tỷ suất lợi nhuận biên (10 - 12%/năm).
- Đối sản phẩm nhân điều thì biến động giá nguyên liệu điều thô sẽ ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của Ladofoods.
- Chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng từ 8% -10% trong tổng chi phí hoạt động. Đây là khoản mục chi phí cần thiết vì Ladofoods đang trong quá trình mở rộng hoạt động bán hàng.



Nguồn: Ladofoods

Tình hình tài chính

Tình hình tài chính lành mạnh, khả năng thanh toán rất tốt.

Ladofoods chủ yếu sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Do đó tổng nợ phải trả chiếm chưa đến 50% tổng nguồn vốn hoạt động của công ty. Trong cơ cấu nợ, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn 80-90% tổng nợ (chủ yếu vay ngắn hạn để tài trợ hàng tồn kho và được thanh toán hoàn tất vào thời điểm cuối năm). Chính vì sử dụng nợ ít nên các hệ số khả năng thanh toán của công ty đạt tỷ lệ an toàn cao và được cải thiện qua từng năm. Hệ số khả năng thanh toán hiện hành luôn duy trì trên 2 lần và có chiều hướng cải thiện tích cực, năm 2007 là 2,1 lần, năm 2008 là 2,9 lần và năm 2009 là 3,4 lần. Hệ số thanh toán nhanh duy trì trên 1 lần, năm 2007 là 1,1 lần, năm 2009 là 1,9 lần. Riêng tại thời điểm 30/09/2010, 2 hệ số này giảm do Ladofoods tăng cường vay ngắn hạn để dự trữ hàng tồn kho phục vụ nhu cầu tăng cao cuối năm.

So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Hiện tại có 2 doanh nghiệp sản xuất kinh doanh rượu vang nổi bật tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội là Ladofoods và công ty cổ phần Vang Thăng Long (mã chứng khoán VTL). Về quy mô, Ladofoods lớn hơn Vang Thăng Long không nhiều nhưng hoạt động kinh doanh hiệu quả cao hơn nhiều. Các chỉ tiêu khả năng sinh lợi như ROA, ROE, EPS của Ladofoods đều có tỷ lệ cao so với Vang Thăng Long. Tình hình tài chính của Ladofoods lành mạnh hơn khi tỷ số nợ so với vốn chủ sở hữu thấp hơn, khả năng thanh toán nhanh cao hơn nhiều lần. Hoạt động kinh doanh tốt hơn nhưng cổ phiếu VDL có mức giá hiện tại thấp hơn VTL nên chỉ tiêu EPS trượt 4 quý gần nhất cao gấp 3 lần. Hai chỉ số P/E, P/B của cổ phiếu VDL thấp tạo sức hấp dẫn đối với những nhà đầu tư quan tâm đến hai chỉ số này.

Thông tin chung		1H 2010 (Tỷ đồng)		Khả năng sinh lợi		Khả năng Thanh toán			Chỉ số thị trường				
Mã	KLCPLH	DTT	LNST	ROA	ROE	Nhanh	Hiện hành	Nợ/VCSH	Giá	EPS 4Q	BV	P/E	P/B
VDL	2.144.340	105,3	6,8	14%	28%	1,9	0,4	1,0	35.900	8.023	32.405	4,5	1,1
VTL	1.800.000	33,4	0,3	6%	15%	0,3	1,3	1,6	40.000	2.519	17.495	15,9	2,3

Nguồn: MHB

Phân tích SWOT

Thế mạnh (S)

- Trải qua hơn 10 năm có mặt trên thị trường, Ladofoods đã xây dựng thương hiệu "Vang Đà Lạt" được nhiều người tiêu dùng trong nước biết đến, đồng thời là doanh nghiệp đầu tiên của Việt Nam xuất khẩu rượu vang ra nước ngoài. Hệ thống phân phối của Ladofoods (thông qua các đại lý) trải rộng khắp nước và từng bước mở rộng ra nước ngoài. Với thương hiệu và hệ thống phân phối rộng, sản phẩm của Ladofoods dễ dàng tiếp cận thị trường, tạo lợi thế lớn khi dự án mở rộng công suất nhà máy rượu hoàn thành vào cuối năm 2010.
- Nguồn nguyên liệu đầu vào sản xuất rượu vang dồi dào, vị trí các nhà máy gần nguồn nguyên liệu giúp công ty giảm chi phí vận chuyển - bảo quản, tăng hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Tình hình tài chính lành mạnh, hiệu quả hoạt động kinh doanh cao được duy trì trong nhiều năm tạo sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Với thế mạnh này Ladofoods dễ dàng tiếp cận nguồn vốn mới để tài trợ cho các dự án triển khai trong tương lai.

Cơ hội (O)

- Tiềm năng mở rộng thị trường trong và ngoài nước. Xu hướng tiêu dùng trong vài năm trở lại đây đã cho thấy người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng những loại sản phẩm có lợi cho sức khỏe có nguồn gốc từ nông sản, dược thảo, các mạch khoáng ngầm thiên nhiên, cũng như ngày càng có ý thức đề cao bảo vệ sức khỏe, an toàn vệ sinh thực phẩm (đây cũng chính là xu hướng tiêu dùng trên thế giới). Chính vì thế rượu vang và các sản phẩm nước quả được tiêu thụ rất mạnh trong những năm gần đây, dự báo sẽ phát triển mạnh mẽ trong những năm tới một khi thu nhập, dân trí ngày càng nâng cao. Nhận biết cơ hội này, Ladofoods từng bước nâng công suất nhà máy rượu vang, năm 2010 công suất tăng lên 50%, đến năm 2015 công suất tăng gấp 2 lần so với hiện tại.
- Việt Nam hiện là nước xuất khẩu sản phẩm nhân điều lớn của thế giới. Nhân điều Việt Nam đã tạo được thương hiệu trên thị trường. Đây là một cơ hội lớn cho ngành điều Việt Nam nói chung cũng như các doanh nghiệp xuất khẩu như Ladofoods nói riêng.

Điểm yếu (W)

- Quy mô vốn hoạt động nhỏ, khả năng mở rộng sản xuất hạn chế.
- Mặc dù Ladofoods đã tạo được thương hiệu riêng trên thị trường nhưng vẫn khó cạnh tranh với các thương hiệu rượu vang từ nước ngoài.
- Do số lượng cổ phiếu ít, cổ đông lớn nắm giữ nhiều nên tính thanh khoản về giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội rất thấp. Đây là một điểm yếu khó thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư.

Thách thức (T)

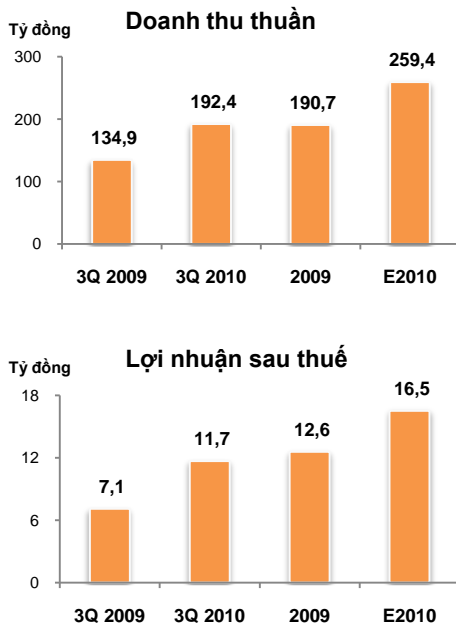
- Sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các doanh nghiệp trong và ngoài nước kinh doanh rượu vang nhập khẩu từ nước ngoài.
- Kế hoạch tăng vốn điều lệ gần 50% so với hiện tại, Ladofoods sẽ gặp thách thức tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận lớn trong việc đảm bảo duy trì tỷ suất lợi nhuận cao như các năm vừa qua.
- Biến động bất thường từ thị trường nguyên liệu điều thô ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của Ladofoods.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010

9 tháng đầu năm 2010, hoạt động sản xuất kinh doanh của Ladofoods đạt kết quả ấn tượng với doanh thu 192,4 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 11,7 tỷ đồng, tăng 43% về doanh thu, 65% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2009. Nguyên nhân do doanh số 2 sản phẩm chính của công ty có sự tăng trưởng vượt bậc: Nhân điều chế biến xuất khẩu tăng 75%, rượu vang tăng 30%.

Tình hình sản xuất kinh doanh cuối năm 2010 của công ty được HĐQT nhận định sẽ tốt hơn. Do đó, HĐQT đã đặt kế hoạch doanh thu dự kiến năm 2010 đạt 259 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt tối thiểu 17 tỷ đồng, tăng 35,6% về doanh thu, 8% về lợi nhuận trước thuế so với năm 2009.

MHBS nhận thấy Ladofoods đã khá thận trọng trong kế hoạch lợi nhuận năm 2010. Kế hoạch doanh thu tăng 36% trong khi lợi nhuận chỉ tăng 8%. **Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2010 của Ladofoods nhiều khả năng đạt 16,5 tỷ đồng, tăng 30% so với năm 2009.**



Nguồn: Ladofoods, MHBS dự báo

Kế hoạch sản xuất, đầu tư trong giai đoạn 2010-2013

Sản xuất – Tiêu thụ

Sản phẩm	2010	2011	2012	2013
Rượu (nghìn lít)	2.600	2.800	3.000	3.300
Nước trái cây (nghìn lít)	50	60	75	90
Nhân điều (tấn)	1.450	1.500	1.500	1.500

Nguồn: Ladofoods

Đầu tư

Hiện tại các nhà máy sản xuất rượu vang và nhân điều xuất khẩu của Ladofoods đã hoạt động hết công suất. Công ty đang trong tiến trình đầu tư máy móc, thiết bị để nâng công suất trong những năm tới.

- Nâng công suất nhà máy rượu lên 3 triệu lít/năm dự kiến hoàn thành cuối năm 2010; 5 triệu lít/năm dự kiến năm 2015
- Nâng công suất chế biến nhân điều 6.000 tấn nguyên liệu/năm, thành phẩm 1.500 tấn/năm.

Định giá

Trong những năm tới, sản lượng rượu vang và nhân điều của Ladofoods sẽ tăng 20 - 50% so với hiện tại do hoàn thành các dự án nâng công suất nhà máy.

- Với dự án nâng công suất nhà máy rượu hoàn thành cuối năm 2010, sản lượng rượu cung cấp ra thị trường của công ty tăng thêm 50% so với hiện tại, từ 2 triệu lít/năm lên 3 triệu lít/năm. Năm 2015, công suất nhà máy được nâng lên 5 triệu lít/năm.
- Đối với sản phẩm nhân điều xuất khẩu, Ladofoods đầu tư thêm nhà xưởng, thiết bị máy móc nâng công suất chế biến 6.000 tấn nguyên liệu/năm (tăng 20% so với hiện tại).

Trên quan điểm thận trọng, MHBS dự kiến doanh thu của Ladofoods giai đoạn 2011-2013 tăng bình quân 20%/năm, sau đó tăng 10%/năm trong giai đoạn 2014-2015. Chi phí vốn $Re = 17\%$, P/E và P/B bình quân được lấy theo ngành đồ uống, các yếu tố tỷ suất sinh lợi, cơ cấu doanh thu, cơ cấu nguồn vốn... được giả định tương đương với hiện tại. Giá trị hợp lý của Ladofoods theo các phương pháp định giá ước tính vào khoảng 64.000 đồng/cổ phiếu.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ			
Phương pháp	Giá	Trọng số	Giá trị đóng góp
FCFF	81.218	30%	24.366
FCFE	68.458	30%	20.537
P/E (BQ 7)	49.691	20%	9.938
P/B (BQ 1.5)	45.340	20%	9.068
Giá hợp lý cổ phiếu VDL			63.909

Phụ lục

Bảng cân đối kế toán, kết quả hoạt động kinh doanh, chỉ tiêu tài chính dự báo giai đoạn 2010-2015

	f2010	f2011	f2012	f2013	f2014	f2015
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN						
A - TÀI SẢN NGẮN HẠN	97	117	134	152	174	203
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	36	38	41	47	63	74
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	21	26	31	35	38	43
IV. Hàng tồn kho	36	48	56	63	68	78
V. Tài sản ngắn hạn khác	3	5	6	7	6	8
B - TÀI SẢN DÀI HẠN	17	14	12	10	8	6
II. Tài sản cố định	17	13	11	10	8	6
1. Tài sản cố định hữu hình	16	13	11	10	8	6
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0	0	0	0
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1	1	1	1	1	1
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	114	130	146	162	183	210
A - NỢ PHẢI TRẢ	41	50	56	60	68	77
I. Nợ ngắn hạn	37	46	53	57	65	75
II. Nợ dài hạn	4	4	3	3	3	2
B - VỐN CHỦ SỞ HỮU	72	80	90	102	115	132
I. Vốn chủ sở hữu	72	80	90	102	115	132
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	114	130	146	162	183	210
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH						
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	259	325	389	440	473	545
Giá vốn hàng bán	214	267	320	361	389	449
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	45	58	69	79	84	97
Doanh thu hoạt động tài chính	3	3	3	3	3	3
Chi phí tài chính	2	3	3	3	4	4
Chi phí bán hàng	21	27	31	37	39	45
Chi phí quản lý doanh nghiệp	5	6	7	8	8	9
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	21	26	31	34	36	42
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	21	26	31	34	36	42
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	17	21	25	27	29	33
CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH						
Tăng trưởng doanh thu thuần	36%	25%	20%	13%	7%	15%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	31%	26%	18%	10%	6%	15%
Lợi nhuận ròng biên	6%	6%	6%	6%	6%	6%
ROA	16%	17%	18%	18%	17%	17%
ROE	24%	27%	29%	28%	27%	27%
Thanh toán hiện tại	2.6	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7
Thanh toán nhanh	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
Vòng quay phải thu	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
Vòng quay phải trả	7.0	7.0	7.3	7.7	7.3	7.3
Vòng quay tồn kho	5.9	5.6	5.8	5.7	5.7	5.7

Nguồn: MHB dự báo

Khuyến cáo

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MHB

Hội sở chính

236 – 238, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel : 08.4.456.6789

Fax: 08.3.824.1572

Website: www.mhbs.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel : 04. 6.268.2888

Fax : 08. 627.02146

PGD Nguyễn Công Trứ

84, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel : 08.3915.3674 – 75

Fax: 08.3915.3676

Bản quyền

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Mọi bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Mọi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.