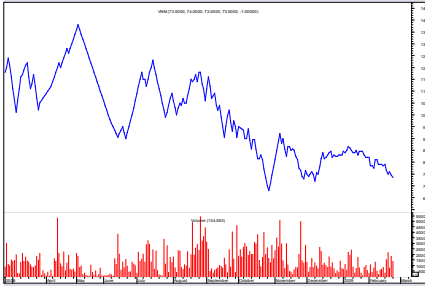


Biểu đồ 1A - Biểu đồ giá



Bảng 1B: Thông tin cổ phiếu

Thông tin cổ phiếu 23/02/2009	
Giá	73,500
Số lượng CP đang lưu hành	175,275,670
KL còn được phép mua	2,865,183
Giá cao nhất trong 52 tuần	138,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	68,000
Thay đổi giá trong 52 tuần	-34.96%
GT Vốn hóa thị trường (đồng)	12,882,761,745,000

Nguồn: Công ty, HSC

Bảng 1C: Các chỉ tiêu chính

Chỉ tiêu	2007	2008
Tổng tài sản	5,425,113	5,933,415
Nguồn vốn CSH	4,315,938	4,514,798
Doanh thu	6,648,193	8,208,035
Lợi nhuận trước thuế	955,381	1,362,177
Lợi nhuận sau thuế	963,448	1,229,570

Nguồn: Công ty, HSC

Bảng 1D - Các chỉ số cơ bản

Chỉ số	2007	2008
Khả năng thanh khoản		
- Hệ số thanh toán hiện thời	3.4	2.8
- Hệ số thanh toán nhanh	1.6	1.3
Khả năng sinh lời		
- LN biên gộp	27.3%	31.7%
- LN biên sau thuế	14.5%	15.0%
- ROE	27.3%	27.8%
- ROA	21.3%	21.7%
Hiệu quả hoạt động		
- Vòng quay khoản phải thu	11.4	12.6
- Vòng quay hàng tồn kho	3.7	3.2
- Vòng quay tổng tài sản	1.5	1.4
- Vòng quay vốn CSH	1.9	1.9

Nguồn: Công ty, HSC

Nhóm Phân tích Ngành thực phẩm và Đồ uống
(84 8) 3 823 3299

Mua vào

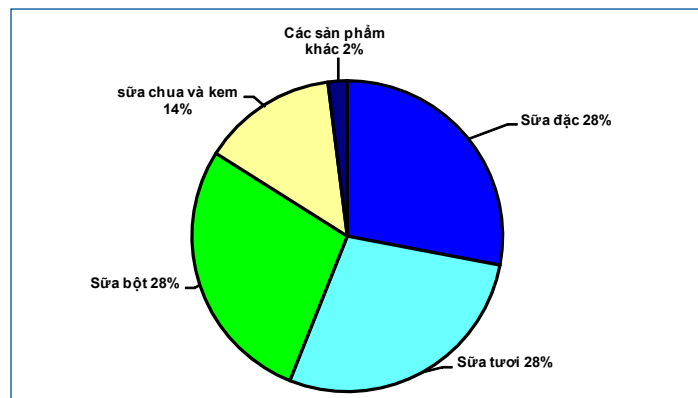
Đang giao dịch ở mức định giá thấp hơn so với các Công ty cùng ngành trong khu vực và với lợi nhuận biên có khả năng sẽ tăng lên nhiều trong năm nay nhờ giá nguyên liệu đầu vào thấp, VNM là một cổ phiếu khá hấp dẫn. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm đã có nhiều cải thiện với tiềm năng tăng trưởng mạnh của các sản phẩm có lợi nhuận biên cao hơn. Chúng tôi vẫn duy trì kết luận "MUA" đối với cổ phiếu này.

Trong năm 2008, những hoạt động kinh doanh then chốt vẫn là những nguồn mang lại lợi nhuận chính. Cơ cấu sản phẩm mang lại doanh thu đã có cải thiện với việc phần lớn doanh thu có được là nhờ các sản phẩm có khả năng sinh lợi nhiều hơn như sữa bột, sữa nước và sữa chua. Năm 2008, sữa nước chiếm khoảng 28% tổng doanh thu (so với mức 24% năm ngoái). Và sữa bột cũng đóng góp xấp xỉ 28% tổng doanh thu (năm 2007, con số này là 26%) và 1/2 doanh thu từ sữa bột là nhờ xuất khẩu. Các sản phẩm sữa chua và kem cũng đẩy mạnh tỷ trọng doanh thu của mình từ 11% tổng doanh thu năm 2007 lên 14% tổng doanh thu năm 2008. Trong khi đó, sữa đặc, sản phẩm có lợi nhuận biên thấp nhất, chỉ đóng góp 28% doanh thu, giảm 7%. Các sản phẩm khác như cà phê, nước trái cây, sữa đậu nành,... chỉ chiếm 2% tổng doanh thu.

Trong những năm tới, chúng tôi tin rằng sữa nước sẽ là sản phẩm mang tính chất quyết định đối với sự tăng trưởng cả doanh thu và lợi nhuận do Vinamilk không có ý định hướng đến thị trường xuất khẩu và do đó, tốc độ tăng trưởng của sữa bột sẽ giảm. Hơn thế, thị phần sữa bột trong nước của công ty cũng khó có khả năng tăng mạnh do có rất nhiều hãng sữa nước ngoài đang có mặt trên thị trường.

Xét về nguồn cung nguyên liệu hiện tại, các nhà cung cấp chính của VNM là Fonterra (New Zealand) và Hoogwegt (Hà Lan). Công ty thường ký hợp đồng 1 năm với các nhà cung cấp để mua sữa bột và các nguyên liệu khác. Cuối năm 2007, VNM đã mua được nguyên liệu được chiết khấu lớn so với mức giá trên thị trường. Và vào cuối tháng 10, tình trạng khủng hoảng của ngành sữa trên thế giới đã giúp công ty ký lại được hợp đồng ở mức giá hợp lý hơn (VNM không tiết lộ thông tin cụ thể). Vào thời điểm đó, giá sữa thô trên thế giới ở mức 2,400-2,800 USD/tấn (giá bột sữa không béo giao ngay chưa tính phí vận chuyển – nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ) và 2,800-3,400 USD/tấn (giá bột sữa nguyên chất giao ngay chưa tính phí vận chuyển – nguồn: Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ), thấp hơn so với giá được thỏa thuận trong hợp đồng năm 2007.

Năm ngoái, nguyên liệu nhập khẩu chiếm khoảng 80% tổng chi phí nguyên vật liệu trong khi đó nguồn sữa tươi nguyên liệu do trong nước cung cấp chỉ chiếm 20% còn lại. Do đó với hợp đồng nhập khẩu nguyên liệu giá thấp hơn, chúng tôi tin rằng tổng chi phí nguyên liệu năm 2009 sẽ giảm từ 18-20%. Nhờ vậy, lợi nhuận biên gộp năm 2009 sẽ vào khoảng 37.5% so với mức 32% năm 2008.



Nguồn - Công ty

Công ty	Thị trường chứng khoán	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E 2008	P/E 2009F	EPS 2008 (USD)	EPS 2009F (USD)
Dutch Lady (Malaysia) Bhd	Malaysia	171	13.9	11.9	0.2	0.22
Nestle (Malaysia) Bhd	Malaysia	1,791	20.2	18.7	0.35	0.41
Fraser & Neave	Singapore	2,567	8.9	9.7	0.18	0.19
China Mengniu Dairy Company Ltd	Hồng Kông	2,292	(*)	23.2	0.1	0.06
Meiji Dairies Corporation	Nhật	1,504	20.9	22	0.22	0.21
Morinaga Milk Industry Co., Ltd	Nhật	832	30.1	23.6	0.11	0.14
Snow Brand Milk Products	Nhật	955	13	11.1	0.24	0.28
Maeil Dairy Industry	Hàn Quốc	113	11	9	0.77	0.94
NamYang Dairy Products Co.	Hàn Quốc	234	6.6	NA	49.24	NA
Nestle India Limited	Ấn Độ	2,918	26.5	22.3	1.14	1.36
Trung Bình		14,193	14.8	16.1	4.78	0.38
Vinamilk	Việt Nam	812	11.5	9.4	0.4	0.48

Nguồn: Bloomberg

(*) EPS của China Mengniu Dairy Company Limited vào năm 2008 là số âm

Tuy nhiên, kể từ hồi tháng 10 năm 2008 đến nay, do nhu cầu sụt giảm, giá bột sữa trên thế giới giảm đến 20%. Điều này sẽ khiến cho giá của các sản phẩm từ sữa trên thế giới giảm theo và các nhà cung cấp sản phẩm từ sữa trong nước như VNM rất có thể phải hạ giá bán để giữ thị phần. Bất cứ một sự giảm giá bán nào cũng sẽ lấy đi mất phần lợi nhuận biên gộp tăng thêm. Nhưng có lẽ giá các sản phẩm từ sữa trên thế giới sẽ được điều chỉnh lại. Do lợi nhuận thấp, nhiều nông dân đã phải từ bỏ kinh doanh và khi nguồn cung giảm, giá có thể sẽ được phục hồi trong 6 tháng cuối năm.

Hơn thế nữa, Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (MARD) gần đây đã đề nghị Chính phủ tăng thuế nhập khẩu 15 mặt hàng từ sữa. Chẳng hạn, thuế nhập khẩu của sữa và kem chưa cô đặc, chưa pha thêm đường hoặc chất ngọt khác được đề xuất tăng lên 18% từ 5% và thuế nhập khẩu của sữa và kem đã cô đặc hoặc đã pha thêm đường hoặc chất ngọt khác được đề xuất tăng lên 10-34% từ thuế suất hiện tại chỉ 3-7%.

Ngành sữa hiện được xem là một trong những ngành có lợi nhuận cao nhất của nền kinh tế. Và Chính phủ đang cố gắng đưa ra những hàng rào bảo vệ ngành sữa trong nước và người nông dân, những người đã phải chịu thiệt hại nhiều từ đợt rớt giá vừa qua. Và tất nhiên, đây cũng là cách Chính phủ có thể cải thiện thêm ngân sách của mình.

Nếu biểu thuế suất mới được chính phủ chấp thuận thì một mặt nó sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận biên của các công ty sản xuất sữa trong nước, nhưng một mặt sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh về giá của các sản phẩm sản xuất nội địa so với sản phẩm ngoại nhập. Trước đây vào tháng 8 năm 2007, thuế suất nhập khẩu của tất cả các sản phẩm sữa đã được điều chỉnh giảm 50% trong một nỗ lực nhằm giảm chi phí sản xuất của các doanh nghiệp chế biến sữa trong nước. Nếu đề xuất mới này của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn được thực hiện thì chúng tôi dự báo lợi nhuận biên gộp của VNM trong năm 2009 sẽ vào khoảng 34% (tăng so với 32% của năm 2008).

Giá cổ phiếu VNM đang ở mức hợp lý hơn các cổ phiếu ngành sữa ở châu Á. Với P/E tương lai chỉ 8.5 lần, cổ phiếu này đang giao dịch ở mức thấp hơn 47% so với trung bình P/E các cổ phiếu ngành sữa châu Á. Và so với cổ phiếu các công ty sữa ở các thị trường mới nổi ở châu Á thì VNM đang rẻ hơn 55%. Sự chênh lệch này theo chúng tôi là không công bằng nếu tính đến tiềm năng tăng trưởng của thị trường sữa Việt Nam với đặc điểm là thị trường đang ở giai đoạn sớm và mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn rất thấp. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng của ngành sữa Việt Nam sẽ vượt xa các quốc gia khác trong khu vực.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

Công ty Cổ phần Chứng Khoán Thành Phố Hồ Chí Minh

Lầu 1,2,3, Tòa nhà Capital Place

6 Thái Văn Lung, Q. 1, TPHCM

Tel: (84 8) 3 823 3299

Fax: (84 8) 3 823 3301

www.hsc.com.vn