

Lê Tất Thành
Chuyên viên phân tích
Email : Thanh.LeTat@tls.vn

Mã: **VNM** - Sàn: **HSX**
Ý kiến phân tích: **MUA**
Giá mục tiêu 2011: **111,474 VND**

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

24/11/2010

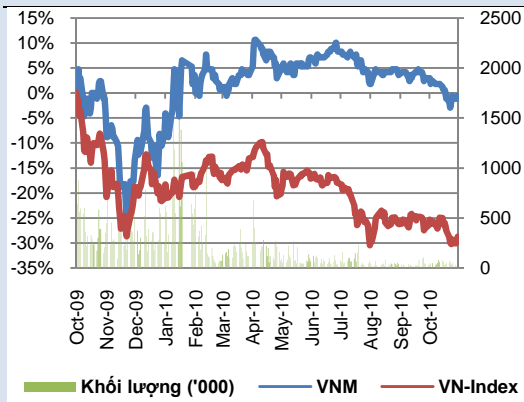
Chúng tôi xác định mức giá hợp lý vào cuối năm 2011 của VNM là 111,474 VND, cao hơn 32.7% so với giá đóng cửa ngày 23/11/2010. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này dựa trên (i) ngành sữa có tiềm năng tăng trưởng còn rất lớn (ii) VNM là nhà sản xuất đầu ngành với thị phần sữa bột và sữa nước đang gia tăng dần (iii) VNM đang hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh trong ngành sữa và (iv) P/E và P/B kỳ vọng 11.6x và 4.3x.

THỐNG KÊ

Giá ngày 23/11/2010	84,000 VND
Ngành: Thực phẩm và đồ uống	
Mô hình kinh doanh: Các sản phẩm sữa, nước ép	
Niêm yết từ	19/1/2006
Số cổ phiếu lưu hành	353,072,100
Vốn hóa (tỷ VND)	29,654
Giá cao 52 tuần (VND)	94,000
Giá thấp 52 tuần (VND)	64,000
KLGD trung bình 10 ngày	41,800
% Thay đổi giá 1 tháng	-4.0%
% Thay đổi giá 3 tháng	-5.1%
% Thay đổi giá 6 tháng	-5.1%
% Thay đổi giá 12 tháng	0.0%
% Sở hữu nước ngoài	46.0%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%
Beta 52 tuần	0.4

Nguồn: TLS

THAY ĐỔI GIÁ GIỮA VNM VÀ VNINDEX 01 NĂM



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)	2008	2009	2010F
Tổng tài sản	5,967	8,482	10,888
Vốn cổ phần	4,666	6,455	8,770
Doanh thu thuần	8,209	10,614	15,559
Lợi nhuận biên	2,598	3,879	5,010
EBITDA	1,557	2,963	4,344
EBIT	1,398	2,738	4,062
Lợi nhuận sau thuế	1,247	2,376	3,446
BV (VND)	26,619	18,379	24,843
EPS (VND)	7,116	6,770	9,785
Cổ tức (VND)	2,900	4,000	3,000
PE (x)	11.7	11.1	8.6
PB (x)	3.1	4.1	3.4
Tăng trưởng doanh thu	23.5%	29.3%	46.6%
Tăng trưởng EPS	23.5%	-4.9%	44.5%
Lợi nhuận gộp biên tế	31.6%	36.5%	32.2%
Lợi nhuận ròng biên tế	15.2%	22.4%	22.1%
ROA	22.4%	33.0%	35.6%
ROE	28.1%	42.7%	45.3%

Nguồn: VNM, TLS

GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP

Thành lập năm 1976, Công ty cổ phần Sữa Việt Nam (VNM: HSX) đã vươn lên trở thành công ty hàng đầu cung cấp các sản phẩm liên quan đến sữa. Thị phần sữa của VNM năm 2008 là 37%, đứng vị trí thứ 1 trong các nhà cung cấp sữa. Hiện tại, VNM sản xuất kinh doanh 6 nhóm sản phẩm chính là sữa bột và bột dinh dưỡng; sữa đặc; sữa nước (sữa tươi); sữa chua, kem và phô mai; nước ép, sữa đậu nành; nước tinh khiết; cà phê. Năm 2009, VNM công bố đạt doanh thu 10,613 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 2,376 tỷ đồng.

DIỄN BIẾN MỚI

Kết quả kinh doanh quý III/2010 của VNM: Sản lượng tăng trưởng 36.57% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận khác tăng đột biến do tiền hỗ trợ từ nhà cung cấp và lợi nhuận từ chuyển nhượng nhà máy cà phê Sài Gòn cho Tập Đoàn Trung Nguyên.

Kết quả kinh doanh hợp nhất	Quý III/2009	Quý III/2010	Tăng/ giảm
Doanh thu thuần	2,998	4,376	46.0%
Lợi nhuận gộp	1,141	1,396	22.4%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	735	899	22.3%
Lợi nhuận hoạt động tài chính	105	59	-43.8%
Lợi nhuận khác	28	401	1354.7%
EPS lũy kế 3 quý 2010 (VND)	5,040	8,172	62.1%

Nguồn: VNM

Ngày 13/10/2010, VNM đã **hoàn tất mua lại Công ty thực phẩm F&N Việt Nam** với giá trị chuyển nhượng 3.8 triệu USD và chuyển tên công ty này thành Cty TNHH MTV sữa Dielac.

Ngày 11/9/2010, VNM đã được Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư cấp giấy phép đầu tư ra nước ngoài. Theo đó, **VNM mua 19.3% cổ phần của Công ty Miraka Limited** tại New Zealand. Miraka hiện đang đầu tư nhà máy chế biến sữa bột chất lượng cao với công suất 32 ngàn tấn, vốn đầu tư 121 triệu USD, dự kiến hoạt động vào tháng 8 năm sau.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người (BQĐN) 13.2 kg năm 2009. Đây là mức tiêu thụ thấp hơn rất nhiều so với Trung Quốc là 28.7 kg, Châu Á là 52.1 kg, EU là 221.5 kg, và thế giới là 85.1 kg. Vì vậy, ngành sữa Việt Nam còn tiềm năng tăng trưởng rất lớn. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ sữa BQĐN trung bình hàng năm của Việt Nam có thể đạt 12.4% trong giai đoạn 2010 - 2014.

VNM là nhà sản xuất sữa dẫn đầu và đang hướng đến mục tiêu gia tăng thị phần sữa bột gấp đôi trong 3 năm tới. Theo thống kê của AC Nielsen, VNM chiếm 37% thị phần ngành sữa Việt Nam năm 2008. Hiện nay, VNM đang hướng tới mục tiêu gia tăng thị phần sữa bột lên 30% trong 3 năm tới và đã thu được kết quả khả quan ban đầu: doanh thu sữa bột đã tăng trưởng gần 50% trong 9 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái.

VNM đang hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh trong ngành sữa. Với kế hoạch gia tăng đầu tư vào nhà máy sữa bột tại New Zealand và tăng dần đàn bò trong nước, VNM đang hoàn thiện dần chuỗi giá trị sản xuất và kinh doanh sữa. Góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động và giảm thiểu rủi ro nguồn cung ứng nguyên liệu trong và ngoài nước.

ĐỊNH GIÁ

Theo phương pháp định giá của chúng tôi, giá mục tiêu của VNM được kỳ vọng đạt 111,840 đồng, 111,474 đồng và 135,464 ngàn đồng vào cuối năm 2010, 2011 và 2012; lần lượt cao hơn 33.1%, 32.7% và 61.3% so với giá đóng cửa ngày 23/11/2010.

RỦI RO CHÍNH

Cạnh tranh trong ngành gay gắt. Theo thống kê của EMI trên sữa nước, sữa bột có hương vị và cả sữa đậu nành, nhìn chung, các đối thủ cạnh tranh hiện hữu của VNM đã gia tăng/ giữ vững thị phần sau 5 năm (2004 – 2008). Bên cạnh đó, đối thủ mới gia nhập ngành cũng rất đáng chú ý là Dự án trang trại bò sữa và nhà máy chế biến sữa TH với quy mô lớn nhất Đông Nam Á dự kiến hoạt động vào năm 2012 với công suất 500 tấn/ ngày.

Tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm. Theo kết quả điều tra từ “Báo cáo điều tra thị hiếu tiêu dùng Sữa 2009 và triển vọng” của AGROINFO, có 91.2% những người được hỏi cho biết sẽ chuyển sang sử dụng sản phẩm khác thay thế nếu biết rằng loại sữa đang sử dụng bị nhiễm melamine và 65.9% người chọn cách hạn chế sử dụng các sản phẩm từ sữa.



TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ VND

Mô hình thu nhập	2009	2010F	2011F	2012F	Bảng cân đối kế toán	2009	2010F	2011F	2012F
Doanh thu thuần	10,614	15,559	19,929	25,116	Tài sản ngắn hạn	5,069	5,484	5,030	7,315
Giá vốn hàng bán	(6,735)	(10,549)	(13,950)	(17,581)	Tiền và tương đương tiền	426	467	598	753
Lợi nhuận gộp	3,879	5,010	5,979	7,535	Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,314	1,298	141	877
Lợi nhuận gộp biên tế	36.5%	32.2%	30.0%	30.0%	Các khoản phải thu	729	1,079	1,347	1,647
Chi phí bán hàng	(1,245)	(1,369)	(1,893)	(2,512)	Hàng tồn kho	1,312	2,443	2,706	3,762
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(293)	(342)	(468)	(638)	Tài sản ngắn hạn khác	288	197	239	276
Thu nhập tài chính ròng	255	219	96	125	Tài sản dài hạn	3,413	5,404	7,957	9,306
Doanh thu tài chính	440	291	99	128	Đất đai, nhà xưởng và MMTB ròng	1,875	2,935	4,384	5,713
Chi phí tài chính	(185)	(72)	(3)	(3)	Chi phí XDCBDD	650	837	1,826	1,107
Chi phí lãi vay	(7)	(4)	(3)	(3)	Lợi thế thương mại ròng	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	136	541	182	221	Đầu tư tài chính dài hạn	630	1,241	1,263	1,900
EBIT	2,738	4,062	3,898	4,735	Tài sản dài hạn khác	258	391	484	586
EBT	2,731	4,059	3,895	4,732	TỔNG TÀI SẢN	8,482	10,888	12,987	16,621
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(355)	(613)	(608)	(757)	Khoản phải trả ngắn hạn	1,735	1,823	2,403	3,166
Thuế suất hiệu lực	13.0%	15.1%	15.6%	16.0%	Nợ ngắn hạn	13	13	13	13
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	-	-	-	Khoản phải trả thương mại	790	1,266	1,744	2,286
Lợi nhuận sau thuế	2,376	3,446	3,287	3,974	Phải trả khác	932	543	646	867
Số cổ phần lưu hành cuối năm (mn)	351	353	357	360	Khoản phải trả dài hạn	256	260	311	364
Số cổ phần lưu hành trung bình (mn)	263	352	355	358	Nợ dài hạn	12	12	12	12
EPS (VND)	6,770	9,785	9,265	11,091	Phải trả dài hạn khác	244	248	299	352
Cổ tức (VND)	4,000	3,000	3,000	3,000	Vốn chủ sở hữu	6,455	8,770	10,238	13,056
Cổ tức/ EPS (payout ratio)	59.1%	30.7%	32.4%	27.0%	Vốn điều lệ	3,513	3,531	3,566	3,602
					Thặng dư vốn	-	-	-	-
Báo cáo dòng tiền	2009	2010F	2011F	2012F	Quý đầu tư và phát triển	1,756	3,031	4,248	5,718
Lợi nhuận ròng	2,376	3,446	3,287	3,974	Lợi nhuận chưa phân phối	892	1,914	2,130	3,442
Khấu hao và trừ dần	225	281	409	542	Ngân sách và quỹ khác	294	294	294	294
Thay đổi khoản phải thu	(82)	(350)	(268)	(300)	Lợi ích cổ đông thiểu số	35	35	35	35
Thay đổi hàng tồn kho	464	(1,132)	(262)	(1,056)	TỔNG NGUỒN VỐN	8,482	10,888	12,987	16,621
Thay đổi khoản phải trả	841	88	580	763					
Dòng tiền hoạt động khác	(235)	91	(42)	(37)	Tăng trưởng và tỷ suất (%)	2009	2010F	2011F	2012F
Dòng tiền từ kinh doanh	3,588	2,424	3,705	3,886	Tăng trưởng doanh thu	29.3%	46.6%	28.1%	26.0%
Thay đổi đầu tư tài chính ngắn hạn	(1,940)	1,017	1,157	(736)	Tăng trưởng EBITDA	90.3%	46.6%	-0.8%	22.5%
Thay đổi đầu tư tài chính dài hạn	(32)	(611)	(22)	(637)	Tăng trưởng EBIT	95.8%	48.4%	-4.0%	21.5%
Thay đổi tài sản cố định	(813)	(1,528)	(2,847)	(1,152)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng	90.5%	45.0%	-4.6%	20.9%
Đầu tư dài hạn khác	71	(130)	(42)	(49)	Tăng trưởng EPS	-4.9%	44.5%	-5.3%	19.7%
Dòng tiền từ đầu tư	(2,714)	(1,252)	(1,754)	(2,574)	Lợi nhuận gộp biên	36.5%	32.2%	30.0%	30.0%
Thay đổi nợ vay ngắn hạn	(175)	-	-	-	EBITDA biên	27.9%	27.9%	21.6%	21.0%
Thay đổi nợ vay dài hạn	(10)	-	-	-	EBIT biên	25.8%	26.1%	19.6%	18.9%
Cổ phiếu phát hành	1,760	18	35	36	Lợi nhuận ròng biên	22.4%	22.1%	16.5%	15.8%
Cổ tức được chia	(351)	(1,059)	(1,783)	(1,080)					
Thay đổi các quỹ khác	(2,010)	(90)	(72)	(112)	Tỷ số	2009	2010F	2011F	2012F
Dòng tiền từ tài chính	(786)	(1,131)	(1,820)	(1,156)	ROE	42.7%	45.3%	34.6%	34.1%
Đòn tiền thuần	87	41	131	156	ROA	33.0%	35.6%	27.6%	26.9%
Tiền mặt đầu kỳ	339	426	467	598	Số ngày tồn kho	83.7	65.0	67.4	67.1
Tiền mặt cuối kỳ	426	467	598	753	Số ngày phải thu	23.6	21.2	22.2	21.8
					Số ngày phải trả	76.0	61.5	55.3	57.8
					Nợ phải trả	30.8%	23.7%	26.5%	27.0%
					Khả năng chi trả lãi vay - EBIT(x)	411.4	1,127.4	1,165.1	1,415.1
Dòng tiền tự do vốn cổ phần	2009	2010F	2011F	2012F	Định giá so sánh	2009	2010F	2011F	2012F
Lợi nhuận ròng	2,376	3,446	3,287	3,974	PE (x)	11.1	8.6	9.1	7.6
(+) Khấu hao và trừ dần	225	281	409	542	PB (x)	4.1	3.4	2.9	2.3
(-) Tăng trong tài sản lưu động, không gồm tiền và tương đương tiền	146	(1,391)	(572)	(1,394)					
(+) Tăng trong phải trả ngắn hạn	841	88	580	763					
(-) Tăng trong đầu tư nhà xưởng và MMTB	(813)	(1,528)	(2,847)	(1,152)					
(+) Nợ ròng	(185)	-	-	-					
Dòng tiền tự do của vốn cổ phần	2,590	896	858	2,734					

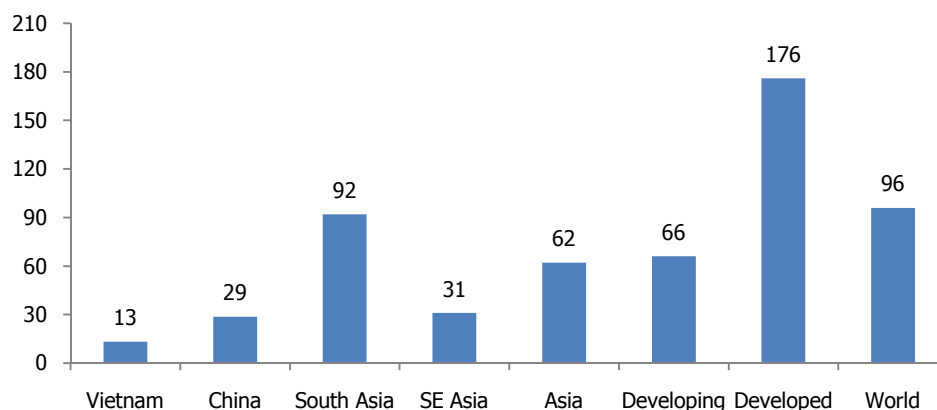
Nguồn: Công ty cổ phần chứng khoán Thăng Long



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người thấp. Năm 2009, mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người (BQĐN) của Việt Nam là 13.2 kg, thấp hơn rất nhiều so với mức tiêu thụ sữa BQĐN của Trung Quốc là 28.7 kg, Châu Á là 52.1 kg, EU là 221.5 kg, và thế giới là 85.1 kg. Vì vậy, ngành sữa Việt Nam còn tiềm năng tăng trưởng rất lớn.

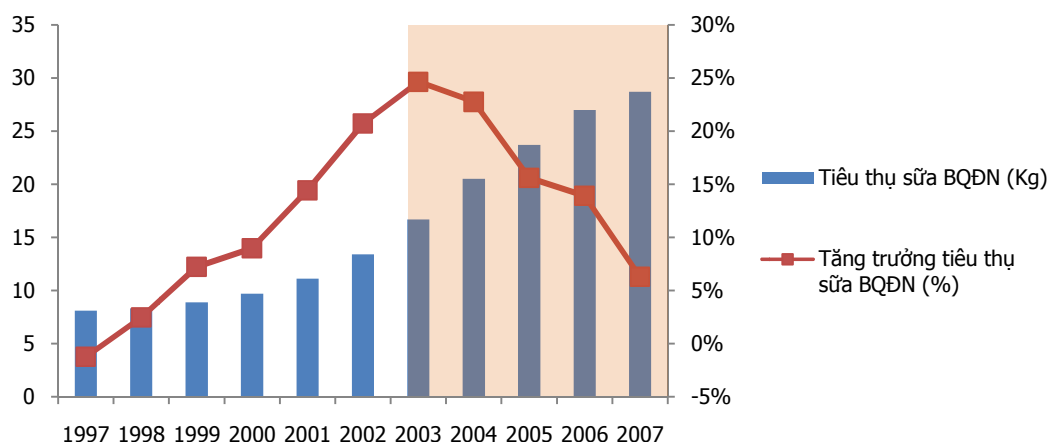
Hình 1: Tiêu thụ sữa bình quân đầu người 2007 (kg/người/ năm)



Nguồn: APHCA, TLS
Số liệu Việt Nam năm 2009

Theo nghiên cứu của chúng tôi, mẫu hình tiêu thụ sữa của Việt Nam và Trung Quốc có nhiều điểm tương đồng. Mức tiêu thụ sữa BQĐN năm 2009 của Việt Nam 13.2 kg gần mức tiêu thụ BQĐN năm 2002 của Trung Quốc 13.4 kg; thu nhập BQĐN của Việt Nam năm 2009 đạt 1,086 USD (quy đổi trên tỷ giá USD/VND trung bình năm 2009 là 17,802; tham khảo ACB) gần bằng thu nhập BQĐN của Trung Quốc 2002 là 1,135 USD. Do đó, chúng ta có thể sử dụng tăng trưởng tiêu thụ sữa BQĐN của Trung Quốc 2003 – 2007 để dự báo cho Việt Nam 2010 – 2014.

Hình 2: Thu nhập và tiêu thụ sữa BQĐN của Trung Quốc



Nguồn: USDA, Worldbank, TLS

Bên cạnh các điểm tương đồng, chúng tôi cũng xem xét những điểm khác biệt giữa Trung Quốc 2002 và Việt Nam 2009 trong các yếu tố nền tảng khác ảnh hưởng trực tiếp đến mức tiêu thụ sữa là giá sữa và tăng trưởng thu nhập:

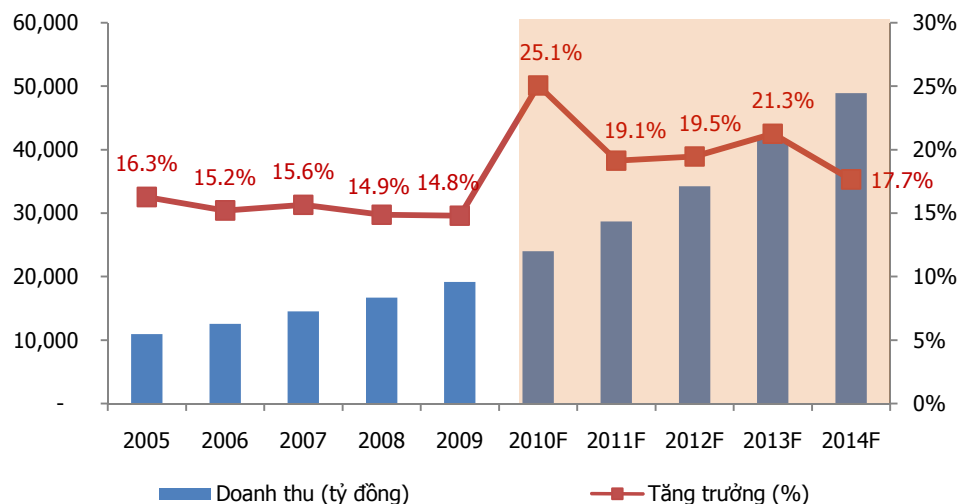
- **Giá bán sữa:** Do giá sữa gia tăng, Việt Nam 2009 dành nhiều thu nhập cho tiêu dùng sữa hơn Trung Quốc 2002. Dựa trên thống kê của FAO, giá sữa bột gầy Oceania xuất khẩu 2009 (2,254 USD/tấn) cao hơn 63.3% so với 2002 (1,380 USD/tấn). Vì thế, chúng tôi ước tính Việt Nam 2009 chỉ 2.7% thu nhập cho tiêu dùng sữa trong khi Trung Quốc 2002 chỉ 1.6% thu nhập.
- **Tăng trưởng thu nhập:** Tình hình kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước giai đoạn 2010 - 2014 có nhiều bất ổn (ít nhất là bất ổn trong giai đoạn 2010) so với giai đoạn 2003 -2007 ở Trung Quốc có thể sẽ làm tăng trưởng thu nhập BQĐN của Việt Nam 2010 – 2014 thấp hơn Trung Quốc 2003 – 2007. Trong giai đoạn 2003 – 2007, tăng trưởng thu nhập BQĐN trung bình hàng năm của Trung Quốc là 17.7%.

Từ kết quả này, một cách thận trọng, chúng tôi chiết khấu tăng trưởng tiêu thụ sữa BQĐN 2003 – 2007 của Trung Quốc 25% để dự báo tăng trưởng tiêu thụ sữa BQĐN 2010 – 2014 của Việt Nam. Trong giai đoạn 2003 -2007, tăng trưởng tiêu thụ sữa BQĐN trung bình hàng năm của Trung Quốc là 16.5%. Vì thế, tăng trưởng tiêu thụ sữa BQĐN trung bình hàng năm của Việt Nam có thể đạt 12.4%.

Với giả định tăng trưởng dân số hàng năm 1%, tăng trưởng giá bán 8% trong năm 2010 và 6% trong những năm sau, chúng tôi phác thảo bức tranh tăng trưởng ngành sữa Việt Nam 2010 – 2014 có thể diễn ra như sau:

- Năm 2010, ngành sữa tăng trưởng mạnh, đạt 25.1%: Đây là kết quả được rút ra từ so sánh mẫu hình tiêu thụ của Việt Nam và Trung Quốc; từ thực tiễn mà chúng tôi quan sát được qua kết quả hoạt động của VNM và Nutifood; từ số liệu sữa và sản phẩm sữa nhập khẩu trong 10 tháng qua đạt 595 triệu USD, tăng 47% so với cùng kỳ năm ngoái (GSO).
- Năm 2011 và 2012, ngành sữa tạm thời tăng trưởng chậm lại do mức tăng trưởng đột biến năm 2010 đã làm cho các nhà máy sữa hoạt động gần hết công suất và đặc điểm tiêu thụ cứ sau một năm tăng trưởng mạnh thường mức tiêu thụ sẽ ổn định trở lại.
- Năm 2013, mức tăng trưởng ngành đạt 21.3% do nhiều nhà máy mới đi vào hoạt động, cạnh tranh trong ngành gia tăng, các nhà sản xuất sẽ gia tăng quảng cáo và khuyến mãi khuyến khích người tiêu dùng tiêu thụ nhiều hơn. Đáng chú ý là Công ty sữa TH – một đối thủ lớn với dự án chăn nuôi bò sữa và chế biến sữa được quảng bá rầm rộ trong thời gian gần đây chính thức đi vào hoạt động.
- Năm 2014, tăng trưởng ngành đạt 17.7% do mức tiêu thụ BQĐN đến thời điểm này đã đạt mức khá cao, trên 20 kg/ người/ năm.

Hình 3: Doanh thu và tăng trưởng ngành sữa Việt Nam



Nguồn: EMI 2005 - 2009, TLS 2010F – 2014F

Ngành sữa được sự quan tâm đầu tư và phát triển của Chính Phủ. Theo quy hoạch phát triển ngành sữa đến năm 2010, định hướng đến năm 2020, Chính Phủ đặt ra mục tiêu đạt mức tiêu thụ BQĐN 20 kg và tự túc được 50% nhu cầu nguyên liệu sữa tươi cho sản xuất trong nước vào năm 2020. Định hướng này của Chính Phủ sẽ hỗ trợ cho sự phát triển của ngành chăn nuôi và chế biến sữa trong nước trong dài hạn.

Sản phẩm chất lượng, đa dạng về chủng loại, và phù hợp thị hiếu người tiêu dùng. Sản phẩm VNM có độ phủ cao trên tất cả các phân khúc và đáp ứng được nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Có thể kể đến sữa bột Dielac, sữa nước Vinamilk, sữa đặc Ông Thọ, sữa chua Vinamilk.

VNM đã đạt được nhiều chứng nhận về môi trường và chất lượng:

- Mười ba năm liền, VNM nằm trong Top 10 "Hàng Việt Nam chất lượng cao".
- Được giải nhất Sáng Tạo 2004 do "Tổ chức sở hữu trí tuệ Thế giới" trao tặng.
- ISO 17025 về Sinh học cho tất cả các phòng thí nghiệm của VNM
- ISO 14000 chứng nhận tại Nhà máy Thống Nhất, Trường Thọ
- ISO 9001, HACCP tái chứng nhận tại các Nhà máy của VNM

Phù hợp với xu hướng phát triển thực phẩm dinh dưỡng, trong những năm gần đây, VNM cũng đã nghiên cứu và phát triển các sản phẩm đem lại nhiều lợi ích sức khỏe gia tăng cho người tiêu dùng như sữa giảm cân dành cho người thừa cân béo phì (2009); sữa chua men sống Probi tăng sức đề kháng và khả năng hấp thụ chất dinh dưỡng, sữa chua uống vị trà xanh chống lão hoá và giảm cholesterol, sữa chua nha đam giàu vitamin D và E chứa selenium giúp ngăn ngừa quá trình lão hoá, Dielac Diercena dành cho người tiểu đường (2008).

Thương hiệu hàng đầu. VNM là thương hiệu thực phẩm số 1 của Việt Nam, được hầu hết người tiêu dùng biết đến và tín nhiệm. Năm 2008, VNM đã nhận giải thưởng “Quảng cáo hiệu quả nhất 2008” do tạp chí MEDIA magazine Asia phối hợp với Haymedia của Anh tổ chức hàng năm.

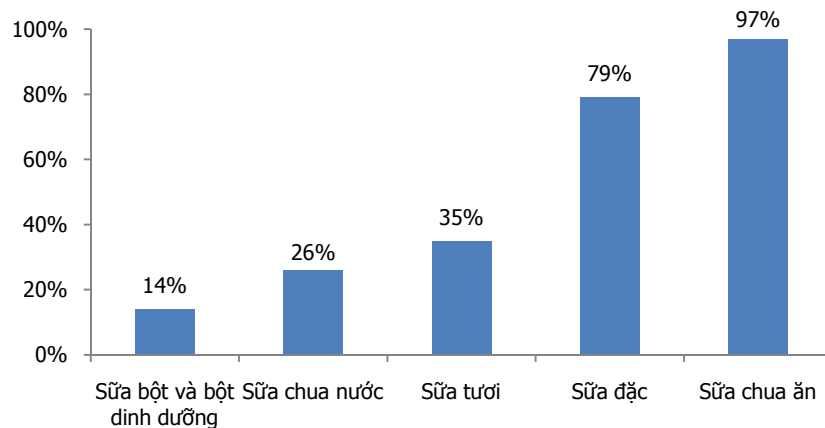
Hệ thống phân phối rộng lớn. VNM có hệ thống phân phối rộng lớn với 201 nhà phân phối, 141,000 điểm bán lẻ, trải dài khắp các tỉnh thành trong cả nước và vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh trong ngành.

Nhà sản xuất	Số nhà phân phối	Số điểm bán lẻ
Vinamilk	201	141,000
Dutch Lady	150	100,000
Nutifood	121	60,000

Nguồn: VNM, Dutch Lady, Nutifood, TLS

VNM là nhà sản xuất sữa đầu ngành và đang hướng đến mục tiêu gia tăng thị phần sữa bột gấp đôi trong 3 năm tới. VNM chiếm 37% thị phần ngành sữa Việt Nam năm 2008 theo thống kê của AC Nielsen. Trong đó, sữa nước chiếm 45% thị phần, sữa bột 14%, sữa đặc 79%, sữa chua ăn 90%, sữa chua uống 26%. Thị phần lớn trên hầu hết các phân khúc đã tạo cho VNM lợi thế kinh tế về quy mô, nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh.

Hình 4: Thị phần các sản phẩm sữa của VNM 2007



Nguồn: AC Nielsen, VNM, TLS tổng hợp

Hiện VNM đang hướng tới mục tiêu gia tăng thị phần sữa bột lên 30% trong 3 năm tới và đã thu được kết quả khả quan ban đầu. Theo VNM, doanh thu sữa bột đã tăng trưởng gần 50% trong 9 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái.

Dần chiếm lĩnh nguồn nguyên liệu sữa tươi trong nước. Sữa nước VNM thu mua trong thị trường nội địa để phục vụ cho hoạt động sản xuất sản phẩm sữa tươi 100%. Những năm gần đây, lượng sữa VNM thu mua đã gia tăng liên tục và chiếm tới 60% nguồn nguyên liệu sữa trong nước trong năm 2009. Do đó, VNM là doanh nghiệp được hưởng lợi chính từ chương trình phát triển đàn bò sữa của Chính Phủ. Đây là một trong những cơ sở để ổn định và phát triển lâu dài cho hoạt động sản xuất kinh doanh sữa tươi 100% của VNM.

VNM đang hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh trong ngành sữa. VNM đã mua 19.3% cổ phần của Công ty Miraka Limited tại New Zealand. Miraka hiện đang đầu tư nhà máy chế biến sữa bột chất lượng cao với công suất 32 ngàn tấn, vốn đầu tư 121 triệu USD, dự kiến hoạt động vào tháng 8 năm 2011. Trong trường hợp Miraka có kết quả kinh doanh tốt, VNM sẽ tiếp tục đầu tư, gia tăng tỷ lệ góp vốn. Như vậy, với kế hoạch gia tăng đầu tư vào nhà máy sữa bột tại New Zealand và tăng dần đàn bò trong nước (ước VNM sở hữu khoảng 5 – 6 ngàn con vào cuối năm 2010), VNM đang hoàn thiện dần chuỗi giá trị sản xuất và kinh doanh sữa. Góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động và giảm thiểu rủi ro nguồn cung ứng nguyên liệu trong và ngoài nước.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/B để tính giá trị cổ phiếu VNM. Phương pháp này gồm 2 bước chính: (1) Dựa trên nền tảng cơ bản của doanh nghiệp để dự báo EPS và BV và (2) Dùng median của trailing P/E và P/B giai đoạn 2009 - 2010 làm hệ số nhân mục tiêu. Trong đó, phương pháp P/E chiếm 75%, P/B chiếm 25%.

1. GIÁ ĐỊNH DOANH THU

Theo VNM, kết quả kinh doanh 9 tháng 2010 rất khả quan, đạt 11,613 tỷ đồng doanh thu, tăng 50.0% so với doanh thu thuần cùng kỳ năm trước. Sản lượng tiêu thụ quý 3 cũng tăng mạnh, 36.6% so với cùng kỳ. Các sản phẩm sữa bột, sữa nước và sữa chua có mức tăng trưởng doanh thu khá đồng đều, khoảng 50% so với cùng kỳ năm trước.

Chúng tôi ước tính doanh thu nội địa năm 2010 của VNM tăng trưởng 50% so với năm 2009, so với tăng trưởng ngành được dự báo 25.1%, VNM có thể đã gia tăng thị phần thêm 6.4% từ các đối thủ cạnh tranh, chủ yếu tại phân khúc sữa bột và sữa nước.

Dựa trên kết quả kinh doanh 9 tháng 2010 của VNM và phân tích các nhóm sản phẩm, chúng tôi đưa ra bảng dự báo tăng trưởng doanh thu của VNM giai đoạn 2010 – 2012:

Tăng trưởng doanh thu	2009	2010F	2011F	2012F
Doanh thu xuất khẩu	- 1.2%	20.0%	10.0%	10.0%
Doanh thu nội địa	34.6%	50.0%	29.9%	27.4%
<i>Sữa bột và bột dinh dưỡng</i>	32.5%	50.0%	38.0%	32.0%
<i>Sữa nước (gồm sữa chua uống)</i>	47.8%	57.0%	35.0%	33.0%
<i>Sữa đặc</i>	13.3%	24.7%	7.0%	7.0%
<i>Sữa chua, kem, phô mai</i>	51.7%	56.0%	30.0%	30.0%
<i>Nước ép, sữa đậu nành...</i>	n/a	139.5%	55.5%	26.8%
Doanh thu thuần	29.3%	46.6%	28.1%	26.0%

Doanh thu xuất khẩu. Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu được giả định 10% mỗi năm. Riêng năm 2010, mức tăng trưởng là 20% do VNM được hưởng lợi từ tỷ giá USD/VND.

Doanh thu nội địa. Chúng tôi giả định dựa trên phân tích các nhóm sản phẩm sau:

- **Nhóm sữa bột và bột dinh dưỡng.** Sự hỗ trợ từ truyền thông và chính phủ phản ánh tình trạng giá sữa bột tăng cao bất hợp lý, và các chiến lược marketing gần đây của VNM nhằm vào tâm lý này được kỳ vọng mang lại hiệu quả cao. Nhìn vào bảng thống kê giá sữa bột dành cho trẻ dưới 1 tuổi (trừ Dielac Alpha 456 và Nuti IQ 4 dành cho trẻ 4-6 tuổi), cho thấy giá sữa bột của VNM có giá bán nằm trong nhóm thấp nhất, trong khi chất lượng sữa bột không thua kém so với các đối thủ khác trong ngành.

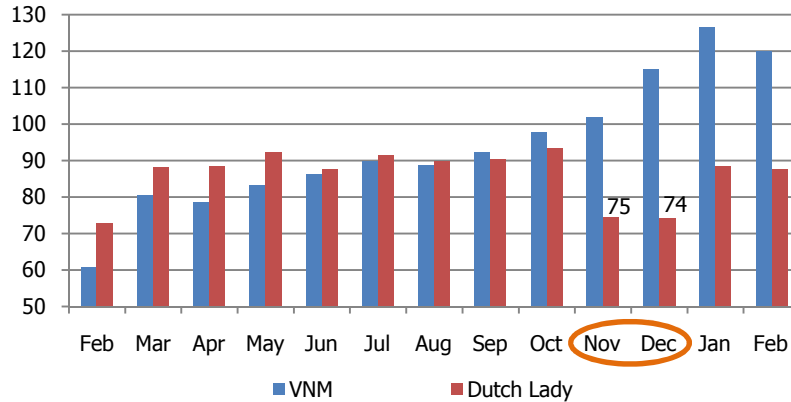
Nhà sản xuất	Sữa bột	Giá (VND)
VNM	Dielac Alpha 1 (400gr)	75,200
	Dielac Alpha 2 (400gr)	73,500
	Dielac Alpha 1 (900gr)	150,000
	Dielac Alpha 456 (400g)	62,800
	Dielac Alpha 2 (900gr)	147,000
Nutifood	Nuti IQ 4 (400gr)	59,900
Dutch Lady	Friso Gold 1 (900gr)	388,000
	Friso Gold 2 (900gr)	383,200
Abott	Similac 1 (900gr)	245,000
	Similac gain 2 (900gr)	230,500
Mead Johnson	Enfalac A+1 (900gr)	351,000
Dumex	Dumex Gold 1 (800g)	302,500
	Dumex Gold 2 (800g)	296,500

Nguồn: Co.op Mart, TLS

Doanh thu sữa bột trong 9 tháng 2010 đã tăng trưởng khoảng 50% so với cùng kỳ năm trước. Do đặc điểm trẻ em tiêu thụ sữa bột theo thói quen và liên tục, chúng tôi cho rằng nhóm này sẽ tăng trưởng 50% cả năm. Với mức tăng trưởng này, chúng tôi ước tính VNM đã tăng thị phần sữa bột thêm khoảng 4% trong năm nay. Giai đoạn 2011 – 2012, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng nhóm sản phẩm này đạt 38% và 32%, VNM tiếp tục tăng thị phần sữa bột thêm 6.5%, nâng thị phần nhóm này lên khoảng 27.5% vào cuối 2012.

- Nhóm sữa nước.** Năm 2010, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu sữa nước đạt 57%. Nguồn gốc tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng trưởng ngành và sự cố ngộ độc sữa tiết trùng Vivinal Gos 110 ml và 180 ml của Dutch Lady vào tháng 10 năm 2009 đã làm Dutch Lady đánh mất khoảng 7% thị phần vào tay VNM (Dutch Lady dự kiến thu hồi 1.5 triệu hộp, VTC News). Xét trong dài hạn, trẻ lớn lên sẽ tiêu thụ sữa nước thay sữa bột nên thị phần sữa bột gia tăng sẽ là nền tảng để tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa nước trong tương lai. Giai đoạn 2011 – 2012, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sữa nước lần lượt đạt 35% và 33%.

Hình 5: Doanh thu sữa nước tại 6 thành phố lớn (tỷ đồng) từ 2/2009 đến 2/2010



Nguồn: AC Nielsen, TLS

- Nhóm sữa đặc.** Nhóm này đã bước vào giai đoạn bão hòa và chỉ tăng trưởng 13.3% năm 2009. Năm 2010, nhóm này được dự báo tăng trưởng 24.7%. Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ việc tăng giá bán 12.4% sau hai năm không tăng giá, tăng trưởng sản lượng giả định 10.9%. Giai đoạn 2011 – 2012, chúng tôi dự báo doanh thu nhóm này sẽ tăng 7% mỗi năm.
- Nhóm sữa chua, kem và phô mai.** Sản phẩm chủ lực trong nhóm này là sữa chua Vinamilk. Trong năm 2008, khi VNM đưa ra sản phẩm mới sữa chua nha đam, sữa chua hương vị trái cây và đầu tư thêm 7,000 tỷ đồng để phục vụ cho nhóm hàng lạnh thì doanh thu nhóm sản phẩm này đã tăng trưởng mạnh 42% (2008) và 51.7% (2009). Điều này cho thấy nhu cầu của người tiêu dùng còn lớn, việc nghiên cứu phát triển các sản phẩm mới mang lại nhiều lợi ích sức khỏe như sữa chua Probi mới và đầu tư phát triển hệ thống tủ đông tủ mát sẽ là động lực tăng trưởng chính cho ngành cũng như VNM. Giai đoạn 2010 – 2012, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu nhóm này lần lượt đạt 56%, 30% và 30%.
- Nhóm sữa đậu nành, nước ép, nước tinh khiết, khác.** Tháng 6/2010, nhà máy nước giải khát công suất 120 triệu lít/ năm đi vào hoạt động, trễ 2 tháng so với kế hoạch. Hơn nữa, trong quá khứ, VNM đã hai lần không đạt mục tiêu trong hai dòng sản phẩm ngoài ngành sữa là bia Zorok (liên doanh với SabMiller) và cà phê Moment. Nên chúng tôi ghi nhận thận trọng VNM chỉ đạt 70% kế hoạch doanh thu nhóm sản phẩm này trong cả giai đoạn 2010 – 2012: 350 tỷ (2010), 750 tỷ (2011), 1,050 tỷ (2012).

Doanh thu tài chính. Doanh thu tài chính đến từ lãi tiền gửi, đầu tư trái phiếu và cho vay thanh lý các khoản đầu tư tài chính ngắn và dài hạn; lãi chênh lệch tỷ giá hối đoái. Trong đó, lãi chênh lệch tỷ giá hối đoái có thể xem như cân đối với lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái.

Năm	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Lãi chênh lệch tỷ giá hối đoái	5,170	8,838	46,050	132,217	-	-	-
Lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái	- 3,896	- 14,747	- 47,314	- 118,124	-	-	-
Tổng	1,274	-5,909	-1,264	14,093	-	-	-

Nguồn: VNM, TLS

Các khoản đầu tư tài chính ngắn và dài hạn không phục vụ cho hoạt động sản xuất và kinh doanh, chúng tôi giả định VNM sẽ thanh lý 50% vào năm 2011 và 50% còn lại trong năm 2012 để cung ứng vốn cho các dự án đầu tư đầy tham vọng của mình. Như vậy, doanh thu tài chính sẽ tập trung vào lãi tiền gửi, đầu tư trái phiếu và cho vay.

Lợi nhuận khác. Lợi nhuận khác ổn định của VNM chủ yếu là tiền hỗ trợ từ nhà cung cấp. Chúng tôi ước tính cứ 1,000 tỷ giá vốn hàng bán thì VNM nhận được khoảng 13 tỷ đồng tiền hỗ trợ từ nhà cung cấp. Năm 2010, bên cạnh tiền hỗ trợ từ nhà cung cấp, VNM còn nhận được lợi nhuận một lần từ chuyển nhượng nhà máy cà phê Sài Gòn. Theo thông tin công bố, dự án này ước mang lại 368 tỷ đồng lợi nhuận khác cho VNM.

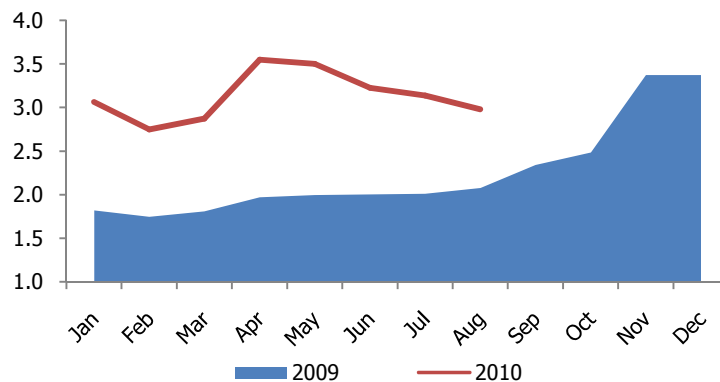
Năm	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Tiền hỗ trợ từ nhà cung cấp	8	43	74	91	130	182	221
Nhà máy cà phê	-	-	-	-	368	-	-

Nguồn: VNM, TLS

2. GIÁ ĐỊNH CHI PHÍ

- **Chi phí sản xuất.** Tỷ trọng giá vốn hàng bán tăng từ 63.5% (2009) lên 66.4% (9 tháng 2010) do giá sửa nguyên liệu và tỷ giá tăng mạnh trong năm nay. Giai đoạn 2010 – 2012, chúng tôi thận trọng dự báo tỷ trọng giá vốn hàng bán lần lượt là 67.8%, 70% và 70%.

Hình 6: Giá sửa bột gây xuất khẩu (USD/ tấn), Oceania



Nguồn: USDA, TLS tổng hợp

- **Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.** Theo kế hoạch của VNM đến 2012, hoạt động bán hàng và quản lý doanh nghiệp vẫn tiến triển bình thường. Xem xét lợi thế kinh tế theo quy mô và các yếu tố cạnh tranh, chúng tôi dự báo chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp như sau:

Năm	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Chi phí bán hàng	13.8%	14.7%	12.8%	11.7%	8.8%	9.5%	10.0%
Chi phí QLDN	1.8%	3.1%	3.6%	2.8%	2.2%	2.4%	2.5%

Nguồn: VNM, TLS

- **Chi phí tài chính.** Gồm chủ yếu là dự phòng đầu tư tài chính (lỗ chênh lệch tỷ giá đã loại trừ ở trên). Tính đến cuối quý III, VNM còn 144 tỷ đầu tư ngắn hạn và 313 tỷ đầu tư dài hạn vào chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết. Với diễn biến thị trường chứng khoán vừa qua, chúng tôi giả định VNM phải trích lập dự phòng 15% (tương đương 68.6 tỷ đồng) đối với các khoản đầu tư này trong năm 2010.
- **Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN).** Các nhà máy sửa Sài Gòn, Cần Thơ, Dielac Đồng Nai và Tiên Sơn của VNM đang được hưởng ưu đãi thuế TNDN đến hết 2014. Nên trong những năm này, thuế suất TNDN thực tế của VNM còn ở mức thấp. Dựa trên kế hoạch lợi nhuận trước và sau thuế của VNM, chúng tôi ước tính thuế suất TNDN là 15.1% năm 2010. Giai đoạn 2011 - 2012, thuế suất TNDN sẽ tăng dần lên 15.6% và 16% do (i) nhà máy Tiên Sơn từ năm 2011 được giảm thuế 50% thay vì miễn thuế từ 2008 đến 2010 (ii) theo quy định mới, các dự án đầu tư xây dựng nhà máy trong khu công nghiệp sẽ không được miễn giảm thuế TNDN có thể hoàn thành và đi vào hoạt động vào quý IV/ 2012.

Nhà máy	Địa điểm	Ưu đãi thuế TNDN
Trường Thọ	Hồ Chí Minh	-
Sài Gòn	Hồ Chí Minh	15% đến 2014 và giảm 50% thuế từ 2007 - 2012
Thống Nhất	Hồ Chí Minh	-
Cần Thơ	Cần Thơ	15% đến 2014 và giảm 50% thuế từ 2007 - 2013
Dielac 1	Đồng Nai	15% đến 2014 và giảm 50% thuế từ 2007 - 2013
Bình Định	Bình Định	-
Nghệ An	Nghệ An	-
Hà Nội	Hà Nội	-
Tiên Sơn	Bắc Ninh	Miễn thuế từ 2008 – 2010 và giảm 50% thuế từ 2011 - 2015

Nguồn: VNM

3. GIÁ ĐỊNH VỀ ĐẦU TƯ VÀ VỐN

- Giá định VNM tiến hành đầu tư và hoàn thành kế hoạch đầu tư đến năm 2012 như đã đề ra trong tài liệu đại hội đồng cổ đông 2010 (có thể xem tại phần Mô hình kinh doanh).
- Chúng tôi giả định VNM phát hành 1% vốn điều lệ hàng năm. Đây là tỷ lệ tối đa VNM được phép phát hành theo chương trình quyền mua cổ phiếu của nhân viên ESOP hàng năm đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua.

- Với nguồn lợi nhuận giữ lại tích lũy hàng năm lớn, VNM không cần phát hành thêm cổ phiếu mới cũng như vay nợ thêm để cung ứng cho các dự án đầu tư trong giai đoạn dự báo. Cuối năm 2009, VNM còn khoảng 2,857 tỷ đồng tiền mặt, tiền gửi, trái phiếu, cho vay; chưa kể 643 tỷ đồng đầu tư vào cổ phiếu, chứng chỉ quỹ và khác mà không phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

4. KẾT QUẢ DỰ BÁO

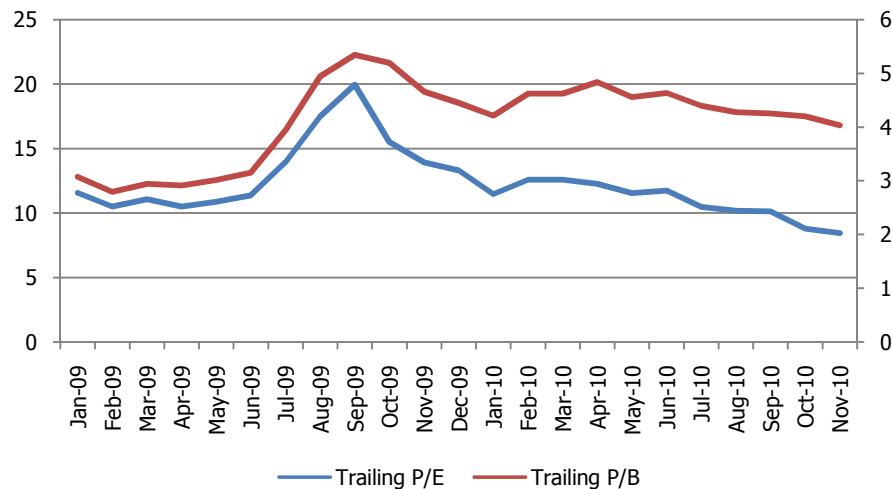
Từ những giả định trên, chúng tôi đưa ra bảng dự báo một số chỉ tiêu chính của VNM như sau:

Năm	Doanh thu thuần	LNST	VCSH	EPS (VND)	BV (VND)	Cổ tức (VND)
2010F	15,559	3,446	8,770	9,785	24,843	3,000
2011F	19,929	3,287	10,238	9,265	28,714	3,000
2012F	25,116	3,974	13,056	11,091	36,255	3,000

Nguồn: TLS. Đơn vị tính: Tỷ đồng

Trung vị (Median) của hệ số nhân trailing P/E và P/B từ tháng 1/2009 đến tháng 11/2010 của VNM là 11.6 và 4.3

Hình 7: Trailing P/E và P/B (x)



Nguồn: TLS

5. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Theo phương pháp định giá của chúng tôi, giá mục tiêu của VNM được kỳ vọng đạt 111,840 đồng, 111,474 đồng và 135,464 đồng vào cuối năm 2010, 2011 và 2012.

Năm	Phương pháp	Số nhân	EPS/BV	Tỷ trọng	Giá
2010F	P/E	11.6	9,785	75.0%	111,840
	P/B	4.3	24,843	25.0%	
2011F	P/E	11.6	9,265	75.0%	111,474
	P/B	4.3	28,714	25.0%	
2012F	P/E	11.6	11,091	75.0%	135,464
	P/B	4.3	36,255	25.0%	

Nguồn: TLS

Rủi ro của mô hình thu nhập

- Lợi nhuận gộp cao/thấp hơn dự báo do giá sửa nguyên liệu và tỷ giá biến động khó lường.
- Chúng tôi không bao gồm lãi/lỗ cũng như hoàn nhập dự phòng từ thanh lý các khoản đầu tư tài chính vào cổ phiếu và chứng chỉ quỹ.
- Chúng tôi bỏ qua lãi/lỗ từ chênh lệch tỷ giá hối đoái mà có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của VNM.
- Thuế suất thuế TNDN cao/thấp hơn dự báo của chúng tôi do lợi nhuận từ các nhà máy riêng biệt không thể ước tính.

RỦI RO CHÍNH

Chính sách quản lý giá của Chính Phủ. Những năm gần đây, giá sữa (chủ yếu là sữa bột cho trẻ em dưới 6 tuổi) liên tục gia tăng bất hợp lý đã gây nhiều bức xúc cho người tiêu dùng trong nước, tạo sức ép lên các cơ quan chức năng. Vì vậy, thông tư 122/2010 bắt đầu có hiệu lực từ tháng 10/2010 có thể sẽ gây nhiều bất lợi cho các doanh nghiệp trong ngành sữa về sau.

Lưu ý: đây là rủi ro chung của ngành, nhưng xét riêng trường hợp VNM thì có thể không phải là rủi ro. Như đã phân tích ở trên, giá sữa bột của VNM đang ở mức thấp nhất so với các đối thủ cạnh tranh chính trong ngành.

Tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm. Sự cố Melamine năm 2008 cho thấy các doanh nghiệp phải luôn đề cao cảnh giác rủi ro vệ sinh an toàn thực phẩm, nhất là đối với sản phẩm sữa - đồ uống, thực phẩm dinh dưỡng cung cấp mỗi ngày cho hàng triệu trẻ em và người tiêu dùng trên mọi lứa tuổi. Rủi ro này ảnh hưởng rất lớn sự ổn định và phát triển của các doanh nghiệp trong ngành. Theo kết quả điều tra từ "Báo cáo điều tra thị hiếu tiêu dùng Sữa 2009 và triển vọng" của AGROINFO, có 91.2% những người được hỏi cho biết sẽ chuyển sang sử dụng sản phẩm khác thay thế nếu biết rằng loại sữa đang sử dụng bị nhiễm melamine và 65.9% người chọn cách hạn chế sử dụng các sản phẩm từ sữa.

Phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu. Mặc dù có năng lực ngã giá cao đối với nguồn nguyên liệu sữa trong nước nhưng sữa trong nước mới đáp ứng khoảng 30% nhu cầu của VNM, phần còn lại phải nhập khẩu từ nước ngoài. Vì vậy, VNM phải đối mặt với rủi ro biến động giá nguyên vật liệu nhập khẩu và rủi ro tỷ giá do phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu.

Rủi ro đầu tư tài chính ngắn hạn. Đến hết quý III/ 2010, VNM còn 457 tỷ đồng đầu tư chứng khoán và chứng chỉ quỹ ngắn hạn và dài hạn. Các khoản đầu tư này đã sụt giảm gần 40% giá trị, dẫn đến dự phòng đầu tư tài chính lên tới 185 tỷ đồng. Thị trường chứng khoán đang theo chiều hướng xấu, do đó nó có thể làm tăng dự phòng giảm giá đầu tư tài chính của VNM trong thời gian tới.

Cạnh tranh trong ngành gay gắt. Ngành sữa có tỷ suất sinh lợi cao và tăng trưởng doanh thu ngành trên 20% đã khuyến khích các đối thủ mới gia nhập ngành, cũng như các đối thủ hiện hữu trong và ngoài nước tăng cường các biện pháp marketing, quảng cáo, đa dạng hoá sản phẩm nhằm chiếm lĩnh thị phần.

Theo thống kê của EMI trên sữa nước, sữa bột có hương vị và cả sữa đậu nành, nhìn chung, các đối thủ cạnh tranh hiện hữu của VNM đã gia tăng/ giữ vững thị phần sau 5 năm (2004 – 2008).

Thị phần các sản phẩm sữa - %	2004	2005	2006	2007	2008
Dutch lady	23.6%	28.2%	28.4%	27.8%	26.6%
VNM	25.0%	24.8%	23.7%	23.7%	25.2%
Nestlé Vietnam	8.2%	8.1%	7.8%	7.8%	7.9%
Mead Johnson Nutrition (Vietnam) Co ltd	4.0%	4.2%	4.7%	4.9%	4.9%
Fonterra Brands (Vietnam) Co	3.2%	3.5%	3.8%	4.0%	4.0%
HNM	1.7%	2.2%	2.6%	2.7%	3.1%
F&N Vietnam Food Co ltd	1.6%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%
Associated British Foods Plc (ABF)	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
Vinasoy JSC Co	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%
Moc Chau dairy Cooperative	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
Long Thanh Dairy Cooperative	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
Dong Tam Nutrition Food JSC	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
Tan Hiep Phat Group	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
Saigon Beverages JSC (Tribeco)	1.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Anco JSC	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%
Casmilk Co ltd	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
Delta Beverage Co ltd	20.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
Khác	27.6%	22.2%	21.3%	20.8%	19.5%

Nguồn: EMI

Thị phần tính trên sữa nước (100%, tiệt trùng, có hương vị), sữa bột (nguyên kem, có hương vị), sữa đậu nành

Một rủi ro tiềm ẩn đáng chú ý từ đối thủ mới gia nhập ngành là Dự án trang trại bò sữa và chế biến sữa TH (TH). Ngày 14/5/2009, TH đã tiến hành khởi công xây dựng nhà máy chế biến sữa và trang trại bò sữa với quy mô lớn nhất từ trước tới nay tại Nghệ An với giai đoạn 1 là 350 triệu USD, tổng vốn đầu tư cho dự án là 1.2 tỷ USD. Nhà máy sữa TH khi đi vào sản xuất sẽ là nhà máy sữa duy nhất tại Việt Nam được thiết kế và xây dựng với mục đích chỉ sản xuất các sản phẩm sữa tươi tự nhiên chất lượng cao bằng nguồn nguyên liệu 100% sữa tươi sạch và cao cấp từ trang trại, sản phẩm của TH sẽ có mặt trên thị trường vào cuối năm nay do TH cung cấp sữa tươi nguyên liệu cho công ty khác sản xuất với thương hiệu TH. Lưu ý rằng, Tổng Giám Đốc của TH là Trần Bảo Minh – từng 3 năm giữ chức Phó Tổng Giám Đốc phụ trách kinh doanh và marketing tại VNM. Nên trong tương lai, đây sẽ là đối thủ cạnh tranh lớn của VNM trong lĩnh vực sữa nước, vốn chiếm 34.6% tổng doanh thu 2009. Một số thông tin về dự án này được công bố trên các phương tiện thông tin đại chúng:

- **Về nhà máy chế biến sữa.** Nhà máy sữa TH được xây dựng trên tổng diện tích 22 ha sẽ là một nhà máy hiện đại nhất Đông Nam Á với công nghệ tiên tiến của Tetra Pak – Thụy Điển, dự kiến đạt công suất 500 tấn/ngày vào năm 2012 và đạt 500 triệu lít/năm vào năm 2017.
- **Về dự án trang trại bò sữa.** TH đã ký hợp đồng trọn gói trong 2 năm với đối tác New Zealand để cung cấp bò nhằm tạo ra đàn bò có chất lượng tốt. Tháng 2/2010, TH đã nhập về 1.600 con bò HF trung bình 16 tháng tuổi, trong đó gần 900 con đã có chữa và sẽ cho sữa vào tháng 9. Đến cuối năm nay, TH có kế hoạch nhập thêm 6,000 con bò HF nữa. Dự kiến đến năm 2012, 12 trại bò của công ty với quy mô 2,400 con/trại sẽ đi vào hoạt động. TH cũng đang thiết kế trồng 10,000 ha cỏ để phục vụ cho chăn nuôi bò sữa, việc chọn Nghệ An chính là để tận dụng quỹ đất rộng lớn ở đây.

Thông tin về các cổ đông của TH từ những nguồn đáng tin cậy của chúng tôi:

- Bà Thái Hương – Tổng giám đốc Ngân hàng TMCP Bắc Á (Nghệ An)
- Ông Chu Đức Long – Đại diện Công ty cổ phần xây dựng và dịch vụ thương mại Vạn Niên (Nghệ An)
- Ông Thái Duy Đô – Đại diện Công ty cổ phần đầu tư xây dựng, thương mại và công nghiệp Hà Nội (Hà Nội)
- Ông Trần Bảo Minh – Phó chủ tịch HĐQT Vinamit và Tổng giám đốc TH

MÔ HÌNH KINH DOANH

VNM tiền thân là Công ty Sữa và Café Miền Nam, trực thuộc Tổng Công ty Lương Thực, với 6 đơn vị trực thuộc là Nhà máy sữa Thống Nhất, Nhà máy sữa Trường Thọ, Nhà máy sữa Dielac, Nhà máy Café Biên Hòa, Nhà máy Bột Bích Chi và Lubico.

Các sản phẩm kinh doanh

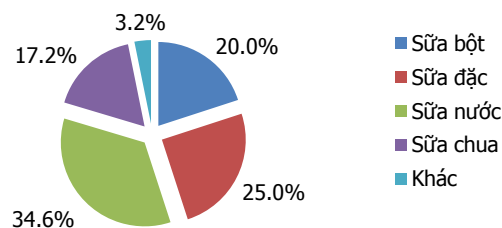
Các sản phẩm của VNM được chia làm 6 nhóm chính. Trong đó, 4 nhóm đầu chiếm hơn 95% tổng doanh thu của công ty

- Sữa bột cho trẻ em và người lớn; bột dinh dưỡng cho trẻ em
- Sữa đặc
- Sữa nước (sữa tươi 100%, sữa tiệt trùng, và sữa chua uống)
- Sữa chua ăn, kem và phô mai
- Nước ép, sữa đậu nành, nước tinh khiết

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính, VNM cũng đầu tư chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết.

Cơ cấu doanh thu của VNM

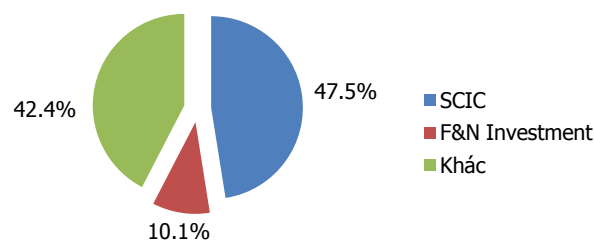
Hình 8: Cơ cấu doanh thu 2009



Nguồn: VNM

Cơ cấu cổ đông của VNM

Hình 9: Cơ cấu cổ đông 2009



Nguồn: VNM

Danh sách các công ty con, liên doanh, liên kết

Công ty	Vốn điều lệ 2009 (Tỷ đồng)	% Sở hữu
Công ty TNHH 1 thành viên Bò Sữa Việt Nam	220	100%
Công ty cổ phần Sữa Lam Sơn	80	100%
Công ty TNHH 1 thành viên Bất động sản quốc tế	160	100%
Công ty cổ phần Bất động sản Chiến thắng – Việt Nam (*)	45	100%
Công ty cổ phần Nguyên liệu Thực phẩm Á Châu Sài Gòn	45	20%

Nguồn: VNM

(*) Do Công ty TNHH MTV Bất động sản quốc tế đầu tư 100% vốn

Công ty sữa Lam Sơn trước đây gia công sản phẩm cho VNM và sở hữu đàn bò khoảng 900 con. Các công ty bất động sản VNM thành lập vào năm 2007 nhằm kinh doanh bất động sản nhưng sau đó thị trường đi xuống nên các công ty này không hoạt động, hiện tại, 1 công ty đang làm thủ tục giải thể.

Hệ thống chi nhánh và nhà xưởng

Trụ sở chính tại Hồ Chí Minh.

- 3 chi nhánh tại Cần Thơ, Đà Nẵng, Hà Nội.
- 8 cửa hàng giới thiệu sản phẩm, trong đó: 1 tại miền Tây, 6 tại miền Nam, 1 tại miền Trung.
- 9 nhà máy sữa: Trường Thọ (HCM), Sài Gòn (HCM), Thống Nhất (HCM), Cần Thơ (Cần Thơ), Dielac 1 (Đồng Nai), Bình Định (Bình Định), Nghệ An (Nghệ An), Hà Nội (Hà Nội), Tiên Sơn (Bắc Ninh). Tổng công suất thiết kế 504 nghìn tấn/ năm/ 9 nhà máy (BCTN 2008).
- 1 nhà máy nước giải khát công suất 120 triệu lít/ năm.
- 2 xí nghiệp kho vận, trong đó 1 tại HCM, 1 tại Hà Nội

Kế hoạch đầu tư đến năm 2012 của VNM

Kế hoạch đầu tư	Đã thực hiện	2010	2011	2012	Những năm sau	Tổng đầu tư
Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	774	1,723	3,461	1,367	1,276	8,600

Nguồn: VNM

Trong đó những dự án chính gồm:

- Nhà máy sản xuất nước giải khát, nước uống dinh dưỡng Bình Dương đã hoàn thành giai đoạn 1 với công suất 120 triệu lít/ năm, đã đưa sản phẩm ra tiêu thụ vào tháng 6/2010.
- Nâng cấp nhà máy sữa Tiên Sơn theo chuẩn Mega với tổng vốn đầu tư 380 tỷ. Sau khi nâng cấp, công suất sữa đặc đạt 85 triệu hộp/ năm, sữa chua 360 triệu hũ/năm (36 triệu lít/năm), 120 triệu lít sữa nước.
- Đầu tư mới nhà máy sữa Đà Nẵng tại khu công nghiệp Hòa Khánh chuyên sản xuất sữa tươi và sữa chua với tổng giá trị đầu tư 23 triệu USD, với công suất 65 triệu lít sữa chua uống và sữa tươi, khoảng 270 triệu hũ/ năm (27 triệu lít/ năm). Thời gian đi vào hoạt động dự kiến cuối quý III/2011.
- Nhà máy Mega tại Bình Dương công suất giai đoạn 1 là 400 triệu lít sữa nước mỗi năm với vốn đầu tư là 120 triệu USD, giai đoạn 2 là 800 triệu lít, chủ yếu sản xuất sản phẩm sữa nước. Dự kiến giai đoạn 1 của nhà máy sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động cuối năm 2012.
- Nhà máy Dielac 2 tại khu công nghiệp VSIP (Bình Dương) công suất 52,000 tấn/ năm với vốn đầu tư 100 triệu USD, gấp 3 – 4 lần so với hiện tại. Dự kiến nhà máy này đem lại doanh thu và lợi nhuận vào năm 2013 và phục vụ cho mục tiêu gia tăng thị phần sữa bột gấp đôi từ 15% lên 30% trong vòng 3 năm tới.

Chiến lược phát triển và đầu tư

- Mở rộng thị phần tại các thị trường hiện tại và thị trường mới.
- Phát triển toàn diện danh mục sản phẩm sữa nhằm hướng tới một lực lượng tiêu thụ rộng lớn đồng thời mở rộng sang các sản phẩm giá trị cộng thêm có tỷ suất lợi nhuận lớn hơn.
- Phát triển các dòng sản phẩm mới nhằm thỏa mãn nhiều thị hiếu tiêu dùng khác nhau.
- Xây dựng thương hiệu.
- Tiếp tục nâng cao quản lý hệ thống cung cấp.

- Phát triển nguồn nguyên liệu để đảm bảo nguồn cung sữa tươi ổn định và tin cậy.
- Chiến lược kinh doanh 2010 - 2012 của công ty như sau: thị trường nội địa: nhóm hàng sữa nước, sữa chua ăn, sữa bột tiếp tục phát triển mạnh, nhóm hàng sữa đặc tăng trưởng nhẹ; thị trường xuất khẩu: giữ vững thị trường hiện tại, tìm kiếm thêm thị trường mới.
- Tìm kiếm đối tác ở các nước và khu vực có thế mạnh về nguyên liệu sữa nhằm bảo đảm nguồn cung cấp, tận dụng tối đa nguồn nguyên liệu cung cấp trong nước thông qua các biện pháp hỗ trợ nông dân nuôi bò sữa.

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị ngày phát hành	Giá hiện tại	Giá mục tiêu 2011
18/11/2010	Đầy đủ	MUA	84,500	111,474

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thang Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại các công ty trong báo cáo ngành này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại ngành. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về ngành này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thang Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

KHOẺ NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh: Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.