



# CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM VINAMILK

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### VINAMILK

Trụ sở chính : 184-188 Nguyễn Đình Chiểu  
Quận 3 – Tp.Hồ Chí Minh  
Điện thoại : +84 439 304 860  
Fax : +84 439 304 880  
Website : [www.vinamilk.com.vn](http://www.vinamilk.com.vn)  
Email : [vinamilk@vinamilk.com.vn](mailto:vinamilk@vinamilk.com.vn)  
Sàn GD : HOSE  
Mã CK : VNM

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

|            |        |
|------------|--------|
| Nhà nước   | 47.60% |
| Nước ngoài | 44.50% |
| Khác       | 7.9%   |

Số lượng cổ phiếu lưu hành: 175,275,670

### HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

Bà Mai Kiều Liên – Chủ tịch HĐQT  
Bà Ngô Thị Mai Trang  
Ông Dominic Criven  
Ông Hoàng Nguyên Học  
Ông Wang Eng Chin

### BAN ĐIỀU HÀNH

Bà Mai Kiều Liên – TGD  
Bà Nguyễn Thị Thanh Hòa – P.TGD  
Ông Trần Bảo Minh – P.TGD  
Ông Trần Minh Văn – P.TGD  
Bà Nguyễn Thị Như Hằng – P.TGD

## TRIỂN VỌNG

### ▪ GIÁ MỤC TIÊU

Với giá trị cổ phần ước tính của Vinamilk là 92,000 đồng/cổ phiếu cùng những ý kiến dưới đây, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua vào cổ phiếu Vinamilk trong giai đoạn này và có thể xem xét việc thực hiện hóa lợi nhuận tại mức giá quanh 110,000 đồng/cổ phiếu.

### ▪ ĐỊNH GIÁ

Căn cứ mức P/E trung bình của nhóm ngành nước uống, có tính toán đến sức mạnh thương hiệu và thị phần (Vinamilk vốn là một doanh nghiệp đầu ngành, hoạt động kinh doanh ổn định và ít rủi ro), do đó, chúng tôi định giá Vinamilk vào khoảng 92,000 đồng/cổ phiếu với P/E mục tiêu là 13x, cao hơn P/E mức 12 tại thời điểm thực hiện báo cáo.

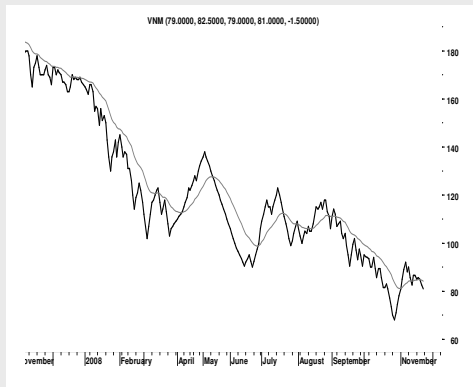
### ▪ VINAMILK ĐẦU TƯ VÀO CÁC NHÀ MÁY VÀ VÙNG NGUYÊN LIỆU SỮA

- Đề chủ động về nguồn nguyên liệu cho các nhà máy chế biến sữa, Vinamilk đã có chủ trương giảm dần nguyên liệu nhập khẩu, phát triển đàn bò sữa trong nước cung cấp sữa tươi nguyên liệu cho các nhà máy, với cam kết bao tiêu toàn bộ sản phẩm sữa tươi nguyên liệu cho người chăn nuôi bò sữa trong cả nước. Theo Báo cáo ĐHCĐ năm 2007, Vinamilk thu mua khoảng 40% sữa tươi nguyên liệu tại Việt Nam.
- Do nguồn cung nguyên liệu sữa nội địa chưa thật ổn định, Vinamilk đã quyết định đầu tư phát triển nguồn nguyên liệu sữa tươi dưới các hình thức trang trại chăn nuôi bò sữa quy mô công nghiệp khép kín, với quy trình công nghệ hiện đại, tiên tiến song song với phát triển chăn nuôi bò sữa nông hộ nhằm cung cấp nguồn sữa tươi nguyên liệu ổn định.
- Dự kiến Công ty Vinamilk sẽ xây dựng các trang trại chăn nuôi bò sữa công nghệ cao tại Nghệ An, Vĩnh Phúc, Lâm Đồng, Bình Định, Bình Dương, Sóc Trăng... Quy mô trang trại là 2,000con/trại cung cấp trung bình 30 triệu lít sữa /năm

### ▪ CHI PHÍ NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO ĐANG GIẢM MẠNH

- Theo giới kinh doanh nguyên liệu sữa, trong tháng 10, giá sữa bột nguyên kem hiện chỉ còn 3,400 USD/tấn; sữa bột gầy còn 2,800 USD- 3,000 USD/tấn. Nguyên liệu sữa bột béo với độ đậm cao hiện cũng chỉ còn 4,500 USD- 5,000 USD/tấn (giảm hơn 40%). Đi ngược với xu hướng ngành sữa thế giới, giá bán sữa thành phẩm Việt Nam trong thời gian qua chủ yếu không thay đổi sau thời gian tăng mạnh suốt hơn 1 năm trước đó.
- Như vậy, giá sữa tươi nguyên liệu thấp và giảm mạnh trong khoảng thời gian dài trong khi giá thành không bị điều chỉnh nhiều là yếu tố để Vinamilk hưởng lợi từ điều này, đóng góp một phần vào khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận chung của cả công ty.

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**



|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| Giá [20/11/2008]      | 82,500         |
| Giá cao nhất 52 tuần  | 174,000        |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 68,000         |
| Giá trị vốn hóa       | 14,460,000,000 |
| Bêta                  | 0.95           |
| EPS                   | 7,100          |
| P/E                   | 11.61          |
| P/B                   | 2.95           |

**CHÍNH SÁCH CỔ TỨC**

Cho đến thời điểm này, Vinamilk đã thực hiện chia cổ tức đợt 1 và đợt 2 trong năm 2008:

- Đợt 1: chia cổ tức 1,000 đồng/cổ phiếu chốt quyền vào ngày 18/08/2008.
- Đợt 2: chia cổ tức 1,900 đồng/cổ phiếu chốt quyền vào ngày 26/11/2008.

Chính sách cổ tức Vinamilk đang thực hiện được đánh giá hấp dẫn cho các nhà đầu tư trong điều kiện khó khăn hiện nay.

▪ **MỞ RỘNG LĨNH VỰC KINH DOANH : CAFÉ VÀ BIA**

Trong bối cảnh các tập đoàn đối thủ lấn sân sang các mảng kinh doanh phi truyền thống, Vinamilk đã không đi theo hướng đó mà tiếp tục đi sâu vào mảng nghề chính thống của mình là chế biến thực phẩm với định hướng phát triển 3 dòng sản phẩm trụ cột: sữa, café và bia.

**Café Moment**

- Nhãn hàng café Moment được người tiêu dùng biết đến từ năm 2005 nhưng không gây được tiếng vang lớn sau đó một thời gian ngắn. Tuy vậy doanh thu từ café Moment vẫn tăng trưởng mạnh qua các năm và chiếm khoảng 2% thị phần doanh thu của Vinamilk trong năm 2007.
- Với ngân sách dành cho Marketing lên đến 2 triệu USD, Vinamilk đang đặt kỳ vọng lớn cho sự trở lại của thương hiệu café Moment. Hướng đến mục tiêu trở thành nhãn hiệu café hòa tan và café rang xay hàng đầu Việt Nam, theo đó, café Moment sẽ chiếm khoảng 5% thị phần vào năm 2008, chiếm 15% thị phần vào năm 2009 và 30% vào năm 2010 tại thị trường Việt Nam. Ban đầu, nhãn hàng này được xác định phát triển chắc chắn thị trường trong nước trước khi hướng ra nước ngoài.

**Bia Zorok – sản phẩm liên doanh**

- Liên doanh SABMiller Việt Nam được thành lập giữa công ty Vinamilk và tập đoàn bia nổi tiếng thế giới SABMiller với tổng vốn đầu tư 45 triệu USD trong đó mỗi bên góp vốn 50%.
- Mở đầu cho sự xâm nhập của mình vào thị trường bia Việt Nam, nhãn hàng bia chai Zorok là sản phẩm đầu tiên của liên doanh này tung ra thị trường với định vị phân khúc hướng đến là thị trường bia phổ thông, bia nông độ nhẹ mà đối thủ cạnh tranh trực tiếp chính là bia Sài Gòn.
- Sau một năm hoạt động của liên doanh bia SABMiller Việt Nam, cuối năm 2007, Vinamilk đã trích lập dự phòng trên 30 tỷ cho phần lỗ trong liên doanh này. Trong Quý 3/2008, Vinamilk tiếp tục trích dự phòng thêm 13 tỷ, nâng số lỗ liên doanh lên 48 tỷ đồng tính từ đầu năm đến tháng 9/2008.
- Có thể thấy, là thương hiệu mới với trọng trách xây dựng một nhu cầu mới (lightbeer), Zorok còn phải đối mặt với nhiều thách thức và mất nhiều thời gian để xây dựng được kênh phân phối phù hợp, chiến dịch marketing hoành tráng nhằm định vị và phát triển thương hiệu Zorok trong thời gian tới.

▪ **VINAMILK ĐƯỢC PHÉP NIÊM YẾT TRÊN SÀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN SINGAPORE**

- Ngày 12/11/2008, Vinamilk thông báo Công ty đã nhận được thư chấp thuận niêm yết có điều kiện từ SGDCK Singapore. Theo đó, Vinamilk được phát hành và niêm yết 8,763,784 cổ phiếu phổ thông mới của công ty trong danh sách chính thức trên sàn giao dịch chính của SGX-ST.
- Như vậy ngoài mục tiêu quốc tế hóa thương hiệu Vinamilk, việc niêm yết lần này còn tạo tiền đề cho việc huy động vốn từ thị trường tài chính quốc tế và chiến lược mở rộng phát triển kinh doanh của công ty.

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ 3/2008**

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**BÁO CÁO LÃI LỖ**

DVT: tỷ đồng

|                      | 2007    | 2008F   |
|----------------------|---------|---------|
| Doanh thu thuần      | 6,648   | 8,530   |
| Giá vốn hàng bán     | (4,836) | (5,600) |
| Lợi nhuận gộp        | 1,812   | 2,760   |
| Doanh thu tài chính  | 258     | 300     |
| Chi phí tài chính    | (26)    | (250)   |
| Chi phí bán hàng     | (975)   | (1,070) |
| Chi phí quản lý      | (204)   | (250)   |
| Lợi nhuận HĐKD       | 865     | 1,490   |
| Lợi nhuận trước thuế | 955     | 1,537   |
| Thuế TNDN            | 8       | (123)   |
| Lợi nhuận ròng       | 963     | 1,421   |

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

|                                   | 2007         | 2008F        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>           | <b>3,172</b> | <b>3,560</b> |
| Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn | 118          |              |
| Khoản phải thu                    | 654          |              |
| Hàng tồn kho                      | 1,670        |              |
| Phải thu khác                     | 76           |              |
| <b>Tài sản dài hạn</b>            | <b>2,253</b> | <b>2,560</b> |
| Tài sản cố định                   | 1,647        |              |
| Đầu tư dài hạn                    | 401          |              |
| <b>Tổng tài sản</b>               | <b>5,425</b> | <b>6,100</b> |
| Nợ ngắn hạn                       | 933          |              |
| Nợ dài hạn                        | 140          |              |
| <b>Tổng nợ</b>                    | <b>1,073</b> | <b>1,300</b> |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>             | <b>4,315</b> | <b>4,793</b> |
| <b>Tổng vốn</b>                   | <b>5,425</b> | <b>6,100</b> |

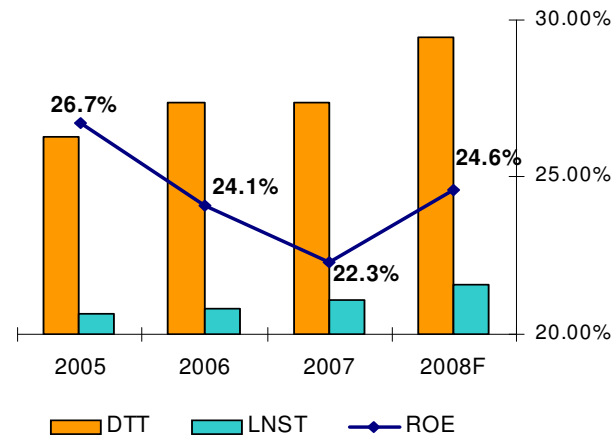
(Nguồn: Vinamilk và NASC)

**THÔNG TIN TÀI CHÍNH**

DVT: tỷ đồng

| Chỉ tiêu             | Q3/2007 | Q2/2008 | Q3/2008 | 2008F | QoQ     | YoY  |
|----------------------|---------|---------|---------|-------|---------|------|
| Doanh thu            | 1,837   | 2,064   | 2,114   | 8,530 | 2.4%    | 15%  |
| Lợi nhuận gộp        | 450     | 732     | 690     | 2,760 | (5.6%)  | 53%  |
| Lợi nhuận HĐKD       | 173     | 440     | 356     | 1,560 | (19%)   | 106% |
| Lợi nhuận trước thuế | 187     | 431     | 385     | 1,537 | (10.1%) | 106% |
| Lợi nhuận sau thuế   | 187     | 389     | 335     | 1,421 | (10.6%) | 79%  |
| LN gộp/ DT           | 24.5%   | 35.5%   | 32.6%   | 33.2% | (2.9%)  | 8.1% |
| LNHĐKD/DT            | 9.4%    | 21.3%   | 16.8%   | 18.3% | (4.5%)  | 7.4% |
| LNTT/DT              | 10.2%   | 20.1%   | 18.2%   | 18.8% | (1.9%)  | 8.0% |
| LNST/DT              | 10.2%   | 18.8%   | 15.8%   | 17.5% | (3.0%)  | 5.6% |

- Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2008 cho thấy tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc 48% so với cùng kỳ trong khi doanh thu chỉ tăng 22%. Sau đợt tăng giá bán từ 10% - 20% các mặt hàng sữa từ đầu năm thì giá nguyên liệu sữa giảm mạnh từ 30% dẫn đến sự gia tăng đột biến trong lợi nhuận.



- Chi phí bán hàng và quản lý chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong doanh thu được bù đắp bởi tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần ngày càng giảm, điều đó giúp cho tỷ suất lợi nhuận/ doanh thu ổn định hoặc biến động không đáng kể.
- ROE có xu hướng giảm nhẹ trong năm do ảnh hưởng từ hiệu quả vòng quay tài sản và sự thâm dụng vốn chủ sở hữu qua các năm. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận biên trên doanh thu vẫn ổn định.

**DỰ BÁO****▪ VINAMILK SẼ HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH LỢI NHUẬN NĂM 2008**

Cho đến thời điểm này, Vinamilk đã hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đã đề ra (lợi nhuận sau thuế đạt 99% kế hoạch trong 10 tháng đầu năm) và đang tiếp tục phấn đấu vượt mạnh kế hoạch. Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng cán mốc lợi nhuận sau thuế 1.400 tỷ có khả năng thực hiện được do doanh số sẽ tăng mạnh vào các tháng cuối năm và tiếp tục hưởng lợi từ việc sụt giảm giá sữa nguyên liệu.

**▪ TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH TỪ MỨC 20%**

Thị trường sữa Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn tăng trưởng và nhiều tiềm năng trong khi quy mô ngành còn rất khiêm tốn so với các nước trong khu vực. Bên cạnh đó, xu hướng tiêu dùng các sản phẩm dinh dưỡng ngày càng gia tăng. Đây chính là các yếu tố đảm bảo mức tăng trưởng doanh thu của Vinamilk trong những năm tới được duy trì ổn định trên 20%.

**▪ VINAMILK TIẾP TỤC LÀ DOANH NGHIỆP SỮA DẪN ĐẦU VỀ QUY MÔ, THƯƠNG HIỆU**

Với lợi thế về thương hiệu lâu đời và uy tín, quy mô toàn quốc về số lượng nhà máy và hệ thống phân phối rộng khắp, Vinamilk đã đang và tiếp tục là doanh nghiệp sữa dẫn đầu ngành sữa tại Việt Nam.

**▪ ẢNH HƯỞNG CỦA NGÀNH SỮA TRONG BỐI CẢNH LẠM PHÁT CAO VÀ RỦI RO SUY THOÁI CỦA NỀN KINH TẾ THẾ GIỚI**

Tình hình kinh tế thế giới vẫn đang trong giai đoạn bất ổn, nhu cầu tiêu thụ giảm sẽ là một trong những yếu tố lo ngại ảnh hưởng đến doanh số Vinamilk trong thời gian tới.

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được thực hiện bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Nam An (“Nam An”). Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Nam An thu thập từ những nguồn khác nhau được cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin trong báo cáo này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Mục đích duy nhất của báo cáo này là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị, hướng dẫn chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn mua hay công cụ phái sinh cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không nhằm tới 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 cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như là một nguồn tham khảo hoặc tham khảo ý kiến tư vấn độc lập nếu cần thiết khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Nam An tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Nam An. Mọi sự sao chép, tái phân phối, chuyển giao hoặc sửa đổi báo cáo này trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của Nam An đều trái luật. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

## LIÊN HỆ:

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Nam An

[a] Lầu 8, tòa nhà Itaxa, 126 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 3, Tp. HCM

[t] (08) 3930 8000 [e] info@namansecurities.com

[f] (08) 3930 1000 [w] www.namansecurities.com