

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM - VINAMILK

PHẠM ĐỨC VIỆT – TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP 50A



2011

Mục lục

A.	Tổng quan về mục tiêu, quy trình, phương pháp và đối tượng phân tích	2
1.	Mục tiêu phân tích:.....	2
2.	Quy trình phân tích.....	2
3.	Phương pháp phân tích:	2
4.	Đối tượng phân tích	3
B.	Phân tích tài chính của VNM:.....	6
1.	Phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh:	6
	Phân tích doanh thu, giá vốn và lợi nhuận gộp:	8
	Phân tích chi phí:	9
	Phân tích lợi nhuận:	10
	Phân tích khả năng và hiệu quả hoạt động:.....	11
2.	Phân tích dòng tiền và khả năng thanh toán:	13
	Phân tích dòng tiền:	13
	Phân tích khả năng thanh toán:.....	14
3.	Phân tích hoạt động tài chính:.....	15
	Vốn lưu động ròng – Net working capital:	15
	Cơ cấu vốn và phân tích đòn bẩy:	15
	Phân tích mức độ đòn bẩy	18
4.	Phân tích khả năng sinh lời:.....	18
	Chính sách cổ tức:.....	20
	Phân tích Dupont:	20
C.	Đánh giá chung:	23

A. Tổng quan về mục tiêu, quy trình, phương pháp và đối tượng phân tích

1. Mục tiêu phân tích:

Bài tập lớn – Phân tích tài chính Công ty cổ phần sữa Việt Nam (Vinamilk) nằm trong học phần phân tích tài chính, qua việc thu thập và xử lý thông tin kế toán và các thông tin khác trong quản lý doanh nghiệp trong 4 năm 2007 - 2010, nhằm đánh giá tình hình tài chính, khả năng và tiềm lực của doanh nghiệp – Vinamilk.

Do yêu cầu của giáo viên, đối tượng sử dụng thông tin của bài tập này là Giám đốc tài chính doanh nghiệp, do đó mục tiêu phân tích tài chính ở đây là toàn bộ hoạt động của Vinamilk, từ đó giúp Giám đốc tài chính công ty ra quyết định tài chính và quản lý phù hợp.

2. Quy trình phân tích

Quy trình phân tích được khái quát bằng sơ đồ sau:



3. Phương pháp phân tích:

Chủ yếu sử dụng phương pháp tỷ lệ và so sánh các chỉ tiêu qua các năm 2007 – 2010. Riêng phần phân tích khả năng sinh lời áp dụng phương pháp phân tích Dupont.

4. Đối tượng phân tích

Đối tượng phân tích là toàn bộ thông tin được thu thập và qua xử lý về Vinamilk. Các báo cáo và số liệu được trình bày ở các phần khi chúng được sử dụng để phân tích.

Khái quát Công ty cổ phần sữa Việt Nam – Vinamilk, Mã Chứng khoán - VNM:

a. Lịch sử hình thành

Công ty cổ phần Sữa Việt Nam được thành lập dựa trên quyết định số 155/2003 QĐ-BCN ngày 01/10/2003 của Bộ Công nghiệp về việc chuyển Doanh nghiệp Nhà nước Công ty Sữa Việt Nam trực thuộc Bộ Công nghiệp thành công ty cổ phần Sữa Việt Nam.

Tháng 04/2004: Công ty sáp nhập nhà máy sữa Sài Gòn (SAIGONMILK), nâng tổng vốn điều lệ của Công ty lên 1.590 tỷ đồng.

Tháng 06/2005: Công ty mua lại phần vốn góp của đối tác trong Công ty Sữa Bình Định và sáp nhập vào Vinamilk. Cổ phiếu của công ty chính thức giao dịch trên trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh vào ngày 19/01/2006 với khối lượng niêm yết là 159 triệu cổ phiếu.

b. Lĩnh vực hoạt động chính

- Sản xuất và kinh doanh thực phẩm: các sản phẩm từ sữa, các loại bánh...
- Kinh doanh nhà, môi giới, cho thuê bất động sản, kinh doanh kho, bến bãi...
- Sản xuất mua bán rượu bia, đồ uống, chè, cafe, thực phẩm...

c. Lĩnh vực kinh doanh chính

*) Sản phẩm kinh doanh chính.

Trước đây, VNM cũng đã tính đến việc đầu tư mở rộng sang lĩnh vực sản xuất bia và cafe. Tuy nhiên hai dự án này đã không mang lại kết quả như mong đợi nên thời gian tới công ty sẽ chỉ tập trung vào sữa và nước giải khát. Với sản phẩm từ sữa, năng lực sản

xuất sẽ được nâng lên gấp đôi so với hiện tại khi nhà máy sản xuất sữa Mega đi vào hoạt động vào năm 2012. Trong cơ cấu doanh thu có thể thấy sữa nước và sữa chua đang dần thay thế sữa đặc (vốn là mặt hàng có giá trị gia tăng thấp) trong cơ cấu sản phẩm. Đối với mặt hàng nước giải khát, công ty đang đầu tư xây dựng một nhà máy. Đây là mặt hàng có tỷ suất sinh lời cao.

***) Thị trường tiêu thị và thị phần.**

Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu chưa thực sự ổn định song lợi nhuận lại tăng trưởng khá đều, trung bình đạt 30%/năm. Đặc biệt 2009 tình hình kinh tế gặp khó khăn chung, song lợi nhuận của VNM tăng gần gấp đôi năm trước. Hiện nay thị trường trong nước đóng góp đến 90% doanh thu của VNM, một phần nhỏ doanh thu xuất khẩu đến từ các nước như Trung Đông, Campuchia, Philippines và Úc với hai sản phẩm chính là sữa bột và sữa đặc. Tuy nhiên cho đến thời điểm hiện tại, công ty vẫn xác định việc phát triển sản phẩm cho thị trường nội địa là mục tiêu chính, thị trường nước ngoài sẽ là mục tiêu cho giai đoạn về sau.

Hiện nay thị phần các mặt hàng của VNM như sau: sữa chua 97%, sữa đặc 70%, sữa nước 55%, sữa bột 35% thị phần của cả nước. Như vậy có thể thấy với lợi thế về quy mô và kinh nghiệm thì sữa đặc và sữa chua là hai mặt hàng khó đối thủ nào có thể cạnh tranh tại thời điểm hiện tại.

d. Vị thế công ty

Theo kết quả bình chọn 100 thương hiệu mạnh nhất Việt Nam, Vinamilk là thương hiệu thực phẩm số 1 của Việt Nam chiếm thị phần hàng đầu, đạt tốc độ tăng trưởng 20 – 25%/năm, được người tiêu dùng tin nhiệm và liên tiếp được bình chọn là sản phẩm đứng đầu TOPTEN hàng Việt Nam chất lượng cao 8 năm liền 1997-2004. Doanh thu nội địa tăng trung bình hàng năm khoảng 20% - 25%. Vinamilk đã duy trì được vai trò chủ đạo của mình trên thị trường trong nước và cạnh tranh có hiệu quả với các nhãn hiệu sữa của nước ngoài. Một trong những thành công của Vinamilk là đa dạng hoá sản phẩm đáp ứng

nhu cầu của tất cả các đối tượng khách hàng từ trẻ sơ sinh, trẻ em, thanh thiếu niên, người lớn, người có nhu cầu đặc biệt.

B. Phân tích tài chính của VNM:

1. Phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh:

Như đã đề cập ở trên, Vinamilk có lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm sữa và bánh, trong lĩnh vực thực phẩm. Ngoài ra công ty còn có các hoạt động kinh doanh bất động sản, cho thuê kho bãi; kinh doanh các loại đồ uống và thực phẩm khác. Ngoài ra, Vinamilk là công ty sữa hàng đầu Việt Nam được hỗ trợ bởi truyền thống hoạt động, uy tín, cũng như thương hiệu được xây dựng tốt. VNM có danh mục các sản phẩm đa dạng thích hợp cho các độ tuổi và đáp ứng các nhu cầu khác nhau. Đây là lợi thế không phải công ty nào cũng có được. VNM có mạng lưới phân phối và bán hàng trải rộng trên cả nước. Các đại lý của VNM cũng được trang bị hệ thống tủ đông để bảo quản sản phẩm đến tay người tiêu dùng. Nhờ có ban lãnh đạo và điều hành tốt, điều này thể hiện ở khả năng kiểm soát chi phí đầu vào ổn định, lợi nhuận của công ty tăng trưởng ổn định qua các năm.

Việc xem xét đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh của VNM được chủ yếu dựa trên BCKQKD.

Ta lập BCKQKD chuẩn tỉ trọng (% theo doanh thu):

Năm	2007	2008	2009	2010
Doanh thu	100	100	100	100
Các khoản giảm trừ doanh thu	0.40	2.05	1.91	2.04
Doanh thu thuần	99.60	97.95	98.09	97.96
Giá vốn hàng bán	72.45	66.95	62.25	65.79
Lợi nhuận gộp	27.15	31.00	35.85	32.17
Doanh thu tài chính	3.86	2.28	4.07	2.79
Chi phí tài chính	0.39	2.36	1.71	0.95
<i>Trong đó: Chi phí Lãi vay</i>	<i>0.17</i>	<i>0.32</i>	<i>0.06</i>	-
Chi phí bán hàng	14.60	12.56	11.51	8.94
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3.06	3.55	2.71	2.41
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	12.97	14.81	23.99	22.65
Lợi nhuận khác	1.35	1.55	1.26	3.78
Lợi nhuận trước thuế	14.31	16.36	25.24	26.44
Thuế TNDN	(0.12)	1.43	3.28	3.95
Lợi nhuận sau thuế TNDN	14.43	14.90	21.96	22.49

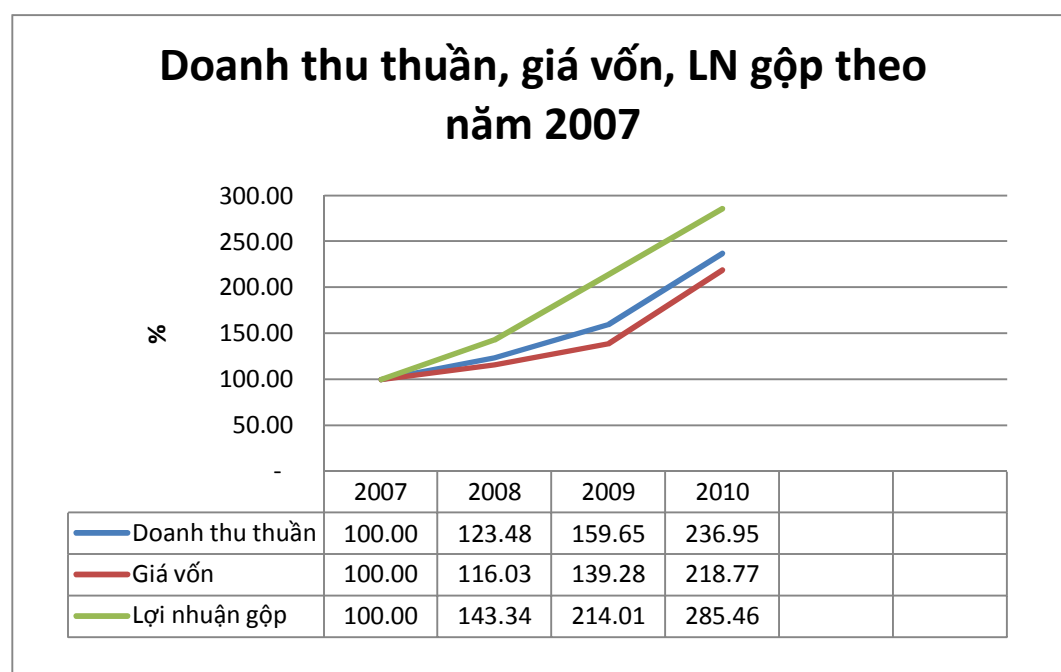
Lập BCKQKD theo năm gốc 2007 (%):

Năm	2,007	2,008	2,009	2,010
Doanh thu	100.00	125.55	162.10	240.92
Các khoản giảm trừ doanh thu	100.00	639.32	768.95	1,224.38
Doanh thu thuần	100.00	123.48	159.65	236.95
Giá vốn hàng bán	100.00	116.03	139.28	218.77
Lợi nhuận gộp	100.00	143.34	214.01	285.46
Doanh thu tài chính	100.00	74.02	170.61	173.94
Chi phí tài chính	100.00	764.14	714.67	592.37
Trong đó: Chi phí Lãi vay	100.00	231.17	57.04	-
Chi phí bán hàng	100.00	107.95	127.77	147.54
Chi phí quản lý doanh nghiệp	100.00	145.85	143.46	190.09
Lợi nhuận thuần từ hđ kinh doanh	100.00	143.41	299.90	420.91
Lợi nhuận khác	100.00	144.71	151.14	676.51
Lợi nhuận trước thuế	100.00	143.54	285.89	444.98
Thuế TNDN	100.00	n/a	n/a	n/a
Lợi nhuận sau thuế TNDN	100.00	129.61	246.60	375.36

Số liệu trên dựa vào các BCTC hợp nhất thường niên, tuy nhiên đã loại bỏ một số yếu tố không cần thiết, ví dụ như lợi nhuận cho cổ đông thiểu số - chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong tổng doanh thu.

Phân tích doanh thu, giá vốn và lợi nhuận gộp:

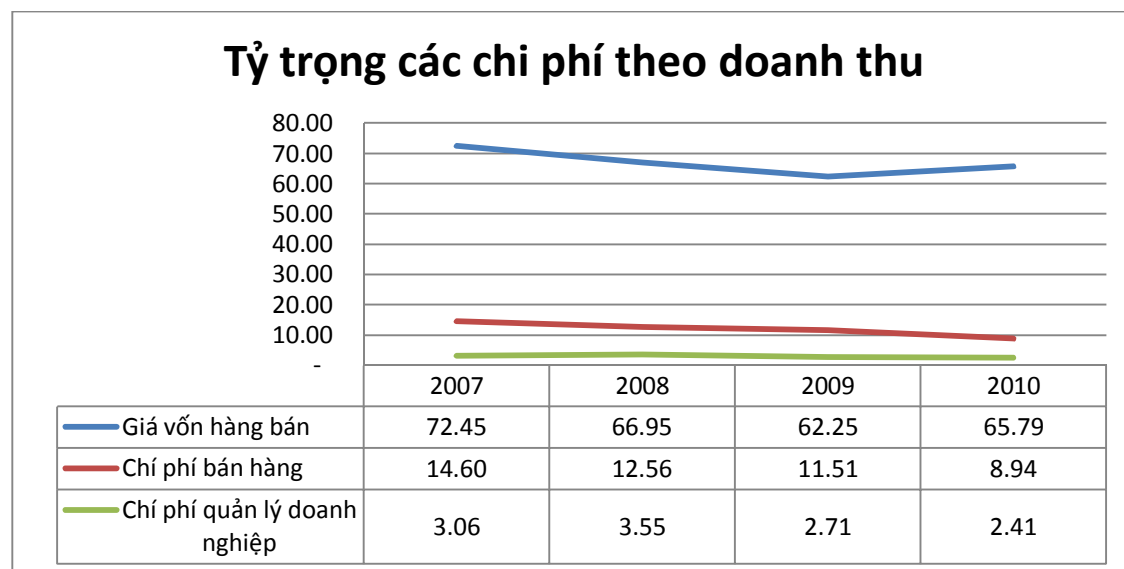
Doanh thu bán hàng của VNM liên tục tăng cao trong nhiều năm. Năm 2010 doanh thu thuần của VNM đạt hơn 15,845 nghìn tỷ đồng, tăng 48.78% so với năm 2009. Đóng góp vào cơ cấu doanh thu chủ yếu từ doanh thu trong nước, tăng 51.06%; doanh thu từ xuất khẩu cũng tăng 45.95% so với cùng kỳ. Trung bình mỗi ngày VNM sản xuất và đưa ra thị trường 9-10 triệu sản phẩm với doanh số đạt 62-63 tỷ đồng/ngày. Để giải thích cho sự tăng trưởng về doanh thu bán hàng, cần đánh giá thị phần của VNM. Các sản phẩm sữa của VNM chiếm khoảng 39% thị phần, trong đó sữa đặc chiếm đến 75%, sữa tươi 53%, sữa chua 90% và sữa bột 25%. So sánh với các đối thủ trong ngành thì VNM vượt trội khi sản phẩm Dutch Lady đứng thứ hai với 24% thị phần, còn lại là các hãng nội địa như Hanoimilk, Mộc Châu, Nutifood và các sản phẩm nhập khẩu. Ngoài ra doanh thu còn đóng góp từ hoạt động xuất khẩu, chiếm đến 20% doanh thu. Mạng lưới xuất khẩu hướng đến các nước như Úc, Cambodia, Mỹ và một số nước Trung Đông.



Từ biểu đồ trên có thể thấy trong giai đoạn 3 năm 2007-2009 giá vốn hàng bán có tốc độ tăng chậm hơn so với tốc độ tăng của doanh thu. Điều này làm cho lợi nhuận gộp có tốc độ tăng nhanh.

Phân tích cụ thể yếu tố cấu thành nên giá vốn: Chủ yếu tác động đến giá thành sản phẩm sữa là giá sữa bột nguyên kem nhập khẩu. Cho dù nguyên liệu bò sữa trong nước đã gia tăng sản lượng tuy nhiên vẫn chưa đáp ứng hoàn toàn nhu cầu cho doanh nghiệp. Nhìn chung mặt bằng giá sữa nhập khẩu trong năm 2007 và 2008 là chưa tăng cao, thậm chí có xu hướng giảm do scandal sữa nhiễm Melamin tại Trung Quốc ảnh hưởng tới niềm tin của thị trường. Tuy nhiên đến năm 2009 giá sữa nguyên liệu đã bắt đầu tăng cao trong khoảng 3,400-3,800 USD/tấn. Thêm vào đó mặt bằng chung cho giá mua sữa bò tươi từ nông dân cũng tăng nhẹ. Điều này làm cho tốc độ tăng giá vốn hàng bán nhanh hơn trong những năm sau. Nhìn chung các chi phí còn lại cấu thành nên giá vốn như nhân công và sản xuất chung có ảnh hưởng ít, và tốc độ tăng chậm hơn doanh thu.

Phân tích chi phí:



Nhìn chung tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng rất thấp so với doanh thu. Chi phí bán hàng đã giảm từ 14.6% doanh thu xuống còn 8.64% từ năm 2007 đến năm 2010. Điều này cho thấy dù quy mô bán hàng tăng nhưng chi phí bán hàng không tăng tương ứng, tức là những chi phí lớn bỏ ra trước đây để xây dựng thương

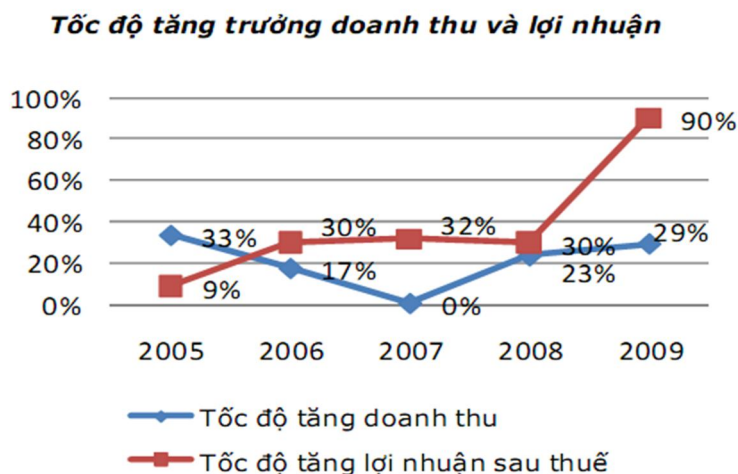
hiệu, marketing và tái cấu trúc hệ thống phân phối đã phát huy tác dụng. Đây là nhân tố quan trọng làm tăng trưởng lợi nhuận công ty trong những năm qua và cả những năm sắp tới.

Thêm vào đó, tỷ trọng chi phí quản lý trên doanh thu cũng giảm từ mức 2.8% năm 2009 xuống còn 2.41% năm 2010. Xu hướng này được giải thích do đó là những chi phí cố định hoặc ít biến động theo sản lượng. Trong thời gian tới, với tốc độ tăng của doanh thu, xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì.

Chi phí khấu hao không tăng mạnh bằng tốc độ tăng trưởng sản lượng do phần sản lượng tăng thêm vẫn được sản xuất từ các nhà máy hiện tại của công ty. Các nhà máy mới vẫn chưa đi vào hoạt động. Tuy nhiên, từ năm 2012, khi nhà máy Mega, Dielac 2 và các nhà máy mới khác đi vào hoạt động, chi phí khấu hao dự kiến sẽ tăng gấp đôi.

Phân tích lợi nhuận:

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của VNM được duy trì liên tục qua các năm. Năm 2009 tăng trưởng lợi nhuận ở mức rất cao ở mức 90.26% so với năm 2008. Điều này có thể được lý giải khi tác động của lạm phát cao ở Việt Nam đã không còn ảnh hưởng mạnh đến nhu cầu sản phẩm của công ty. Chính sách kích cầu của Chính phủ có tác động gia tăng sản xuất và tiêu dùng các mặt hàng cơ bản, trong đó có mặt hàng về sữa và bánh. Sang năm 2010 VNM tiếp tục có những thành công khi lợi nhuận sau thuế đạt hơn 3,602 nghìn tỷ đồng, tăng 51.29% so với 2009.



Phân tích khả năng và hiệu quả hoạt động:

Hiện nay ở Việt Nam không có công ty nào trong ngành tương xứng về quy mô vốn cũng như năng lực sản xuất mà có thể dùng để so sánh đánh giá với VNM. Vòng quay hàng tồn kho và khoản phải thu có xu hướng ngày càng nhanh hơn điều này chứng tỏ khả năng sử dụng vốn lưu động ngày một tốt hơn. Khi vòng quay vốn lưu động càng lớn thì khả năng tạo ra doanh thu cho VNM sẽ nhiều hơn. Thực tế cho thấy doanh thu năm 2008 và 2009 của VNM tăng hơn 20%/năm. Vòng quay tài sản cố định có xu hướng giảm từ 2006 đến nay nguyên nhân là do VNM đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng sản xuất, tốc độ tăng trưởng của tài sản dài hạn nhanh hơn doanh thu. Hiện nay VNM cũng mới chỉ hoạt động hết có 75% công suất toàn dụng của các nhà máy. Các dự án mà VNM đang thực hiện nếu như được đưa vào hoạt động đúng kế hoạch thì trong những năm tới chỉ tiêu này khó có thể được cải thiện bởi doanh thu trong những năm đầu khó có thể đạt được mức công suất thiết kế.

Năm	2007	2008	2009	2010
Vòng quay khoản phải thu	14.6	15.5	19.5	24.5
Vòng quay hàng tồn kho	2.9	3.2	5.1	4.5
Vòng quay khoản phải trả	7.7	11.3	8.2	9.4
Số ngày khoản phải thu	25.0	23.6	18.7	14.9
Số ngày hàng tồn kho	126.4	115.5	71.1	81.1
Số ngày khoản phải trả	47.3	32.4	44.4	38.6
Vòng quay tổng tài sản	1.2	1.4	1.3	1.5
Vòng quay tài sản cố định	4.9	4.6	5.0	5.2

Cụ thể, vòng quay hàng tồn kho của VNM có xu hướng giảm dần trong giai đoạn từ năm 2009 đến nay, lần lượt từ 5.1 xuống 4.5 lần. Vòng quay các khoản phải thu có xu hướng tăng dần trong các năm từ 15.50 lần năm 2008 lên 24.5 lần năm 2010. Việc vòng quay các khoản phải thu tăng cho thấy số tiền của doanh nghiệp bị chiếm dụng ít hơn, lượng tiền mặt tăng giúp doanh nghiệp chủ động được nguồn vốn trong sản xuất, hạn chế vay ngắn hạn để bù đắp vốn lưu động, giảm chi phí tài chính khi mặt bằng lãi suất đang cao.

Bảng CĐKT phần tài sản chuẩn tỷ trọng:

	2007	2008	2009	2010
I - TÀI SẢN NGẮN HẠN	58.48%	53.42%	59.76%	54.95%
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	2.17%	5.68%	5.02%	2.45%
2. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	12.06%	6.27%	27.28%	19.42%
3. Các khoản phải thu ngắn hạn	12.07%	10.83%	8.59%	10.44%
4. Hàng tồn kho	30.78%	29.75%	15.47%	21.83%
5. Tài sản ngắn hạn khác	1.39%	0.89%	3.40%	0.82%
II - TÀI SẢN DÀI HẠN	41.52%	46.58%	40.24%	45.05%
1. Các khoản phải thu dài hạn	0.01%	0.01%	0.10%	0.00%
2. Tài sản cố định	30.36%	32.46%	29.77%	31.83%
2.1. Tài sản cố định hữu hình	18.85%	25.63%	21.64%	24.04%
2.2. Tài sản cố định vô hình	0.38%	0.85%	0.46%	
2.3. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	11.13%	5.98%	7.66%	6.18%
3. Bất động sản đầu tư		0.46%	0.32%	0.94%
4. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	7.39%	9.56%	7.10%	10.60%
5. Tài sản dài hạn khác	3.76%	4.09%	2.94%	1.51%
6. Lợi thế thương mại	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Bảng CĐKT đã cho thấy cơ cấu tài sản của một doanh nghiệp có chu kỳ sản xuất ngắn. Lượng tài sản tập trung chủ yếu vào tài sản ngắn hạn, duy trì ổn định suốt 3 năm ở mức trên 50%. Điều đáng chú ý năm 2010 có sự điều chỉnh trong cơ cấu tài sản doanh nghiệp làm cho tài sản có tính thanh khoản cao nhưng tính sinh lời thấp giảm xuống hơn năm 2009 nhưng đáp ứng yêu cầu thanh toán. Đây là nhân tố tăng lợi nhuận, đặc biệt là lợi

nhuận tài chính cho công ty - một lượng tài sản khá lớn là đầu tư tài chính được công ty duy trì từ năm 2007. 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.

Về tài sản dài hạn, biến động của tài sản cố định hữu hình trong năm 2010, nhà máy Dielac 2 được xây dựng trên khu đất rộng 5.9ha trước đây thuộc về Cty TNHH Thực phẩm F&N Việt Nam trước khi công ty này được VNM mua lại vào tháng 6/2010. Chi phí xây dựng dở dang chủ yếu nằm ở nhà máy Mega hiện đang trong giai đoạn thiết kế và sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2012. Công ty đang tăng trưởng nhanh hơn so với dự kiến của ban lãnh đạo, do đó nhiều khả năng hoạt động sản xuất tại hai nhà máy cũ là Thống Nhất và Trường Thọ sẽ không tạm dừng như dự kiến. Nhà máy Mega có tổng công suất thiết kế là 1,000 tấn sữa/ngày, tương đương 300,000 tấn sữa/năm.

2. Phân tích dòng tiền và khả năng thanh toán:

Phân tích dòng tiền:

Lượng tiền mặt của VNM luôn được giữ đảm bảo cho nhu cầu vốn lưu động của công ty. Thời gian công ty cho khách hàng chiếm dụng vốn của mình luôn thấp hơn thời gian công ty chiếm dụng vốn của người bán. Lượng tiền mặt thu về khi bán hàng luôn chiếm tỷ trọng cao (khoảng 80% doanh thu bán hàng) điều này giúp cho VNM không gặp phải khó khăn về vấn đề thanh khoản. Một điểm cần lưu ý khác là hoạt động sản xuất kinh doanh vừa mang lại nguồn thu chính vừa mang lại dòng tiền thực dương qua các năm. Hoạt động đầu tư (chủ yếu là mua sắm dây chuyền công nghệ) và hoạt động tài chính không mang lại dòng tiền chính cho VNM. Điều này thể hiện qua báo cáo lưu chuyển tiền tệ dạng vắn tắt sau – đv: triệu đồng.

Năm	2007	2008	2009	2010
Từ hoạt động kinh doanh	313,478	1,269,759	3,096,503	2,018,774
Từ hoạt động đầu tư	(1,015,978)	(531,785)	(2,476,274)	(993,051)
Từ hoạt động tài chính	663,413	(517,149)	(532,691)	(1,188,384)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(39,087)	220,825	87,538	(162,661)

Phân tích khả năng thanh toán:

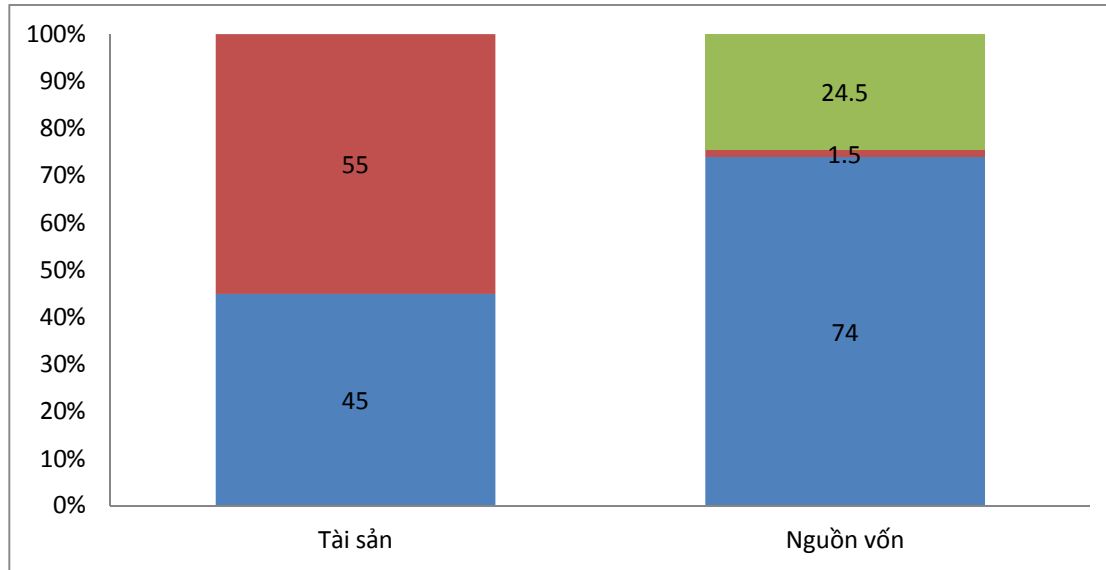
Tài sản ngắn hạn luôn chiếm khoảng trên 60% tổng tài sản của VNM. Trong khi đó nợ ngắn hạn chỉ chiếm khoảng 20% cơ cấu nguồn vốn, chính vì vậy nên khả năng thanh toán của VNM luôn được đảm bảo ở mức tốt. Trong giai đoạn từ 2005 về trước, VNM duy trì lượng lớn tiền mặt và các khoản phải thu ngắn hạn song thời gian gần đây công ty đã tận dụng được lượng tiền mặt đó để tăng cường tích trữ hành tồn kho nhằm tránh sự biến động giá nguyên liệu trên thị trường thế giới và tăng cường đầu tư tài chính. Chỉ số khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của VNM cao hơn so với chỉ tiêu của ngành và cao hơn khá nhiều các công ty đối thủ.

Năm	2007	2008	2009	2010
Thanh toán ngắn hạn	3.4	3.3	3.3	2.5
Thanh toán nhanh	1.6	1.5	2.4	1.5
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.3	0.3	0.1

Từ bảng tính trên có thể thấy các chỉ tiêu đảm bảo khả năng thanh toán của VNM đều đạt yêu cầu trong cả 4 năm. Năm 2010 có sự điều chỉnh trong cơ cấu tài chính doanh nghiệp làm cho các tỷ số phản ánh khả năng thanh toán xuống thấp hơn 2009 nhưng đáp ứng yêu cầu. Điều này cho thấy doanh nghiệp đã điều chỉnh một lượng tài sản có tính thanh khoản cao nhưng khả năng sinh lời thấp sang dài hạn với mục tiêu gia tăng lợi nhuận của công ty.

3. Phân tích hoạt động tài chính:

Vốn lưu động ròng – Net working capital:



Trên thực tế, liên tục qua các năm công ty luôn có vốn lưu động ròng dương. Biểu đồ trên cho thấy tình hình vốn lưu động của VNM trong năm 2010. TSNH - 55% tổng tài sản - luôn lớn hơn rất nhiều so với nợ ngắn hạn- 24.5%, trên 2 lần. Trong cơ cấu vốn dài hạn chủ yếu là vốn CSH – 74%, còn nợ dài hạn chiếm tỷ lệ thấp. Điều này cho thấy một phần lớn TSNH được tài trợ bằng vốn CSH.

Cơ cấu vốn và phân tích đòn bẩy:

Năm	2008	2009	2010
Hệ số nợ dài hạn	0.016	0.014	n/a
Hệ số nợ	0.19	0.21	0.26
Hệ số nợ/VCSH	0.24	0.27	0.35

Trong những năm gần đây nợ chỉ chiếm khoảng 30% cơ cấu vốn của VNM, hai phần ba trong số đó là nợ ngắn hạn chủ yếu là các khoản phải trả cho người bán chứ VNM không phải đi vay vốn bên ngoài để bổ sung vốn lưu động dành cho hoạt động. Nợ dài hạn chỉ

chiếm khoảng 2% tổng nguồn vốn cho thấy năng lực tài chính của VNM thực sự vững mạnh. Việc không cần sự hỗ trợ nhiều từ nguồn vốn vay giúp cho công ty chủ động hơn trong việc thực hiện các dự án đầu tư của mình và giảm thiểu đáng kể chi phí đi vay sẽ khiến cho lợi nhuận thuộc về các cổ đông trở nên hấp dẫn hơn.

Trong cơ cấu vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp, nhà nước đang chiếm khoảng 46%, nước ngoài chiếm 47%, còn lại 7% là thành viên trong HĐQT và CBCNV trong công ty. Hiện tại phần vốn góp của Nhà nước tại công ty đang được đại diện quản lý bởi thành viên ủy quyền từ TCTy Kinh doanh vốn Nhà nước SCIC. Có thể thấy cơ cấu này rất có lợi cho doanh nghiệp khi sở hữu nước ngoài đã tăng đến sát mức giới hạn có thể - 49%, nhà nước là một cổ đông lớn song không phải là cổ đông nắm quyền chi phối hoạt động. Với tỷ lệ sở hữu của các tổ chức lên tới 65% cho thấy cơ cấu cổ đông của VNM không bị phân tán và điều này giúp cho việc định hướng hoạt động của HĐQT được tập trung và quyết định sẽ được thực hiện nhanh chóng. Nhìn chung các công ty có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao cũng là yếu tố thể hiện sự đánh giá tốt về hoạt động của công ty.

Báo cáo chuẩn tỷ trọng của nguồn vốn VNM qua các năm:

Năm	2007	2008	2009	2010
I - NỢ PHẢI TRẢ	19.78%	19.35%	21.33%	26.07%
1. Nợ ngắn hạn	17.20%	16.30%	18.30%	24.55%
1.1. Vay và nợ ngắn hạn	0.18%	3.15%	0.16%	5.27%
1.2. Các khoản phải trả	17.02%	13.14%	18.15%	19.28%
2. Nợ dài hạn	2.58%	3.05%	3.02%	1.52%
2.1. Vay và nợ dài hạn	0.60%	0.38%	1.23%	0.00%
2.2. Các khoản phải trả dài hạn	1.98%	2.67%	1.79%	0.00%
II - VỐN CHỦ SỞ HỮU	79.55%	79.80%	78.26%	73.93%
1. Vốn chủ sở hữu	77.87%	78.19%	76.11%	73.93%
1.1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	32.31%	29.37%	41.41%	32.77%
1.2. Thặng dư vốn cổ phần	19.63%	17.85%		0.00%
1.4. Cổ phiếu quỹ			0.00%	-0.01%
1.5. Các quỹ	16.24%	17.51%		23.44%
1.6. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	9.69%	13.46%	10.52%	
2. Nguồn kinh phí và quỹ khác	1.69%	1.61%	2.15%	0.00%
III - LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	0.66%	0.85%	0.42%	0.00%
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Phân tích mức độ đòn bẩy

Về đòn bẩy hoạt động: biểu hiện về mức độ sử dụng chi phí hoạt động cố định nhằm gia tăng EBIT của doanh nghiệp. Hiện tại chưa có thông tin về chi phí cố định và chi phí biến đổi của doanh nghiệp nên chưa thể phân tích rõ mức độ đòn bẩy hoạt động.

Về đòn bẩy tài chính: phản ánh mức độ doanh nghiệp sử dụng nợ và chứng khoán có thu nhập cố định như trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi trong cơ cấu vốn nhằm gia tăng EPS của doanh nghiệp. Có thể nhận thấy khác với nhiều doanh nghiệp thông thường, VNM không sử dụng nợ như một công cụ nhằm gia tăng vốn đầu tư và tận dụng lá chắn thuế để gia tăng lợi nhuận. Tỷ trọng nợ chỉ chiếm 30% trong tổng nguồn vốn, đặc biệt nợ dài hạn có tỷ trọng rất thấp. Lượng hóa mức độ sử dụng đòn bẩy của doanh nghiệp trong hai năm 2009 và 2010:

Năm	2009	2010
EBIT – triệu VND	2,731,358	4,251,208
Cphí lãi vay – triệu VND	6,253	6,171
Mức độ đòn bẩy tài chính	1.0023	1.0015

Con số tính toán cho thấy khi sử dụng thêm một 1% chi phí nợ, lợi nhuận của doanh nghiệp tăng thêm 1.0023% năm 2009 và 1.0015% năm 2010. Điều này cho thấy doanh nghiệp không coi trọng sử dụng nợ trong việc gia tăng lợi nhuận.

4. Phân tích khả năng sinh lời:

Chi phí sữa nguyên liệu là thành tố chính trong cơ cấu giá thành sản phẩm của VNM. Mặc dù giá sữa bột nhập khẩu (chiếm đến 70% nguyên liệu) có những lúc biến động mạnh trên thị trường thế giới song giá vốn hàng bán/doanh thu lại có xu hướng giảm trong những năm qua khiến cho lãi gộp tăng. Nguyên nhân là do công ty ưu tiên phát triển những mặt hàng có giá trị gia tăng cao như sữa nước, sữa chua. Hoạt động tài chính năm 2009 nhận được một khoản lãi đáng kể từ việc chuyển nhượng vốn của nhà máy bia

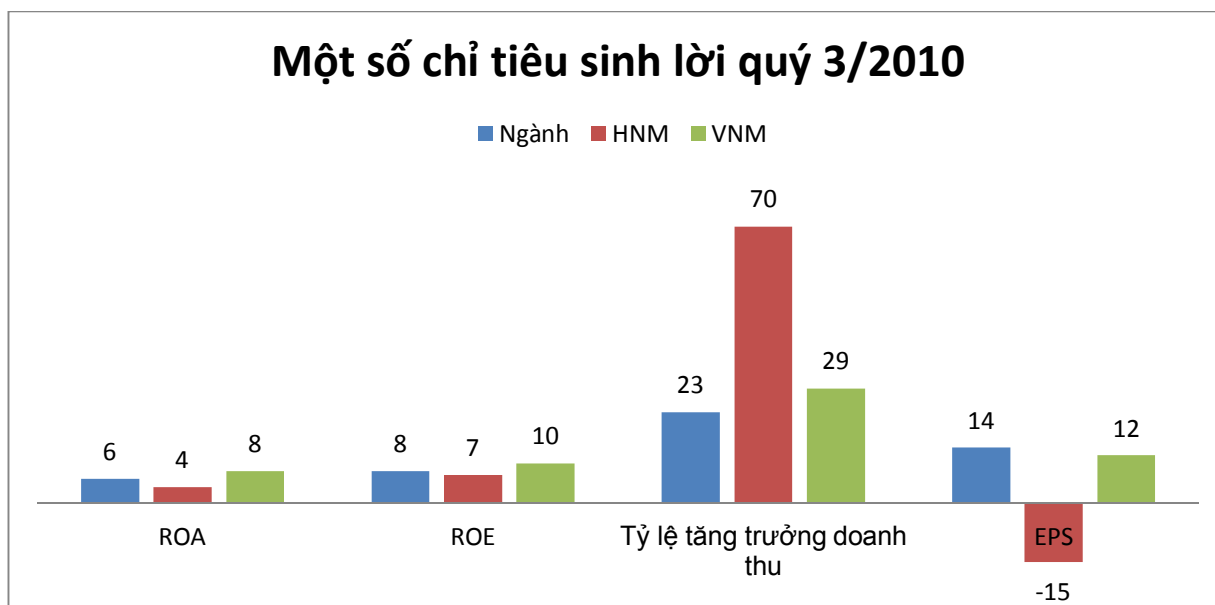
Sabmiller cho đối tác và thu lãi tiền gửi. Việc kiểm soát chi phí quảng cáo, khuyến mại và hỗ trợ nhà phân phối giảm, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm xuống điều này khiến các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời năm sau tốt hơn năm trước. Nợ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu vốn của VNM nên việc tận dụng đòn bẩy để làm tăng ROE không có. ROE cao chủ yếu là do lợi nhuận sau thuế biên của công ty thực sự tốt. ROA tăng lên đều đặn khiến cho ROE cũng tăng lên song hành qua các năm.

Năm	2008	2009	2010
ROE	26.27%	35.84%	45.27%
ROA	21.27%	28.25%	33.47%

Tóm lại, lợi nhuận của công ty ngày càng được cải thiện là nhờ việc quản lý chi phí nguyên liệu đầu vào tốt, chi phí kinh doanh được sử dụng hiệu quả. Trong những năm tới khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, nếu như việc quản lý chi phí đầu vào tốt vẫn được duy trì thì lợi nhuận của công ty có thể sẽ còn lạc quan hơn.

Xem xét các yếu tố về mức độ sinh lời của VNM với một công ty khác cùng ngành có thể theo dõi được cụ thể là Hanoimilk – cũng là công ty niêm yết trên sàn HNX, có thể thấy các yếu tố về lợi nhuận của VNM hoàn toàn chiếm ưu thế.

STT	CHỈ TIÊU	NGÀNH	HNH	VNM
1	ROA	6	4	8
2	ROE	8	7	10
3	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	23	70	29
4	EPS	14	-15	12



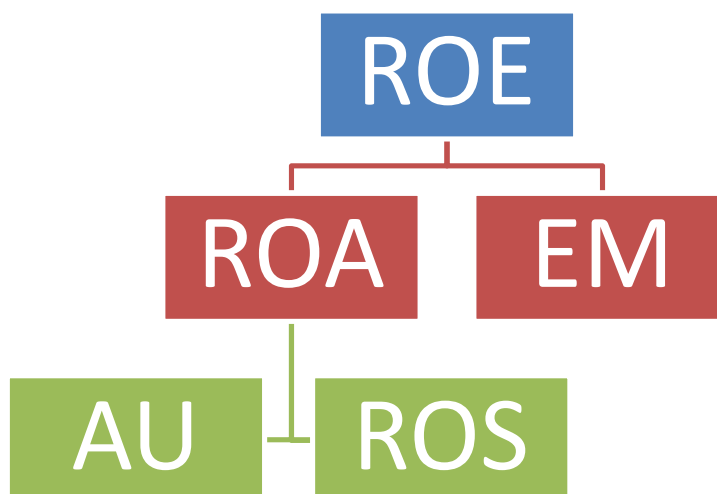
Chính sách cổ tức:

Lợi nhuận công ty tăng trưởng luôn ở mức 30%/năm, trong khi tốc độ tăng trưởng vốn giai đoạn 2007-2009 là không đáng kể nên EPS của công ty là ổn định. Mức chi trả cổ tức hàng năm tương ứng với mức độ tăng trưởng của lợi nhuận cho thấy quyền lợi của cổ đông được đảm bảo. Tỷ lệ chi trả trên mệnh giá cũng được coi là rất cao so với nhiều công ty đang niêm yết trên thị trường hiện nay.

Năm	Hình thức	Tỷ cổ tức/cp thường - %	Tỷ cổ tức/lợi nhuận sau thuế - %	Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận - %
2007	Tiền mặt	29	53	32
2008	Tiền mặt	10	14	30
2009	Tiền mặt	40	59	90

Phân tích Dupont:

Để đánh giá tổng quan về tình hình tài chính VNM ta xem xét phân tích Dupont doanh nghiệp. Quy trình phân tích được tóm tắt trong sơ đồ sau:



Trong đó EM – Equity Multiplier biểu thị hệ số nợ của doanh nghiệp, đánh giá việc sử dụng nợ - đòn bẩy tài chính để gia tăng lợi nhuận; AU – Asset Utililities đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp để tạo doanh thu, ROS – Return on Sales: đánh giá hiệu quả việc quản lý doanh thu và chi phí trong doanh nghiệp.

Tính toán các chỉ tiêu tài chính trong phân tích Dupont của doanh nghiệp có kết quả sau:

Năm	2007	2008	2009	2010
ROS (1)	14.7%	15.2%	22.4%	23.0%
AU (2)	120.5%	137.6%	125.1%	146.2%
EM (3)	128.4%	127.9%	131.4%	135.3%
ROE = (1)x(2)x(3)	22.8%	26.8%	36.8%	45.4%

Có thể thấy, liên tục trong 4 năm ROE của doanh nghiệp đều ở mức cao. ROE tăng cao nhất trong 4 năm là năm 2010 lên đến 45.4%. Xem xét các yếu tố cấu thành, có thể thấy đóng góp lớn nhất cho sự gia tăng này chính là yếu tố ROS và AU. Như đã phân tích ở trên, sự quản lý tốt về doanh thu và chi phí đã tạo ra bước nhảy cho ROS khi tăng từ 14.7% năm 2007 lên đến 23% năm 2010. Yếu tố hiệu quả trong sử dụng tài sản góp phần

giúp công ty tăng ROA và ROE khi tăng vòng quay các khoản phải thu và kỳ thu tiền bình quân. Yếu tố sử dụng đòn bẩy tài chính không được ưu tiên trong chính sách của công ty và thực tế không có nhiều sự thay đổi trong sự đóng góp hiệu quả sử dụng vốn chủ từ việc sử dụng nợ.

C. Đánh giá chung:

Nhìn chung tình hình tài chính của công ty Vinamilk rất tốt. Điều này phản ánh ở các chỉ tiêu đánh giá về lợi nhuận, thanh toán, hoạt động và cơ cấu tài trợ. Quy mô về sản lượng, doanh thu và lợi nhuận có bước tăng trưởng nhanh chóng, vượt trội so với các công ty cùng ngành trong giai đoạn 2009-2010. Các chỉ số thanh toán duy trì ổn định và đáp ứng nhu cầu cần thiết. Hiệu quả sử dụng tài sản được nâng cao, góp phần vào sự gia tăng của lợi nhuận. Cơ cấu tài trợ của doanh nghiệp chủ yếu là vốn chủ sở hữu. Đây là nguồn không phát sinh chi phí tài chính cũng như áp lực trả nợ nhưng có chi phí vốn cao. Doanh nghiệp nên tận dụng thời điểm kinh doanh gặp nhiều thuận lợi hiện nay để huy động vốn thêm nợ vào cơ cấu vốn, tạo nguồn lực cho sản xuất. Cùng với những dự báo về sự phát triển của thị trường trong thời gian sắp tới, nếu tiếp tục duy trì được tình hình như hiện này, năm 2011 và sau đó sẽ rất khả quan đối với Vinamilk.