

Vinacafé Biên Hòa

Ngày 21 Tháng Một 2011

KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

Ngành Thực phẩm & Đồ uống

Các chỉ số chính

Giá tham chiếu (21/01/2010)	50.000 đồng
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	26.5
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	1,408
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	70
Room nước ngoài (triệu cp)	12.8

Thông tin tài chính	2009	2010E	2011F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,020	1,277	1,411
Tăng trưởng DT(%)	18%	25%	10%
LNST (tỷ đồng)	136	136	150
Tăng trưởng LNST (%)	29	0	10
EPS (VND)	9.594	5.117	5.643
Tăng trưởng EPS (%)	4	-47	10
P/E (x)	5,2	9,8	8,9

Cơ cấu sở hữu

	%
Tổng công ty Cà phê Việt Nam	50.26
NĐT nước ngoài	0.77
NĐT cá nhân	48.97

Cơ hội từ thị trường cà phê

Công ty cổ phần Vinacafé Biên Hòa (Vinacafé BH) là nhà sản xuất cà phê hòa tan lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% thị phần. Danh mục sản phẩm của công ty bao gồm cà phê rang xay (chiếm khoảng 0,6% doanh thu), cà phê đen hòa tan (1,4% doanh thu), cà phê sữa 3 trong 1 và cà phê nhân sâm 4 trong 1 (79% doanh thu) và ngũ cốc dinh dưỡng (19% doanh thu).

Việt Nam sẽ có nhiều thuận lợi hơn từ thị trường cà phê Robusta thế giới khi các nước xuất khẩu lớn như Brazil và Indonesia có khuynh hướng giảm sản lượng xuất khẩu cà phê Robusta để giữ lại phục vụ nhu cầu trong nước do loại cà phê phân khúc trung bình như Robusta hòa tan đang ngày càng được ưa chuộng hơn tại các thị trường mới nổi này so với cà phê rang xay Arabica đắt tiền. Xu hướng này tạo điều kiện thuận lợi cho ngành cà phê Việt Nam vì hiện nay chúng ta đang xuất khẩu hơn 90% tổng sản lượng Robusta thu hoạch trong nước.

Ngành cà phê hòa tan hứa hẹn nhiều triển vọng khi người tiêu dùng ngày càng đánh giá cao sự tiện lợi của dòng sản phẩm này. Nhu cầu trong nước dự kiến sẽ tăng với tốc độ 10,5%/năm trong giai đoạn 2008-2013 do thu nhập bình quân đầu người tăng và sản phẩm ngày càng được giới trẻ ưa chuộng nhờ đặc tính tiện lợi, phù hợp với nhịp sống đô thị hóa.

Vinacafé BH có khả năng duy trì vị thế thống trị trên thị trường bất chấp sự cạnh tranh từ nhà sản xuất cà phê lâu đời nhất thế giới là Nestlé (với dòng sản phẩm Nescafé) và đối thủ lớn trong nước là công ty Trung Nguyên (với thương hiệu G7) nhờ thương hiệu nổi tiếng, khách hàng trung thành và hệ thống phân phối mạnh. Vinacafé BH đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao bình quân 25% cho giai đoạn từ năm 2006 – 2010. Trong tương lai gần, Vinacafé BH sẽ không có bước đột phá về doanh thu và lợi nhuận do các nhà máy sản xuất cà phê hiện tại đã hoạt động gần hết công suất. Tuy nhiên, khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong Q3/2012, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng doanh thu sẽ hồi phục về mức cao như các năm trước.

Rủi ro trong quá trình kinh doanh là sự biến động của giá nguyên liệu. Do chi phí sản xuất chiếm đến 80% giá bán nên bất kỳ biến động nào về giá cà phê nguyên liệu và giá đường đều có tác động đáng kể đến lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, Vinacafé BH có khả năng chuyển phần chi phí gia tăng cho khách hàng bằng cách tăng giá bán.

Giang Hoang, *Chuyên viên phân tích*
giang.hoang@vcsc.com.vn
 T: +84 8 39153588 ext 142

Xem khuyến cáo ở cuối trang

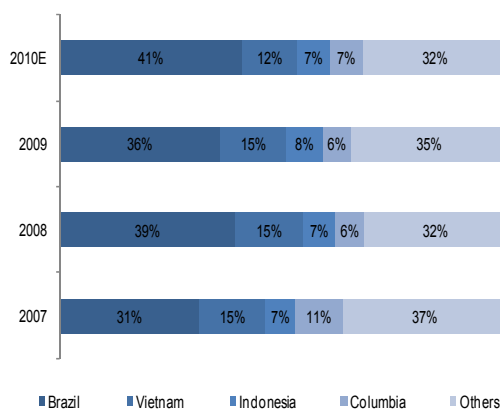
Toàn cảnh thị trường cà phê thế giới

Sản lượng sản xuất có tính chu kỳ và phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết

Brazil là quốc gia sản xuất cà phê lớn nhất thế giới (chiếm 36% tổng sản lượng năm 2009), tiếp theo là Việt Nam (15%), Indonesia (8%) và Colombia (6%). Indonesia đã vượt lên xếp trên Colombia từ năm 2008 khi những trận mưa lớn liên tục đã gây tổn thất nặng nề cho vụ thu hoạch cà phê ở đất nước này. Tốc độ đô thị hóa nhanh của Colombia cũng góp phần làm giảm sản lượng cà phê khi mà người nông dân chuyển dần lên thành thị và làm việc trong các nhà máy thay vì tiếp tục trồng cây cà phê.

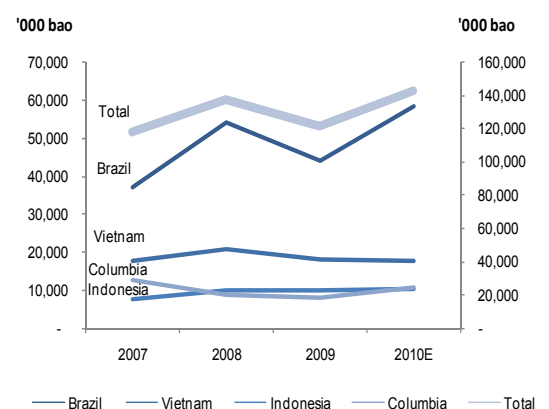
Vụ thu hoạch cà phê phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện khí hậu và đặc tính tự nhiên của cây cà phê – thông thường sau một vụ được mùa thì sản lượng thu hoạch cà phê của năm tiếp theo sẽ giảm sút. Trong số các quốc gia sản xuất cà phê hàng đầu thế giới thì Brazil là nước có sản lượng thu hoạch có tính chu kỳ nhất và từ đó tác động đến tổng sản lượng cà phê thế giới. Theo tổ chức nghiên cứu Neumann Kaffee Gruppe (NKG), tổng sản lượng cà phê thế giới vụ 2010/11 ước đạt 142,5 triệu bao loại 60kg, cao hơn 20,9 triệu bao so với vụ 2009/10. Quốc gia dẫn đầu là Brazil với 58,2 triệu bao, cao hơn 14,5 triệu bao so với vụ 2009/10 và cao hơn 4,2 triệu bao so với vụ 2008/09. Trong khi Brazil có một vụ thu hoạch được mùa thì Việt Nam, Indonesia, và Colombia dự kiến sẽ không đạt sản lượng cao trong năm 2010 do điều kiện thời tiết bất lợi. Mưa nhiều đã làm chậm quá trình thu hoạch và ảnh hưởng đến sản lượng, do vậy, sản lượng cà phê thu hoạch tại các quốc gia này dự kiến sẽ không có đột phá.

Hình 1: Sản lượng cà phê theo quốc gia



Nguồn: ICO

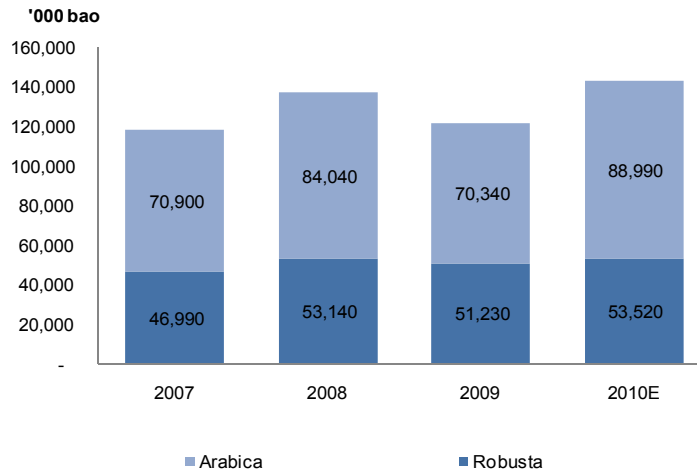
Hình 2: Sản lượng cà phê thế giới trong 4 năm qua với chu kỳ 2 năm của cây cà phê



Nguồn: NKG

Có hai loại cà phê chính là Arabica và Robusta. Arabica chiếm khoảng 60% sản lượng cà phê toàn thế giới và thường được trồng ở các vùng đất cao hơn. Arabica thích hợp để sản xuất cà phê rang xay chất lượng cao trong khi Robusta là loại phù hợp nhất để sản xuất cà phê hòa tan. Trong khi Brazil và Indonesia trồng được cả Arabica và Robusta, Colombia chỉ trồng Arabica và Việt Nam tập trung chủ yếu vào Robusta.

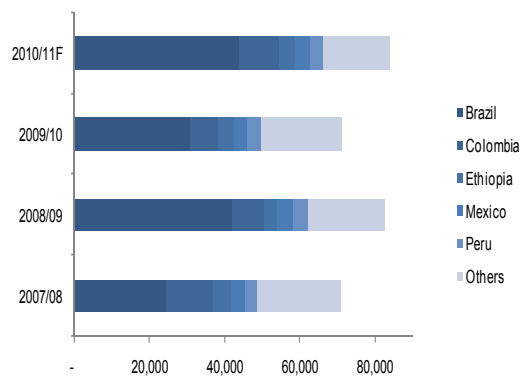
Hình 3: Sản lượng cà phê theo từng loại



Nguồn: ICO

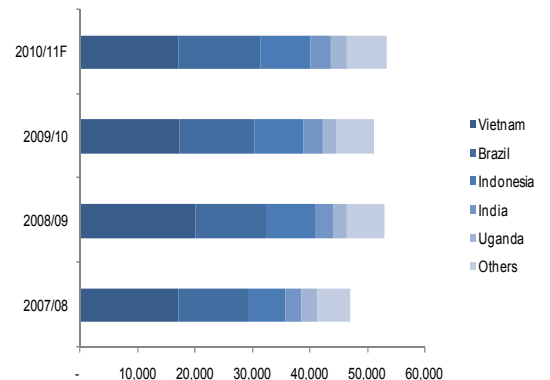
Brazil là nước sản xuất cà phê Arabica lớn nhất thế giới (45% tổng sản lượng), tiếp theo là Colombia (13%), Ethiopia (6%) và Mexico (5%). Trong những vụ được mùa, Brazil sản xuất hơn 50% tổng sản lượng cà phê Arabica của thế giới. Trong khi đó, Việt Nam là nhà sản xuất cà phê Robusta lớn nhất, chiếm khoảng 35% tổng sản lượng Robusta của thế giới. Các nước sản xuất cà phê Robusta lớn gồm có Brazil (26%), Indonesia (16%) và Ấn Độ (6%).

Hình 4: Sản lượng Arabica theo quốc gia ('000 bao)



Nguồn: NKG

Hình 5: Sản lượng Robusta theo quốc gia ('000 bao)



Nguồn: NKG

Nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường mới nổi đang tăng nhanh

Mỹ, Brazil và Đức là ba quốc gia tiêu thụ cà phê hàng đầu thế giới. Cả ba nước này tiêu thụ tổng cộng khoảng 37% sản lượng cà phê của thế giới. NKG ước tính tổng nhu cầu cà phê toàn thế giới trong năm 2010 là 132 triệu bao loại 60kg, trong đó 21 triệu bao được tiêu thụ tại Mỹ, 19 triệu bao tại Brazil và 9 triệu bao tại Đức.

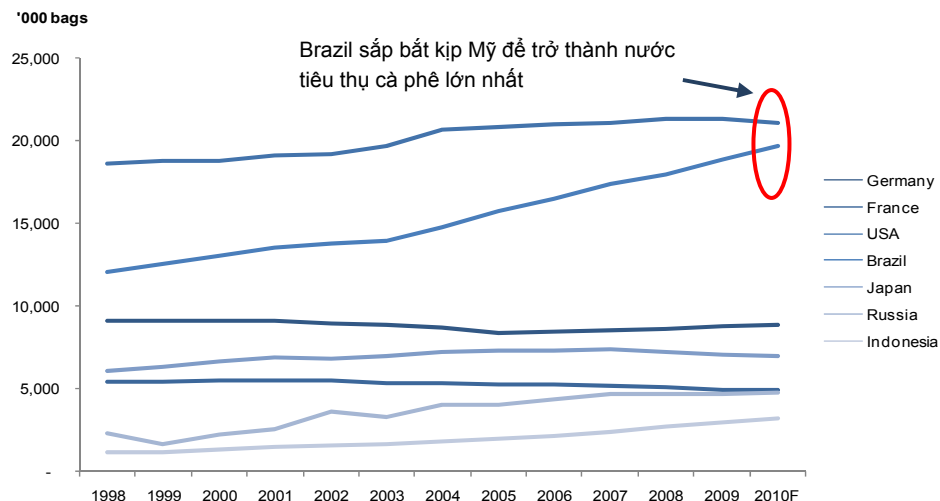
Hình 6: Lượng cà phê tiêu thụ bình quân đầu người hàng năm 2007

	kg/người
Thế giới	1.3
Bắc Âu	10.0
Tây Âu	5.0
Brazil	5.3
USA	4.2
Việt Nam	0.7
Indonesia	0.5

Nguồn: Viện Tài nguyên thế giới

Nhu cầu tiêu thụ cà phê thế giới tăng khoảng 2%/năm trong giai đoạn 1997-2010. Mặc dù bị ảnh hưởng nhẹ bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu khi chỉ tăng 0,9% trong năm 2009, nhu cầu tiêu thụ đã nhanh chóng tăng trở lại 1,5% trong năm 2010. Đáng chú ý là có sự khác biệt rõ rệt về tốc độ tăng trưởng về nhu cầu tiêu thụ giữa những thị trường đã phát triển và đang phát triển. Những thị trường tiêu thụ cà phê truyền thống như Mỹ, Đức, và Nhật duy trì tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định trong khi những thị trường có nhu cầu tăng mạnh nhất là các thị trường mới nổi như Brazil, Trung Quốc, Việt Nam, Indonesia và Philippines.

Hình 7: Nhu cầu tiêu thụ cà phê ở những quốc gia tiêu thụ cà phê hàng đầu thế giới



Nguồn: NKG

Hình 8: Tốc độ tăng trưởng bình quân 5 năm theo quốc gia từ 2006 -2010

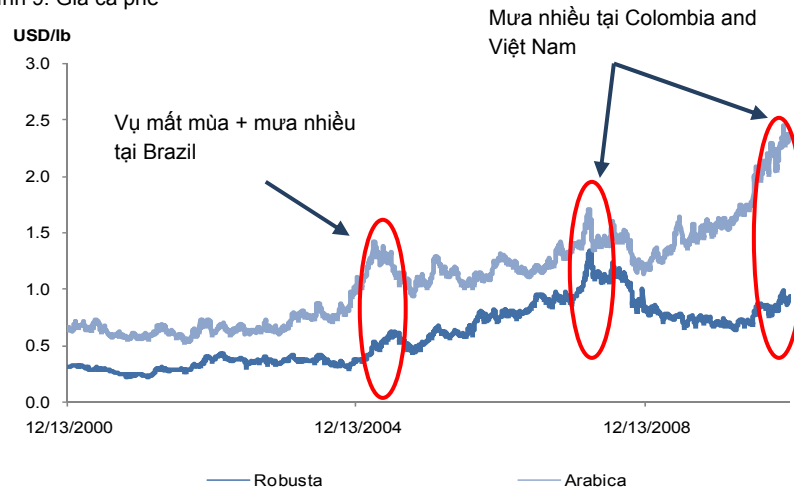
CAGR 5-năm	
Thị trường truyền thống	
Mỹ	0.1%
Đức	0.8%
Nhật	-0.9%
Pháp	-1.2%
Nga	1.8%
Thị trường mới nổi	
Brazil	3.5%
Indonesia	8.3%
Ấn Độ	3.7%
Phillipines	6.7%
Việt Nam	6.3%
Thái Lan	5.4%
Trung Quốc	6.9%

Nguồn: NKG

Giá cà phê thường biến động mạnh

Do sản lượng sản xuất phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết nên giá cà phê rất dễ biến động.

Hình 9: Giá cà phê



Nguồn: Reuters

Nhu cầu tiêu thụ nội địa tăng nhanh hơn sản lượng cà phê có thể xuất khẩu

Kinh tế phát triển đã đẩy nhanh quá trình đô thị hóa ở nhiều nước trồng cà phê và tạo ra những chuyển biến đáng kể đối với nhu cầu tiêu thụ cà phê thế giới, khiến những nước chuyên xuất khẩu cà phê trở thành những nước tiêu thụ cà phê hàng đầu. Trong nhiều thế kỷ qua, cà phê được vận chuyển từ Mỹ Latinh và châu Á sang các quốc gia phát triển ở phương Tây, nhưng hiện nay đang có sự thay đổi lớn khi cà phê ngày càng được tiêu thụ nhiều hơn tại thị trường bản địa. Nhu cầu tiêu thụ cà phê ở Mỹ Latinh và Đông Nam Á chiếm đến 88% trong số 2,5 triệu bao (loại 60kg) nhu cầu tăng thêm trong năm 2010.

Arabica được các nhà sản xuất cà phê rang xay chất lượng cao ưa chuộng tại các thị trường truyền thống và phát triển như Bắc Mỹ và châu Âu, do vậy, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ Arabica sẽ vẫn tương đối ổn định với tốc độ tăng trưởng đạt 0,7%/năm.

Trong khi đó, nhờ lợi thế giá rẻ hơn nên Robusta được ưa chuộng hơn ở những thị trường đang phát triển như Brazil và Indonesia với tốc độ tiêu thụ tăng trưởng trên 5%/năm. Phần lớn nhu cầu tăng là do loại cà phê phân khúc trung bình như Robusta hòa tan đang ngày càng được ưa chuộng hơn tại các thị trường mới nổi so với cà phê Arabica đắt tiền. Khi cà phê với sản phẩm dẫn đầu là cà phê hòa tan xâm nhập vào thị trường có truyền thống uống trà như Trung Quốc thì nhu cầu cà phê Robusta hứa hẹn sẽ tiếp tục gia tăng. Sản lượng cà phê tiêu thụ tại Trung Quốc đã tăng với tốc độ bình quân 5 năm qua là 6,9%/năm.

Về phía cung, sản lượng xuất khẩu đang sụt giảm khi hai trong số các quốc gia sản xuất cà phê Robusta hàng đầu cũng là hai nước có nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng cao nhất. Nhu cầu tiêu thụ trong nước của Brazil và Indonesia hiện đang chiếm một phần không nhỏ trong tổng sản lượng sản xuất của hai quốc gia này. Theo NKG, thị trường trong nước tiêu thụ khoảng 80% sản lượng cà phê Robusta của Brazil và khoảng 35% của Indonesia. Trong tương lai, khi các nước này tăng cường phục vụ nhu cầu tiêu thụ trong nước, thì thị trường cà phê của Việt Nam sẽ được hưởng lợi nhiều hơn vì hiện nay, chúng ta đang xuất khẩu hơn 90% tổng sản lượng sản xuất được. Theo các chuyên gia tại hội nghị Triển vọng ngành cà phê năm 2010, với tốc độ tăng trưởng nhu cầu hiện tại, thế giới sẽ cần thêm hai nước Colombia nữa mới có thể sản xuất đủ đáp ứng nhu cầu cà phê thế giới trong mười năm tới.

Thị trường cà phê hòa tan

Phân khúc cà phê hòa tan hứa hẹn nhiều triển vọng khi người tiêu dùng ngày càng đánh giá cao sự tiện lợi của dòng sản phẩm này. Xu hướng ưa chuộng sự nhanh chóng và tiện lợi đã hướng người tiêu dùng lựa chọn cà phê hòa tan để sử dụng hàng ngày và trong văn phòng. Theo tổ chức nghiên cứu Gerson Lehrman Group, trong năm 2009, tổng doanh thu cà phê hòa tan toàn thế giới đạt 21 tỷ USD, tương đương khoảng 40% tổng lượng cà phê tiêu thụ trong năm của thế giới. Tổ chức Euromonitor International cũng cho biết hơn 67% doanh thu cà phê tại Đông Âu là từ cà phê hòa tan trong khi ở Tây Âu là 29% và Bắc Mỹ là 13%. Tại nhiều quốc gia khác ngoài Mỹ, cà phê hòa tan là loại cà phê chính được tiêu thụ nhiều nhất. Thị phần cà phê hòa tan tại Anh là 81% và Nhật Bản là 63%. Tại Mỹ, lượng tiêu thụ cà phê hòa tan chỉ chiếm 9% toàn thị trường.

Tháng 9/2009, thương hiệu cà phê nổi tiếng thế giới Starbucks đã cho ra mắt sản phẩm cà phê hòa tan Starbucks VIA. Một năm sau, dòng sản phẩm Starbucks VIA ghi nhận doanh thu 100 triệu USD trên toàn thế giới. Kể từ năm 1971, thương hiệu Starbucks đã nổi tiếng trên khắp thế giới với dòng sản phẩm cà phê cao cấp dành cho những khách hàng sành điệu có gu thưởng thức riêng. Hãng này đã thống trị phân khúc thị trường cao cấp, chú trọng vào sự trải nghiệm cà phê với giá cao hơn là yếu tố thuận tiện với giá thấp. Và sau gần 40 năm, hãng Starbucks khổng lồ quyết định bước vào thị trường cà phê hòa tan – một thị trường tương đối bình dân hơn, điều này phần nào khẳng định tiềm năng của phân khúc thị trường này.

Thị trường cà phê hòa tan của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng 10,5%/năm cho đến hết năm 2013

Theo Viện nghiên cứu Marketing ứng dụng, tổng nhu cầu tiêu thụ cà phê trong nước là 60.000 tấn/năm (thống kê 2009), trong đó cà phê hòa tan chiếm khoảng 19.000 tấn, cà phê rang xay có tên tuổi chiếm 35.000 tấn, còn lại là cà phê rang xay không có thương hiệu. Trong năm 2009, tổng mức tiêu thụ cà phê trong nước tăng 18% YoY, trong đó cà phê hòa tan tăng 22% YoY và cà phê rang xay tăng 13% YoY.

Mặc dù Việt Nam là nước sản xuất cà phê lớn thứ hai thế giới nhưng lượng cà phê tiêu thụ trong nước chỉ chiếm 6% tổng sản lượng sản xuất. Hơn nữa, khoảng 99% lượng cà phê xuất khẩu là cà phê nguyên liệu trong khi dưới 1% là cà phê hòa tan. Euromonitor International cho biết nhu cầu tiêu thụ cà phê hòa tan trong nước tăng 7,9%/năm trong giai đoạn 2003-2008 và dự báo sẽ tăng lên 10,5%/năm từ 2008-2013, do thu nhập bình quân đầu người tăng và nhịp sống đô thị hóa khiến giới trẻ ưa thích sự tiện lợi của cà phê hòa tan hơn.

Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, sản lượng cà phê hòa tan đã tăng 25%/năm trong giai đoạn 2006-2010 và dự kiến sẽ tăng 2,5 lần trước năm 2015 khi các nhà sản xuất cà phê lớn như Vinacafe BH, Nestle và Trung Nguyên đầu tư nâng cao năng lực sản xuất.

Hình 10: Tổng sản lượng cà phê hòa tan

	2006	2007	2008	2009	2010F	2015F
Tổng sản lượng (tấn)	17,652	21,011	22,758	24,568	34,485	86,959

Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn

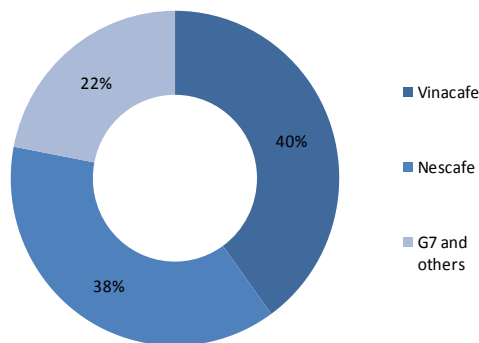
Vinacafé Biên Hòa là nhà sản xuất cà phê lớn nhất Việt Nam

Vinacafé Biên Hòa (Vinacafé BH) được thành lập vào năm 1975 bằng hình thức mua lại nhà máy chế biến cà phê đầu tiên tại Việt Nam. Danh mục sản phẩm của công ty bao gồm cà phê rang xay (chiếm khoảng 0,6% tổng doanh thu), cà phê đen hòa tan (1,5%), cà phê sữa 3 trong 1 và cà phê nhân sâm 4 trong 1 (79%) và ngũ cốc dinh dưỡng (19%). Trong đó dòng sản phẩm ngũ cốc có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn mặc dù cà phê sữa

vẫn là sản phẩm chính của công ty. Vinacafé BH chủ yếu cạnh tranh trên thị trường trong nước và chỉ xuất khẩu khoảng 5-10% sản lượng sản xuất.

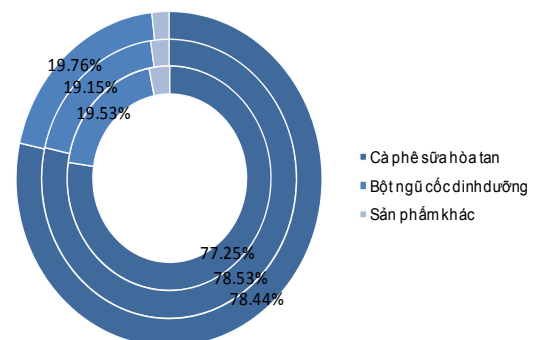
Với hơn 30 năm kinh nghiệm trong ngành, Vinacafé BH đã trở thành nhà sản xuất cà phê lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% thị phần. Thương hiệu nổi tiếng, khách hàng trung thành và hệ thống phân phối mạnh là những lợi thế cạnh tranh đặc trưng của Vinacafé BH. Sản phẩm cà phê hòa tan của công ty nổi bật với hương vị cà phê đậm đà theo phong cách Việt Nam so với hương vị được pha chế nhiều hơn theo phong cách phương Tây của các đối thủ cạnh tranh. Công thức chế biến cà phê của Vinacafé BH rất khó có thể sao chép. Vì vậy, mặc dù phải cạnh tranh với nhà sản xuất cà phê lâu đời nhất thế giới là Nestlé (với dòng sản phẩm Nescafé) và đối thủ đáng gờm trong nước là công ty Trung Nguyên (với thương hiệu G7) nhưng Vinacafé BH vẫn duy trì được vị thế thống trị trên thị trường. Ngoài ra, một trong những lợi thế cạnh khác của Vinacafe BH so với các đối thủ là mạng lưới phân phối rộng rãi với 2 chi nhánh trong khu vực và khoảng 120 đại lý trên khắp 64 tỉnh thành. Vinacafé BH đã giới thiệu sản phẩm sang Mỹ và Hàn Quốc và được 2 thị trường này chấp nhận. Xu hướng mở rộng phạm vi hoạt động, đưa thương hiệu đến với thế giới là rất cần thiết cho sự phát triển của Vinacafé BH trong tương lai, đặc biệt là khi nhà máy mới đi vào hoạt động.

Hình 11: Thị phần cà phê hòa tan



Nguồn: Vinacafé BH, Báo Nhịp cầu đầu tư

Hình 12: Cơ cấu doanh thu 2008-2010

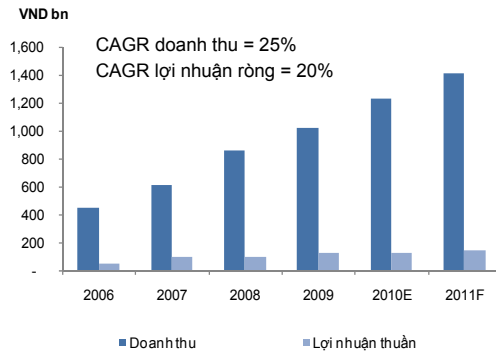


Nguồn: Vinacafé BH

Hiệu quả hoạt động tốt đã được chứng minh

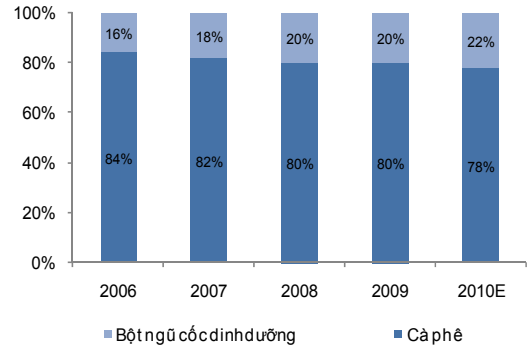
Vinacafé BH đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu cao từ năm 2006, tốc độ tăng bình quân trong bốn năm qua đạt 25%/năm. Doanh thu tăng trưởng tốt là nhờ khối lượng sản phẩm bán ra và giá bán đều tăng. Trong số các dòng sản phẩm của Vinacafé BH, sản phẩm ngũ cốc có tốc độ tăng trưởng cao nhất với mức tăng bình quân 4 năm qua là 32%/năm trong khi sản phẩm cà phê sữa hòa tan cũng tăng 29%/năm trong cùng kỳ. Công ty hiện đang hoạt động gần hết công suất và đang tập trung nâng cao công suất nhằm tạo nền tảng tăng trưởng doanh thu trong tương lai.

Hình 13: Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao



Nguồn: Vinacafé BH

Hình 14: Cơ cấu sản xuất



Nguồn: Vinacafé BH

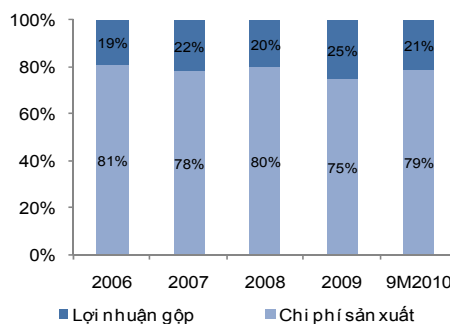
Chi phí sản xuất chiếm 80% giá bán

Nguyên liệu sản xuất của Vinacafé BH bao gồm:

- Cà phê xanh (Robusta) là nguyên liệu chính để sản xuất cà phê hòa tan. Do Việt Nam hiện đang là nhà sản xuất cà phê Robusta lớn nhất thế giới, nên nguồn cung nguyên liệu của Vinacafé BH luôn rất đa dạng với chất lượng tốt nhất. Ngoài ra, là công ty con của Tổng công ty Cà phê Việt Nam (Vinacafé Group), Vinacafé BH đã thiết lập nhiều liên kết để đảm bảo nguồn cung ổn định.
- Đường (RE) được mua từ công ty đường Biên Hòa.
- Bột kem phải nhập khẩu từ Malaysia, Indonesia và Hà Lan.

Tổng chi phí sản xuất chiếm khoảng 80% giá bán, do vậy, bất kỳ thay đổi nào về giá cà phê xanh và giá đường đều có thể tác động đáng kể đến lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, Vinacafé BH có khả năng chuyển phần chi phí gia tăng cho khách hàng bằng cách tăng giá bán. Trong năm 2008 và 2009, khi thị trường thiếu hụt cà phê và đường do thời tiết không thuận lợi, cộng với công tác quản lý hàng tồn kho tốt, Vinacafé BH đã tăng giá bán khoảng 5%/năm và vẫn bảo toàn biên lợi nhuận trên 20% mặc dù chi phí sản xuất tăng cao.

Hình 15: Chi phí sản xuất



Nguồn: Vinacafé BH

Triển vọng lợi nhuận

Trong 9 tháng đầu năm 2010, Vinacafé BH đạt doanh thu 915 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận ròng tăng 40% lên 118 tỷ đồng. Quý IV thường cao mùa điểm, do vậy, Vinacafé BH hoàn toàn có thể sẽ hoàn thành mục tiêu lợi nhuận năm 2010.

Trong năm 2010, sản lượng bán ra ước đạt 15.650 tấn cà phê và 4.500 tấn ngũ cốc, tương ứng tăng 6% và 23% so với năm trước. Doanh thu dự kiến đạt 1.227 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2009. Lợi nhuận ròng ước đạt 136 tỷ đồng, gần như không đổi so với năm 2009 mặc dù khối lượng bán ra tăng. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận ròng năm 2010 không đột phá so với năm 2009 là do chi phí sản xuất cao, giá cà phê xanh tăng 39% do mưa nhiều gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung tại hai quốc gia sản xuất lớn nhất là Việt Nam và Colombia, ngoài ra giá đường cũng tăng 29% lên mức cao nhất trong vòng 30 năm qua.

Trong tương lai gần, Vinacafé BH chưa thể có bước đột phá về lợi nhuận vì các nhà máy hiện tại đã hoạt động gần hết công suất. Tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ phụ thuộc nhiều vào doanh thu của dòng sản phẩm ngũ cốc và việc tăng giá bán nếu có.

Hình 16: Kế hoạch tài chính của Vinacafe BH

tỷ đồng	2010	2011	2012	2013
Doanh thu	1.277	1.411	1.552	1.708
Lợi nhuận ròng	136	150	165	181
Vốn điều lệ	266	266	266	266
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt	15%	17%	19%	21%

Nguồn: Vinacafé BH

Cạnh tranh gay gắt giữa Vinacafé BH, Nestle và Trung Nguyên

Ba thương hiệu lớn đang thống trị thị trường cà phê trong nước hiện nay là Vinacafé BH, Nestlé và Trung Nguyên. Trong khi Vinacafé BH và Nestlé tập trung vào thị trường cà phê hòa tan thì Trung Nguyên tập trung hơn vào thị trường cà phê rang xay. Tuy nhiên, sau khi Trung Nguyên mua lại nhà máy sản xuất cà phê hòa tan của Vinamilk vào tháng 9/2009, công ty này có thể sẽ tăng sản lượng cà phê hòa tan gấp 3 lần lên 3.000 tấn/năm. Vì vậy, chúng tôi dự báo tình hình cạnh tranh để giành thị phần giữa các công ty này sẽ ngày càng gay gắt.

Hình 17: Cạnh tranh giữa các thương hiệu hàng đầu

	Vinacafe BH	Nestle	Trung Nguyên
Sản phẩm chính	Cà phê rang xay, cà phê hòa tan, ngũ cốc dinh dưỡng	Cà phê rang xay, cà phê hòa tan, ngũ cốc dinh dưỡng	Cà phê rang xay, cà phê hòa tan
Công suất thiết kế (tấn/năm)	1.200	1.000	3.000
Thị phần cà phê hòa tan	40%	38%	10%

Nguồn: VCSC

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai phụ thuộc vào việc nâng cao năng lực sản xuất của nhà máy mới tại khu công nghiệp Long Thành

Trong tương lai gần, Vinacafé BH sẽ không có nhiều bước đột phá về doanh thu và lợi nhuận vì các nhà máy hiện tại đã hoạt động gần hết công suất trong nhiều năm. Công ty hiện đang tập trung vào việc nâng cao công suất hoạt động để làm nền tảng cho sự tăng trưởng doanh thu trong tương lai. Vinacafé BH đang xây dựng một nhà máy mới tại KCN Long Thành, Đồng Nai. Khi các nhà máy này đi vào hoạt động trong Q3/2012, đà tăng trưởng doanh thu sẽ hồi phục về mức cao như các năm trước.

Nhà máy mới sẽ sản xuất 2 sản phẩm chính: cà phê đen hòa tan, cà phê hòa tan 3 trong 1 và 4 trong 1. Với cà phê đen hòa tan, nhà máy sẽ sản xuất 3.200 tấn/năm, tăng 2,7 lần so với công suất hiện tại. Đối với cà phê hỗn hợp 3 trong 1 và 4 trong 1, nhà máy cơ bản sẽ nâng công suất lên 2 lần với sản lượng 21.000 tấn/năm. Theo ban giám đốc Vinacafe BH, khoảng 70% sản phẩm của nhà máy sẽ phục vụ thị trường trong nước và phần còn lại sẽ được xuất khẩu. Tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 560 tỷ, trong đó công ty sẽ sử dụng nguồn vốn tự có là 50%, phần còn lại sẽ vay ngân hàng.

Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù sẽ cần thời gian để nhà máy mới của Vinacafe hoạt động hết công suất, nhưng biên lợi nhuận gộp của toàn công ty sẽ được hỗ trợ khi các nhà máy hiện tại sẽ hết khấu hao sau năm 2011.

So sánh với các nhà sản xuất cà phê trong khu vực

Với giá niêm yết tham chiếu là 50.000 đồng/cổ phiếu, Vinacafé BH đang được giao dịch ở mức P/E thấp hơn so với các công ty khác trong khu vực. P/E 2010 trung bình của các công ty trong khu vực là 16.2x trong khi P/E 2010 của Vinacafé BH thấp hơn 40%, ở mức 10.4x. So với nhà sản xuất và xuất khẩu cà phê hòa tan có quy mô vốn hóa tương tự là công ty CCL Ấn Độ thì Vinacafé BH cũng đang được giao dịch với mức giá thấp hơn 26%.

Hình 18: So sánh các công ty sản xuất cà phê hòa tan trong khu vực

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa TT (USD)	P/E 2010E	P/E 2011F	ROE (%)
PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Indonesia	4,518	12.7	11.2	25.8
Nestle Berhad	Malaysia	3,310	23.4	22.2	68.2
Tata Global Beverages Ltd.	India	1,500	17.4	N/A	10.6
PT Mayora Indah Tbk	Indonesia	920	18.4	14.8	25.8
Super Group Ltd.	Singapore	596	14.6	14.7	21.4
Viz Branz Ltd.	Singapore	83	13.7	N/A	21.4
CCL Products India Ltd.	India	83	13.4	N/A	14.9
Trung bình		1,573	16.2	15.7	26.9
Vinacafe BH	Vietnam	70	9.8	8.9	22.0

Nguồn: Bloomberg, Vinacafe BH

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Giang Hoàng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Phân tích

Giám đốc Phân tích

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

Chuyên viên, Vũ Thanh Tú, ext 105

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.