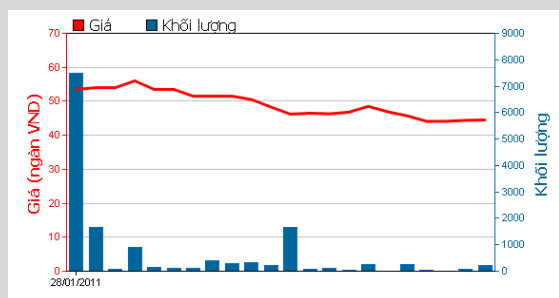


MCK: VCF (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN VINACAFE BIÊN HÒA****NĂM GIỮ****DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****49.200****Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên****Email: nguyen.dt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 08/03/11) (VND)	44.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	56.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	44.100
Số CP đang lưu hành	26.579.135
KLGBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	4.235
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.183
Trailing P/E (x)	6,1
P/BV (BV 31/12/10) (x)	2,2

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	KH10	2011E
DT	1.021	1.302	1.277	1.473
LNTT	147	178	147	180
LNST	136	161	136	164
VĐL	142	266	-	266
TTS	492	729	-	836
VCSH	442	579	-	700
ROA (%)	27,6%	22,1%	-	19,7%
ROE (%)	30,8%	27,9%	-	23,5%
EPS (VND)	9.594	9.257	-	6.186
GTSS (VND)	31.170	21.780	-	26.355
Cổ tức	-	-	15%	17%

Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

HÀNG TIÊU DÙNG – THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu VCF tại thời điểm này xoay quanh mức 49.200 đồng (tương đương mức vốn hóa 1.307 tỷ đồng), cao hơn gần 10,5% so với giá tham chiếu ngày 09/03/2011. Năm 2011, ngành chế biến cà phê vẫn được dự báo khả quan cùng với hoạt động kinh doanh của công ty ổn định, cơ cấu vốn hợp lý, dự án nhà máy chế biến cà phê thứ 3 dự kiến đi vào hoạt động vào quý 3/2012 có thể tạo ra một bước ngoặt trong kết quả kinh doanh. Bên cạnh đó, thực tế năm 2008 đã chứng minh VCF là “doanh nghiệp phòng thủ” khi nền kinh tế suy thoái, VCF vẫn giữ được đà tăng doanh thu và lợi nhuận ổn định. Do đó, theo người phân tích cổ phiếu VCF phù hợp với mục đích đầu tư dài hạn. Nhà đầu tư có thể tiếp tục nắm giữ và cân nhắc mua vào khi giá thị trường điều chỉnh thấp hơn khoảng 20-25% so với mức định giá tùy theo mức sinh lợi kỳ vọng.

Vinacafe Biên Hòa là nhà sản xuất cà phê hòa tan lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% thị phần. Hơn 30 năm hoạt động trong thị trường cà phê, Vinacafe Biên Hòa đã khẳng định được vị thế dẫn đầu của mình đối với sản phẩm cà phê hòa tan. Thương hiệu nổi tiếng, khách hàng trung thành và hệ thống phân phối mạnh là những lợi thế cạnh tranh đặc trưng của VCF. Nhu cầu trong nước đối với sản phẩm này dự kiến sẽ tăng với tốc độ 10,5%/năm trong giai đoạn 2008-2013.

Nguồn nguyên liệu đầu vào có chất lượng cao, ổn định. Cà phê hạt là nguyên liệu chính để sản xuất cà phê hòa tan. Do Việt Nam hiện đang là nhà cung cấp cà phê Robusta lớn nhất thế giới (chiếm khoảng 35% tổng sản lượng Robusta thế giới) nên nguồn cung cà phê hạt của VCF luôn ổn định với chất lượng cao.

Hoạt động kinh doanh tốt và ổn định. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của VCF tương đối cao, bình quân vào khoảng 25%/năm giai đoạn 2006-2010. Doanh thu tăng trưởng tốt dựa trên cả hai yếu tố sản lượng và giá bán. Năm 2010 tiếp tục là một năm tăng trưởng ấn tượng của VCF khi doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt gần 28% và 19% so với năm 2009. Tuy nhiên, trong 2 năm tới khả năng gia tăng sản lượng cà phê của VCF là rất hạn chế do hai nhà máy cũ đã hoạt động vượt công suất.

Tiềm lực tài chính vững mạnh. Lượng tiền nhàn rỗi của công ty khá lớn, hơn 360 tỷ đồng chiếm gần 50% tổng tài sản, chủ yếu là tiền gửi ngân hàng, cho thấy khả năng chủ động sẵn sàng thực hiện những dự án làm tăng giá trị cổ phiếu công ty (NPV>0). Số tiền này công ty đang sử dụng để tài trợ cho dự án nhà máy mới. Bên cạnh đó, mặc dù tỷ suất lợi nhuận ròng của công ty kém hấp dẫn hơn so với một số công ty khác trong ngành chế biến như sữa, bánh kẹo, mía đường song nhờ tài sản thấp, cơ cấu vốn cân đối nên tỷ suất lợi nhuận tính trên tài sản (ROA) và trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao hơn.

Dự án nhà máy mới có khả năng tạo bước ngoặt trong kết quả hoạt động kinh doanh của VCF. Nhà máy mới có công suất 3.200 tấn/năm, gấp 3 lần nhà máy hiện tại, với tổng mức đầu tư gần 560 tỷ đồng dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào quý 3/2012. Khi nhà máy mới đi vào hoạt động, VCF có khả năng sản xuất cà phê đen hòa tan thêm 3.200 tấn/năm, tăng gần 3 lần so với công suất hiện tại và thêm khoảng 21.000 tấn/năm cà phê sữa hòa tan, tương ứng tăng khoảng 1,6 lần so với công suất hiện tại.

Rủi ro

Rủi ro mà VCF có thể gặp phải là sự tăng cao của giá nguyên liệu đầu vào và đánh mất một phần thị phần vào tay đối thủ cạnh tranh.

CTCP Vinacafe Biên Hòa

KCN Biên Hoà 1, Phường An Bình,

TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai

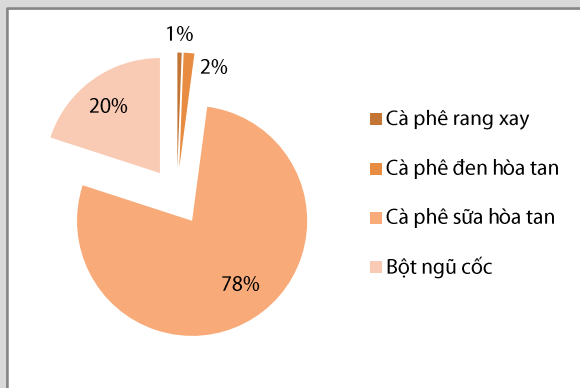
ĐT: (84 – 61) 383 65 54

Fax: (84 – 61) 383 61 08

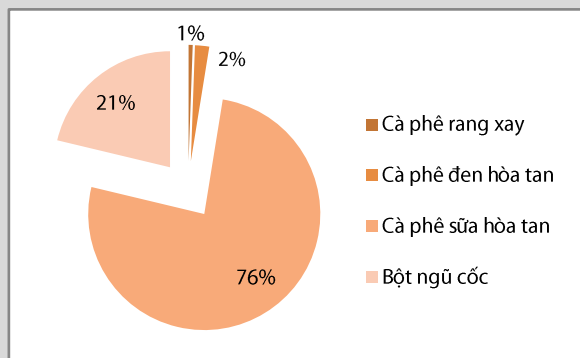
Website: www.vinacafebienhoa.vn

Thành lập: Năm 1969**Cổ phần hóa:** Năm 2005**Quản trị - Điều hành**

- Đỗ Văn Nam, CT. HĐQT
- Phạm Quang Vũ, PCT. HĐQT - TGĐ
- Bùi Xuân Thoa, TV. HĐQT
- Lê Hùng Dũng, TV. HĐQT – PTGD, KTT
- Lê Quang Chính, TV. HĐQT – PTGD
- Nguyễn Công Trung, TV. HĐQT
- Tô Hải – TV. HĐQT

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2010

Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

Cơ cấu lợi nhuận theo sản phẩm 2010

Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

CÔNG TY

Khởi đầu từ một nhà máy chế biến cà phê do người Pháp xây dựng năm 1969, Vinacafe Biên Hòa (VCF) trở thành doanh nghiệp nhà nước năm 1975. Năm 2005 nhà máy chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần và chính thức niêm yết trên HSX vào tháng 1/2011 với VDL 265,8 tỷ đồng. Nhà nước hiện đang nắm giữ 50,26% vốn điều lệ.

Hoạt động sản xuất kinh doanh**Sản phẩm chính và năng lực sản xuất**

VCF hiện đang sản xuất 4 nhóm sản phẩm chính là cà phê rang xay, cà phê đen hòa tan, cà phê sữa hòa tan và bột ngũ cốc dinh dưỡng. Trong đó, cà phê sữa hòa tan là sản phẩm chính chiếm trung bình khoảng 85% tổng sản lượng và trên 77% tổng doanh thu. Đây cũng chính là sản phẩm có vị trí dẫn đầu so với các đối thủ trong ngành.

Bên cạnh đó, dòng sản phẩm bột ngũ cốc tuy là sản phẩm mới hơn so với cà phê hòa tan song lại có sự tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ. Giai đoạn 2004-2010 tăng trưởng đạt khoảng 32%/năm, cao hơn so với cà phê sữa hòa tan đạt khoảng 29%/năm trong cùng giai đoạn.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm liên tục tăng với tốc độ khoảng 10,5%/năm đối với cà phê các loại và khoảng trên 20%/năm với bột ngũ cốc.

Chỉ tiêu	2008	2009	2010
Sản lượng sản xuất			
Cà phê các loại (tấn)	12.777	14.156	16.700
Bột ngũ cốc dinh dưỡng (tấn)	3.234	3.600	4.500
Sản lượng tiêu thụ			
Cà phê các loại (tấn)	12.439	14.727	16.700
Bột ngũ cốc dinh dưỡng (tấn)	3.241	3.658	4.500

Nguồn: BC VCF, RongViet Securities tổng hợp

Giá bán các sản phẩm hàng năm cũng tăng khoảng 7-10%/năm.

Hiện tại, 2 nhà máy chế biến cà phê cũ (tổng công suất 1.200 tấn/năm) đã hoạt động vượt công suất trong nhiều năm do đó để giải quyết bài toán tăng trưởng VCF đẩy mạnh sản phẩm bột ngũ cốc dinh dưỡng, đồng thời nhập thêm bán thành phẩm cà phê hòa tan để gia tăng sản lượng thành phẩm. Năm 2010, VCF nhập khoảng 1.000 tấn cà phê hòa tan.

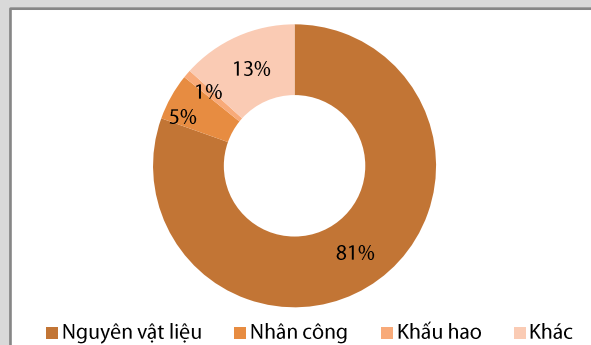
Công ty hiện đang xây dựng nhà máy chế biến cà phê hòa tan thứ 3, dự kiến đi vào hoạt động quý 3/2012, nâng tổng công suất lên 4.400 tấn/năm.

Nguyên liệu

Các nguyên liệu chính phần lớn sử dụng nguồn cung trong nước với tính ổn định cao, bao gồm:

- Cà phê hạt là nguyên liệu chính để sản xuất cà phê hòa tan. Do Việt Nam hiện đang là nhà cung cấp cà phê Robusta lớn nhất thế giới nên nguồn cung cà phê hạt của VCF luôn ổn định với chất lượng cao.
- Đường RE chủ yếu được mua từ công ty đường Biên Hòa (BHS). Ngoài ra, công ty có thể nhập khẩu đường trong trường hợp giá đường trong nước cao hơn so với các nước ngoài.
- Bột kem được nhập khẩu từ các nước trong khu vực như Malaysia, Indonesia.

Hầu hết giá các loại nguyên liệu đầu vào của VCF hiện đang ở mức cao như cà phê cuối tháng 2/2011 vào khoảng 42 - 43 triệu đồng/tấn, đường RE công nghiệp vào khoảng 17,5 - 18 triệu đồng/tấn. Và xu hướng giá tăng dự báo sẽ

Cơ cấu giá thành 2010

Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

tiếp tục được duy trì cho đến ít nhất hết quý 2/2011.

Chi phí

Chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của VCF tương đối ổn định qua các năm, trong đó, chi phí sản xuất chiếm khoảng 80%/doanh thu thuần, chi phí bán hàng 8-10% và chi phí quản lý doanh nghiệp khoảng 2%.

Trong cơ cấu giá thành, chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 80%, ảnh hưởng ở mức cao đến giá thành sản phẩm. Do vậy, giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cao như hiện nay sẽ gây ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận công ty. Tuy nhiên, VCF có khả năng chuyển một phần chi phí tăng thêm cho khách hàng bằng cách tăng giá bán. Thực tế năm 2008, 2009 khi giá cà phê và giá đường tăng, VCF đã tăng giá bán khoảng 5-7%/năm và đều được thị trường chấp nhận bằng chứng là sản lượng tiêu thụ 2 năm tương ứng tăng khoảng 10%/năm.

Ngoài ra, trong giá vốn hàng bán, chi phí nhân công chiếm khoảng 5%, chi phí khấu hao khoảng 1%, còn lại là chi phí khác. Một điểm cần lưu ý là đến hết năm 2011, 2 nhà máy cũ của VCF sẽ hết khấu hao, điều đó phần nào hỗ trợ nhà máy mới trong thời gian cần để có thể vận hành hết công suất.

Thị trường và vị thế Công ty

Với thời gian hơn 30 năm hoạt động VCF đã xây dựng được cho mình một thương hiệu mạnh, mạng lưới phân phối rộng rãi (2 chi nhánh, hơn 120 đại lý trên khắp 64 tỉnh thành) và sản phẩm có hương vị riêng (tỷ lệ tinh chất caffeine cao, giữ hương vị tự nhiên). Đó là những lợi thế cạnh tranh lớn của VCF mà không phải công ty nào cũng có được.

VCF chủ yếu cạnh tranh ở thị trường trong nước với hai đối thủ lớn là Nestlé (sản phẩm Nestcafé), Trung Nguyên (sản phẩm G7). Đối với sản phẩm cà phê hòa tan, VCF hiện đang dẫn đầu thị phần khi chiếm khoảng 40%, Nestlé khoảng 35%, Trung Nguyên 10%.

Song trong thời gian tới cạnh tranh dự báo sẽ gay gắt hơn buộc VCF phải nỗ lực để giữ được vị thế dẫn đầu. Do tháng 9/2010 Trung Nguyên đã hoàn tất thủ tục mua lại nhà máy sản xuất cà phê hòa tan của Vinamilk với công suất 1.500 tấn/năm, nâng tổng sản lượng cà phê hòa tan G7 của Trung Nguyên lên gấp 3 lần. Bên cạnh đó, Trung Nguyên và Nestcafé là hai nhãn hiệu được đánh giá tốt hơn Vinacafé về mẫu mã sản phẩm cũng như khả năng quảng bá thương hiệu.

Hiện tại, VCF chỉ xuất khẩu khoảng 5-10% sản lượng sản xuất, chủ yếu vào các nước như Trung Quốc, Singaore, Hàn Quốc, Mỹ. Khi nhà máy thứ 3 đi vào hoạt động VCF dự kiến sẽ nâng sản lượng xuất khẩu lên khoảng 20-30%. Đó là một chiến lược cần thiết cho sự phát triển của VCF trong tương lai.

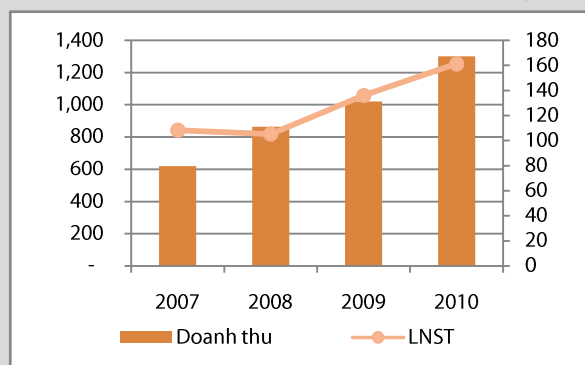
Tiềm năng tăng trưởng

Dự án nhà máy chế biến cà phê hòa tan thứ 3 (công suất 3.200 tấn/năm) chính là điểm nhấn cho khả năng tăng trưởng dài hạn của VCF. Tháng 12/2010 dự án đã được khởi công xây dựng tại KCN Long Thành, Đồng Nai sau 2 năm trì hoãn. Nhà máy mới có tổng vốn đầu tư hơn 560 tỷ đồng, trong đó công ty sử dụng 50% vốn tự có và 50% vốn vay ngân hàng. Nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào quý 3/2012 với triển vọng tạo ra một bước ngoặt trong kết quả hoạt động kinh doanh của công ty.

Theo ước tính khi nhà máy mới đi vào hoạt động VCF có khả năng sản xuất cà phê đen hòa tan thêm 3.200 tấn/năm, tăng gần 3 lần so với công suất hiện tại và thêm khoảng 21.000 tấn/năm cà phê sữa hòa tan. VCF dự kiến trong năm đầu tiên sẽ vận hành được khoảng 50% công suất nhà máy, 70% sản lượng tăng thêm sẽ được tiêu thụ tại thị trường nội địa và 30% xuất khẩu.

Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời

	2008	2009	2010	Ngành
LN Gộp/DT	20,0%	24,6%	21,0%	32,2%
LN HĐKD/DT	11,5%	13,4%	12,6%	23,6%
LNST/DT	12,2%	13,3%	12,4%	22,1%
ROA	26,9%	27,6%	22,1%	24,9%
ROE	30,8%	30,4%	27,4%	30,6%

Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

Mô hình Dupont phân tích ROA, ROE

Năm 2010	VCF	VNM	KDC	LSS
LNST/DT	12,4%	23,0%	31,9%	22,1%
DT/TTS	1,79	1,47	0,47	0,87
TTS/VCSH	1,24	1,35	1,18	1,33
ROA	22,1%	33,7%	15,0%	19,2%
ROE	27,4%	45,4%	17,7%	25,5%

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Về việc đa dạng hóa sản phẩm, công ty hiện đang phát triển sản phẩm mới là cà phê hòa tan dạng cốm rất được ưu chuộng tại thị trường nước ngoài.

Rủi ro kinh doanh

Ngành cà phê chế biến nhìn chung tăng trưởng ổn định và đang chuyển biến theo hướng có lợi, đặc biệt là phân khúc cà phê hòa tan. Tuy nhiên một số rủi ro mà VCF có thể đối mặt trong thời gian tới là (1) vấn đề giá nguyên liệu (cà phê hạt, đường) tăng cao ảnh hưởng đến kết quả lợi nhuận; (2) sự lớn mạnh của các đối thủ cạnh tranh mà Trung Nguyên là một ví dụ điển hình; (3) sự xuất hiện các dòng sản phẩm cà phê mới với khả năng cạnh tranh cao như cà phê lon Birdy (Ajinomoto Việt Nam), cà phê chai VIP (Tân Hiệp Phát), cà phê hòa tan dạng cốm (Nestlé).

Tình hình tài chính

Chỉ tiêu tăng trưởng

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của VCF tương đối cao, bình quân vào khoảng 25%/năm giai đoạn 2006-2010. Doanh thu tăng trưởng tốt dựa trên cả hai yếu tố sản lượng và giá bán. Trong đó, sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 15-18%/năm và giá bán các sản phẩm hàng năm cũng tăng khoảng 7-10%/năm.

Cuối năm 2010, VCF đạt mức doanh thu 1.302 tỷ đồng, tăng 28% so với năm 2009, vượt 2% so với kế hoạch 1.277 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 161,2 tỷ đồng, tăng 19% và vượt 18% so với kế hoạch 136 tỷ đồng đặt ra từ đầu năm.

Khả năng sinh lời

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Vincafe Biên Hòa tương đối ổn định trong giai đoạn 2005-2010. Theo đó, các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời như tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận biên cũng không có nhiều thay đổi giữa các năm, lần lượt xoay quanh khoảng 20% và 12%. So với ngành chế biến thực phẩm gồm một số công ty đầu ngành về sữa (VNM), bánh kẹo (KDC, BBC), mía đường (LSS, BHS) thì có thể nhận thấy khả năng sinh lời của ngành chế biến cà phê không hấp dẫn bằng, các chỉ số này chỉ bằng khoảng 0,5 – 0,7 lần so với ngành.

Tuy nhiên, nếu xét về các chỉ số thể hiện khả năng sinh lời khác như lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) thì VCF tương đương ngành. Có được điều này là do tài sản của VCF gần như đã hết khấu hao nên vòng quay tổng tài sản cao hơn các doanh nghiệp khác trong ngành.

Cấu trúc tài chính

Tài sản lưu động của VCF chủ yếu là tiền, hàng tồn kho và khoản phải thu. Trong đó, lượng tiền nhàn rỗi khá lớn, hơn 360 tỷ đồng chiếm gần 50% tổng tài sản, chủ yếu là tiền gửi ngân hàng. Đây là một điểm mà nhiều nhà đầu tư ưa thích do (1) công ty có khả năng chủ động sẵn sàng thực hiện những dự án làm tăng giá trị cổ phiếu công ty (NPV>0); (2) khoản thu tài chính từ lãi tiền gửi ngân hàng. Từ những năm 2007, 2008 VCF đã dự kiến sử dụng số tiền nhàn rỗi này để tài trợ dự án nhà máy mới. Tuy nhiên do kế hoạch xây dựng bị trì hoãn đến cuối năm 2010 nên số tiền nhàn rỗi này chưa thật sự được sử dụng hợp lý gây lãng phí lớn.

Hai nhà máy cũ đã gần như hết khấu hao và đầu tư mới không nhiều nên tỷ trọng TSCĐ/TTS của VCF có xu hướng giảm. So với ngành chỉ số này cũng thấp hơn khoảng 3,5 lần.

Xét về cấu trúc vốn, do công ty có một nguồn tiền nhàn rỗi khá lớn nên hầu như không sử dụng nhiều vốn vay do đó các chỉ số nợ của VCF đều thấp hơn so với các doanh nghiệp chế biến khác trong ngành. Tổng nợ/TTS và nợ vay/TTS của VCF lần lượt khoảng 19,3% và 2,2%. Đây là một điểm thuận lợi

Cấu trúc tài chính

	2008	2009	2010	Ngành
Cấu trúc tài sản				
Tiền/TTS	24,7%	47,8%	49,4%	9,2%
Phải thu/TTS	22,9%	19,1%	15,6%	15,5%
HTK/TTS	36,4%	21,5%	27,0%	15,2%
TSCĐ/TTS	13,8%	10,2%	7,2%	25,3%
Cấu trúc vốn				
Tổng nợ/TTS	12,5%	9,1%	19,3%	22,0%
Nợ vay/TTS	1,4%	0,0%	2,2%	4,5%

Nguồn: BCTC VCF, RongViet Securities tổng hợp

giúp công ty không chịu nhiều áp lực lãi vay khi tình hình lãi suất cho vay ở mức khá cao trong thời gian qua. Tuy nhiên trong thời gian tới, tỷ lệ này sẽ tăng do VCF dự kiến vay khoảng 280 tỷ đồng để tài trợ cho dự án mới.

DỰ PHÓNG**Kết quả kinh doanh***Doanh thu*

Năm 2011, sản lượng cà phê hòa tan dự báo sẽ không tăng trưởng nhiều, tăng trưởng doanh thu chủ yếu nhờ vào tăng giá bán, khoảng 7-10%. Sau đó, nếu theo đúng kế hoạch, nhà máy mới đi vào hoạt động vào quý 3/2012, kỳ vọng đạt 25% công suất 2 quý cuối năm 2012, các năm tiếp theo là 65%, 80%, 90%.

Theo giả định của người phân tích, khi nhà máy mới đi vào hoạt động công ty bước đầu sẽ thay thế lượng cà phê hòa tan nguyên liệu đang nhập khẩu hàng năm. Vì vậy, sản lượng cà phê sữa thành phẩm dự kiến sẽ không tăng trưởng quá đột biến.

Tuy nhiên, việc tăng sử dụng nguyên liệu cà phê hòa tan tự sản xuất sẽ giúp VCF cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp chung hoặc duy trì được mức hiện tại trong điều kiện thị trường cạnh tranh ngày càng tăng.

Dự phóng sản lượng - doanh thu					
Năm	2011	2012	2013	2014	2015
Sản lượng (tấn)					
Cà phê các loại	17.535	20.250	22.650	25.800	27.900
Bột ngũ cốc	5.400	6.480	7.776	9.331	11.197
Doanh thu (tỷ đồng)					
Cà phê các loại	1.158	1.430	1.712	2.087	2.414
Bột ngũ cốc	315	389	481	595	735
Tổng	1.473	1.820	2.193	2.681	3.149
Tăng trưởng	18%	24%	21%	22%	17%

Chi phí

Chi phí nguyên liệu đầu vào hầu hết đều có xu hướng tăng giá trong tương lai. Song theo người phân tích mức tăng chỉ trong khoảng 7-10% bằng mức tăng giá các sản phẩm của công ty. Trên cơ sở thận trọng và chưa có nhiều dữ liệu về dự án nhà máy mới, người phân tích ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ, ở mức 22 -23%.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu không có nhiều thay đổi, lần lượt khoảng 8-10% và 2%. Khi nhà máy thứ 3 đi vào hoạt động thì hai loại chi phí này dự báo sẽ có xu hướng giảm do doanh thu tăng mạnh.

Thuế

Mức thuế áp dụng cho VCF là 15%. Tuy nhiên vì là doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa trước năm 2006, công ty được miễn thuế thu nhập trong 3 năm kể từ năm 2005 và giảm 50% trong 7 năm tiếp theo (từ 2008 – 2014).

Dựa vào những cơ sở trên, người phân tích đưa ra dự phóng kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh giai đoạn 2011 – 2015 trong bảng dưới đây:

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh					
<i>Đvt: tỷ đồng</i>	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	1.473	1.820	2.193	2.681	3.149
Lợi nhuận trước thuế	178	190	213	278	331
Lợi nhuận sau thuế	164	176	197	257	307
EPS (nghìn đồng/cp)	6.186	6.626	7.410	9.680	11.533

Năm 2011, doanh thu dự phóng của VCF vào khoảng 1.473 tỷ đồng, tăng 13% so với năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2011 dự kiến duy trì khoảng 21%, theo đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vào khoảng 162 tỷ đồng. Trong năm nay, VCF giải ngân dự án nhà máy mới nên lợi nhuận từ hoạt động tài chính dự kiến giảm nhiều do giảm lượng tiền gửi ngân hàng. Lợi nhuận sau thuế ước tính vào khoảng 164,4 tỷ đồng, tăng 2% so với năm ngoái, tương đương mức EPS với số lượng cổ phiếu hiện hành 26.579.135 vào khoảng 6.186 đồng/cp.

Bảng cân đối kế toán

Lượng tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn (tiền gửi ngân hàng) của Công ty chiếm khoảng 50% tổng tài sản, tương đương khoảng 360 tỷ đồng cuối năm 2010. Tuy nhiên trong các năm tới lượng tiền này sẽ giảm xuống do tài trợ xây dựng nhà máy mới. Ngoài vốn tự có công ty còn phải sử dụng vốn vay để tài trợ dự án, khoảng 280 tỷ đồng. Theo đó, cấu trúc vốn của công ty thời gian tới sẽ thay đổi theo hướng tăng dần tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Về đầu tư vào tài sản cố định, với giả định dự án thực hiện theo đúng kế hoạch sẽ hoàn thành vào cuối quý 2/2012. Tổng mức đầu tư là 560 tỷ đồng chia đều cho 2 năm. Các năm sau không có biến động nhiều.

Định giá

Người phân tích sử dụng phương pháp FCFF với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2011 – 2015 là 19% và từ 2015 trở đi là 14,6%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 6,3%.

Dự phóng dòng tiền	2011	2012	2013	2014	2015
Lợi nhuận sau thuế	164	176	197	257	307
+ Khấu hao	15,8	28,6	34,2	36,1	37,5
- Khoản lợi thuế do chi phí lãi vay	(0,2)	(3,4)	(3,2)	(3,0)	(2,9)
- Lãi/ (+ lỗ) từ hoạt động tài chính	(0,2)	45,0	36,2	24,1	22,0
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	180	246	264	314	363
Thay đổi vốn lưu động	(166)	(85)	(94)	(177)	(128)
Chi phí đầu tư thuần	(130)	(251)	(112)	(39)	(27)
DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY	(116)	(90)	58	98	208

Tổng hợp P/E, P/B một số DN trong ngành

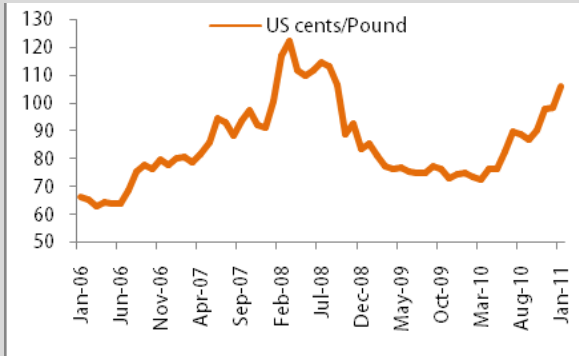
Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/12/10
VNM	30.535	8,4	3,8
KDC	5.002	8,2	1,5
LSS	1.336	3,3	0,6
SBT	1.681	6,4	1,0
SCD	231	9,1	1,5
BBC	257	6,3	0,5
Bình quân		7,6	2,6

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

Các tham chiếu P/E, P/B được lấy từ trung bình ngành chế biến thực phẩm song bị ảnh hưởng nhiều bởi VNM và KDC. Nhìn chung, VCF tương đồng với VNM, KDC ở vị trí dẫn đầu ngành về thị phần, có thương hiệu lâu đời và hoạt động kinh doanh ổn định. Song quy mô VCF tương đối nhỏ hơn cũng như ngành chế biến cà phê lợi nhuận không cao bằng do đó người phân tích cho rằng P/E và P/B hợp lý của VCF vào khoảng 7,0x và 1,8x.

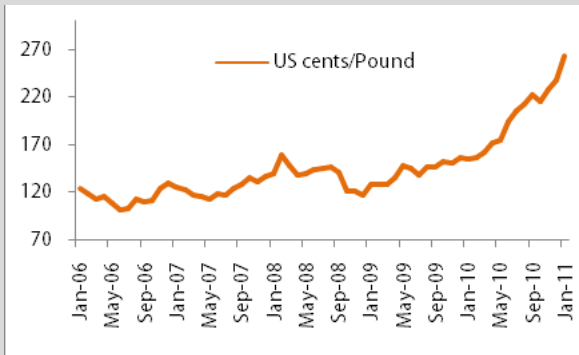
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	43.305	30%	12.991
P/B	47.438	25%	11.860
FCFF	54.136	45%	24.361
Giá bình quân		100%	49.212

Diễn biến giá cà phê Robusta trong 5 năm gần nhất



Nguồn: Indexmundi

Diễn biến giá cà phê Arabica trong 5 năm gần nhất



Nguồn: Indexmundi

SƠ LƯỢC NGÀNH CÀ PHÊ

Việt Nam đứng thứ hai thế giới về trồng và xuất khẩu cà phê. Trong những năm gần đây, sản lượng cà phê ổn định đưa Việt Nam trở thành nước sản xuất cà phê lớn thứ 2 trên thế giới, chiếm 15% tổng sản lượng cà phê thế giới, chỉ sau Brazil (36%).

Diện tích gieo trồng cà phê của Việt Nam hàng năm dao động trong khoảng 500.000 ha, chủ yếu tập trung tại khu vực Tây Nguyên và một số tỉnh như Đồng Nai, Lâm Đồng... với chủng loại phổ biến là Robusta. Với việc chiếm khoảng 35% tổng sản lượng Robusta của thế giới, Việt Nam là nhà sản xuất cà phê Robusta lớn nhất thế giới, tiếp theo là Brazil 26%, Indonesia 16%, Ấn Độ 6%.

Năm 2010 giá cà phê tăng mạnh và dự báo xu hướng này sẽ còn tiếp tục cho năm nay. Năm 2010, giá cà phê Arabica tăng 77%, Robusta tăng 57%; giá cà phê trong nước tăng 56,5%. Năm nay do cà phê thế giới tiếp tục mất mùa, sản lượng cà phê Brazil, Colombia được dự báo giảm. Riêng tại Việt Nam thời tiết thay đổi liên tục, khu vực Tây Nguyên nước ngầm giảm mạnh không đủ nước tưới cho cà phê khiến sản lượng cà phê vụ 10/11 dự báo giảm khoảng 10-20% so với vụ trước, đạt khoảng 17 triệu bao (60 kg/bao). Theo đó, giá cà phê trong nước cuối tháng 2/2011 đã tăng ở mức cao kỷ lục đạt gần 43 triệu đồng/tấn và khả năng còn tiếp tục tăng trong thời gian tới.

Phân khúc thị trường cà phê hòa tan hứa hẹn nhiều triển vọng tăng trưởng. Dòng sản phẩm cà phê hòa tan ngày càng được người tiêu dùng ưa chuộng bởi sự nhanh chóng và tiện lợi. Theo tổ chức nghiên cứu Gerson Lehrman Group, trong năm 2009 tổng doanh thu cà phê hòa tan toàn thế giới đạt gần 21 tỷ USD, tương đương khoảng 40% tổng lượng cà phê tiêu thụ trong năm của thế giới. Sau gần 40 năm hoạt động trong phân khúc thị trường cao cấp, chú trọng vào cà phê giá cao hơn là yếu tố thuận tiện và giá thấp, thương hiệu Starbucks đã quyết định bước vào thị trường cà phê hòa tan – một thị trường tương đối bình dân hơn với việc cho ra đời dòng sản phẩm cà phê hòa tan Starbucks VIA. Điều này phần nào khẳng định tiềm năng của phân khúc thị trường này.

Tại Việt Nam, tổng nhu cầu tiêu thụ cà phê trong nước là 60.000 tấn/năm, trong đó cà phê hòa tan chiếm khoảng 19.000 tấn. Theo Viện Nghiên cứu Marketing ứng dụng, nhu cầu tiêu thụ cà phê hòa tan trong nước tăng 7,9%/năm 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.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã	Market Cap (tỷ)	DT (tỷ)	2010			EPS (VND) 4Q	BV 31/12/10	Trailing P/E	P/BV	2010	
			%KH	LNST(tỷ)	%KH					ROA	ROE
VNM	32.830	15.753	109%	3.615	136%	10.260	22.600	8,4	3,8	34%	45%
KDC	4.762	1.910	102%	609	96%	6.060	34.254	8,2	1,5	15%	18%
SBT	1.737	792	85%	262	101%	1.857	12.082	6,4	1,0	14%	15%
LSS	1.348	1.352	118%	299	160%	10.108	59.922	3,3	0,6	19%	25%
BBC	240	788	106%	42	97%	2.650	34.677	6,0	0,5	5%	8%
SCD	218	366	99%	26	87%	3.007	17.956	9,1	1,5	13%	17%

Nguồn: Stox, RongViet Securities tổng hợp

PHỤ LỤC

	2008	2009	2010	2011E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	863	1.021	1.302	1.473
Lợi nhuận HĐKD	80	136	148	162
Lợi nhuận trước thuế	114	147	178	178
Lợi nhuận sau thuế	105	136	161	164
EBIT	114	147	180	181
EBITDA	120	155	191	194
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	24,1	16,9	27,8	9,3
Tài sản ngắn hạn	8,7	7,0	6,1	6,7
Tài sản cố định	35,5	30,9	32,9	108,4
Tổng tài sản	391	492	729	836
Tổng nợ vay	5,3	-	16,2	58,9
Tổng nợ	48,7	44,6	140,9	126,1
Vốn chủ sở hữu	327	442	579	700
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	39%	18%	28%	13%
Lợi nhuận trước thuế	5%	29%	21%	0%
Lợi nhuận sau thuế	-3%	29%	19%	2%
Tổng tài sản	3%	26%	48%	15%
Vốn chủ sở hữu	0%	31%	31%	21%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	20%	25%	21%	21%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	13%	14%	14%	12%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	12%	13%	12%	11%
ROA	27%	28%	22%	20%
ROE	31%	34%	31%	25%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	2,2	2,1	1,8	1,8
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	2,5	2,3	2,2	2,1
Vòng quay các khoản phải thu	9,7	10,8	11,4	10,0
Vòng quay hàng tồn kho	4,9	7,3	5,2	4,3
Vòng quay các khoản phải trả	20,2	26,7	10,2	29,4
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	8,9	15,3	5,8	4,4
Khả năng thanh toán nhanh	5,1	11,7	4,1	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,5	8,2	3,1	0,1
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	14%	10%	24%	18%
Nợ vay / Tổng tài sản	1%	0%	2%	7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	12%	9%	19%	15%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành Loại báo cáo Khuyến nghị Giá tại ngày phát hành Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, 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 một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities 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.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin 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.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities. 2011.**