

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Mua

23/12/2021

Giá mục tiêu VND 68,000

| | |
|-----------------------------|-----------|
| Tăng/giảm (%) | 19.2% |
| Giá hiện tại (23/12/21) | VND57,000 |
| Vốn hóa thị trường (tr USD) | USD286 tr |

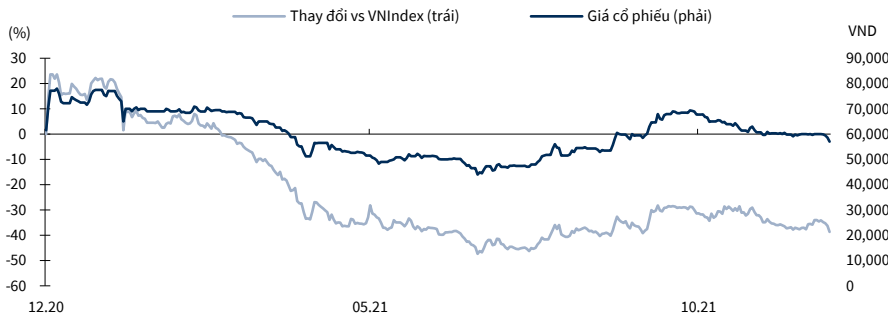
Dữ liệu giao dịch

| | |
|--------------------------|-----------------|
| Tỉ lệ free-float (%) | 99.9% |
| GTGD TB 3 tháng (tr USD) | USD0.4 tr |
| Room NĐTNN còn lại (%) | 99.2% |
| Cổ đông lớn nhất | VILICO (32.52%) |

Dự phóng KQKD & định giá

| Năm | 2020A | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (tỷ VND) | 2,823 | 3,303 | 3,963 | 4,697 |
| Lợi nhuận gộp (tỷ VND) | 888 | 1,037 | 1,288 | 1,550 |
| LN của CĐ Công ty mẹ (tỷ VND) | 281 | 327 | 393 | 507 |
| EPS (VND) | 2,291 | 2,822 | 3,386 | 4,372 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 50.9% | 23.2% | 20.0% | 29.1% |
| P/E (x) | 30.1 | 19.1 | 20.1 | 20.6 |
| P/B (x) | 8.3 | 4.9 | 5.5 | 6.1 |
| ROE (%) | 34.3% | 27.9% | 26.0% | 29.5% |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 4.2% | 3.4% | 3.4% | 3.4% |

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công ty cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu (MCM)

Chuyên viên phân tích – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 68,000 đối với cổ phiếu Giống bò sữa Mộc Châu (UpCom: MCM) với kì vọng KQKD 2022 tích cực nhờ chiến lược mở rộng độ phủ sóng của sản phẩm để gia tăng thị phần, trong khi dư địa cải thiện biên lợi nhuận gộp vẫn còn nhiều. Vùng MUA theo PTKT: gần quanh VND 53,000 – 54,000 và trung VND 49,000 – 51,000.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Triển vọng tăng trưởng tích cực của ngành sữa giai đoạn phục hồi hậu Covid-19, đến từ (1) thu nhập của người dân được cải thiện; (2) lượng tiêu thụ sữa trên đầu người của người Việt Nam vẫn thấp hơn so với khu vực; và (3) các yếu tố trung/dài hạn bao gồm: dân số trẻ, thu nhập trung bình với tầng lớp trung lưu gia tăng.

Triển vọng mở rộng thị trường. MCM đóng vai trò quan trọng trong chiến lược gia tăng thị phần của VNM, giúp VNM mang tới thêm sự lựa chọn cho người tiêu dùng và gia tăng sức cạnh tranh thương hiệu với các bên khác.

Đầu tư mở rộng quy mô sản xuất, với những dự án đáng chú ý gồm (1) cải tạo dây chuyền, trang trại hiện hữu; (2) có kế hoạch xây dựng trang trại mới quy mô lớn kết hợp với du lịch sinh thái; và (3) kế hoạch xây dựng thêm nhà máy sữa công suất gấp 4 hiện tại. MCM cũng tiếp tục mở rộng hợp tác với các hộ nông dân để gia tăng đàn bò.

Tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ (1) kì vọng giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt; (2) tận dụng chính sách ưu đãi của đối tác với VNM khi MCM nằm trong hệ sinh thái VNM; (3) hiệu ứng kinh tế quy mô khi MCM mở rộng sản xuất; (4) dư địa tăng giá khả thi; và (5) đưa ra những sản phẩm chất lượng cao với giá bán cao hơn.

RỦI RO

Một số rủi ro bao gồm rủi ro cạnh tranh gia tăng, rủi ro về thay đổi xu hướng của người tiêu dùng và rủi ro về chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng lên.

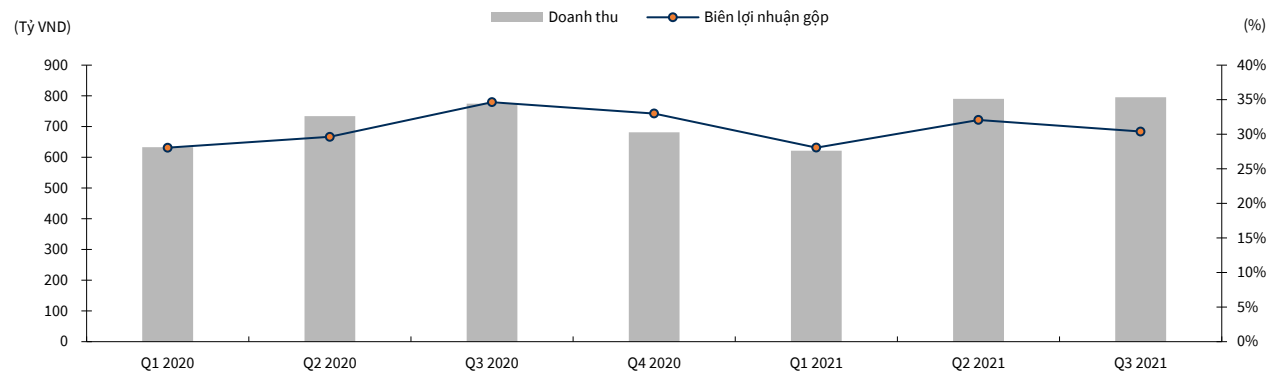
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (UpCom: MCM), tiền thân là Nông trường Mộc Châu và là đơn vị đầu tiên khai mở ra ngành chăn nuôi và sản xuất sữa công nghiệp tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chính của MCM bao gồm (1) Sản xuất, chế biến, và kinh doanh sữa và các sản phẩm từ sữa, (2) Sản xuất, chế biến, và kinh doanh thức ăn chăn nuôi, (3) Kinh doanh vật tư chăn nuôi và vật nuôi (bò, bê).

Vùng đất Mộc Châu, cùng với Đà Lạt được nhiều chuyên gia đánh giá là vùng đất hiếm hoi tại Việt Nam có khí hậu ôn đới, là nơi phù hợp nhất để có thể phát triển đàn bò sữa quy mô lớn. Với khí hậu lý tưởng, bò ở Mộc Châu thường chỉ sử dụng 50% lượng thức ăn cho các hoạt động của cơ thể, còn lại là để nuôi thai và sản xuất sữa, trong khi con số này ở bò nhiệt đới là 75%.

MCM ghi nhận KQKD Q3/2021 với Doanh thu và LNST lần lượt đạt 795 tỷ (+0.7% QoQ, +2.7% YoY) và 95 tỷ (+8.5% QoQ, -7.6% YoY). Tính trong 9T 2021, doanh thu đạt 2,206 tỷ (+3% YoY, hoàn thành 72% kế hoạch) và LNST đạt 231 tỷ (+10.8% YoY, hoàn thành 73% kế hoạch).

Biểu đồ 1. MCM – Doanh thu và biên lợi nhuận (TỶ VND, %)



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, KBSV

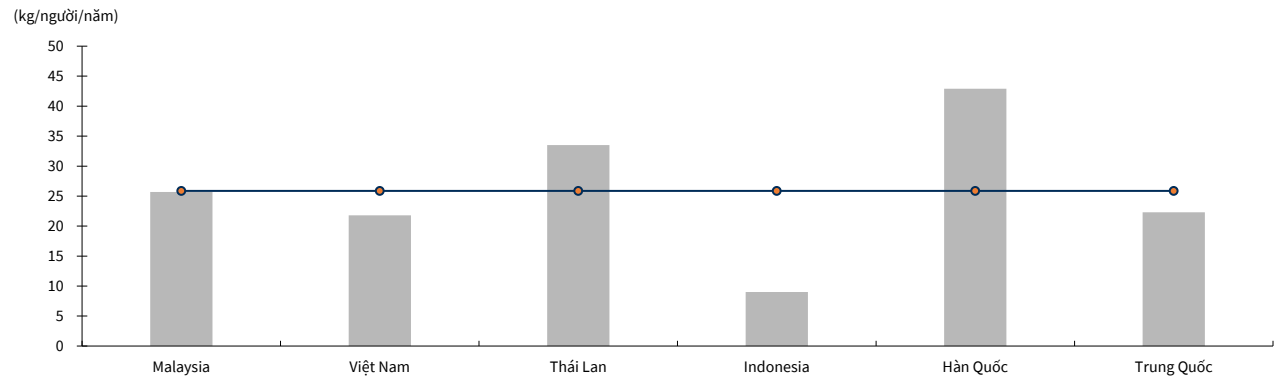
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. Điểm nhấn: Triển vọng tăng trưởng tích cực của ngành sữa giai đoạn phục hồi hậu Covid-19

Ngành sữa và sản phẩm sữa được xem là mặt hàng thiết yếu nên ít chịu ảnh hưởng tiêu cực từ dịch bệnh Covid-19. Ở giai đoạn dịch bệnh Covid-19 bùng phát năm 2020, giá trị của thị trường sữa vẫn đạt được 135 nghìn tỷ VND (+ 8% YoY theo số liệu của Euromonitor).

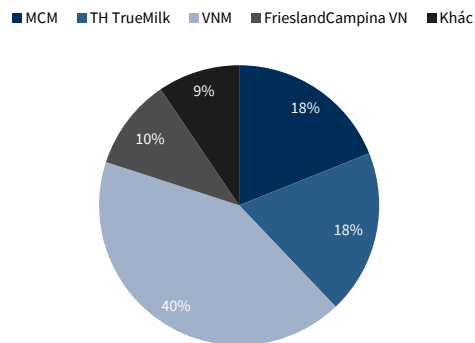
Bước sang giai đoạn “bình thường mới”, chúng tôi kì vọng mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn của toàn ngành đến từ (1) thu nhập của người dân được cải thiện khi các hoạt động sản xuất, kinh doanh được khôi phục; (2) dư địa tăng trưởng vẫn hấp dẫn khi Việt Nam thuộc top các quốc gia có mức tiêu thụ sữa khá thấp, trung bình khoảng 21.8kg/người/năm trong năm 2019, thấp hơn 18% so với khu vực theo dữ liệu của Euromonitor; và (3) sự hỗ trợ từ các yếu tố trung/dài hạn theo Kantar Worldpanel bao gồm: dân số trẻ, thu nhập trung bình với tầng lớp trung lưu gia tăng.

Biểu đồ 2. Mức độ tiêu thụ sữa của Việt Nam so với khu vực năm 2019 (Kg/người/năm)



Nguồn: Euromonitor, KBSV

Biểu đồ 3. Thị phần sữa miền Bắc năm 2020 (%)



Nguồn: Các doanh nghiệp, KBSV

2. Điểm nhấn: Mở rộng thị phần là trọng tâm

MCM đóng vai trò quan trọng trong chiến lược gia tăng thị phần của VNM, giúp VNM mang tới thêm sự lựa chọn cho người tiêu dùng và gia tăng sức cạnh tranh thương hiệu với các bên khác. Bởi vậy, chúng tôi lạc quan về chiến lược mở rộng thị phần của MCM trong thời gian tới nhờ:

- Dưới sự tham gia quản lý của công ty mẹ VNM, MCM đã có những bước chuyển mình đáng kể với việc cải tiến, đa dạng hóa sữa và các sản phẩm của sữa như đổi mới hình thức bao bì, kết hợp thêm hương liệu, các chất dinh dưỡng mới... hướng tới nhiều đối tượng khách hàng riêng biệt. Tiêu biểu, việc cho ra mắt sản phẩm sữa, sữa chua kết hợp với sữa non đầu tiên ở Việt Nam nhằm tới đối tượng trẻ em gần đây đã cho thấy sự nhanh nhạy và đổi mới của MCM.
- Với lợi thế về độ nhận diện thương hiệu cao, dễ dàng được người tiêu dùng tiếp nhận ở thị trường miền Bắc, MCM có cơ hội tốt gia tăng thị phần ở thị trường này thông qua việc kết hợp với các kênh phân phối của VNM, đặc biệt ở khu vực thành thị.
- MCM có kế hoạch tiến vào thị trường miền Trung và miền Nam. Hiện vẫn chưa có nhiều thông tin liên quan tới kế hoạch này nhưng việc tận dụng sự am hiểu thị trường, kênh phân phối đa dạng cũng như chiến lược quảng bá chuyên nghiệp của công ty mẹ VNM, chúng tôi kì vọng thương hiệu lâu đời như MCM sẽ dần chiếm được chỗ đứng tại 2 thị trường này. Thị phần của MCM trên toàn quốc còn khiêm tốn nên vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng.

3. Điểm nhấn: Đầu tư mở rộng quy mô sản xuất

Mở rộng dây chuyền sản xuất và đầu tư thêm nhà máy. MCM đã đầu tư 130 tỷ vào dây chuyền sản xuất mới giúp nâng cao 20% công suất và đáp ứng tốt nhu cầu gia tăng sản xuất của MCM thời gian tới. Ngoài ra, MCM cũng có kế hoạch đầu tư xây dựng thêm một nhà máy sản xuất sữa Mộc Châu 2 mới với công suất dự kiến gấp 4 lần nhà máy cũ.

Gia tăng quy mô đàn bò & sản lượng sữa. MCM hiện đang cải tạo nâng cấp Trung tâm giống số 2 từ 1,500 con lên 2,000 con. Ngoài ra, MCM cũng triển khai xây dựng một trang trại mới với quy mô lớn 4,000 con với thời gian hoàn thành khoảng 3 năm. MCM cũng đặt mục tiêu mở rộng liên doanh, liên kết với hộ nông dân từ 527 hộ lên 700 hộ với đàn bò liên kết từ 24,300 con lên 35,000 con. Cùng với việc tăng đàn, chúng tôi cho rằng VNM sẽ hỗ trợ MCM trong việc nâng cao sản lượng sữa bình quân từ mức 25l/con/ngày lên trên mức 26l/con/ngày bằng việc cải thiện giống và chăm sóc bò (năng suất sữa bình quân của VNM hiện đang đạt khoảng 27l/con/ngày).

Bên cạnh đó, MCM cũng có kế hoạch hình thành khu du lịch sinh thái rộng 30ha kết hợp nông trại bò sữa để khai thác du

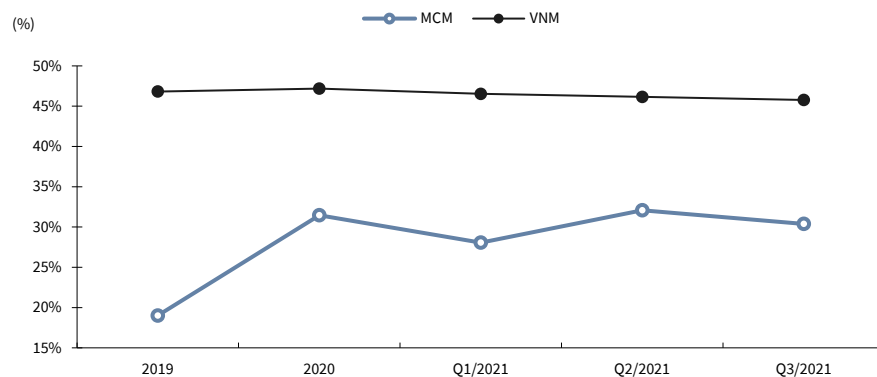
lịch. Chúng tôi đánh giá đây là mô hình du lịch khá mới mẻ ở Việt Nam và giàu tiềm năng khai thác. Thời gian dự kiến hoàn thành vào năm 2024.

4. Điểm nhấn: Tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp

Năm 2020 chúng kiến sự cải thiện vượt bậc về biên lợi nhuận gộp của MCM, tăng từ 19% trong năm 2019 lên mức 31.5% sau khi MCM bắt đầu áp dụng hệ thống ERP của VNM (biên lợi nhuận gộp trung bình 3 năm của VNM là 47%) và sau các hoạt động tái cấu trúc mạnh mẽ khác. Xu hướng cải thiện biên lợi nhuận của MCM đã phần nào bị gián đoạn trong năm nay do những bất lợi của diễn biến giá nguyên liệu đầu vào (giá nông sản cho thức ăn chăn nuôi, giá đường đã tăng mạnh thời gian vừa qua), nhưng kì vọng sẽ sớm tăng trở lại bởi:

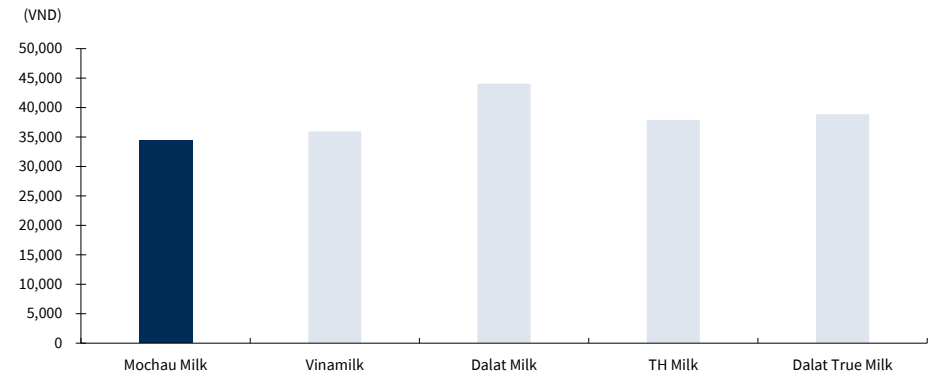
- Chi phí sản xuất có thể được cải thiện nhờ (1) giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng hạ nhiệt khi chuỗi cung ứng toàn cầu dần trở lại trạng thái “bình thường mới”; (2) tận dụng lợi thế của hệ sinh thái của VNM, tiếp cận được với nhiều chính sách khấu hao hấp dẫn của các nhà phân phối; và (3) hiệu ứng kinh tế quy mô khi MCM mở rộng sản xuất.
- Giá bán bình quân có thể được nâng lên khi (1) MCM có thể chuyển chi phí sang người tiêu dùng nếu giá nguyên vật liệu vẫn giữ ở mức cao; (2) dư địa tăng giá có khả thi khi sữa và các sản phẩm sữa của MCM hiện thấp hơn tương đối so với giá sản phẩm của VNM và các công ty sữa khác; và (3) phát triển các sản phẩm sữa cao cấp có biên lợi nhuận cao

Biểu đồ 3. Biên lợi nhuận ròng của MCM và VNM (%)



Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan giá bán lẻ sữa MCM với các doanh nghiệp sữa khác (VND)



Nguồn: KBSV

Ghi chú: Dựa trên khảo sát sản phẩm sữa thanh trùng – thể tích 900ML

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kì vọng vào việc cải thiện KQKD mạnh mẽ trong Q4 trong bối cảnh Việt Nam bước vào giai đoạn “bình thường hóa”. Ước tính LNST năm 2021 đạt 327 tỷ (+16.5% YoY). Sang năm 2022, chúng tôi kì vọng vào việc tăng trưởng tích cực của doanh thu khi MCM gia tăng thị phần, đẩy mạnh phủ sóng thị trường miền Trung và Nam, cũng như mở rộng biên lợi nhuận. Ước tính LNST của MCM trong năm 2022 đạt 393 tỷ (+20% YoY).

Bảng 1. Dự phóng KQKD của MCM (Tỷ VND, %)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần (Tỷ VND) | 2,823 | 3,303 | 3,963 | 4,697 | 5,542 |
| Lợi nhuận gộp (Tỷ VND) | 888 | 1,037 | 1,288 | 1,550 | 1,857 |
| GPM (%) | 31.5% | 31.4% | 32.5% | 33.0% | 33.5% |
| LNST (Tỷ VND) | 281 | 327 | 393 | 507 | 624 |
| EPS (VND) | 2,291 | 2,822 | 3,386 | 4,372 | 5,385 |

Nguồn: KBSV ước tính

Dựa trên định giá P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MCM, giá mục tiêu 1 năm VND 68,000, tương ứng với mức P/E 2022 ở 20.1x. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá thận trọng trong bối cảnh P/E 1 số doanh nghiệp sữa vốn hóa tương đương trong khu vực ở quanh 25-27 và triển vọng mở rộng thị phần của MCM có tiềm năng cao.

Bảng 2. PE của các doanh nghiệp sữa trong khu vực (tr USD, x)

| Ticker | Tên công ty | Nước | Vốn hóa (tr USD) | P/E |
|------------------|--------------------------------|-------------|------------------|-------------|
| 605179 CH Equity | Zhejiang Yiming Food Co Ltd | CHINA | 932.8 | 39.9 |
| 300915 CH Equity | Shanghai Hi-Road Food Technolo | CHINA | 812.3 | 41.1 |
| 300898 CH Equity | Panda Dairy Corp | CHINA | 619.5 | 38.3 |
| DLM MK Equity | Dutch Lady Milk Industries BHD | MALAYSIA | 507.4 | 25.2 |
| 005180 KS Equity | Binggrae Co Ltd | SOUTH KOREA | 431.5 | 29.3 |
| 1533 HK Equity | Lanzhou Zhuangyuan Pasture Co | CHINA | 388.5 | 46.3 |
| IDP VN Equity | International Dairy Products J | VIETNAM | 359.8 | 16.0 |
| FCEPL PA Equity | Frieslandcampina Engro Pakista | PAKISTAN | 352.8 | 34.7 |
| 1230 HK Equity | Yashili International Holdings | CHINA | 316.4 | 18.6 |
| 2266 JP Equity | Rokko Butter Co Ltd | JAPAN | 303.2 | 10.4 |
| MCM VN Equity | MocChau Dairy Cattle Breeding | VIETNAM | 281.1 | 15.5 |
| HTFL IN Equity | Heritage Foods Ltd | INDIA | 249.8 | 12.6 |
| KEJU IJ Equity | Mulia Boga Raya Tbk PT | INDONESIA | 126.1 | 16.9 |
| CAMP IJ Equity | Campina Ice Cream Industry PT | INDONESIA | 118.0 | 16.4 |
| Trung vị | | | | 25.2 |

Nguồn: KBSV ước tính

Lưu ý: Chúng tôi chọn lọc các doanh nghiệp ngành sữa có vốn hóa dưới 1 tỷ USD.

YẾU TỐ RỦI RO

Rủi ro cạnh tranh gia tăng. Bên cạnh cạnh tranh gay gắt từ các công ty sữa nội địa, MCM còn đối mặt với những cạnh tranh từ các thương hiệu sữa quốc tế. Tiêu biểu là hiệp định EVFTA có hiệu lực đã tạo ra một làn sóng sữa từ EU vào thị trường Việt Nam và gây ra một sức ép lớn đến thị phần sữa.

Rủi ro về thay đổi xu hướng của người tiêu dùng. Theo khảo sát của Nielsen, các sản phẩm thay thế sữa bò, tiêu biểu như sữa đậu nành, sữa lúa mạch... đang ghi nhận mức tăng trưởng nhanh chóng và có thể đe dọa đến quy mô của thị trường sữa bò trong những năm tới.

Rủi ro về chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng lên. Rủi ro này có thể phát sinh bởi những biến động của yếu tố kinh tế và lạm phát nói chung hoặc do nguồn thu mua sữa tươi trong nước không đáp ứng kịp nhu cầu tăng trưởng của thị trường dẫn đến thiếu hụt nguồn nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua: | Năm giữ: | Bán: |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan: | Trung lập: | Kém khả quan: |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.