

Triển vọng ngành Sữa năm 2021:

Hợp nhất ngành tiến triển nhanh

Điểm nhấn năm 2020

Diễn biến ngành: KHẢ QUAN

Ngành sữa tăng 19,1% trong năm 2020 về giá trị vốn hóa, khả quan hơn so với chỉ số VNIndex (+14,9% năm 2020). Từ mức đáy ngày 24/3/2020, ngành sữa tăng mạnh 60% nhưng vẫn thấp hơn so với mức phục hồi của toàn thị trường là +67,5%.

Diễn biến ngành sát với quan điểm của chúng tôi về triển vọng của ngành hậu Covid-19 (tham khảo tại [đây](#)).

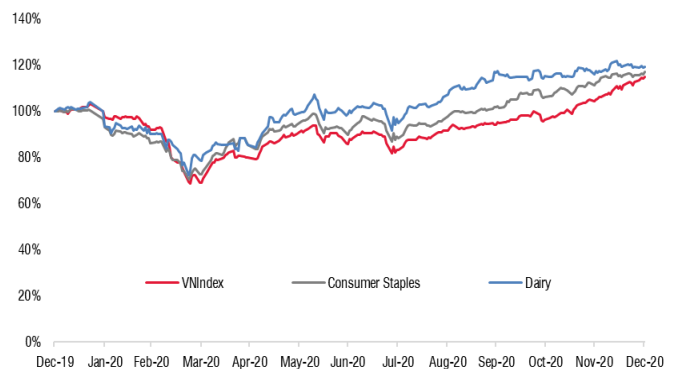
Các cổ phiếu chính: Giá cổ phiếu VNM tăng 15,3% năm 2020, cao hơn một chút so với chỉ số VNIndex. Giá cổ phiếu tăng cao hơn so với chỉ số VNIndex trong thời điểm thị trường giảm mạnh (tháng 2 đến tháng 3/2020) do kết quả kinh doanh không bị ảnh hưởng nhiều bởi Covid-19 như các công ty khác.

Giá cổ phiếu QNS tăng 63% trong năm 2020, do cổ phiếu được đánh giá lại từ mức định giá thấp kéo dài và với kỳ vọng hoạt động kinh doanh mía đường của công ty sẽ phục hồi tốt trong giai đoạn tới.

Giá cổ phiếu GTN tăng 44% trong năm 2020, chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh tốt của công ty con Mộc Châu Milk sau khi được VNM mua lại.

MCM niêm yết từ ngày 18/12/2020 và giá cổ phiếu tăng 141% nhờ định giá thấp (theo giá niêm yết) và do thanh khoản giao dịch thấp.

Diễn biến ngành trong năm 2020



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Các điểm chính của ngành trong năm 2020

Nhu cầu trong nước đối với các sản phẩm sữa ít bị ảnh hưởng hơn bởi Covid-19, chỉ giảm -6,1% về giá trị so với mức giảm -7,5% đối với tiêu thụ FMCG trong 9T2020 (nguồn: Nielsen) và tăng trưởng doanh thu bán lẻ danh nghĩa của cả nước là 4,98% (nguồn: GSO) trong 9T2020. Tiêu thụ sữa chiếm 11,9% tiêu thụ FMCG tại Việt Nam, không thay đổi so với năm 2019. Người dân tăng cường sử dụng sữa tươi và sữa chua để tăng khả năng miễn dịch trong thời kỳ dịch bệnh trong khi nhu cầu bị ảnh hưởng bởi các trường học trên toàn quốc phải đóng cửa gần ba tháng.

Theo Euromonitor, thị trường sữa Việt Nam (*) ước tính đạt 135 nghìn tỷ đồng trong năm 2020 (+8,3% so với cùng kỳ), nhờ tốc độ tăng trưởng nhanh của các ngành hàng sữa chua và sữa uống tăng. Chúng tôi lưu ý rằng có sự chênh lệch giữa dữ liệu từ Nielsen và Euromonitor do sự khác biệt về phương pháp thống kê và khảo sát thị trường.

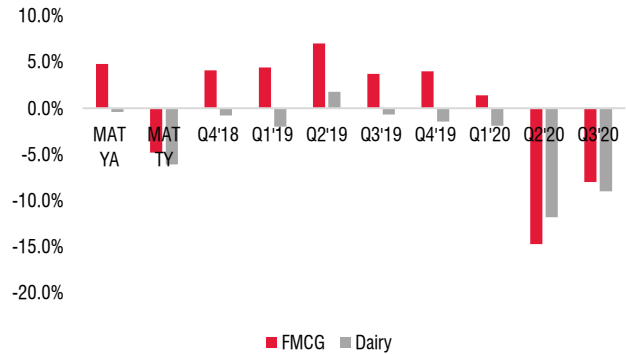
(*) bao gồm: sữa uống, sữa bột trẻ em, sữa chua ăn và sữa chua uống, phô mai, bơ và các sản phẩm từ sữa khác.

Các ngành hàng tăng trưởng cao hơn bao gồm sữa uống (+10%), sữa chua (+12%), phô mai (+11%), bơ (+10%) và các sản phẩm từ sữa khác (+8%) trong khi sữa bột chỉ tăng 4% về giá trị, theo ước tính của Euromonitor.

Tỷ suất lợi nhuận gia tăng: Dịch Covid-19 đã tác động đến nhu cầu sữa toàn cầu, khiến giá sữa nguyên liệu ở mức thấp trong năm 2020, đặc biệt là giá chất béo khan Anhydrous (-23% so với cùng kỳ). Ngoài ra, giá dầu thấp giúp giảm chi phí đóng gói và vận chuyển. Các yếu tố này hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty sữa.

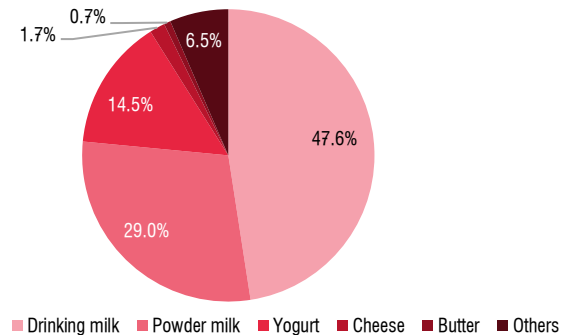
Công ty lớn tiếp tục lấy thêm thị phần: Từ kết quả doanh thu khả quan hơn toàn ngành vào năm 2020, chúng tôi cho rằng VNM có thể đã giành thêm thị phần trong thời kỳ dịch bệnh. Cụ thể hơn, doanh thu nội địa của +2,5% so với cùng kỳ trong 9T2020, trong khi tổng lượng tiêu thụ sữa giảm -6,1% trong cùng thời điểm.

Tiêu thụ sữa và FMCG theo quý



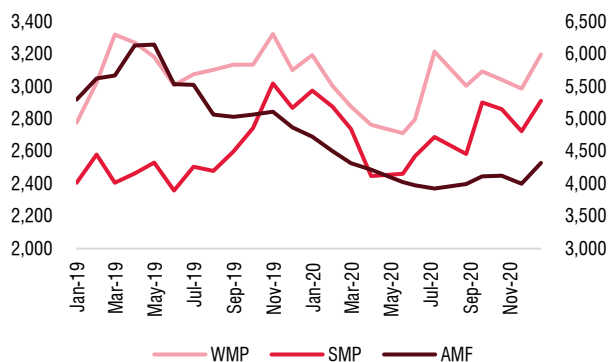
Nguồn: Nielsen

Cơ cấu doanh thu thị trường sữa của Việt Nam



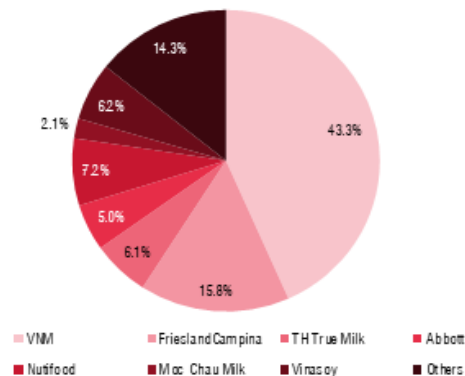
Nguồn: Euromonitor

Giá sữa nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Global Dairy Trade

Thị phần năm 2020

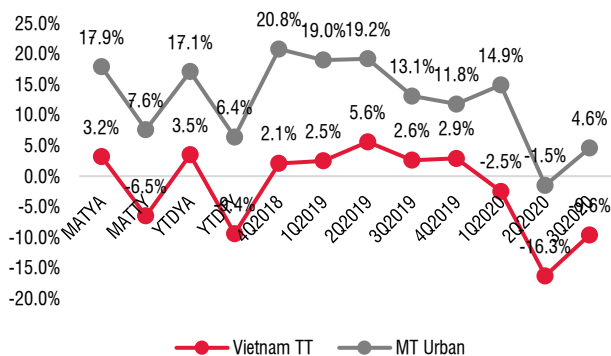


Nguồn: Euromonitor, SSI ước tính

Quán trình hợp nhất ngành vẫn tiếp diễn: VNM mua lại Mộc Châu Milk (MCM), trong khi IDP được Blue Point và VietCapital mua lại. Sau khi mua lại, các công ty mục tiêu này đã đạt kết quả ấn tượng: MCM đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ròng rỗng là 68% so với cùng kỳ trong 9T2020, trong khi IDP đạt 151 tỷ đồng lợi nhuận ròng trong 6T2020 (so với 113 tỷ đồng trong năm 2019). Cạnh tranh ngày càng gay gắt khi có thêm nhiều đối thủ gia nhập thị trường, như Tập đoàn Masan ra mắt sữa ngũ cốc cao lúa mạch với thương hiệu B'fast, cũng như Vitadairy có vẻ đang phát triển nhanh trong phân khúc sữa bột với sản phẩm sữa non.

Kênh thương mại hiện đại (MT) tiếp tục vượt xa kênh thương mại truyền thống về tốc độ tăng trưởng. Kênh MT chỉ chiếm từ 10% - 15% doanh thu của công ty sữa tại thời điểm hiện tại. Nhận thức được xu hướng tăng trưởng của kênh này, các công ty F&B đã tích cực đẩy mạnh độ phủ sóng trên kênh MT, mà theo chúng tôi kênh này sẽ có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn kênh truyền thống do cạnh tranh khốc liệt của nhiều nhãn hàng. Theo Kantar Worldpanel, sữa là một trong những sản phẩm được mua online tăng mạnh nhất trong thời kỳ dịch bệnh.

Tăng trưởng doanh thu FMCG theo kênh phân phối



Nguồn: Nielsen

9T2020	VNM	QNS	MCM
Tăng trưởng doanh thu	3%	-8%	9,8%
Tăng trưởng LNTT	7,9%	-9%	65%

Kết quả kinh doanh năm 2020 của ngành Sữa ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh

Vinamilk (VNM) và Mộc Châu Milk (MCM) lần lượt đạt mức tăng trưởng doanh thu 3%/10% trong 9T2020, cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành và toàn ngành (**Vinasoy**: -8% so với cùng kỳ).

Lợi nhuận tăng mạnh hơn doanh thu, xuất phát từ tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức tốt và chi phí quảng cáo được cắt giảm trong thời kỳ dịch bệnh.

Triển vọng năm 2021

Triển vọng tăng trưởng 2021

Ngành sữa ít nhạy cảm hơn với dịch Covid-19. Mặc dù sữa được coi là mặt hàng thiết yếu, nhưng xu hướng tiêu thụ có thể theo “mô hình chữ K”. Theo đó, nhu cầu từ người tiêu dùng có thu nhập thấp vẫn có thể bị ảnh hưởng do dịch Covid-19 đã gây thiệt hại đến thu nhập của nhóm này, hoặc đối với những người tiêu dùng nhạy cảm về giá. Các công ty như Vinamilk và Vinasoys đã chứng kiến hiện tượng cơ cấu sản phẩm bán ra dịch chuyển về phía các sản phẩm giá rẻ trong 9T2020. Ngược lại, sự phân hóa sẽ tiếp tục diễn ra do nhóm thu nhập trung bình và cao ít bị ảnh hưởng hơn và họ vẫn sẽ có xu hướng gia tăng tiêu thụ các sản phẩm cao cấp.

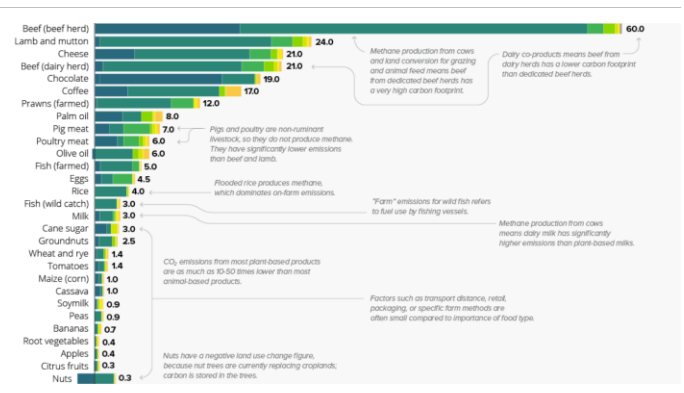
Ước tính tăng trưởng doanh thu một chữ số trong năm 2021: Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định: a) Dịch Covid-19 sẽ được kiểm soát vào giữa năm 2021; b) Sẽ không có thêm đợt giãn cách xã hội trên toàn quốc; và c) tiêu thụ sữa nói chung sẽ phục hồi so với mức thấp trong năm 2020 là 7%. Chúng tôi giả định giá bán bình quân của các SKU hiện có sẽ không tăng trong năm 2021.

Giá sữa nguyên liệu có khả năng tăng nhẹ trong năm 2021, cũng giống như xu hướng tăng giá của các loại hàng hóa khác. Theo đó, chúng tôi giả định giá sữa nguyên liệu sẽ tăng 4% so với cùng kỳ trong năm 2021. Ngoài ra, giá dầu cao hơn trong năm 2021 có thể sẽ ảnh hưởng đến chi phí đóng gói và vận chuyển.

Protein thay thế: Các nhà đầu tư ngày càng quan tâm đến ESG (môi trường, xã hội, quản trị) khi đầu tư vào các công ty sữa. Do đó, các công ty sữa đã bắt đầu đa dạng hóa sản phẩm, ví dụ như chuyển sang đồ uống có nguồn gốc thực vật. Về phía người tiêu dùng, protein thay thế như các loại sữa hạt đã được chú ý nhiều hơn khi người dân ngày càng nhận thức rõ hơn về môi trường, sức khỏe và chế độ ăn uống.

Định giá: P/E năm 2021 của VNM là 20,4x, so với mức trước dịch Covid là 23x. Với lợi nhuận ít bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, chúng tôi cho rằng ngành sữa sẽ được định giá lại và chúng tôi kỳ vọng P/E mục tiêu cho VNM là 25x - vẫn thấp hơn khoảng 15% so với định giá trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Khí thải nhà kính của 1kg sản phẩm thực phẩm



Nguồn: Visualanalyst

Top cổ phiếu ưa thích:

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM: HOSE)

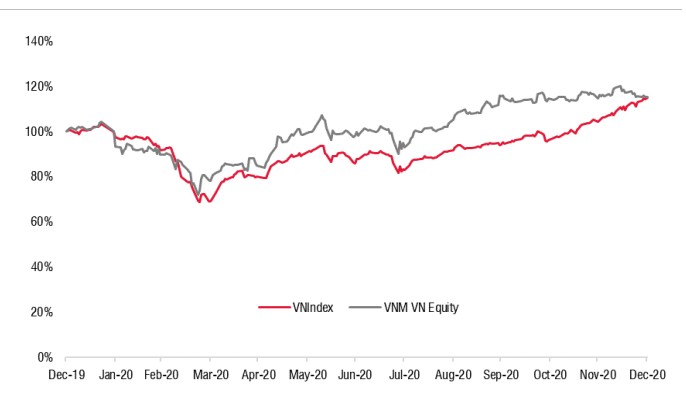
- **Giá hiện tại:** 107.800 đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 131.000 đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:**
 - ✓ Lợi nhuận ít bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, chúng tôi ước tính VNM sẽ đạt được mức tăng trưởng ổn định trong vài năm tới: tốc độ tăng trưởng (CAGR) trong giai đoạn 2020-2025 lần lượt là 7,3%/6,6% đối với doanh thu/lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ.
 - ✓ Trong năm 2021, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận ròng lần lượt là 7,2%/7,4%.
 - ✓ VNM là công ty sở hữu lượng tiền mặt lớn, với tỷ lệ chi trả hàng năm trên 70% trong khi Capex hàng năm không quá nhiều.
 - ✓ VNM là cổ phiếu ưa thích của các nhà đầu tư tổ chức, với sự quản lý minh bạch và thanh khoản cao. Được hưởng lợi khi thị trường Việt Nam được tăng tỉ trọng trong rổ MSCI FM Index.
 - ✓ Việc Nhà nước thoái 36% cổ phần có thể là yếu tố hỗ trợ tăng giá cho cổ phiếu.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Nhu cầu phục hồi không như kỳ vọng, dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát.
 - ✓ Cạnh tranh gia tăng từ các sản phẩm thay thế và sản phẩm nhập khẩu.
 - ✓ Giá sữa nguyên liệu tăng cao hơn ước tính.
- **Định giá:** Giá mục tiêu 1 năm là 131.000 đồng/cp, dựa trên hệ số P/E mục tiêu là 25x và phương pháp DCF.

Cổ phiếu ưa thích trong ngành: VNM

Vốn hóa (triệu USD)	9.846,83
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	9,66
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	57,84
PE/PB 2021	20,4x/7,5x
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	7,4%
Tỷ suất cổ tức (%)	4,2%
ROE 2021 (%)	39,1%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM)

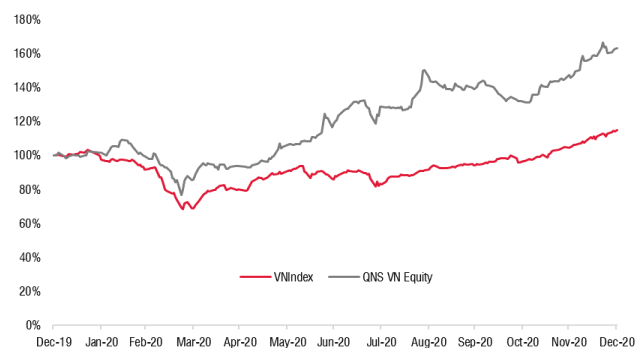
- **Giá hiện tại:** 39.300 đồng/cp; **Giá mục tiêu 1 năm:** 41,800 đồng/cp
- **Quan điểm đầu tư:**
 - ✓ Chúng tôi ước tính mảng đường sẽ tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ: (1) giá bán và sản lượng cao hơn của cả đường và điện sinh khối; (2) các biện pháp bảo hộ đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan sẽ được thực hiện vào năm 2021 nhằm thúc đẩy tiêu thụ đường trong nước; và (3) mảng sữa đậu nành phục hồi (tăng trưởng một chữ số) từ mức thấp năm 2020.
 - ✓ Trong năm 2021, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận ròng lần lượt là 32%/ 27%, chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng đường trong khi mảng sữa đậu nành quay trở về mức tăng trưởng 1 con số.
- ✓ **Rủi ro:**
 - ✓ Không thực hiện chính sách bảo hộ đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan.
- **Định giá:** Giá mục tiêu 1 năm là 41.800 đồng/cp, dựa trên hệ số P/E mục tiêu là 9x.

Cổ phiếu ưa thích trong ngành: QNS

Vốn hóa (triệu USD)	607,55
GTGD TB 3 tháng (triệu USD)	0,36
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	16,66
PE/PB 2021	8,5x/1,6x
Tăng trưởng EPS 2021 (%)	27,3%
Tỷ suất cổ tức (%)	3,8%
ROE 2021 (%)	19,7%

Nguồn: Bloomberg, SSI Research, dữ liệu ngày 31/12/2020

Biến động giá so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715