

**NGÀNH: THỰC PHẨM**

Ngày 21 tháng 07 năm 2020

**CTCP SỮA VIỆT NAM (HSX: VNM)**
**Dương Bích Ngọc**

Chuyên viên phân tích

Email: ngocdb@fpts.com.vn

Tel: (8424) – 3773 7070 - Ext : 4312

**Người phê duyệt báo cáo**

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

**Diễn biến giá cổ phiếu VNM và VNIndex**

**Thông tin giao dịch (21/07/2020)**

Giá hiện tại (đồng/cp)	116.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	134.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	83.700
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	1.741,7
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.741,3
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	855.328
% sở hữu nước ngoài	58,73%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	201.477
P/E trailing 12 tháng (lần)	19,1x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	6.062

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Sữa Việt Nam
Địa chỉ	Số 10 Tân Trào, P. Tân Phú, Q.07, TP. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Kinh doanh sữa và các sản phẩm khác từ sữa
Chi phí chính	Sữa tươi nguyên liệu (thu mua trong nước và nhập khẩu); sữa bột nhập khẩu; bao bì
Lợi thế cạnh tranh	Quy mô sản xuất lớn; Dẫn đầu thị phần ngành sữa; Thương hiệu truyền thống; Kênh phân phối lớn
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu sữa; An toàn vệ sinh thực phẩm

 Giá hiện tại: **116.000**

 Giá mục tiêu: **120.000**

 Tăng/giảm: **+3,4%**
**KHUYẾN NGHỊ  
THEO DÕI**
**NGÀNH HÀNG SỮA CHUA VÀ XU HƯỚNG CAO CẤP HÓA  
DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG TIÊU THỤ SỮA NỘI ĐỊA**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VNM – CTCP Sữa Việt Nam, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu VNM là **120.000 đồng/cp**, cao hơn 3,4% so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu VNM cho mục tiêu ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi cổ phiếu VNM về mức giá 100.000 đồng/cp, với lợi nhuận kỳ vọng đạt 20% ([chi tiết](#)).

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2020 của VNM đạt khoảng 60.560 tỷ đồng (+7,5% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 11.736 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS đạt 6.739 đồng/cp ([chi tiết](#)).

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

► **Tăng trưởng tiêu thụ sữa trong nước cải thiện sau giai đoạn giảm tốc, kỳ vọng tăng trưởng đạt +9,3%/năm ([chi tiết](#))**

VNM là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ngành sữa Việt Nam với thương hiệu truyền thống, quen thuộc với người tiêu dùng. Thị trường nội địa đóng góp hơn 80% vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của VNM. Trong giai đoạn 2020 – 2024F, tăng trưởng tiêu thụ sữa trong nước được kỳ vọng cải thiện với mức tăng trưởng ước đạt +9,3%/năm. Động lực tăng trưởng chính đến từ ngành hàng sữa chua và xu hướng cao cấp hóa các sản phẩm sữa.

► **Thị trường xuất khẩu Đông Nam Á và Trung Đông vẫn còn dư địa tăng trưởng, tiềm năng mở rộng thị trường ([chi tiết](#))**

VNM là doanh nghiệp xuất khẩu sữa lớn nhất cả nước. Các thị trường xuất khẩu truyền thống là Trung Đông và Đông Nam Á được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng ở mức +3,6%/năm và 5%/năm giai đoạn 2020 – 2024F. Xuất khẩu sang các thị trường khác, trong đó có Trung Quốc, được kỳ vọng còn nhiều tiềm năng.

► **Cổ tức tiền mặt ổn định ([chi tiết](#))**

Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế của VNM được duy trì ở mức cao và ổn định sau khi kết thúc giai đoạn mở rộng quy mô với các hoạt động đầu tư, góp vốn và thu tóm các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

► **Rủi ro biến động giá sữa bột nguyên liệu ([chi tiết](#))**

Sữa nguyên liệu chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất của VNM, với khoảng 60% nguyên liệu là sữa bột nhập khẩu. Tỷ suất lợi nhuận của VNM chịu tác động lớn từ biến động giá sữa bột thế giới.

► **Rủi ro vệ sinh an toàn thực phẩm ([chi tiết](#))**

Sữa là mặt hàng nhạy cảm với vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm, đặc biệt là các sản phẩm sữa bột với nguyên liệu ngoại nhập. Các sự cố về an toàn thực phẩm có thể tác động tiêu cực tới tăng trưởng của ngành và doanh nghiệp.

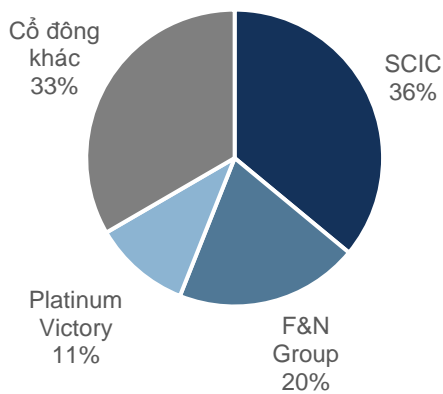
## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



**CTCP Sữa Việt Nam (HSX: VNM)**, tiền thân là Công ty Sữa – Cà Phê miền Nam, thuộc Tổng cục Thực phẩm, được thành lập năm 1976 với 04 nhà máy chế biến sữa, cà phê. Sau hơn 40 năm tập trung phát triển ngành sữa, VNM đang sở hữu 13 nhà máy sữa (NMS) tại Việt Nam và 02 NMS tại các quốc gia khác (Campuchia, Mỹ), trở thành doanh nghiệp có quy mô sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam (có khả năng cung ứng hơn 60% nhu cầu sữa nội địa) và xuất khẩu tới 53 thị trường trong năm 2019.

### Cơ cấu cổ đông (ngày 15/07/2020)

Nguồn: VNM



### Quá trình phát triển

1976: Công ty Sữa – Cà phê miền Nam được thành lập.

1982: Đổi tên thành Xí nghiệp Liên hiệp Sữa – Cà phê – Bánh kẹo I, thuộc Bộ Công nghiệp Thực phẩm.

1992: Đổi tên thành Công ty Sữa Việt Nam (Vinamilk), thuộc Bộ Công nghiệp nhẹ, chuyên sản xuất, chế biến sữa và các sản phẩm từ sữa.

1994 - 2000: Xây dựng 03 NMS (Hà Nội, Bình Định, Cần Thơ)

2003: Cổ phần hóa, đổi tên thành CTCP Sữa Việt Nam.

2004 - 2005: Sáp nhập NMS Sài Gòn; thành lập NMS Nghệ An.

2006: Niêm yết trên sàn giao dịch HSX, mã cổ phiếu VNM.

2007 – 2013: Tiếp tục xây dựng các NMS, nhà máy chế biến đồ uống, trang trại bò sữa quy mô lớn tại Việt Nam. Tổng công suất sản xuất sữa đạt 1,2 triệu tấn/năm.

2014 - nay: Tiếp tục mở rộng quy mô qua góp vốn thành lập, thuê tóm và sáp nhập các NMS, nhà máy chế biến thực phẩm trong và ngoài nước.

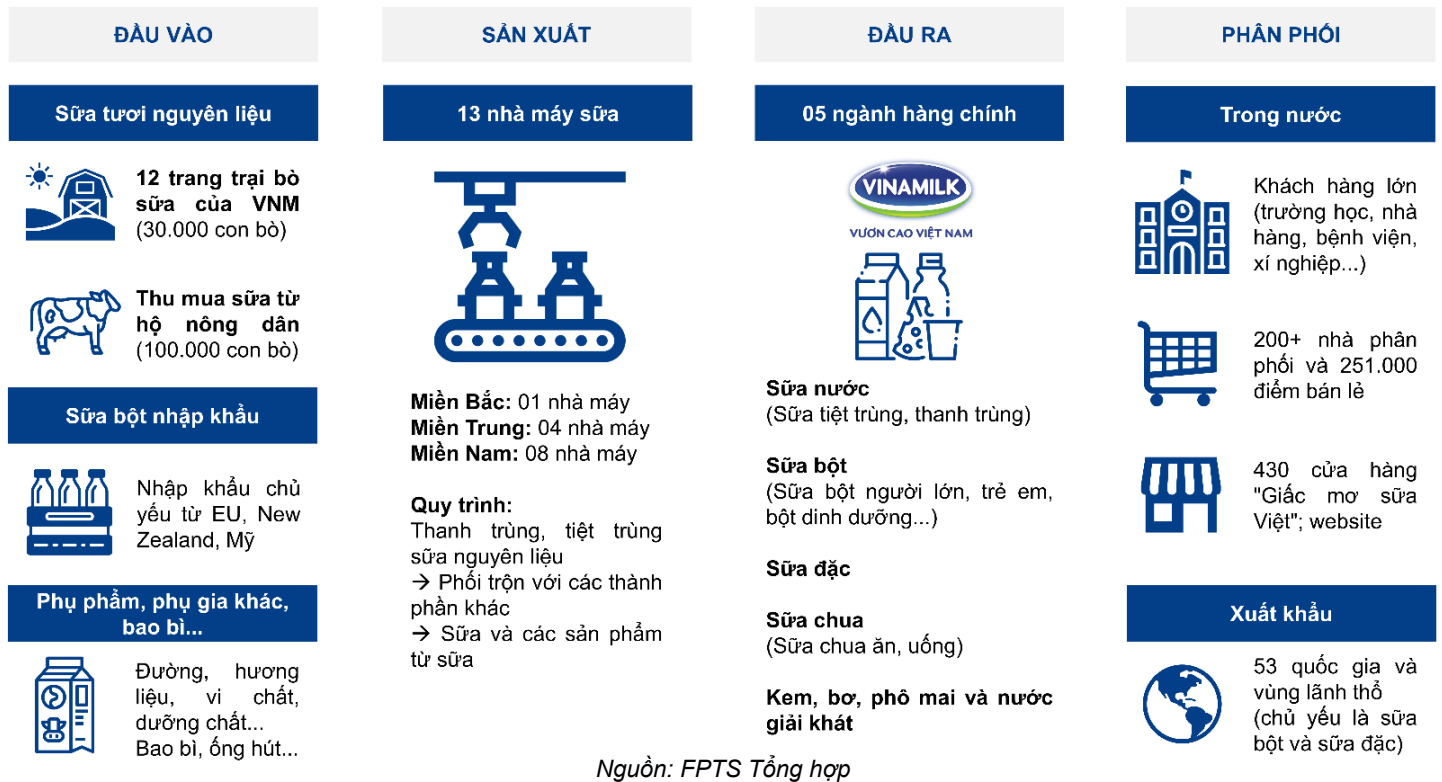
### Mô hình hoạt động của VNM



Nguồn: VNM, FPTS Tổng hợp

## II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Chuỗi giá trị của VNM (năm 2019)



Nguồn: FPTS Tổng hợp

► **Đầu vào:** Nguyên liệu chính trong quá trình chế biến các sản phẩm sữa của VNM là sữa bò tươi nguyên liệu trong nước và sữa bột nhập khẩu.

Năm 2019, VNM sở hữu 12 trang trại bò sữa trên toàn quốc với khoảng 30.000 con, cung cấp 124,2 nghìn tấn sữa/năm. Bên cạnh nguồn sữa tươi từ trang trại, VNM thu mua khoảng 193,7 nghìn tấn sữa từ các hộ nông dân liên kết. Hiện VNM ký hợp đồng với hơn 6.600 hộ dân, quản lý hơn 100.000 con bò. Cũng trong 2019, VNM đã hoàn tất thu tóm 75% cổ phần CTCP GTNfoods, qua đó gián tiếp sở hữu Mộc Châu Milk với đàn bò quy mô 25.000 con (trang trại của Mộc Châu Milk: 3.000 con, liên kết với nông dân: 22.000 con), nâng tổng số lượng đàn bò của VNM lên 155.000 con (+19,2% yoy) trong năm 2020. Sữa tươi nguyên liệu của VNM hiện chỉ đáp ứng khoảng 40% năng lực sản xuất của doanh nghiệp, được dùng trong sản xuất các sản phẩm sữa nước và sữa chua có nguồn gốc từ sữa tươi.

Nguyên liệu sữa nhập khẩu của VNM bao gồm sữa bột nguyên chất (WMP), sữa bột tách béo (SMP), chất béo sữa (AMF) chiếm khoảng 60% nguồn nguyên liệu sữa đầu vào, được dùng trong quá trình sản xuất các sản phẩm sữa hoàn nguyên, sữa bột, sữa chua...

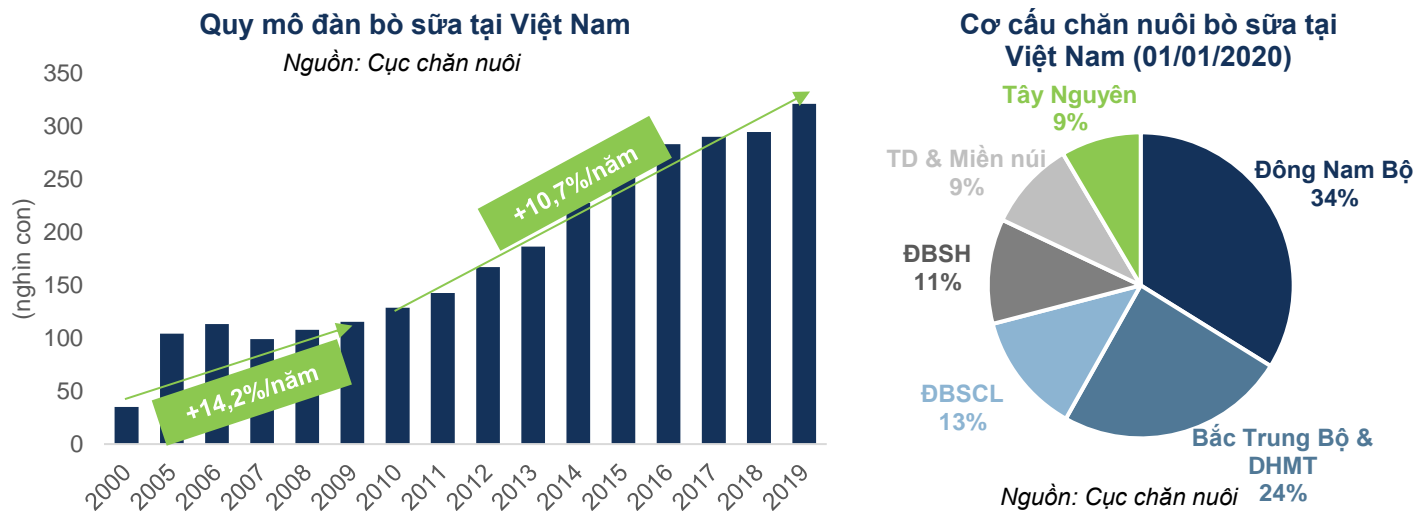
► **Sản xuất:** VNM hiện là doanh nghiệp sản xuất sữa lớn nhất tại Việt Nam. Với 13 NMS trên toàn quốc, trong đó có NMS Mega (Bình Dương) có quy mô lớn nhất Đông Nam Á (công suất trên 0,8 triệu tấn/năm). Tổng công suất sản xuất các sản phẩm sữa của VNM đạt khoảng 1,2 triệu tấn/năm, có khả năng cung ứng trên 60% nhu cầu tiêu thụ tại Việt Nam. Bên cạnh các NMS trong nước, VNM sở hữu 02 NMS tại nước ngoài là NMS Driftwood tại Mỹ và NMS Angkor tại Campuchia.

► **Đầu ra & phân phối:** Danh mục các sản phẩm của VNM rất đa dạng, bao gồm 05 ngành hàng chính với hơn 250 sản phẩm các loại, phù hợp với nhiều đối tượng khách hàng. Các sản phẩm của VNM chủ yếu được tiêu thụ trong nước. Năm 2019, doanh thu nội địa đóng góp 84,4% vào cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. Tại các thị trường nước ngoài, VNM chủ yếu xuất khẩu các sản phẩm sữa bột cho trẻ em và sữa đặc.

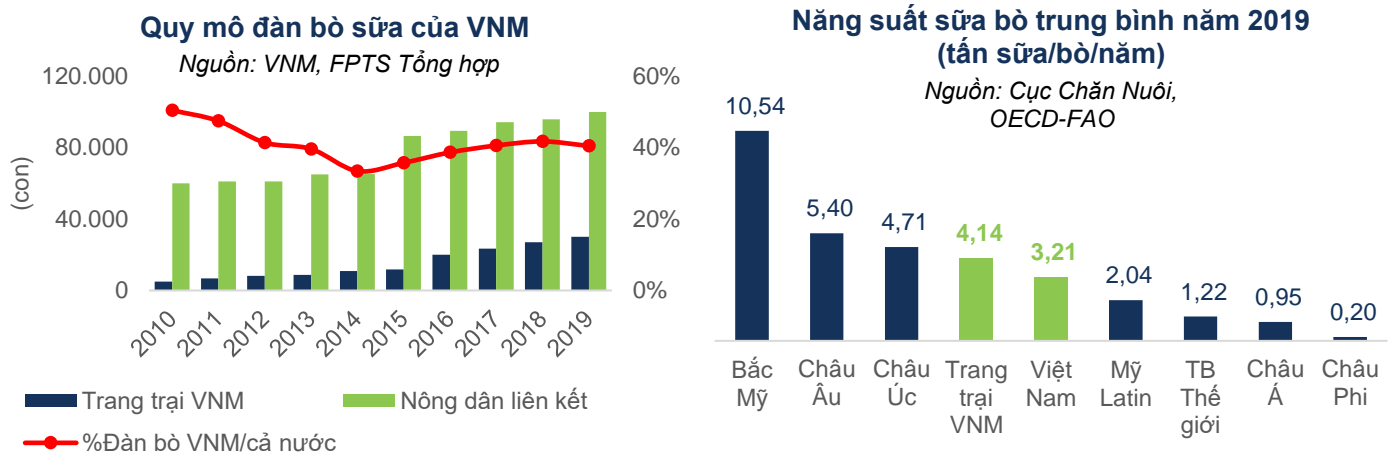
[Phụ lục 01: Danh mục sản phẩm của VNM](#)

# 1. VNM sở hữu vùng nguyên liệu sữa tươi lớn nhất cả nước, nhập khẩu sữa bột để bổ sung nguyên liệu

## (1) Quy mô đàn bò sữa tăng nhanh, năng suất trung bình ở mức cao



Trong giai đoạn 2010 – 2019, tốc độ tăng trưởng chăn nuôi bò sữa của Việt Nam đạt mức 10,7%/năm. Năm 2019, tổng đàn bò sữa cả nước đạt 321.232 con (+9,1% yoy), cung ứng cho thị trường gần 1,03 triệu tấn sữa tươi nguyên liệu (+10% yoy). Bò sữa được chăn nuôi tại các khu vực có địa hình rộng, bằng phẳng phù hợp với việc chăn thả. Các địa phương có quy mô chăn nuôi bò sữa lớn là TP. Hồ Chí Minh, Nghệ An, Sơn La, Lâm Đồng...

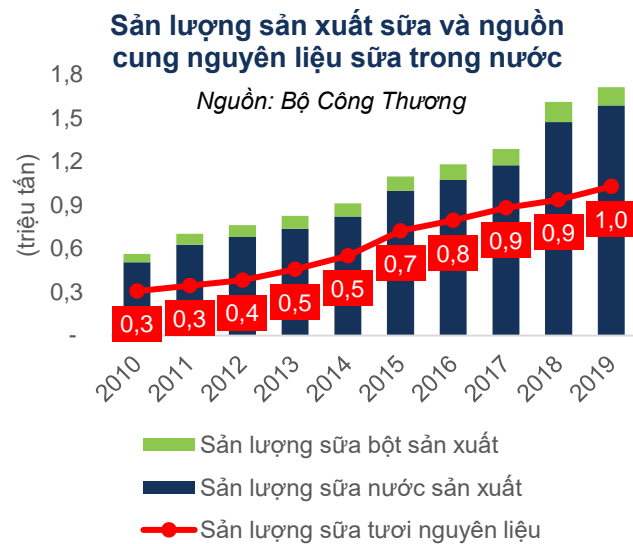


Trong quá trình phát triển, VNM đã và đang từng bước xây dựng các trang trại bò sữa của công ty và liên kết với nông dân tại các địa phương để thu mua sữa nguyên liệu. Năm 2007, VNM xây dựng trang trại bò sữa đầu tiên tại tỉnh Tuyên Quang với quy mô 2.000 con bò sữa. Tới nay, VNM đã có 12 trang trại bò sữa trong nước, số bò thuộc trang trại của VNM đạt 30.000 con vào năm 2019 (+11,1% yoy). Cùng với đàn bò liên kết với các hộ nông dân (77% tỷ trọng đàn bò của VNM), tổng quy mô đàn bò của doanh nghiệp đạt 130.000 con, tương ứng với 40% đàn bò sữa cả nước. VNM trở thành doanh nghiệp sữa có quy mô vùng nguyên liệu sữa tươi lớn nhất tại Việt Nam.

Các trang trại bò sữa của VNM được chú trọng đầu tư từ nguồn giống bò, thức ăn chăn nuôi, kỹ thuật chăn nuôi nên có năng suất sữa cao. Năng suất sữa trung bình tại các trang trại của VNM đạt 4,14 tấn sữa/bò/năm trong năm 2019, cao hơn 29,1% so với năng suất trung bình của đàn bò sữa trong nước, chỉ thấp hơn các khu vực trọng điểm và có truyền thống lâu đời về chăn nuôi bò sữa như Bắc Mỹ, châu Âu và châu Úc.

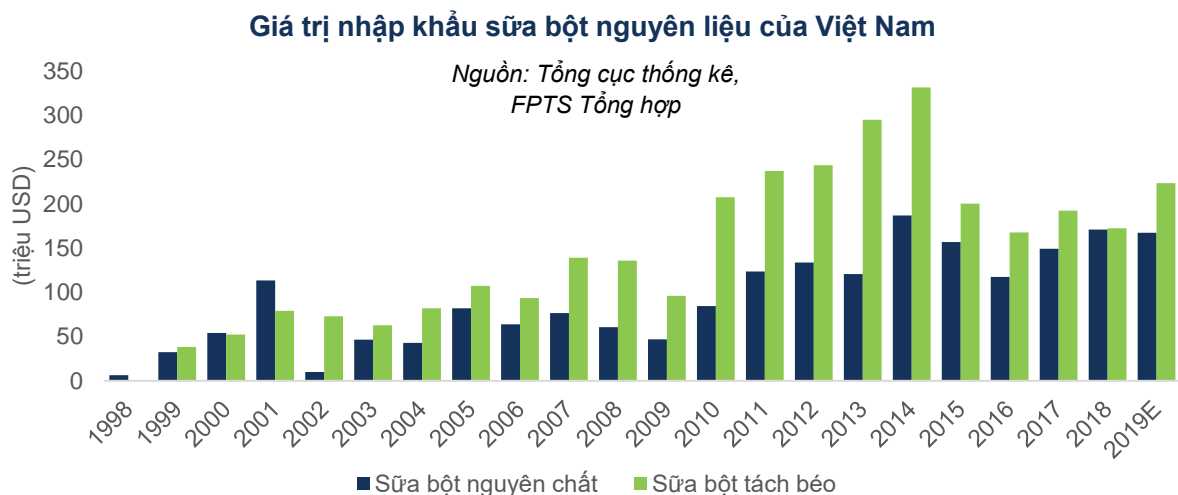
[Phụ lục 02: Tổng quan chăn nuôi bò sữa](#)

## (2) Nguồn cung sữa tươi nguyên liệu trong nước đáp ứng dưới 60% năng lực sản xuất sữa tại Việt Nam



Mặc dù quy mô đàn bò sữa tại Việt Nam tăng trưởng khá cao trong thời gian vừa qua, nguyên liệu sữa tươi trong nước hiện chỉ đáp ứng khoảng 60% năng lực sản xuất sữa tại Việt Nam. Trong đó, khoảng 70% sữa tươi nguyên liệu được sử dụng để sản xuất sữa nước, còn lại là sản xuất sữa chua và các sản phẩm khác.

Năm 2019, sản lượng sữa tươi nguyên liệu trong nước đạt 1,03 triệu tấn (+10% yoy). Trong khi đó, sản xuất sữa nước và sữa bột trên toàn quốc đạt khoảng 1,71 triệu tấn (+6,3% yoy). Khoảng 40% các sản phẩm sữa nước và sữa bột còn lại được chế biến từ sữa bột nguyên liệu nhập khẩu. Các mặt hàng sử dụng sữa bột trong quá trình sản xuất là các sản phẩm sữa bột cho trẻ em, sữa bột cho người lớn, sữa đặc, sữa chua và các sản phẩm sữa nước hoàn nguyên (điều chế bằng sữa bột pha với nước).

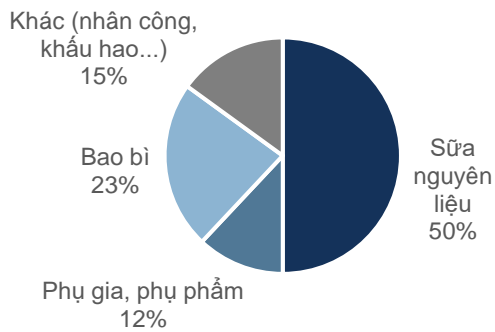


Năm 2019, kim ngạch nhập khẩu sữa bột nguyên liệu của Việt Nam đạt khoảng 340,5 triệu USD. Các thị trường nhập khẩu sữa bột chính của Việt Nam là New Zealand, Mỹ, Úc, Hà Lan và một số quốc gia khu vực châu Âu với mức thuế nhập khẩu sữa bột từ 0% (Úc, New Zealand) tới 5% (các quốc gia khối EU).

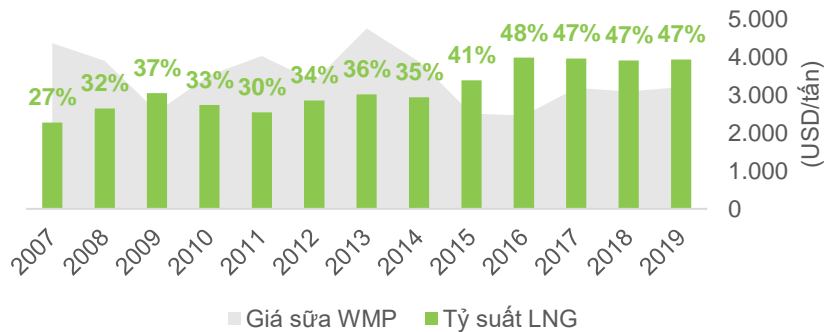
## (3) Biến động giá sữa nguyên liệu tác động tới tỷ suất lợi nhuận của VNM [\(Quay lại trang 1\)](#)

Năm 2019, VNM sản xuất khoảng 0,87 triệu tấn sữa (+6,3% yoy). Trong khi đó, nguồn sữa tươi nguyên liệu trong nước của VNM đạt gần 0,32 triệu tấn, đáp ứng ~37% năng lực sản xuất của doanh nghiệp. Sữa nguyên liệu chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất các sản phẩm của VNM. Với khoảng 60% nguyên liệu là sữa bột nhập khẩu, tỷ suất lợi nhuận của VNM chịu tác động lớn từ biến động giá sữa bột thế giới.

Trung bình giai đoạn 2015 – 2019, giá sữa bột thế giới giảm 26% so với giai đoạn 2010 – 2014, tạo điều kiện thuận lợi cho VNM đạt mức tỷ suất lợi nhuận gộp trên 40%. Trong năm 2015 – 2016, giá sữa bột thế giới đã giảm xuống mức thấp nhất 10 năm (giảm hơn 48% so với mức đỉnh năm 2013) còn 2.457 USD/tấn do (i) Trung Quốc (quốc gia nhập khẩu sữa lớn nhất thế giới) giảm nhập khẩu sữa bột (-17% yoy) và (ii) EU (khu vực sản xuất sữa lớn nhất thế giới) bỏ hạn ngạch sản xuất sữa (áp dụng từ năm 1984) khiến nguồn cung sữa từ khu vực này khi đó đã tăng khoảng 5% yoy. Sau năm 2017, giá sữa bột nguyên liệu phục hồi và dao động ở mức trung bình 3.150 USD/tấn.

**Cơ cấu chi phí sản xuất trung bình của VNM**


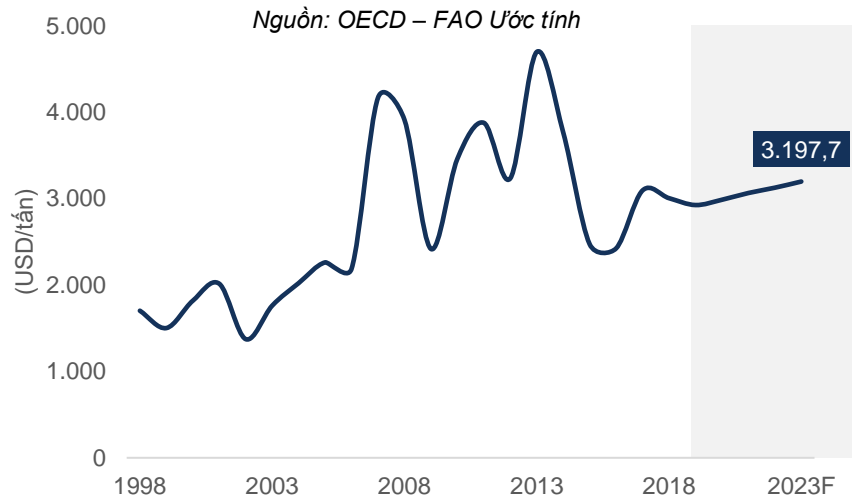
Nguồn: VNM, FPTS Tổng hợp

**Biến động giá sữa bột nguyên chất (WMP) và tỷ suất LNG của VNM (2007 - 2019)**


Nguồn: VNM, FPTS Tổng hợp

Trong 05 tháng đầu năm 2020, đại dịch Covid-19 bùng phát trên toàn cầu đã tác động tiêu cực tới nhu cầu nhập khẩu sữa của các khu vực nhập khẩu lớn trên thế giới (Trung Quốc, Philippines, Indonesia) khi các khách hàng lớn bao gồm trường học, nhà hàng, khách sạn... phải đóng cửa. Giá sữa bột nguyên liệu liên tục giảm trong những tháng đầu năm 2020. Tháng 05/2020, giá sữa bột chỉ đạt 2.677 USD/tấn, giảm 17,6% so với cùng kỳ năm 2019. Trong ngắn hạn, giá sữa bột thế giới được kỳ vọng phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2020 khi các hoạt động đời sống, kinh tế, xã hội được khôi phục trở lại.

Trong dài hạn, Tổ chức Nông lương thế giới (FAO) dự báo giá sữa thế giới tăng trưởng nhẹ với tốc độ +3,1%/năm (giai đoạn 2019 – 2023F) nhờ vào nhu cầu tiêu thụ sữa tại các khu vực Châu Phi, Đông Nam Á và Trung Đông – nơi có mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp so với trung bình thế giới.

**Dự phóng diễn biến giá sữa bột thế giới**


[Phụ lục 03: Tổng quan thị trường sữa thế giới](#)

[Phụ lục 04: Lịch sử biến động giá sữa thế giới](#)

## 2. Quy mô sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam với đa dạng ngành hàng

Theo Hiệp hội sữa Việt Nam (VDA), cả nước có hơn 80 doanh nghiệp sữa. Trong đó có khoảng 10 doanh nghiệp sản xuất sữa với quy mô vừa và lớn (VNM, TH True Milk, Mộc Châu Milk, Hà Nội Milk, Vinasoy, Nutifood; các doanh nghiệp sữa đa quốc gia: FrieslandCampina, Abbott, Nestlé...), còn lại là các doanh nghiệp sữa với quy mô nhỏ, chủ yếu phục vụ cho tiêu thụ tại địa phương.

Tại thị trường Việt Nam, VNM sở hữu 13 nhà máy sữa (NMS) với tổng công suất thiết kế đạt khoảng 1,2 triệu tấn sữa và các sản phẩm từ sữa mỗi năm, là doanh nghiệp sữa có quy mô lớn nhất Việt Nam. Trung bình các NMS của VNM đang hoạt động khoảng 70 - 75% công suất thiết kế. Các NMS của doanh nghiệp được đặt tại 11 tỉnh thành trên cả nước, thuận tiện cung ứng thành phẩm cho 03 miền Bắc, Trung, Nam và xuất khẩu.

VNM hiện sở hữu danh mục sản phẩm gồm hơn 250 mặt hàng, phù hợp với đa dạng đối tượng tiêu dùng, thuộc 05 nhóm ngành chính là sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các sản phẩm khác. So với các doanh nghiệp sữa nội địa, VNM sản xuất nhiều ngành hàng với đa dạng các loại sản phẩm, đủ năng lực cạnh tranh với các doanh nghiệp sữa đa quốc gia tại Việt Nam.

### So sánh quy mô và năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp ngành sữa tại Việt Nam

Chỉ tiêu	Doanh nghiệp nội địa				Doanh nghiệp đa quốc gia			
	VNM	TH	Nutifood	IDP	Nestlé	Friesland Campina	Abbott	Mead Johnson
Số nhà máy tại Việt Nam	13	01	03	01	06	02	-	-
Công suất thiết kế (triệu tấn/năm)	1,2	0,5	0,2	N.A	N.A	0,55	-	-
Quy mô đàn bò tại Việt Nam năm 2019 (con)	130.000	50.000	5.000	N.A	N.A	35.000	-	-

Danh mục sản phẩm								
Sữa nước	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Sữa bột	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✓	✓
Sữa đặc, kem đặc	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✗	✗
Sữa chua	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Khác (kem, bơ, phô mai, cà phê)	✓	✓	✓	✗	✓	✗	✗	✗

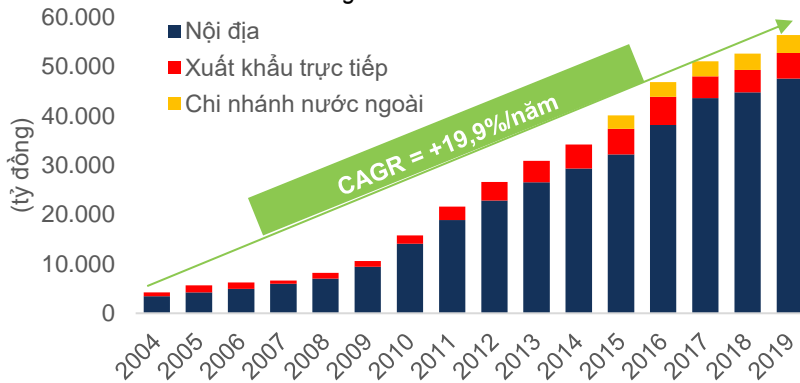
Nguồn: FPTIS Tổng hợp

### 3. Thị trường nội địa vẫn còn dư địa tăng trưởng, thị trường xuất khẩu còn nhiều tiềm năng

#### 3.1. Tăng trưởng nội địa phục hồi sau giảm tốc, kỳ vọng đạt tăng trưởng +9,3%/năm giai đoạn 2020 – 2024F

**Cơ cấu doanh thu của VNM theo thị trường**

Nguồn: VNM



Năm 2019, doanh thu hợp nhất của VNM đạt 56,3 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 26,6 nghìn tỷ đồng, mức tăng trưởng đạt lần lượt +6,3% và +7,1% so với cùng kỳ năm 2018.

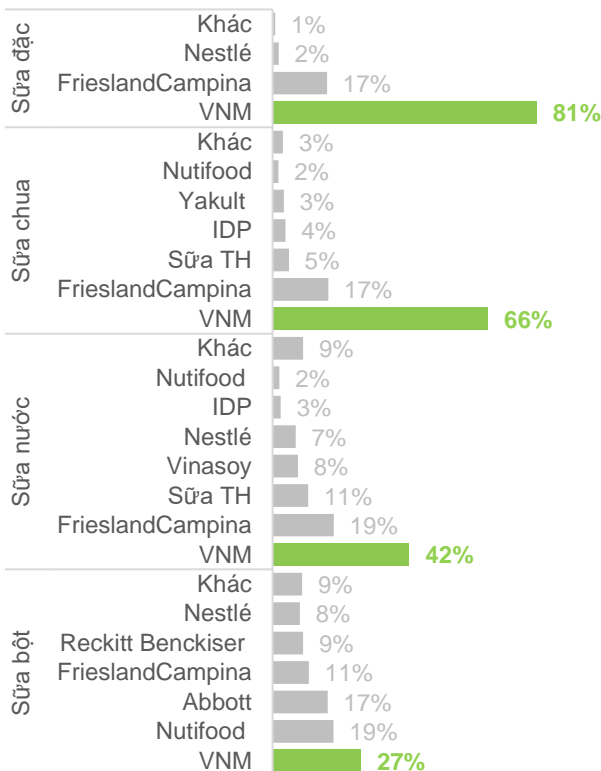
Trong đó, thị trường nội địa đóng góp chủ yếu, trên 80%, vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của VNM.

Tăng trưởng doanh thu của VNM đạt kết quả khả quan, với tốc độ tăng trưởng kép đạt 19,9%/năm trong giai đoạn 2004 – 2019 ở cả thị trường trong nước và quốc tế.

#### 3.1.1. VNM dẫn đầu thị phần sữa tại Việt Nam, thương hiệu được ưa chuộng, lợi thế về kênh phân phối

Với hơn 40 năm hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa tại Việt Nam, VNM giữ vị trí dẫn đầu tại tất cả các ngành hàng chính, và đặc biệt có ưu thế tại ngành hàng sữa chua và sữa đặc. Theo khảo sát của Kantar Worldpanel, năm 2019 là năm thứ 08 liên tiếp thương hiệu sữa “Vinamilk” của VNM được bình chọn là thương hiệu được ưa dùng nhất tại Việt Nam, ở cả khu vực thành thị và nông thôn. Bên cạnh “Vinamilk”, thương hiệu sữa đặc “Ngôi Sao Phương Nam” của VNM cũng là một trong những thương hiệu được ưa chuộng.

**Thị phần các ngành hàng sữa tại Việt Nam (2019)**



Nguồn: Euromonitor

**Bảng xếp hạng 10 thương hiệu hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) được ưa dùng tại Việt Nam năm 2019**

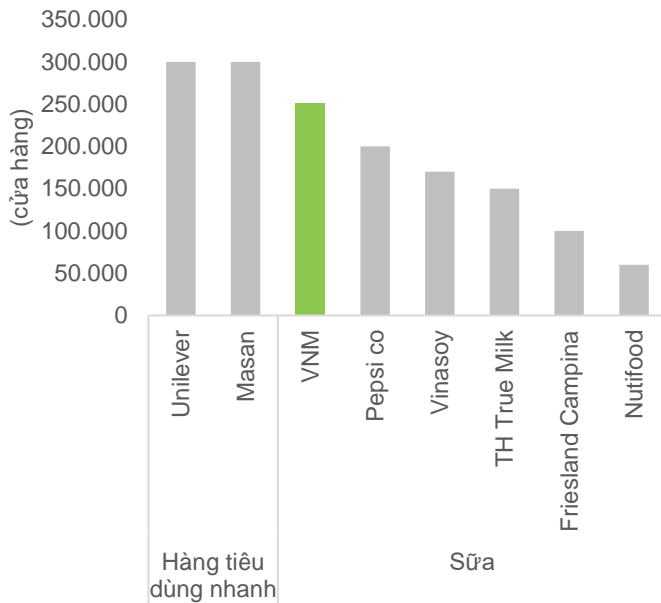
Xếp hạng	Thành thị (04 thành phố lớn)	Nông thôn
1	<b>Vinamilk</b>	<b>Vinamilk</b>
2	Hào Hào	Nam Ngư
3	Nam Ngư	3 Miền
4	TH True	Hào Hào
5	<b>Ngôi Sao Phương Nam</b>	Gấu Đỏ
6	Milo	Fami
7	Ajinomoto	Ajinomoto
8	Chinsu	Chinsu
9	Coca-Cola	P/S
10	Sunlight	Kokomi

Nguồn: Kantar Worldpanel (tháng 06/2020)



Để có được những thành công trên, VNM đã tập trung xây dựng kênh phân phối với độ phủ khá lớn tại Việt Nam. VNM hiện tập trung vào 03 kênh phân phối chính:

### Số điểm bán lẻ của một số doanh nghiệp sữa và hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam



► **Kênh truyền thống:** Do thị trường nông thôn đóng góp hơn 70% cơ cấu vào doanh thu nội địa của VNM, kênh truyền thống với các điểm bán lẻ rộng khắp cả nước là kênh chủ lực của doanh nghiệp. Các sản phẩm của VNM được phân phối tới hơn 200 đối tác là nhà phân phối chính, sau đó được chuyển tới hơn 251.000 điểm bán lẻ (tạp hóa, đại lý bán lẻ...) trên toàn quốc. So với các doanh nghiệp sữa, thực phẩm và hàng tiêu dùng nhanh đang hoạt động tại Việt Nam, VNM sở hữu số điểm bán lẻ rất lớn.

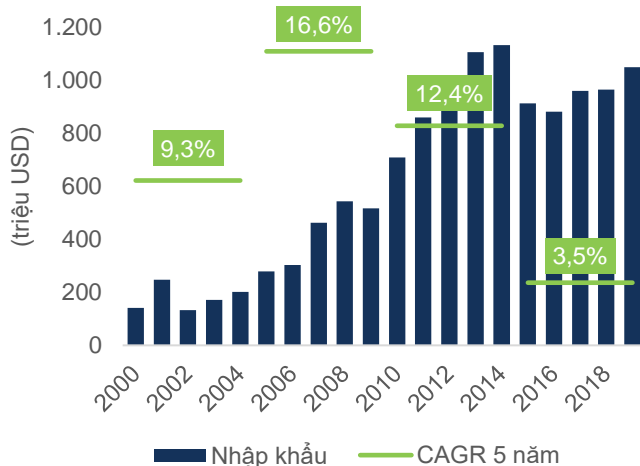
► **Kênh khách hàng chiến lược:** Các khách hàng chính của VNM tại kênh này là các trường học (chương trình Sữa học đường, doanh thu ~1.000 tỷ đồng/năm, khoảng 2% cơ cấu doanh thu nội địa), nhà hàng, khách sạn, khu công nghiệp, hãng hàng không... Trong Q1/2020, kết quả kinh doanh của VNM tại kênh khách hàng chiến lược bị ảnh hưởng do dịch Covid-19 khiến trường học, nhà hàng đóng cửa, hãng hàng không ngừng bay. Từ Q2/2020, hoạt động kinh doanh tại kênh này cơ bản đã trở lại bình thường.

► **Kênh hiện đại:** Sản phẩm của VNM tại kênh bán hàng này được phân phối tại các cửa hàng chuyên doanh “Giấc mơ sữa Việt” của VNM, cửa hàng tiện lợi, siêu thị, online và được triển khai chủ yếu tại khu vực thành thị. Theo báo cáo đánh giá của Kantar Worldpanel (Tháng 10/2019), kênh bán lẻ hiện đại dù chỉ chiếm 20% thị phần ngành hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam, nhưng đóng góp tới 66% vào giá trị tăng trưởng của thị trường. Đặc biệt sau tác động của dịch Covid-19, xu hướng mua sắm online được nhận định sẽ tăng mạnh. Tới nay, VNM đã xây dựng chuỗi cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” (430 cửa hàng – năm 2019), cũng như phát triển hệ thống giao hàng tận nhà, mua hàng online trên toàn quốc, tận dụng được lợi thế và cơ hội tại kênh phân phối này.

### 3.1.2. Tăng trưởng tiêu thụ sữa tại Việt Nam cải thiện sau giai đoạn giảm tốc

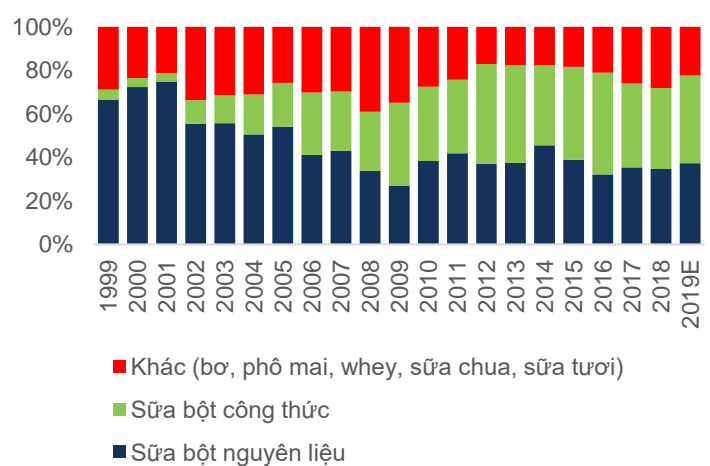
#### (1) Nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa tăng trưởng +3,5%/năm giai đoạn 2015 – 2019

**Kim ngạch nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPTS Tổng hợp

**Cơ cấu nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam**

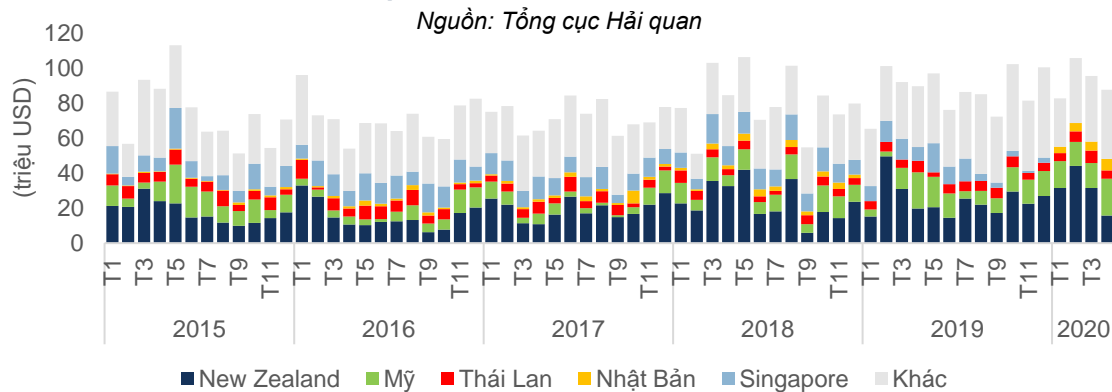


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS Tổng hợp

Giai đoạn 2015 – 2019, nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa tuy đã giảm tốc so với giai đoạn trước nhưng vẫn tiếp tục tăng trưởng. Năm 2019, kim ngạch nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam đạt 1.047,4 triệu USD (+8,7% yoy), tương ứng với khoảng 30% quy mô tiêu thụ thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa trong nước.

Các sản phẩm nhập khẩu chủ yếu do sản xuất trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu như sữa bột nguyên liệu và sữa bột công thức cho trẻ em (chiếm trên 70% cơ cấu giá trị nhập khẩu). Ngoài ra còn có các sản phẩm bơ, phô mai, sữa chua, bột whey... Sữa bột nguyên liệu được Việt Nam nhập khẩu phần lớn từ New Zealand và Mỹ; sữa bột công thức được nhập khẩu từ Singapore, Thái Lan, Nhật Bản...

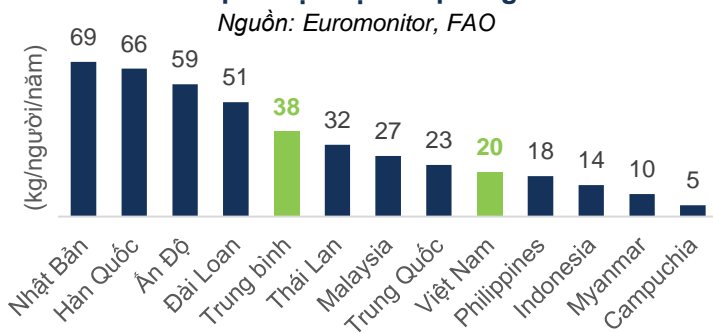
### Các thị trường nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa chính của Việt Nam (T01/2015 - T04/2020)



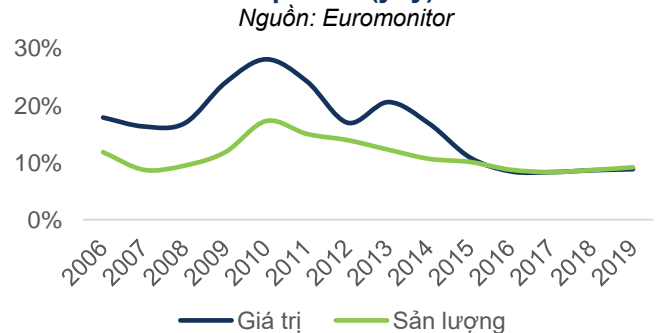
### (2) Tiêu thụ sữa bình quân còn thấp, tốc độ tăng trưởng thị trường sữa Việt Nam cải thiện

Năm 2019, sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam đạt 1,94 triệu tấn (+9,15% yoy). Theo số liệu của Euromonitor, Việt Nam thuộc top các quốc gia có mức tiêu thụ sữa khá thấp, chỉ với 20 kg/người/năm (trung bình thế giới đạt khoảng 100 kg/người/năm và trung bình tại Châu Á đạt 38 kg/người/năm). Sau giai đoạn giảm tốc 2014 – 2017, tăng trưởng thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa trong nước đang có dấu hiệu cải thiện. Năm 2019, doanh thu các sản phẩm sữa tại Việt Nam đạt 121,2 nghìn tỷ đồng, đạt mức tăng trưởng +8,9% yoy, cao hơn so với mức tăng trưởng +8,7% năm 2018.

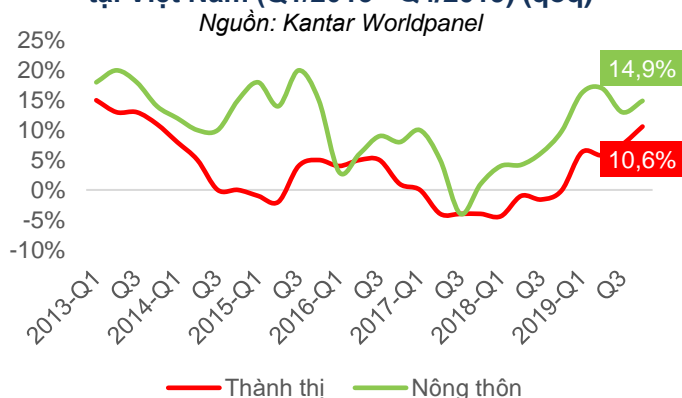
#### Sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa bình quân tại một số quốc gia Châu Á



#### Tốc độ tăng trưởng ngành sữa Việt Nam (yoy)



#### Tốc độ tăng trưởng về giá trị ngành sữa tại Việt Nam (Q1/2013 - Q4/2019) (qoq)

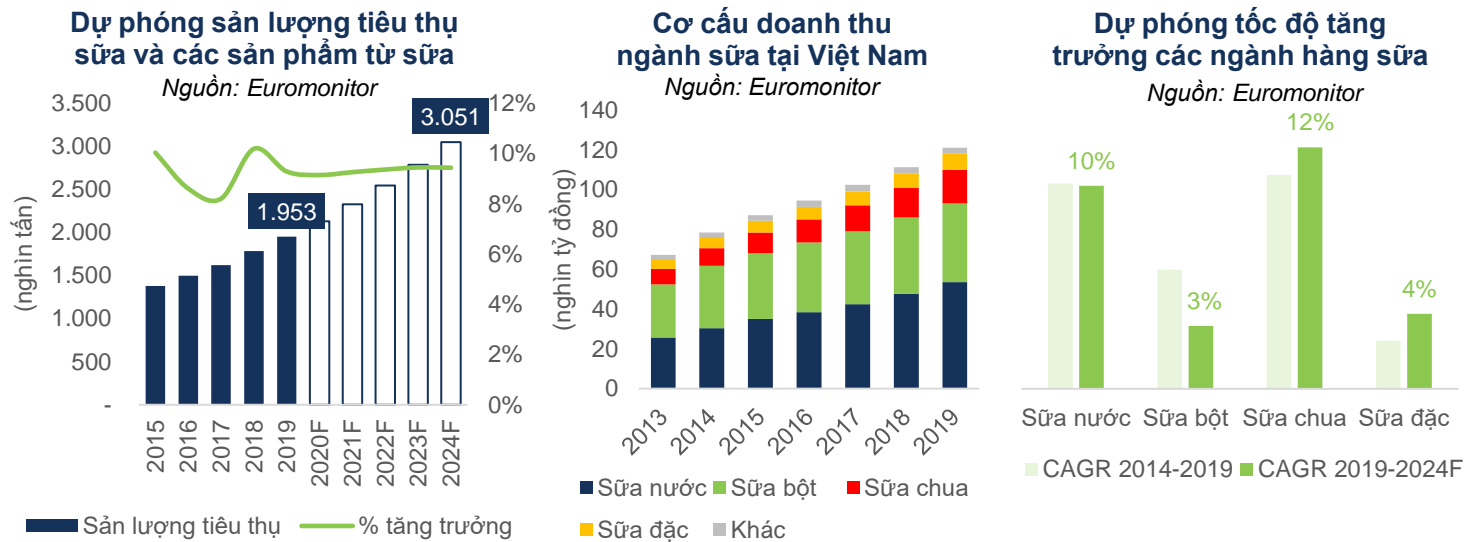


Theo báo cáo thị trường của Kantar Worldpanel (hoạt động trong lĩnh vực nghiên cứu thị trường) năm 2019, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam đang có những chuyển biến tích cực. Giá trị sản phẩm sữa trong Q4/2019 đạt tăng trưởng +14,9% yoy và +10,6% yoy tại nông thôn và thành thị của Việt Nam do:

- (i) Cơ cấu dân số trẻ, thu nhập trung bình tăng;
- (ii) Xu hướng sử dụng các sản phẩm bổ sung dinh dưỡng, tăng cường miễn dịch;
- (iii) Xu hướng tiêu thụ các sản phẩm tiện lợi, đầy đủ nhãn mác, đảm bảo vệ sinh an toàn thực phẩm.

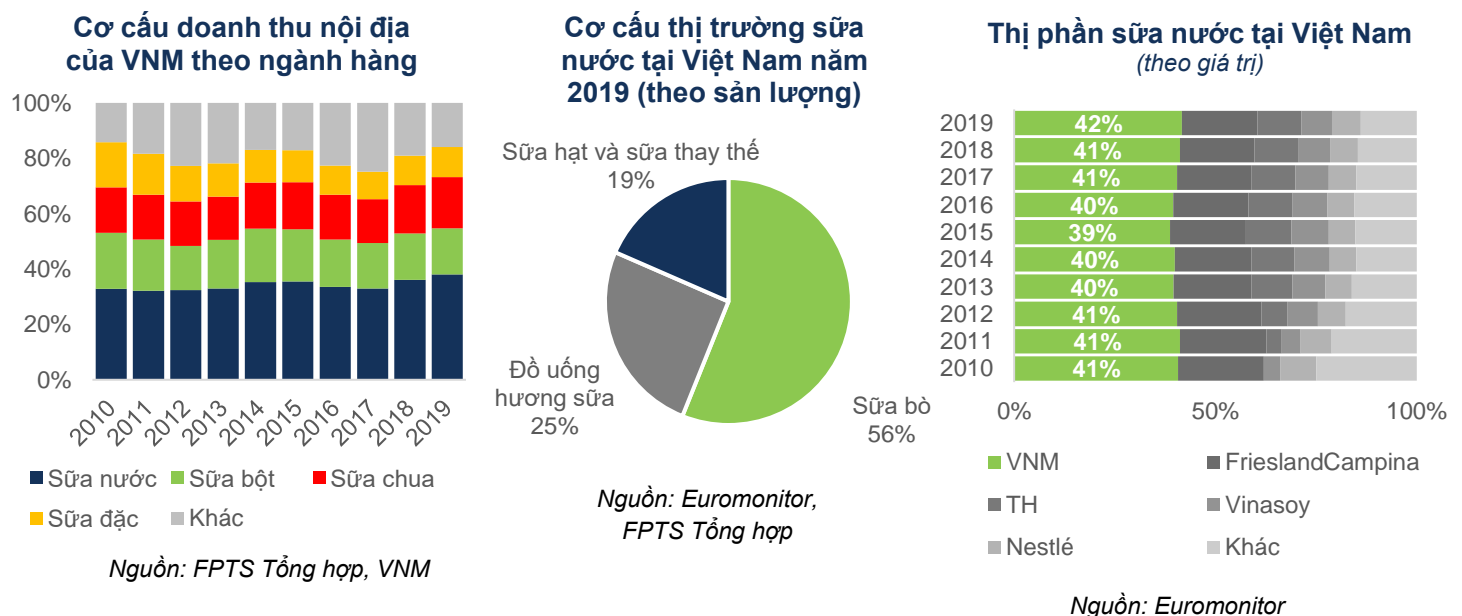
### (3) Tiêu thụ sữa kỳ vọng đạt mức tăng trưởng kép 9,3%/năm giai đoạn 2020 – 2024F, động lực tăng trưởng đến từ ngành hàng sữa chua và xu hướng cao cấp hóa các sản phẩm sữa

Theo dự báo của Euromonitor, sản lượng tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa của Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng ở mức +9,3%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F, đạt tổng mức tiêu thụ 3,05 triệu tấn sản phẩm vào năm 2024F. Trong đó, ngành hàng được kỳ vọng có tốc độ tăng trưởng cao nhất là ngành hàng sữa chua với tốc độ tăng trưởng đạt +12%/năm.



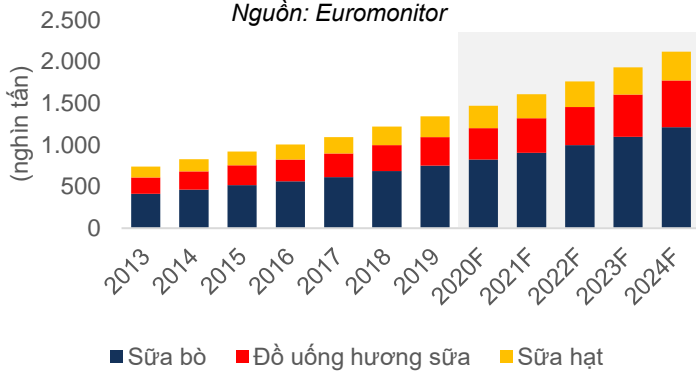
#### a. Sữa nước: Nhu cầu sữa tươi nguyên chất tăng cao, thúc đẩy đầu tư vùng nguyên liệu

Ngành hàng sữa nước đạt giá trị lớn nhất với 44,2% cơ cấu thị trường, tiếp theo là các sản phẩm sữa bột (32,6%), sữa chua (14%) và sữa đặc (6,7%). Đây cũng là ngành hàng đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu tại thị trường nội địa của VNM với gần 40% tỷ trọng doanh thu năm 2019. Các sản phẩm trong thị trường sữa nước rất đa dạng, bao gồm sữa động vật (sữa bò, sữa dê), sữa hạt (sữa đậu nành, sữa lúa mạch...), hay các thức uống từ sữa khác. Trong đó, sữa bò chiếm ưu thế với gần 60% sản lượng tiêu thụ sữa nước trên thị trường. Theo dự phóng của Euromonitor, tiêu thụ sữa nước tại Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng 10%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F, đạt hơn 2 triệu tấn sữa nước vào năm 2024.



### Dự phóng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm sữa nước tại Việt Nam

Nguồn: Euromonitor



Trong các sản phẩm sữa bò, có 02 dòng sản phẩm chính là sữa tươi (có nguồn gốc từ sữa tươi nguyên liệu) và sữa hoàn nguyên (có nguồn gốc từ sữa bột). Nguồn cung sữa tươi nguyên liệu tại Việt Nam phụ thuộc lớn vào lượng sữa thu mua từ nông dân. Theo chia sẻ của VNM, sữa tươi nguyên liệu thu mua hiện có giá cao hơn khoảng 30% so với sữa bột nguyên liệu nhập khẩu, nên các sản phẩm sữa tươi cũng có giá thành cao hơn so với các sản phẩm sữa hoàn nguyên. Do đó, việc các doanh nghiệp sữa tập trung phát triển vùng nguyên liệu bò sữa tự chủ là rất quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung sữa tươi trong nước cũng như khả năng cạnh tranh trong ngành.

Theo đánh giá của chúng tôi, VNM đã chuẩn bị kỹ lưỡng trong việc phát triển vùng nguyên liệu bò sữa tự chủ. Sau khi hoàn tất thu mua GTNfoods và gián tiếp sở hữu Mộc Châu Milk, đàn bò sữa của Mộc Châu Milk cũng được bổ sung vào quy mô đàn bò của VNM, nâng tổng số đàn bò của VNM lên 155.000 con (+19,2% so với năm 2019). Ngoài ra, trong năm 2020, doanh nghiệp cũng dự kiến đưa trang trại bò sữa Quảng Ngãi với quy mô 4.000 con vào hoạt động, hay tổ hợp trang trại bò sữa Organic tại Lào với quy mô 8.000 con (4.000 con bò organic, 4.000 bò cao sản) cũng dự kiến sẽ đóng góp nguồn sữa tươi nguyên liệu cho doanh nghiệp từ năm 2021.

Bên cạnh các đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong sản phẩm sữa bò như TH True Milk, Nutifood, IDP, Friesland Campina... các sản phẩm sữa thay thế như sữa hạt, sữa lúa mạch cũng ngày càng được ưa chuộng. Giai đoạn 2014 – 2019, các sản phẩm sữa thay thế có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong nhóm sản phẩm thuộc ngành hàng sữa nước, với tốc độ tăng trưởng đạt +11%/năm (so với mức trung bình +10,1%/năm của ngành hàng sữa nước). VNM đã gia nhập sản xuất và kinh doanh sữa đậu nành từ năm 2012, nhưng vị thế sản phẩm này của VNM vẫn còn khá khiêm tốn trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam với thị phần năm 2019 chỉ đạt 5,1%.

Theo nhận định của Euromonitor, người tiêu dùng Việt Nam ngày nay, đặc biệt là người dân thành thị, khá am hiểu về an toàn và dinh dưỡng thực phẩm. Người tiêu dùng ưa thích các sản phẩm sữa uống liền vì độ tiện lợi, bảo đảm được nguồn gốc xuất xứ, cũng như các yêu cầu về dinh dưỡng. Tuy nhiên, người tiêu dùng cũng dần trở nên khắt khe hơn và yêu cầu các sản phẩm có nhiều dưỡng chất, cao cấp hơn các sản phẩm truyền thống như trước kia. Do đó, các doanh nghiệp sữa tại Việt Nam phải nghiên cứu và phát triển nhiều sản phẩm đa dạng, phù hợp với thị hiếu của người tiêu dùng, ra mắt các dòng sản phẩm cao cấp, đem lại giá trị gia tăng cao.

### So sánh thành phần dinh dưỡng trong 240 ml sữa bò và một số sản phẩm sữa nước khác

Thành phần	Sữa bò	Sữa đậu nành	Sữa hạnh nhân	Sữa gạo
Protein (grams)	<b>8</b>	7 – 9	1	1
Đường tinh bột/carb (grams)	<b>13</b>	4	1 – 2	27 – 38
Năng lượng (calo)	<b>146</b>	80 – 90	30 – 35	130 – 140
Chất béo (grams)	<b>8</b>	4 – 4,5	2,5	2 – 3
Chất xơ (grams)	<b>0</b>	1,5	1	0,7
Chứa lactose*	<b>Có</b>	Không	Không	Không

Nguồn: Viện Y học ứng dụng Việt Nam, Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA, FPTs Tổng hợp

\*Khoảng 75% dân số thế giới, chủ yếu là người Châu Á, không tiêu hóa được đường lactose trong sữa động vật

Để đáp ứng được xu hướng tiêu dùng, VNM đã xây dựng 03 trang trại bò sữa organic và cho ra mắt các sản phẩm mới, đáp ứng được nhiều nhu cầu khác nhau như giảm đường; giảm béo; bổ sung vitamin, khoáng chất, chất xơ, lợi khuẩn; các sản phẩm hữu cơ; không chứa đường lactose... Nhìn chung, xu hướng phát triển các sản phẩm cao cấp với giá trị gia tăng cao sẽ định hình cho hoạt động sản xuất của không chỉ của VNM mà cả các doanh nghiệp sữa khác trong ngành.

## (2) Sữa bột: Nhạy cảm với vấn đề vệ sinh – an toàn thực phẩm, nhu cầu về các sản phẩm cao cấp tăng cao

Dù chỉ chiếm khoảng 6,6% cơ cấu sản lượng sữa và các sản phẩm sữa năm 2019, ngành hàng sữa bột đóng góp tới 32,6% vào giá trị của toàn ngành. Các sản phẩm sữa bột gồm sữa bột và sữa bột pha sẵn, được phân loại thành 03 dòng sản phẩm chính theo đối tượng sử dụng (i) sữa bột dành cho trẻ em (chiếm hơn 95% cơ cấu sản phẩm), (ii) sữa bột dành cho phụ nữ mang thai, (iii) sữa bột dinh dưỡng cho người lớn.

Tăng trưởng tiêu thụ sữa bột trẻ em tại Việt Nam đang trong xu hướng giảm khi tốc độ tăng trưởng CAGR của sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2015 – 2019 chỉ đạt +5,1%/năm (thấp hơn mức +12%/năm giai đoạn 2010 – 2014) do:

(i) Trong một số giai đoạn, ngành sữa Việt Nam phải chịu tác động tiêu cực từ các vụ bê bối sữa quốc tế ([chi tiết](#)). Nhìn chung, sữa và các sản phẩm từ sữa rất nhạy cảm với các vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm, đặc biệt là ngành hàng sữa bột, do nguyên liệu đầu vào hầu như phải nhập khẩu từ nước ngoài.

(ii) Thói quen tiêu dùng liên quan đến thực phẩm cho trẻ em liên tục thay đổi tại Việt Nam. Trở ngại lớn nhất đối với tăng trưởng các sản phẩm sữa bột trẻ em hiện nay là xu hướng hạn chế sử dụng các sản phẩm thay thế sữa mẹ (đối với trẻ dưới 24 tháng tuổi). Các quy định của Chính phủ về việc cấm quảng cáo các sản phẩm sữa thay thế sữa mẹ dùng cho trẻ dưới 24 tháng tuổi (Nghị định 100 năm 2014, có hiệu lực từ tháng 03/2015) cũng tác động tới sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm cho trẻ trong độ tuổi này.

(iii) Tỷ lệ sinh giảm tại Việt Nam cũng là một yếu tố tác động tới sự sụt giảm tăng trưởng của ngành hàng sữa bột ([chi tiết](#)).

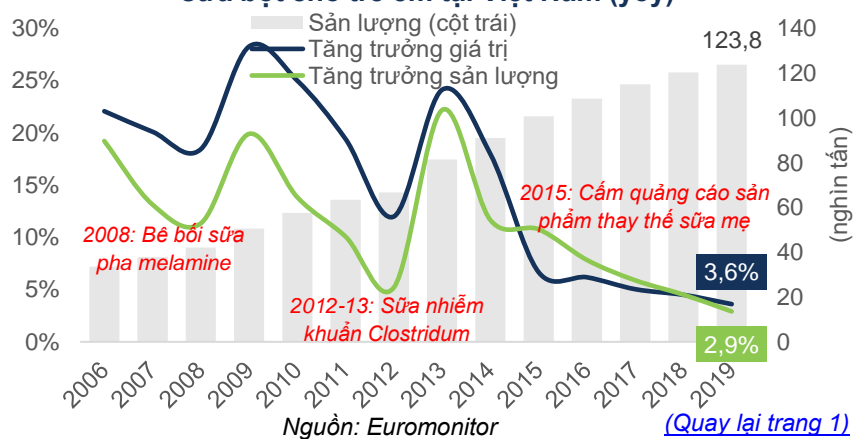
### Các phân khúc sản phẩm chính trong ngành hàng sữa bột

(theo đối tượng sử dụng)

Trẻ em từ 0 – 6 tháng tuổi
Trẻ em từ 6 – 12 tháng tuổi
Trẻ em từ 1 – 2 tuổi
Trẻ em trên 2 tuổi
Phụ nữ mang thai
Người lớn (người bệnh; người cao tuổi; người ăn uống kém...)

Nguồn: Euromonitor, FPTS Tổng hợp

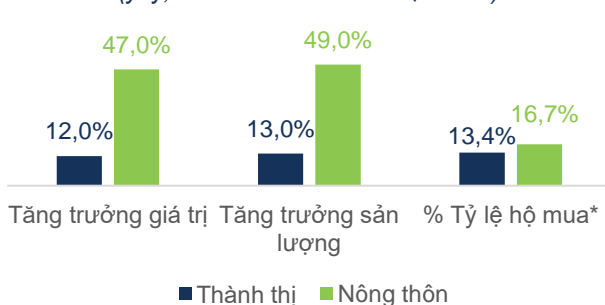
### Sản lượng và tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa bột cho trẻ em tại Việt Nam (yoy)



Trong các sản phẩm sữa bột, sữa bột pha sẵn cho trẻ em (dạng nước, uống liền) hiện đang được ưa chuộng hơn cả nhờ vào tính tiện lợi của sản phẩm, đặc biệt tại khu vực nông thôn (theo Kantar Worldpanel, Quý 2/2019). Hiện nhóm hàng này mới chỉ tiếp cận hơn 10% tổng số hộ gia đình có trẻ em dưới 12 tuổi và được đánh giá là có nhiều tiềm năng để phát triển. Theo dự phóng của Euromonitor, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa bột tại Việt Nam ước ở mức +3,3%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F, thấp hơn mức +6,3% của giai đoạn trước đó, kỳ vọng tăng trưởng chính tại các sản phẩm cao cấp có chất lượng cao và tiện lợi đối với người tiêu dùng.

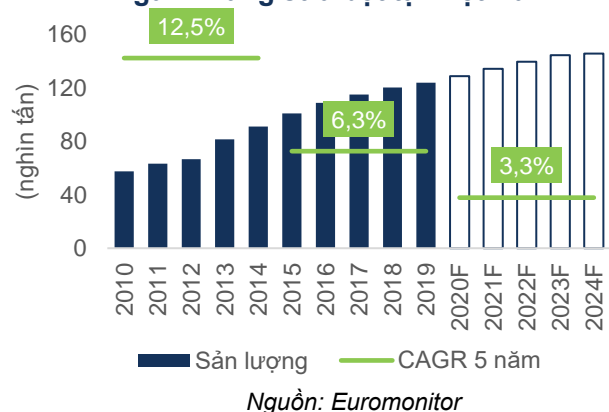
### Tăng trưởng tiêu thụ sữa bột pha sẵn cho trẻ em

(yoy, 52 tuần kết thúc vào Q2/2019)

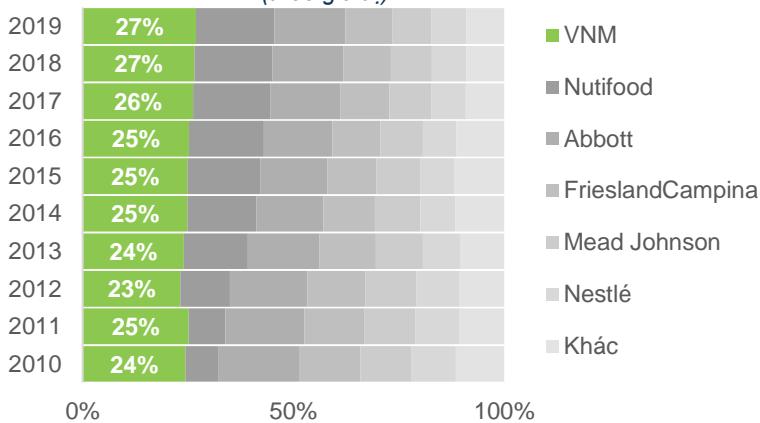


\*Trên tổng số hộ gia đình có trẻ em dưới 12 tuổi tại Việt Nam  
 Nguồn: Kantar Worldpanel (Q2/2019)

### Dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ngành hàng sữa bột tại Việt Nam



### Thị phần sữa bột trẻ em tại Việt Nam (theo giá trị)



Nguồn: Euromonitor

VNM hiện đang dẫn đầu thị phần sữa bột trẻ em với 27% thị phần năm 2019, nhưng đang gặp phải cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp sữa bột khác.

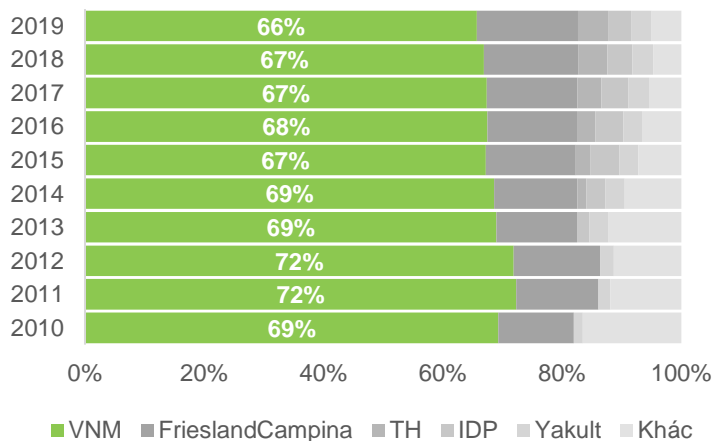
Các hãng sữa quốc tế có trụ sở tại Việt Nam như Abbott, FrieslandCampina, Nestlé, Mead Johnson và các hãng sữa nội địa như Nutifood đều có năng lực tốt về quảng cáo, nghiên cứu và phát triển sản phẩm. Các sản phẩm sữa ngoại nhập khẩu (chính ngạch hay “xách tay”) hiện cũng khá phổ biến và được ưa chuộng.

Để cạnh tranh với các doanh nghiệp sữa khác trên thị trường, VNM chú trọng phát triển sản phẩm ở tất cả các phân khúc (bình dân, trung cấp, cao cấp) và liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới. Trong năm 2019, VNM đã cho ra mắt các sản phẩm sữa bột mới, trong đó có sản phẩm sữa bột và bột dinh dưỡng Organic Gold dành cho trẻ dưới 06 tuổi có giá bán cao hơn gần 02 lần so với sản phẩm sữa bột truyền thống; các sản phẩm sữa bột pha sẵn đi kèm với các sản phẩm sữa cao cấp cho trẻ em (thương hiệu Yoko Gold, Optimum Gold, Grow Plus,...). Các sản phẩm cao cấp với giá trị gia tăng cao là động lực tăng trưởng chính cho VNM tại ngành hàng này.

### (3) Sữa chua: Dẫn dắt tăng trưởng thị trường sữa Việt Nam

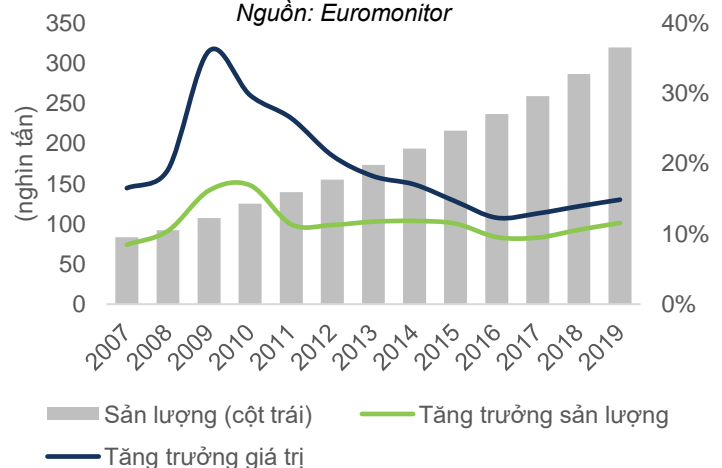
#### Thị phần sữa chua tại Việt Nam (theo giá trị)

Nguồn: Euromonitor



#### Sản lượng và tốc độ tăng trưởng tiêu thụ hàng năm ngành hàng sữa chua tại Việt Nam

Nguồn: Euromonitor



Sữa chua là ngành hàng có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong thị trường sữa và các sản phẩm từ sữa với mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đạt +10%/năm giai đoạn 2014 – 2019. Tại ngành hàng này, VNM đang chiếm ưu thế lớn với khoảng 66% thị phần năm 2019 với các thương hiệu chính là Vinamilk, Probi, Susu và Yomilk.

Mặc dù chiếm ưu thế trong ngành hàng sữa chua, VNM vẫn phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt, đặc biệt là từ FrieslandCampina và TH True Milk trong phân khúc sữa chua uống và sữa chua nguyên chất. Các doanh nghiệp đối thủ của VNM đều có đủ năng lực để nâng cao khả năng cạnh tranh với VNM, cải thiện hệ thống phân phối và phát triển quy mô thị trường.

### Tác động của dịch Covid-19 tới thói quen mua hàng của người tiêu dùng Việt Nam

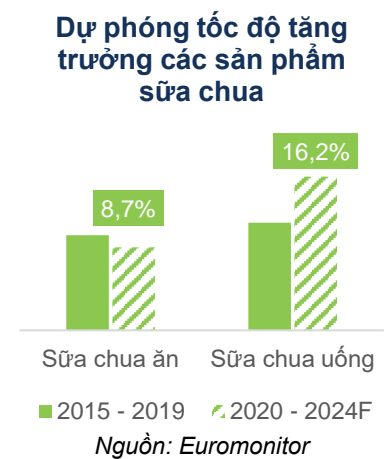
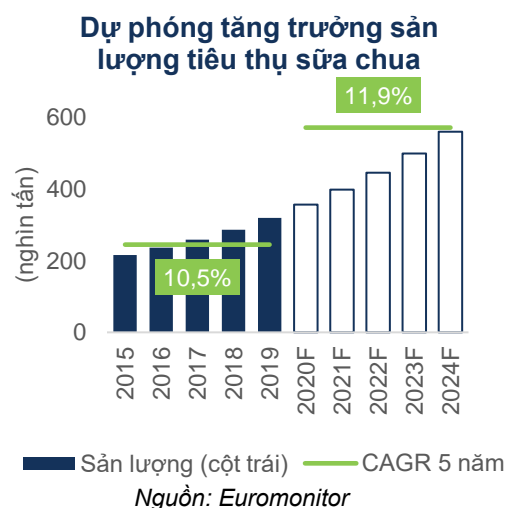
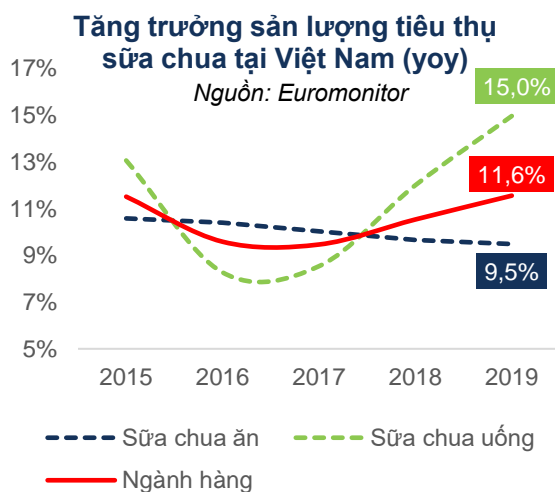
(% tăng trưởng theo giá trị)

	Thành thị	Nông thôn
<b>Sữa chua uống</b>	<b>+36%</b>	<b>+17%</b>
Sữa bột người lớn	+33%	N.A
Sữa bột trẻ em	+14%	+65%

Nguồn: Kantar Worldpanel

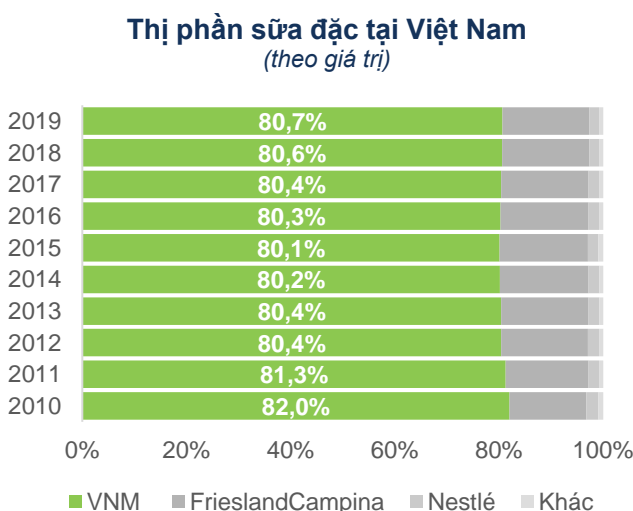
Người tiêu dùng tại Việt Nam ngày càng tin tưởng vào các lợi ích của sữa chua với vai trò là nguồn dinh dưỡng, tăng cường hệ miễn dịch, hỗ trợ tiêu hóa, hỗ trợ làm đẹp. Theo số liệu của Kantar Worldpanel, trong Q1/2020, khi đại dịch Covid-19 bùng phát, mối quan tâm của người tiêu dùng tới các sản phẩm liên quan đến sức khỏe tăng mạnh. Các sản phẩm giúp tăng cường miễn dịch và dinh dưỡng cho trẻ em, người cao tuổi đạt tăng trưởng ấn tượng, trong đó sữa chua uống tăng trưởng +36% yoy tại khu vực thành thị và +17% yoy tại khu vực nông thôn.

Theo dự phóng của Euromonitor, các sản phẩm sữa chua uống (hiện đóng góp hơn 38% vào cơ cấu sản lượng và doanh thu thị trường sữa chua) với đa dạng sự lựa chọn và tiện lợi khi sử dụng sẽ tiếp tục là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng của ngành hàng sữa chua tại Việt Nam trong giai đoạn tới. Ước tính, ngành hàng sữa chua sẽ đạt mức tiêu thụ khoảng 560 nghìn tấn vào năm 2024F, tương ứng với mức tăng trưởng kép +11,9%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F (cao hơn mức +10,5%/năm của giai đoạn trước đó).



#### (4) Sữa đặc: Thị trường bão hòa, VNM chiếm ưu thế gần như tuyệt đối

Sữa đặc là một trong những sản phẩm truyền thống của VNM với 02 thương hiệu là “Ông Thọ” (khoảng 90% cơ cấu sản phẩm) và “Ngôi Sao Phương Nam” (10%). Công dụng chủ yếu của sữa đặc là dùng để pha với trà, cà phê, sinh tố, làm bánh... do có độ ngọt cao, nhiều đạm nhưng khá ít dinh dưỡng. Thành phần chủ yếu của sữa đặc VNM là đường (khoảng 47% thành phẩm), sữa bột (khoảng 44,5%, chủ yếu là nguyên liệu nhập khẩu).

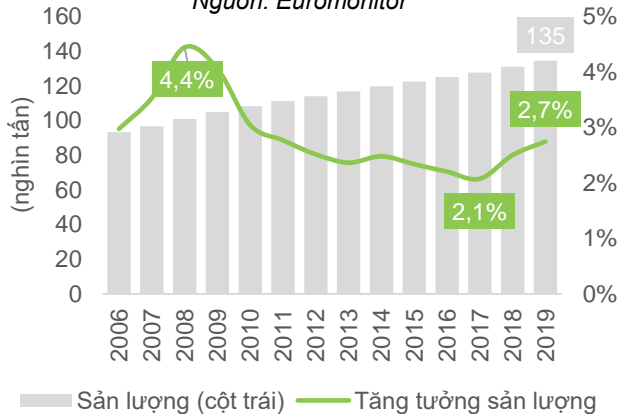


Tại ngành hàng sữa đặc, VNM hiện chiếm hơn 80% thị phần tại Việt Nam với vị thế rất vững chắc và được người tiêu dùng tại Việt Nam ưu tiên lựa chọn. Đây cũng là sản phẩm thế mạnh của doanh nghiệp và được VNM xuất khẩu đến nhiều thị trường khác nhau (Trung Quốc, Campuchia, Myanmar...). Các đối thủ chính của VNM tại ngành hàng này ở Việt Nam là các doanh nghiệp đa quốc gia như FrieslandCampina (sữa đặc Cô gái Hà Lan; sữa đặc, kem đặc Hoàn Hảo), Nestlé (sữa đặc, kem đặc Carnation). Gần đây nhất, Nutifood cũng tham gia thị trường sữa đặc, nhưng rất khó để chiếm được thị phần tại ngành hàng này.

Sau giai đoạn giảm tốc 2010 – 2017, thị trường sữa đặc tại Việt Nam đã phục hồi nhẹ trong những năm gần đây (2018 – 2019). Theo nghiên cứu thị trường của Euromonitor, tăng trưởng tiêu thụ trà và cà phê nội địa (tăng trưởng lần lượt đạt +2,8% và +8,2% yoy năm 2019), cùng với sự phát triển của các cửa hàng cà phê và trà sữa tại Việt Nam đã tác động tích cực đến tăng trưởng ngành hàng sữa đặc. Euromonitor ước tính, tiêu thụ các sản phẩm sữa đặc tại Việt Nam ước đạt 161,3 nghìn tấn vào năm 2024F, tốc độ tăng trưởng cải thiện, ước đạt 3,7%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F.

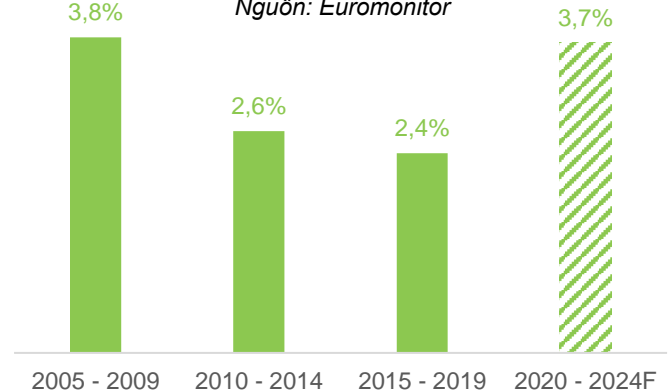
**Sản lượng và tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa đặc tại Việt Nam**

Nguồn: Euromonitor



**Dự phóng tốc độ tăng trưởng kép sản lượng tiêu thụ sữa đặc tại Việt Nam**

Nguồn: Euromonitor



**(5) Khác: Triển vọng từ liên kết với Kido phát triển ngành hàng kem, tham gia thị trường cà phê**

Các sản phẩm khác của VNM bao gồm bơ, phô mai, kem, thức uống giải khát khác hiện đóng góp khoảng 10 – 15% vào cơ cấu doanh thu nội địa của VNM mỗi năm, tốc độ tăng trưởng kép +8,4%/năm giai đoạn 2015 – 2019.

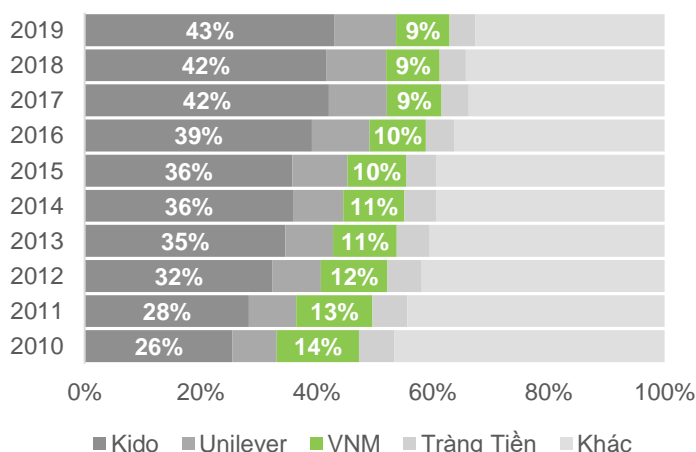
► **Bơ, phô mai: Không tập trung phát triển**

Theo đánh giá của chúng tôi, đây không phải là các sản phẩm thế mạnh của VNM. Năm 2019, thị phần của VNM chỉ đạt khoảng 3% trong ngành hàng này, rất khó để cạnh tranh với các doanh nghiệp lớn như Tường An (~51,7% thị phần ngành hàng bơ tại Việt Nam) hay Bel Group (~79% thị phần phô mai trong nước). Do đó, doanh nghiệp cũng không tập trung phát triển ngành hàng này tại thời điểm hiện tại.

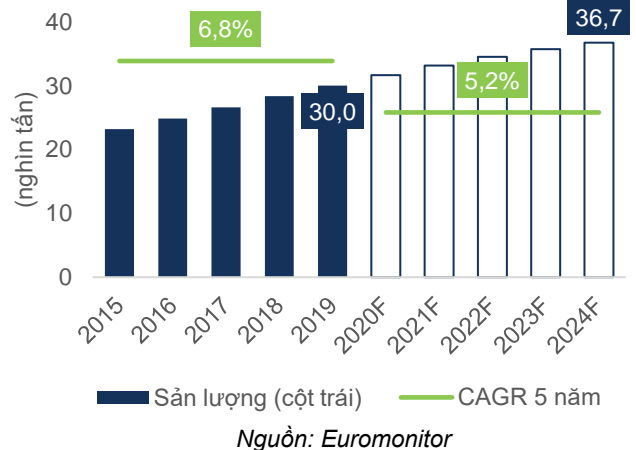
► **Kem, nước giải khát: Liên kết với Kido nhằm tận dụng lợi thế chuỗi cung ứng ngành hàng lạnh**

**Thị phần ngành hàng kem tại Việt Nam**

Nguồn: Euromonitor



**Dự phóng sản lượng và tốc độ tăng trưởng tiêu thụ kem tại Việt Nam**



Ngày 09/06/2020, VNM và Kido (doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ngành hàng kem tại Việt Nam) đã ký thỏa thuận thành lập công ty liên doanh VibeV (Vietnam Beverage) với tỷ lệ vốn góp của VNM là 51% và Kido là 49%. VibeV được dự kiến sẽ tập trung sản xuất, kinh doanh nước giải khát, kem và các thực phẩm đông lạnh, vốn là những ngành hàng thế mạnh của cả hai doanh nghiệp.



Theo đánh giá của chúng tôi, hợp tác giữa VNM và Kido sẽ giúp cả hai doanh nghiệp tận dụng được lợi thế chuỗi cung ứng ngành hàng lạnh, khi Kido hiện đang chiếm tới hơn 40% thị phần kem tại Việt Nam. Ngoài ra, cả hai cũng có thể tạo liên kết để nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh ngành hàng đang có xu hướng tăng trưởng chậm lại và thị phần của VNM dần bị áp đảo bởi Unilever (doanh nghiệp đa quốc gia chuyên về sản phẩm chăm sóc cá nhân, chăm sóc gia đình và thực phẩm). Euromonitor ước tính, sản lượng tiêu thụ kem tại Việt Nam ước đạt 36,7 nghìn tấn vào năm 2024F, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép +5,2%/năm (thấp hơn mức +6,8%/năm của giai đoạn trước).

► **Tham gia thị trường bán lẻ cà phê, tận dụng các địa điểm sẵn có của chuỗi cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt”**

Năm 2020, VNM triển khai dự án mở chuỗi cửa hàng bán lẻ cà phê rang xay và sản phẩm cà phê uống liền với thương hiệu “Hi-Café”. Cửa hàng đầu tiên đã được doanh nghiệp mở tại trụ sở chính của doanh nghiệp (TP. Hồ Chí Minh) vào cuối năm 2019. VNM đã từng tham gia thị trường cà phê tại Việt Nam với các sản phẩm cà phê hòa tan True Coffee (2003), Café Moment (2005) nhưng không thành công và đã phải chuyển nhượng lại nhà máy cà phê Sài Gòn cho Trung Nguyên trong năm 2010.

Hiện nay, thị trường cà phê tại Việt Nam được đánh giá là một thị trường hấp dẫn do (i) Việt Nam là quốc gia sản xuất hạt cà phê lớn thứ #2 thế giới (2019); (ii) Người tiêu dùng Việt Nam ưa chuộng các sản phẩm cà phê, tiêu thụ nội địa được dự báo tăng trưởng ở mức +8,07%/năm trong giai đoạn 2020 – 2025F (theo *Modor Intelligence*). Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh tại thị trường này cũng rất lớn.

Sản phẩm cà phê hòa tan và pha sẵn: Khoảng 76,1% thị phần thuộc về top 03 doanh nghiệp là Nestlé, Vinacafé Biên Hòa, Trung Nguyên với các sản phẩm quen thuộc đã được người tiêu dùng trong nước lựa chọn.

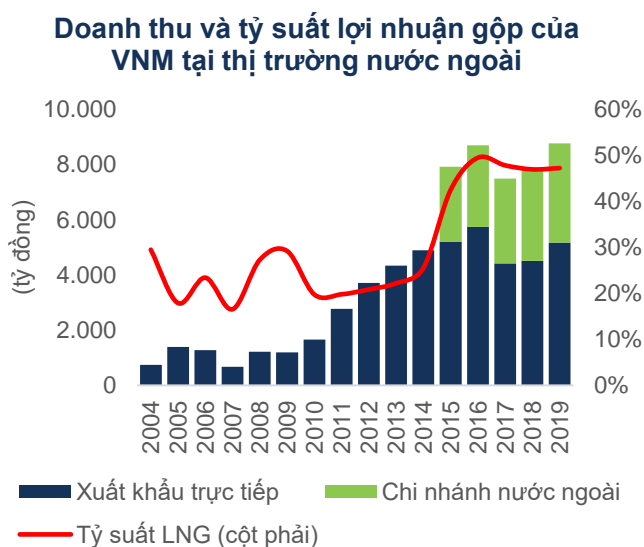
Sản phẩm cà phê rang xay và chuỗi cửa hàng cà phê: Thị trường phân mảnh với nhiều cửa hàng, chuỗi cà phê của cá nhân, doanh nghiệp trong và ngoài nước. Trong năm 2020, một số doanh nghiệp sữa khác cũng tham gia vào thị trường bán lẻ cà phê như Nutifood với chuỗi cà phê “Ông Bàu”. So với các chuỗi cà phê đã và mới gia nhập ngành, việc VNM tận dụng lợi thế với các địa điểm sẵn có của chuỗi cửa hàng “Giấc mơ sữa Việt” cho chuỗi “Hi-Café” (chủ yếu bán các sản phẩm cà phê mang đi) được kỳ vọng giúp doanh nghiệp tiết giảm chi phí và tăng lợi thế cạnh tranh tại thị trường này.

Theo đánh giá của chúng tôi, tham gia vào thị trường cà phê có thể giúp VNM tiến sâu hơn vào lĩnh vực đồ uống khác, trong bối cảnh doanh nghiệp đã tạo dựng được vị thế khá chắc chắn tại ngành hàng sữa trong nước. Tuy nhiên, do doanh nghiệp chưa chính thức triển khai kế hoạch trên diện rộng, chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật về hoạt động của mảng kinh doanh này trong các báo cáo tiếp theo.

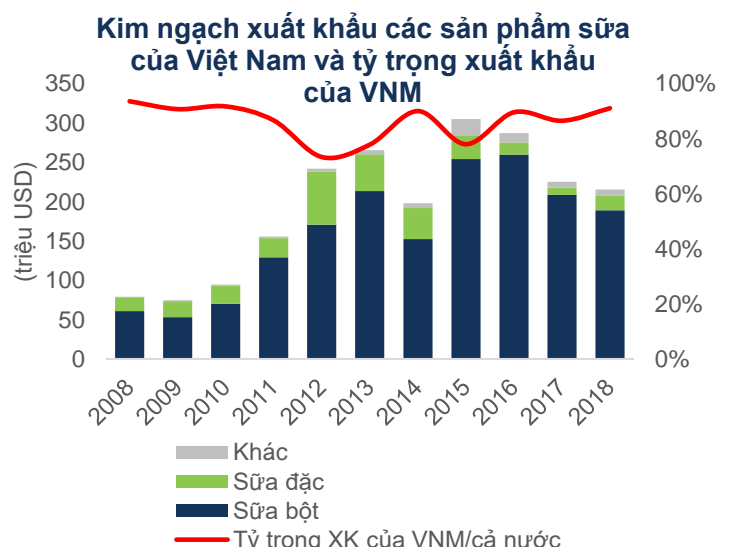
[\(Quay lại trang 1\)](#)

### 3.2. Thị trường Trung Đông và Đông Nam Á tiếp tục tăng trưởng, tiềm năng mở rộng thị trường

#### (1) VNM chiếm ~90% kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm sữa của Việt Nam



Nguồn: VNM



Nguồn: VNM, Tổng cục thống kê, FPTS Tổng hợp và Ước tính

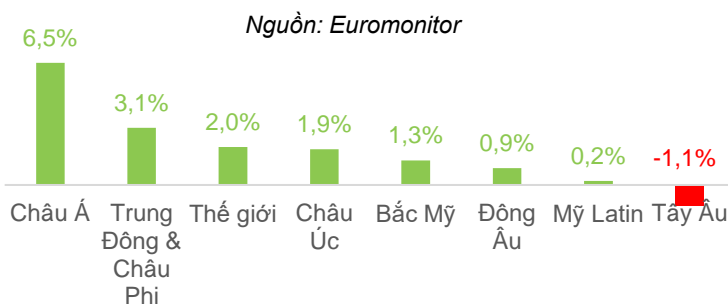
Dù Việt Nam không phải quốc gia có thế mạnh về ngành sữa so với các quốc gia ở châu Âu, châu Úc, các sản phẩm sữa của Việt Nam vẫn được đón nhận tại nhiều thị trường. Xuất khẩu sữa giai đoạn 2008 – 2019 đạt tăng trưởng kép +10,5%/năm. Trong các tháng đầu năm 2020, hoạt động xuất khẩu các sản phẩm sữa tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ những nỗ lực tích cực của các doanh nghiệp ngành sữa như thúc đẩy xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc hay tìm kiếm các thị trường xuất khẩu tiềm năng mới. Trong 04 tháng đầu năm 2020, kim ngạch xuất khẩu sữa của Việt Nam đạt 82,8 triệu USD, tăng 10,6% so với cùng kỳ 2019.

Năm 2019, VNM xuất khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa tới 53 thị trường, đạt 5.175 tỷ đồng doanh thu xuất khẩu (+14,8% yoy), và là doanh nghiệp xuất khẩu sữa lớn nhất tại Việt Nam, đóng góp từ 80 – 90% kim ngạch xuất khẩu sữa cả nước. Cuối tháng 06/2020, các sản phẩm của VNM như trà sữa, sữa đậu nành, sữa đặc đã được bán tại các thị trường mới như Hàn Quốc, các quốc gia trong Liên minh kinh tế Á - Âu (EAEU). Ước tính, doanh thu xuất khẩu của VNM trong 6T2020 đạt 4.658 tỷ đồng, tăng trưởng 12,2% yoy.

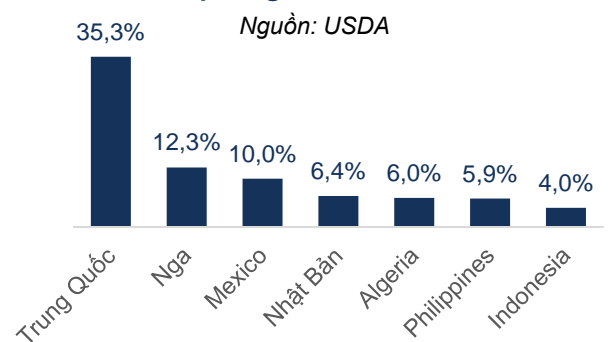
## (2) Các thị trường xuất khẩu chính

Theo nhận định của Cục Chế biến và Phát triển thị trường Nông sản (Bộ NN&PTNT), các thị trường xuất khẩu sữa truyền thống của Việt Nam là các quốc gia khu vực Trung Đông (đóng góp ~60% cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam) như Iraq (xuất khẩu sữa năm 2019 đạt tăng trưởng +29,3% yoy), Sudan, Các tiểu vương quốc Arab... Bên cạnh đó là các thị trường tiềm năng như Trung Quốc, Indonesia, Philippines, Malaysia – các quốc gia đóng góp khoảng 45% tổng nhu cầu nhập khẩu sữa trên thế giới năm 2019.

**Tốc độ tăng trưởng kép doanh thu các sản phẩm sữa tại các khu vực trên thế giới (2010 - 2019)**



**Thị phần nhập khẩu sữa của một số quốc gia năm 2019**

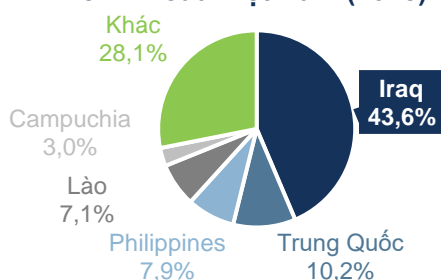


Các sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam là sữa bột và sữa đặc. Đây là những sản phẩm sử dụng chủ yếu sữa bột nguyên liệu trong quá trình sản xuất, nên có tỷ suất lợi nhuận gộp chịu tác động lớn từ diễn biến giá sữa nguyên liệu thế giới. Giai đoạn 2015 – 2019, VNM hưởng lợi từ diễn biến giảm của sữa bột nguyên liệu (giá trung bình giảm 26% so với giai đoạn 2010 – 2014), tỷ suất lợi nhuận gộp tại thị trường nước ngoài ở mức cao, đạt khoảng 50%.

### a. Thị trường Trung Đông: Tiếp tục tăng trưởng, rủi ro từ bất ổn chính trị

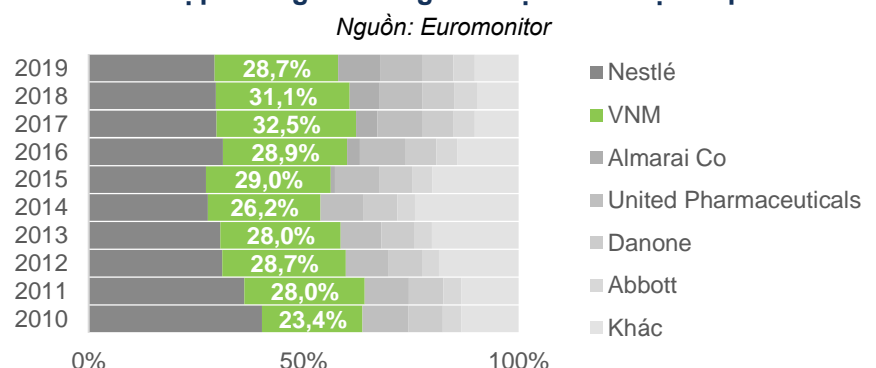
Hiện nay, doanh thu xuất khẩu tại Trung Đông đóng góp khoảng 70% kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm sữa của Việt Nam, với Iraq là thị trường chính (chiếm khoảng 44% cơ cấu xuất khẩu năm 2018). Tại thị trường Iraq, VNM đứng vị trí thứ #2 với 28,7% thị phần ngành hàng sữa bột trẻ em trong năm 2019 (chỉ sau Nestlé với 29,3% thị phần). Tăng trưởng kép doanh thu của VNM tại thị trường này giai đoạn 2010 – 2019 đạt +6,6%/năm.

**Các thị trường xuất khẩu sữa chính của Việt Nam (2018)**



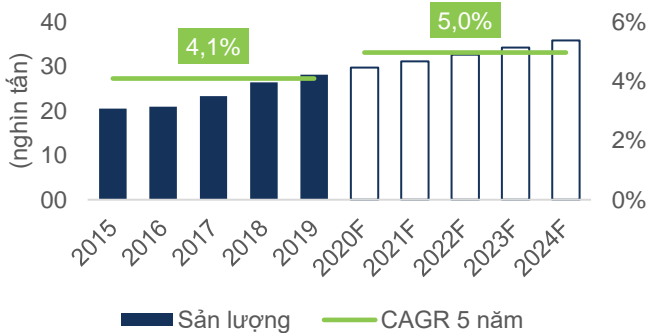
Nguồn: UNComtrade

**Thị phần ngành hàng sữa bột trẻ em tại Iraq**



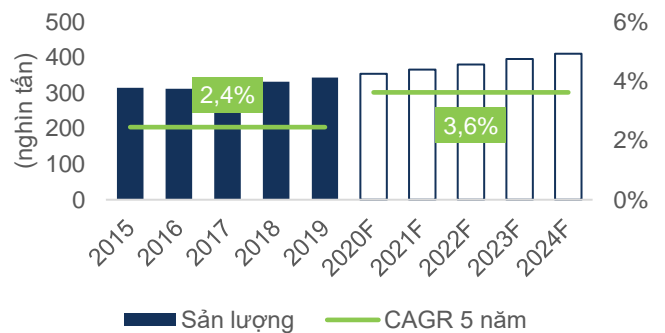
Theo Euromonitor, Iraq hiện có tỷ lệ sinh rất cao, ở mức 32 trẻ/1.000 dân vào năm 2019 (trung bình thế giới đạt 18 trẻ/1.000 dân) và là quốc gia có tỷ lệ tăng dân số ở mức cao tại Trung Đông. Do đó, các sản phẩm dinh dưỡng cho trẻ em từ 0 – 3 tuổi như sữa bột được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng lớn. Euromonitor ước tính, sản lượng tiêu thụ sữa bột trẻ em tại Iraq ước đạt +5%/năm giai đoạn 2020-2024F, cao hơn mức tăng trưởng dự phóng +3,6%/năm tại khu vực Trung Đông & Châu Phi.

**Dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa bột trẻ em tại Iraq**



Nguồn: Euromonitor

**Dự phóng sản lượng tiêu thụ sữa bột trẻ em tại Trung Đông & Châu Phi**

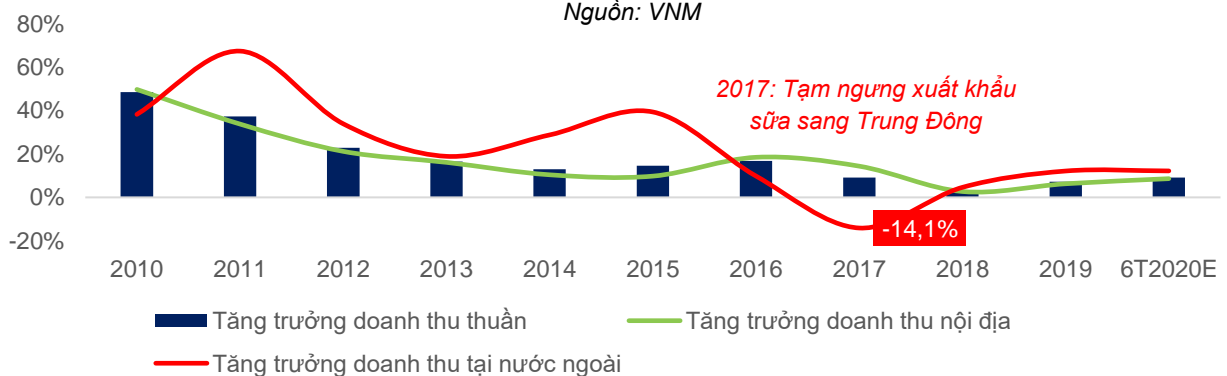


Nguồn: Euromonitor

Tuy nhiên, các bất ổn về địa chính trị ở khu vực Trung Đông là một rủi ro lớn đối với VNM khi tham gia thị trường này. Năm 2017, do các bất ổn tại Iraq, VNM đã ngưng xuất khẩu sữa sang Trung Đông, doanh thu xuất khẩu của VNM giảm 14,1% yoy, tăng trưởng doanh thu thuần toàn công ty chỉ đạt +9,1% yoy (thấp hơn mức +16,8% yoy năm 2016).

**Tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM (yoy)**

Nguồn: VNM

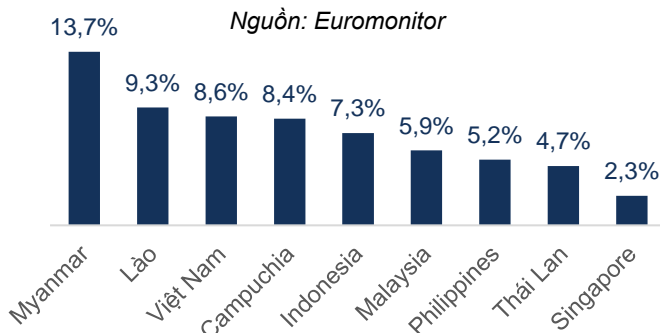


**b. Thị trường Đông Nam Á: Dư địa tăng trưởng lớn**

Đông Nam Á là thị trường xuất khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa lớn thứ hai của Việt Nam với đóng góp khoảng 20% trong kim ngạch xuất khẩu mỗi năm. Tại thị trường này, sữa Việt Nam xuất khẩu được hưởng lợi từ Hiệp định thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA) với thuế suất 0%.

**Tốc độ tăng trưởng kép doanh thu ngành sữa tại một số quốc gia khu vực Đông Nam Á giai đoạn 2015 - 2019**

Nguồn: Euromonitor

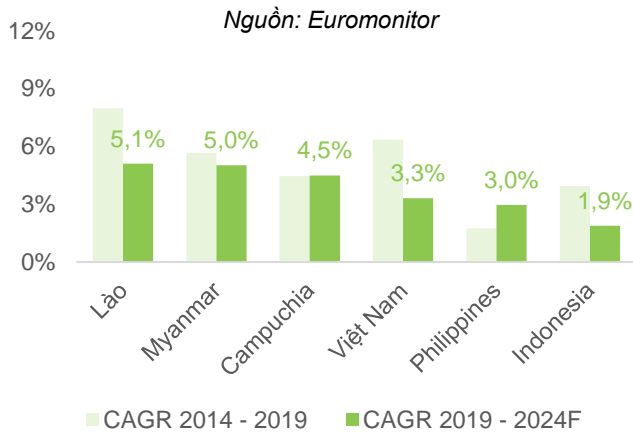


Theo đánh giá của chúng tôi, các thị trường tiềm năng cho xuất khẩu sữa tại khu vực Đông Nam Á của Việt Nam gồm Philippines, Indonesia (quốc gia nhập khẩu sữa lớn thứ #7 và #8 thế giới năm 2019), Myanmar, Lào và Campuchia do (i) tiêu thụ sữa bình quân tại các nước này còn thấp, chỉ từ 5 – 18 kg/người/năm, thấp hơn mức trung bình 38 kg/người/năm tại Châu Á; (ii) Tỷ lệ sinh ở mức cao ([chi tiết](#)).

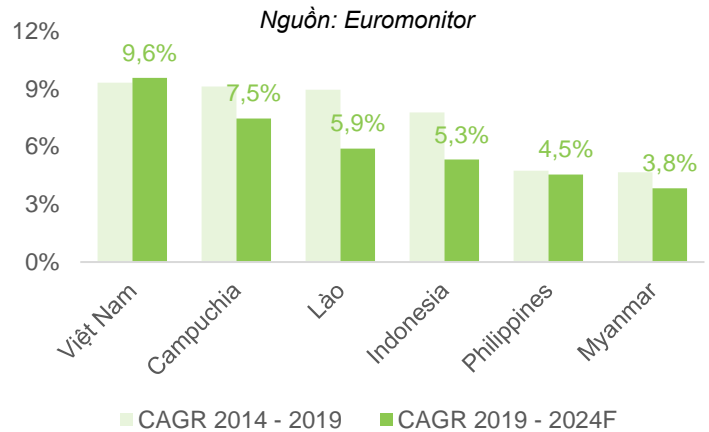
Năm 2014, VNM đầu tư nhà máy sữa Angkor Milk tại Campuchia. Năm 2019, doanh thu của NMS Angkor đạt 1.165 tỷ đồng (+27,3% yoy), đóng góp 13,3% vào cơ cấu doanh thu tại nước ngoài của doanh nghiệp. VNM hiện đang dẫn đầu thị phần sữa tại Campuchia với 32%.

Bên cạnh đó, năm 2019, VNM hợp tác xây dựng trang trại sữa quy mô 8.000 con bò thuộc Tổ hợp trang trại bò sữa Lào – Jagro tại Lào (quy mô giai đoạn 1 đạt 24.000 con), nhằm phát triển vùng nguyên liệu sữa tươi organic cũng như đẩy mạnh ngành chăn nuôi bò sữa công nghệ cao tại Lào.

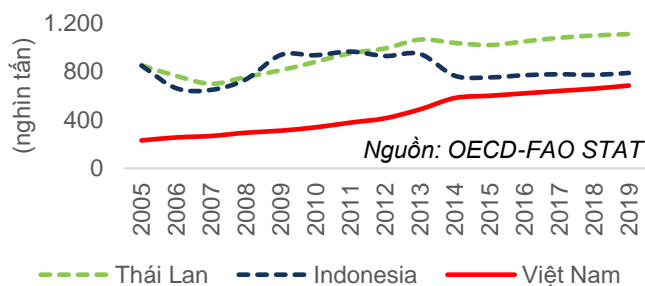
### Dự phóng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa bột tại một số quốc gia khu vực Đông Nam Á



### Dự phóng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ sữa nước và các sản phẩm từ sữa tại một số quốc gia khu vực Đông Nam Á



### Sản lượng sữa tươi nguyên liệu tại top 03 quốc gia sản xuất sữa lớn khu vực Đông Nam Á

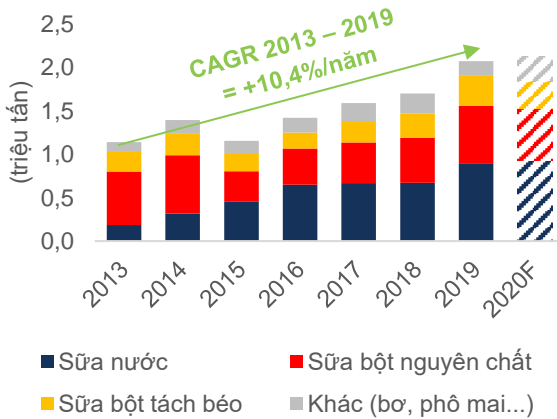


Theo dự phóng của Euromonitor, ngành sữa tại thị trường Đông Nam Á vẫn còn dư địa tăng trưởng trong giai đoạn 2019 – 2024F, nhưng giảm tốc so với giai đoạn trước đó. Tăng trưởng sữa nước và sữa chua sẽ là động lực tăng trưởng chính tại khu vực này. Do đó, VNM vẫn có thể tận dụng cơ hội để tăng trưởng xuất khẩu tại các quốc gia khu vực Đông Nam Á. Tuy nhiên, VNM sẽ gặp phải cạnh tranh không chỉ từ các doanh nghiệp đa quốc gia mà còn từ các doanh nghiệp sữa lớn trong khu vực Châu Á như từ Ấn Độ (#1 sản xuất và #8 xuất khẩu sữa thế giới) và Thái Lan (#1 sản xuất và xuất khẩu sữa tại Đông Nam Á).

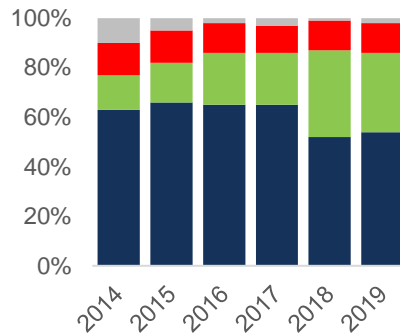
### c. Thị trường Trung Quốc: Tiềm năng tăng trưởng với các sản phẩm sữa tươi

Trung Quốc không phải thị trường mới đối với hoạt động xuất khẩu sữa của Việt Nam. Tuy nhiên, 2019 là năm đầu tiên các sản phẩm sữa Việt Nam được cấp phép xuất khẩu chính ngạch tại thị trường 1,9 tỷ dân này. Trung Quốc hiện là thị trường tiêu thụ sữa lớn thứ #4 thế giới (chiếm 5,4% sản lượng tiêu thụ toàn cầu năm 2019, xếp sau Ấn Độ, EU và Mỹ) với tổng giá trị ngành sữa đạt hơn 617,3 tỷ NDT (~88,2 tỷ USD) năm 2019 (+6,6% yoy, theo Euromonitor).

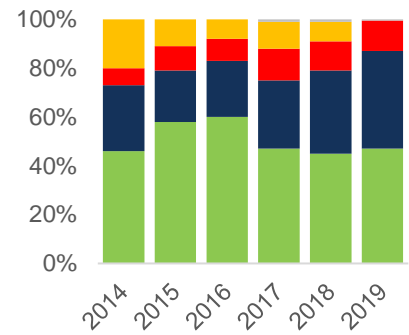
Theo Bộ Nông nghiệp Trung Quốc, do nguồn cung sữa của Trung Quốc hiện chỉ đủ đáp ứng 75% nhu cầu thị trường nội địa, nước này thường xuyên nhập khẩu sữa và các sản phẩm từ sữa, trở thành quốc gia nhập khẩu sữa lớn nhất thế giới. Năm 2019, Trung Quốc nhập khẩu 2,08 triệu tấn sản phẩm sữa các loại (+21,9% yoy), trong đó, sữa nước có tăng trưởng cao nhất với +32% yoy. Các thị trường nhập khẩu chính là EU, New Zealand, Úc.

**Sản lượng nhập khẩu các sản phẩm sữa của Trung Quốc**


Nguồn: USDA Tổng hợp và Ước tính

**Cơ cấu nhập khẩu sữa nước của Trung Quốc theo thị trường**


Nguồn: USDA, FPTs Tổng hợp

**Cơ cấu nhập khẩu sữa bột của Trung Quốc theo thị trường**


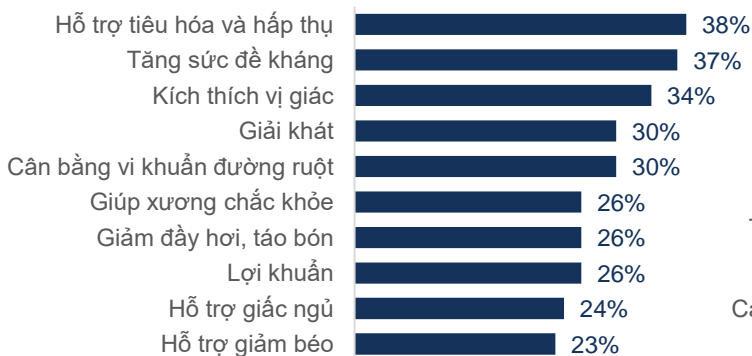
Từ năm 2015, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa tươi nguyên chất tại Trung Quốc tăng mạnh, khiến nhập khẩu sữa bột giảm dần (dùng trong các sản phẩm sữa hoàn nguyên). Tốc độ tăng trưởng nhập khẩu chỉ đạt lần lượt +1,4%/năm và +6,6%/năm cho sữa bột nguyên chất và sữa bột tách béo giai đoạn 2013 - 2019. Trong khi đó, nhập khẩu sữa nước tăng trưởng kép ở mức +29,9%/năm trong giai đoạn này.

Thị trường Trung Quốc được đánh giá là rất tiềm năng cho các doanh nghiệp xuất khẩu sữa của Việt Nam nhờ các yếu tố sau:

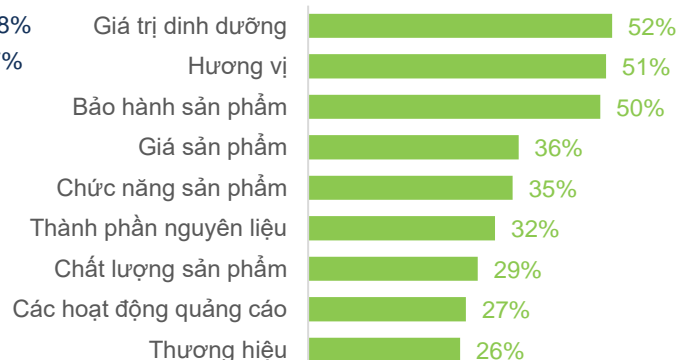
(i) Ngành sữa là một trong số ít những ngành được hưởng lợi sau đại dịch Covid-19 tại Trung Quốc khi nhu cầu sử dụng các sản phẩm tăng sức đề kháng, có ích cho sức khỏe tăng mạnh. Theo nghiên cứu thị trường của Ipsos, trong Q1/2020, tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa tại Trung Quốc tăng 13% yoy. Kết quả khảo sát thị trường của Ipsos trong Q2/2020 cũng cho thấy hơn 43% người tham gia khảo sát cho rằng sẽ tăng cường sử dụng các sản phẩm sữa. Trong đó, nhu cầu về hỗ trợ tiêu hóa và tăng sức đề kháng được quan tâm hơn cả.

**Top 10 nhu cầu về chức năng của các sản phẩm sữa tại Trung Quốc**

Nguồn: Khảo sát của Ipsos Trung Quốc (Q2/2020)


**Các yếu tố được chú trọng trong thói quen mua sữa tại Trung Quốc trong và sau đại dịch**

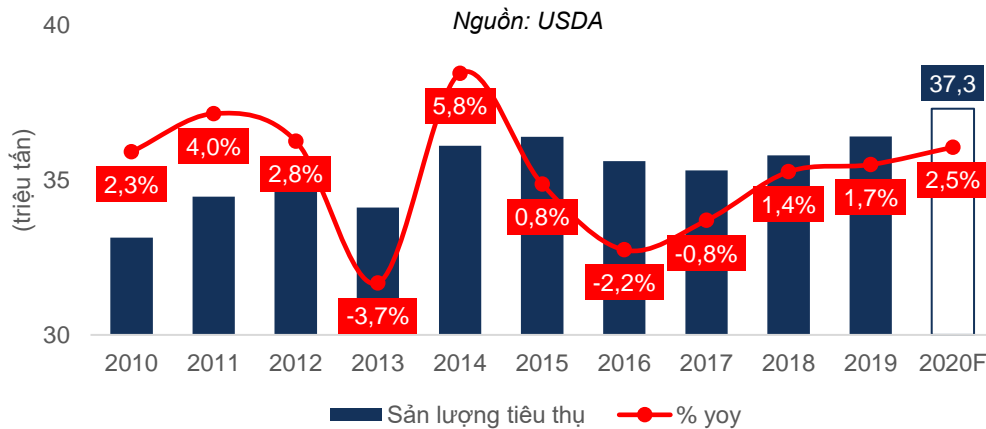
Nguồn: Khảo sát của Ipsos Trung Quốc (Q2/2020)



(ii) Nhu cầu tìm kiếm các nguồn cung protein thay thế trong đó có các sản phẩm sữa, sau khi dịch tả lợn châu Phi (ASF) tại Trung Quốc (từ T8/2018) khiến nguồn cung thịt lợn tại nước này giảm 36% yoy trong 2019 (và tiếp diễn trong 2020) (Theo USDA).

(iii) Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Trung Quốc còn thấp và liên tục tăng (từ 16,5 kg/người/năm năm 2016 lên 23 kg/người/năm năm 2019, vẫn thấp hơn 39,5% so với mức trung bình tại Châu Á) (theo FAO). Theo ước tính của USDA, với các triển vọng trong xu hướng tiêu dùng sữa và các sản phẩm từ sữa, sản lượng tiêu thụ sữa tại Trung Quốc được kỳ vọng đạt 37,3 triệu tấn (+2,5% yoy) vào năm 2020.

### Dự phóng sản lượng và tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa tại Trung Quốc



(iv) Doanh nghiệp sữa Việt Nam có lợi thế về địa lý và thuế suất: Do nhu cầu sữa tươi tại Trung Quốc được kỳ vọng tăng cao, xuất khẩu sữa nước của Việt Nam cũng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trong thời gian tới. Với vị trí địa lý gần Trung Quốc, sữa của Việt Nam vận chuyển sang Trung Quốc với thời gian ngắn, đảm bảo chất lượng và độ tươi mới của sản phẩm. Ngoài ra, các sản phẩm sữa nhập khẩu từ ASEAN vào Trung Quốc có mức thuế 0%, thấp hơn so với thuế nhập khẩu từ Úc, EU và Mỹ.

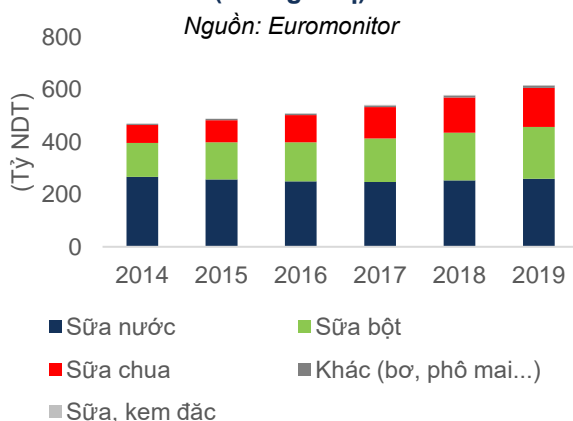
#### Biểu suất thuế nhập khẩu các sản phẩm sữa vào Trung Quốc từ một số khu vực trọng điểm

Mã HS	Mô tả	ASEAN	New Zealand	Úc	EU	Mỹ*
0401	Sữa nước	0%	0%	6%	15%	42,5%
0402	Sữa bột, sữa đặc	0%	0 - 1,7%	5%	10%	35%
0403.10	Sữa chua	0%	0%	4%	10%	37,5%

Nguồn: FPTS Tổng hợp,

\*Trong bối cảnh chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc (từ năm 2019), các mặt hàng nông sản từ Mỹ (bao gồm sản phẩm sữa) bị áp thuế nhập khẩu ở mức cao. Nhập khẩu sữa bột từ Mỹ của Trung Quốc giảm mạnh trong 2019.

#### Cơ cấu thị trường sữa tại Trung Quốc (theo giá trị)

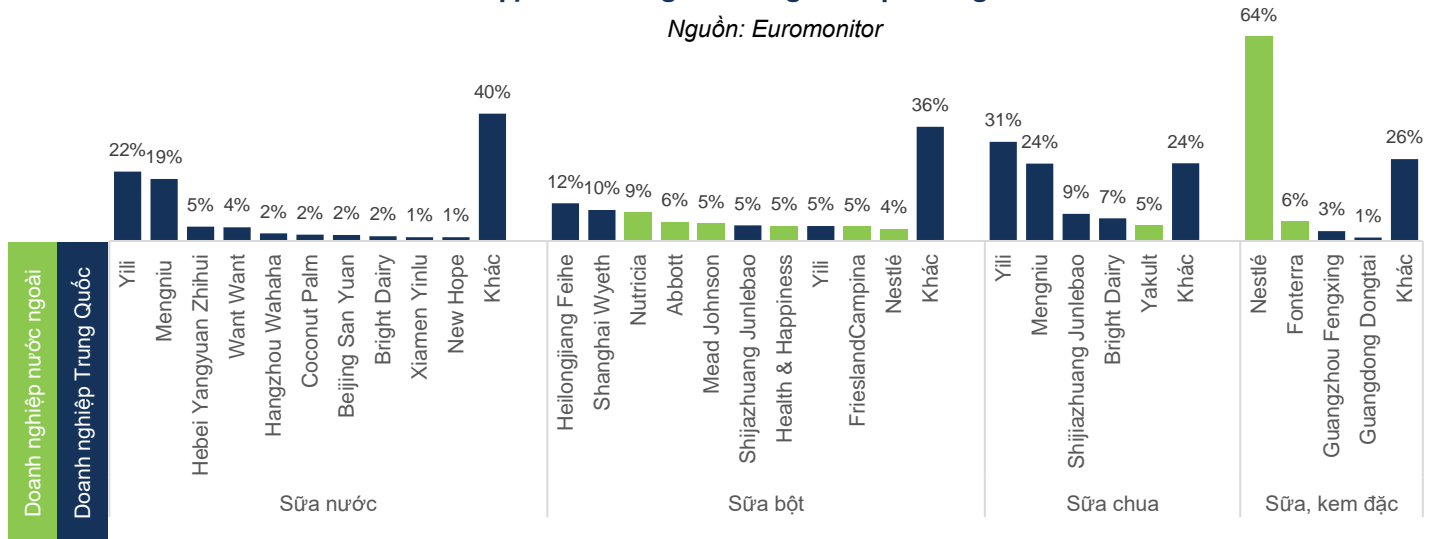


Bên cạnh những cơ hội trên, các thách thức tại thị trường Trung Quốc cũng rất lớn đối với các doanh nghiệp xuất khẩu sữa của Việt Nam do cạnh tranh gay gắt với sự tham gia của các doanh nghiệp trong và ngoài Trung Quốc.

Tại Trung Quốc, ngành hàng sữa nước chiếm 42% giá trị thị trường sữa tại nước này. Tiếp theo là ngành hàng sữa bột (32%) và sữa chua (24,2%). Các sản phẩm bơ, phô mai, sữa đặc đóng góp rất khiêm tốn với 1,7% giá trị thị trường năm 2019.

Trong ngành hàng sữa nước và sữa chua, thị phần hầu như tập trung ở các doanh nghiệp sữa nội địa Trung Quốc, trong đó có hai doanh nghiệp lớn nhất là Yili và Mengniu với hơn 40% thị phần sữa nước và 55% thị phần sữa chua.

Các doanh nghiệp nước ngoài chỉ có khả năng cạnh tranh ở ngành hàng sữa bột và sữa đặc - các sản phẩm sử dụng thành phần chính là sữa bột nguyên liệu. Tuy nhiên, tại ngành hàng sữa bột, các doanh nghiệp nước ngoài vẫn khó có được lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp nội địa khác.

**Thị phần các ngành hàng sữa tại Trung Quốc**
*Nguồn: Euromonitor*


Trong T04/2020, VNM đã xuất khẩu lô sữa đặc đầu tiên vào thị trường Trung Quốc. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, xu hướng nhập khẩu sữa đặc tại Trung Quốc cũng có tiềm năng tăng trưởng, sản lượng nhập khẩu sữa đặc của Trung Quốc đã tăng gần gấp đôi trong 4 năm từ 2016 đến 2019. Trong khi đó, sữa đặc là một trong những dòng sản phẩm chủ lực của VNM, được công ty xuất khẩu từ năm 1997. Bên cạnh đó, với các trang trại bò sữa hiện có và đang được phát triển (đặc biệt là các trang trại tại miền Bắc gần với Trung Quốc: Tuyên Quang, Mộc Châu, và trang trại bò sữa tại Lào), VNM có khả năng tận dụng được cơ hội xuất khẩu sữa tươi sang thị trường này.

**d. Thị trường Mỹ: Bảo hòa, kỳ vọng không tăng trưởng**

Năm 2013, VNM đầu tư vào NMS Driftwood tại bang California, Mỹ (70% vốn điều lệ). Sau đó, công ty này đã trở thành công ty con 100% vốn của VNM vào năm 2016. Doanh thu của Driftwood năm 2019 đạt 114 triệu USD (-1,9% yoy), đóng góp 30% vào cơ cấu doanh thu tại thị trường nước ngoài của VNM.

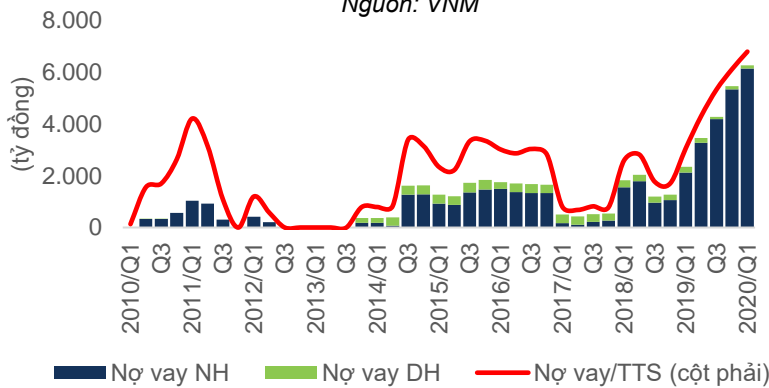
Driftwood là doanh nghiệp sữa địa phương, sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sữa, với khách hàng chính là các cơ sở trường học, nhà hàng, bệnh viện tại California, chỉ chiếm 0,16% thị phần tại thị trường Mỹ năm 2019. Trong khi đó, thị trường sữa tại Mỹ hiện đang ở trong giai đoạn bảo hòa (tăng trưởng kép tiêu thụ các sản phẩm sữa giai đoạn 2014 – 2019 đạt -1,1%/năm, theo Euromonitor). Do đó, chúng tôi cho rằng Driftwood sẽ không tăng trưởng trong thời gian tới.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

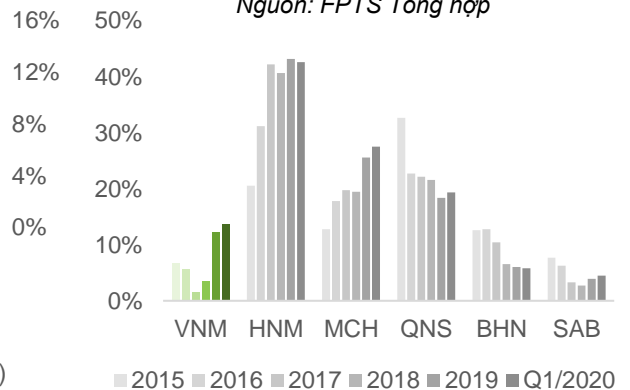
### III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

#### 1. Nợ ngắn hạn tăng trong năm 2019 để tài trợ cho hoạt động mua bán và sáp nhập

**Cơ cấu nợ vay và tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của VNM (Q1/2010 - Q1/2020)**  
 Nguồn: VNM



**Tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của một số doanh nghiệp đồ uống niêm yết**  
 Nguồn: FPTIS Tổng hợp



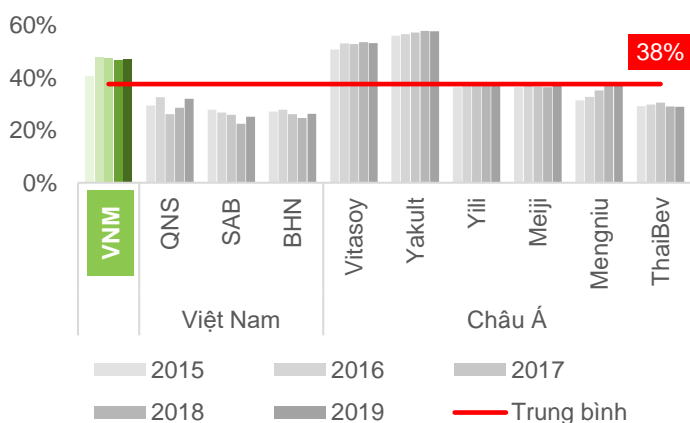
Năm 2019, tổng nợ vay của VNM đạt gần 5.475 tỷ đồng, tăng 3,2 lần so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, nợ ngắn hạn chiếm chủ yếu với khoảng 98% cơ cấu nợ vay. Quý 1/2020, tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của VNM ở mức cao nhất trong 10 năm (14%), nhưng vẫn khá thấp so với một số doanh nghiệp đồ uống niêm yết trong nước.

Vay nợ ròng của VNM trong năm 2019 tăng thêm 4,194 tỷ đồng, chủ yếu phục vụ cho đầu tư vào các dự án sau:

- ▶ Thu tóm GTNfoods: 3.447 tỷ đồng;
- ▶ Tăng vốn đầu tư vào NMS Driftwood (Mỹ): 233 tỷ đồng;
- ▶ Tăng vốn đầu tư vào CTCP Lào – Jargo: 335 tỷ đồng.

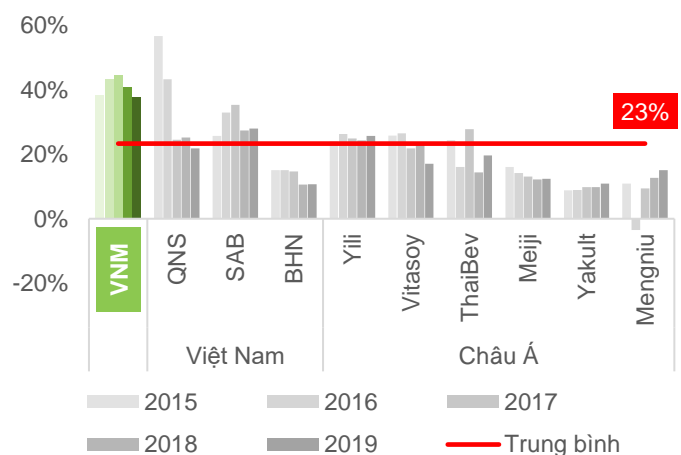
#### 2. Tỷ suất lợi nhuận cao và tương đối ổn định

**Tỷ suất lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp đồ uống tại Việt Nam và Châu Á**



Nguồn: FPTIS Tổng hợp

**Tỷ suất ROE của một số doanh nghiệp đồ uống tại Việt Nam và Châu Á**



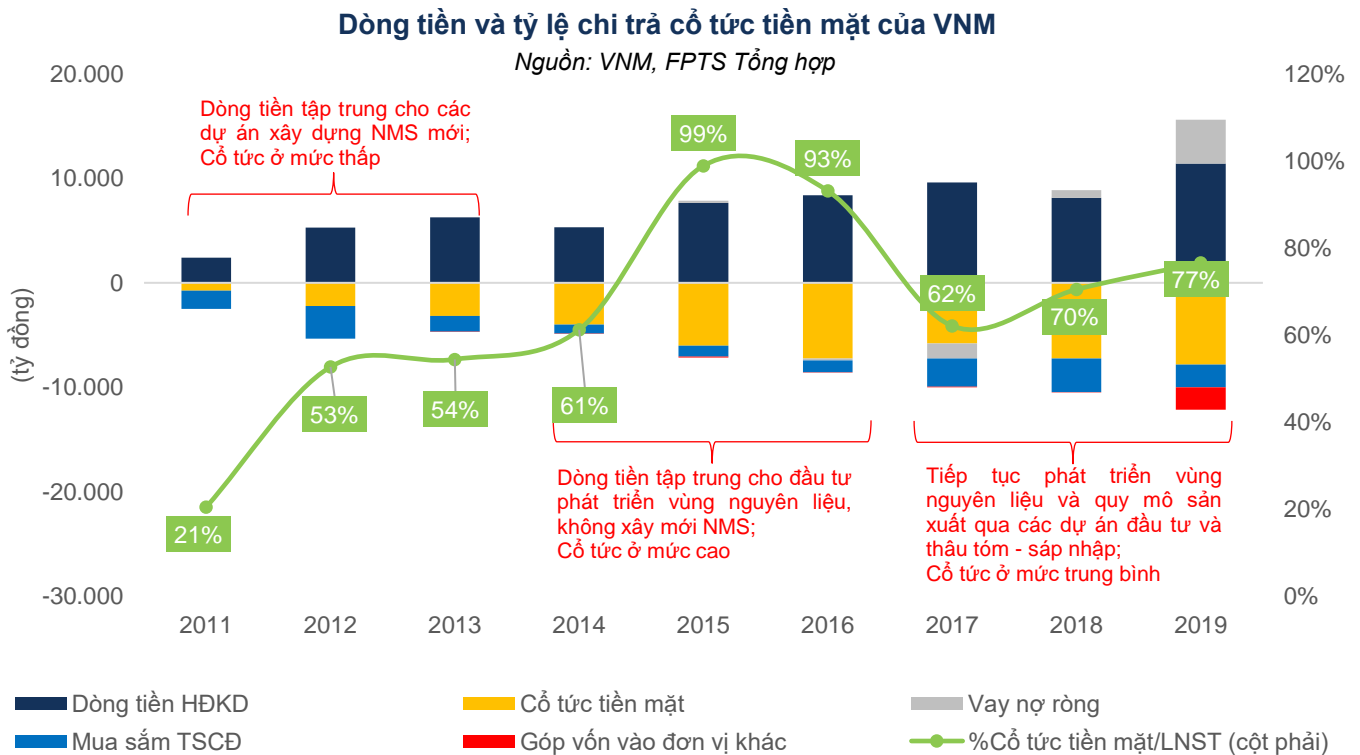
Nguồn: FPTIS Tổng hợp

So với một số doanh nghiệp đồ uống trong nước và tại khu vực Châu Á, VNM có tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức cao và tương đối ổn định qua các năm. Năm 2016, giá sữa bột nguyên liệu giảm xuống mức thấp nhất trong 10 năm, giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sữa được cải thiện đáng kể.

Tỷ suất sinh lời ROE của doanh nghiệp cũng cao hơn mức trung bình. Giai đoạn 2017 – 2019, tỷ suất sinh lời ROE của VNM giảm từ 44% xuống còn 38% do VNM đang trong quá trình đầu tư, phát triển vùng nguyên liệu (dự án tại Lào), thu tóm các doanh nghiệp trong ngành sữa (GTNfoods và Mộc Châu Milk) chưa đem lại hiệu quả.



### 3. Cổ tức tiền mặt ổn định



Giai đoạn 2011 – 2013, lợi nhuận của VNM được dùng để tài trợ cho các hoạt động xây dựng nhà máy mới và phát triển vùng nguyên liệu, với các dự án chính là (i) Siêu nhà máy sữa Mega Bình Dương (với công suất lớn gấp đôi năng lực sản xuất của VNM tại thời điểm bấy giờ) và NMS bột Dielac II; (ii) Trang trại bò sữa Tây Ninh (quy mô 8.000 con, tương ứng với tổng quy mô đàn bò sữa của trang trại VNM tại thời điểm năm 2013); (iii) Đầu tư vào NMS Driftwood tại Mỹ. Trong giai đoạn này, tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế của VNM ở mức dưới 55%.

Tới giai đoạn 2014 – 2016, VNM hầu như không đầu tư các dự án lớn mà chỉ tập trung phát triển vùng nguyên liệu. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt chia trả trong kỳ lên tới trên 90% lợi nhuận sau thuế.

Từ năm 2017 tới nay, VNM liên tục mở rộng chuỗi giá trị và quy mô của doanh nghiệp qua các hoạt động đầu tư góp vốn và thu mua các công ty thực phẩm (CTCP Đường Việt Nam - cung cấp nguyên liệu đầu vào; CTCP Chế biến Dừa Á Châu - đa dạng hóa sản phẩm đầu ra) và các công ty trong ngành sữa (GTNfoods – gián tiếp sở hữu Mộc Châu Milk; CTCP Lào – Jargo).

Trong 2020 – 2021, VNM dự kiến tập trung phát triển vùng nguyên liệu, mở rộng quy mô sản xuất tại Mộc Châu Milk và không xây thêm các nhà máy sữa mới trực thuộc VNM. Do đó, chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn 2020 – 2024F, VNM có khả năng duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế ở mức trên 70%.

[\(Quay lại trang 1\)](#)

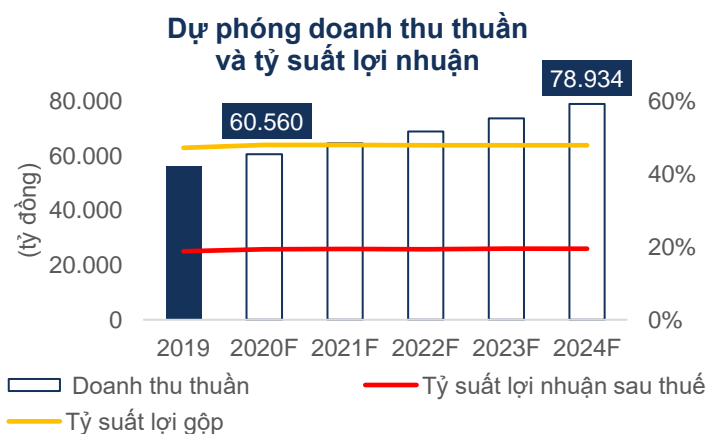
#### IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH *(Quay lại trang 01)*

Dựa vào các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính và triển vọng ngành, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả hoạt động các mảng kinh doanh của VNM giai đoạn 2020 – 2024F như sau:

Tăng trưởng doanh thu	Ngành hàng/ Khu vực	Giả định	Diễn giải
<b>Nội địa</b>	Sữa nước	<b>+10,0%/năm</b>	Với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành sữa Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng tương đương với tốc độ tăng trưởng của các ngành hàng sữa trong nước. Ước tính doanh thu nội địa của VNM đạt mức tăng trưởng +7,4%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F, thấp hơn mức tăng trưởng +10,3%/năm giai đoạn 2015 – 2019 do ngành hàng sữa bột tiếp tục giảm tốc. Bên cạnh đó, chúng tôi giả định doanh thu các ngành hàng khác của VNM tăng trưởng với tốc độ 0% trong giai đoạn dự phóng.
	Sữa bột	<b>+3,0%/năm</b>	
	Sữa chua	<b>+12%/năm</b>	
	Sữa đặc	<b>+5%/năm</b>	
	Khác	<b>0%</b>	
<b>Chi nhánh nước ngoài</b>	Angkor Milk (Campuchia)	<b>+7,5%/năm</b>	Hiện nay VNM đang dẫn đầu thị phần sữa tại nước này với 32%. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của Angkor Milk sẽ tương đương với mức tăng trưởng dự phóng ngành sữa tại nước này ở mức +7,5%/năm.
	Driftwood (Mỹ)	<b>0%</b>	Thị trường sữa tại Mỹ đã bão hòa. Chúng tôi giả định mức tăng trưởng doanh thu 0% cho Driftwood trong giai đoạn 2020 – 2024F.
<b>Xuất khẩu</b>	Trung Đông	<b>+3,6%/năm</b>	Chúng tôi kỳ vọng VNM tiếp tục giữ vững vị thế cạnh tranh tại khu vực Trung Đông và đạt mức tăng trưởng tương ứng với dự phóng tăng trưởng tại khu vực này. Riêng tại thị trường Iraq, tốc độ tăng trưởng doanh thu của VNM ước đạt mức +5%/năm.
	Đông Nam Á	<b>+5%/năm</b>	Ngành sữa tại khu vực Đông Nam Á còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt tại các quốc gia như Philippines, Indonesia... Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu xuất khẩu của VNM tại Đông Nam Á sẽ đạt mức trung bình +5%/năm trong giai đoạn dự phóng.
	Trung Quốc	<b>+2%/năm</b>	Trung Quốc là thị trường tiềm năng cho xuất khẩu sữa tươi nguyên chất, sữa đặc cho các doanh nghiệp sữa Việt Nam, tuy nhiên áp lực cạnh tranh rất lớn. Chúng tôi giả định doanh thu của VNM tại thị trường này sẽ đạt mức tăng trưởng +2%/năm trong giai đoạn 2020 – 2024F.
	Khác	<b>+1%/năm</b>	Tại các khu vực xuất khẩu khác, chúng tôi giả định VNM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình ở mức +1%/năm, tương ứng với tốc độ tăng trưởng dân số thế giới.

**Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế** **70%**

Từ những phân tích và giả định hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, FPTTS dự phóng kết quả kinh doanh của VNM trong 05 năm tiếp theo như sau:



Nguồn: FPTTS Dự phóng



Nguồn: FPTTS Dự phóng

**V. KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ** *(Quay lại trang 1)*

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu VNM là **120.000 đồng/cp** (+3,4% so với giá đóng cửa ngày 21/07/2020). Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi cổ phiếu VNM về mức giá 100.000 đồng/cp, với lợi nhuận kỳ vọng đạt 20%.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2020 của VNM đạt khoảng 60.560 tỷ đồng (+7,5% yoy). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 11.736 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS đạt 6.739 đồng/cp.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	116.700	50%
2	Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	123.400	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)</b>		<b>120.000</b>	

**Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	9%	Phần bù rủi ro	8,27%
Chi phí sử dụng nợ	4,4%	Hệ số Beta	0,71
Chi phí sử dụng VCSH	10%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,25%	Thời gian dự phóng	5 năm

**Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	220.334
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	1,85
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	5.474,5
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	214.861
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.741,7
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>123.400</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	203.328
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>116.700</b>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

HĐKD (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	56.318	60.560	64.547	68.912
- Giá vốn hàng bán	29.746	31.513	33.586	35.904
<b>Lợi nhuận gộp</b>	26.572	29.047	30.961	33.007
- Chi phí bán hàng	12.993	14.052	14.935	15.967
- Chi phí quản lý DN	1.396	1.501	1.600	1.709
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	12.182	13.493	14.426	15.331
- (Lỗ)/lãi HĐTC	620	702	724	797
- Lợi nhuận khác	(1)	-	-	-
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	12.801	14.195	15.150	16.129
- Chi phí lãi vay	109	250	317	351
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	12.796	14.195	15.150	16.129
- Thuế TNDN	2.238	2.483	2.650	2.821
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
<b>LNST</b>	10.554	11.712	12.500	13.307
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(27)	(25)	(28)	(30)
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	10.581	11.736	12.528	13.337
EPS (đ)	5.443	6.739	7.193	7.658
EBITDA	14.749	16.238	17.307	18.428
Khấu hao	1.948	2.043	2.157	2.300
Tăng trưởng doanh thu	7%	8%	7%	7%
Tăng trưởng LN HĐKD	9%	11%	7%	6%
Tăng trưởng EBIT	6%	11%	7%	6%
Tăng trưởng EPS	3%	24%	7%	6%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	47,2%	48,0%	48,0%	47,9%
Tỷ suất LNST	18,7%	19,3%	19,4%	44,5%
ROE DuPont	37,8%	37,3%	35,7%	34,2%
ROA DuPont	25,8%	25,2%	24,2%	23,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	22,7%	23,4%	23,5%	23,4%
LNST/LNTT	82,7%	82,7%	82,7%	82,7%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	137,3%	130,2%	124,7%	121,1%
Đòn bẩy tài chính	146,5%	147,7%	147,4%	145,9%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	22,21	20,69	20,69	20,69
Số ngày tồn kho	64,63	60,94	60,94	60,94
Số ngày phải trả	25,35	24,28	24,28	24,28
Thời gian luân chuyển tiền	61,49	57,35	57,35	57,35
COGS / Hàng tồn kho	5,97	6,01	6,01	6,01
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	2019	2020F	2021F	2022F
CS thanh toán hiện hành	1,71	2,07	2,19	2,59
CS thanh toán nhanh	1,37	1,71	1,88	2,24
CS thanh toán tiền mặt	1,05	1,39	1,60	1,93
Nợ / Tài sản	0,12	0,12	0,15	0,12
Nợ / Vốn CSH	0,20	0,19	0,24	0,19
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,19	0,18	0,24	0,18
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	117,63	56,80	47,72	45,95

ĐDKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	2.665	7.803	15.962	20.462
+ Đầu tư TC ngắn hạn	12.436	12.436	12.436	12.436
+ Các khoản phải thu	4.503	4.463	4.729	5.021
+ Hàng tồn kho	4.983	5.243	5.588	5.974
+ Tài sản ngắn hạn khác	134	139	144	149
Tổng tài sản ngắn hạn	24.722	30.084	38.858	44.042
+ Nguyên giá tài sản ĐHH	26.227	26.501	26.834	27.241
+ Khấu hao lũy kế	(12.484)	(14.505)	(16.641)	(18.919)
+ Giá trị còn lại TS ĐHH	13.744	11.995	10.193	8.321
+ Đầu tư tài chính dài hạn	987	987	987	987
+ Tài sản dài hạn khác	705	705	705	705
+ Xây dựng CBDD	944	944	944	944
Tổng tài sản dài hạn	19.978	18.208	16.385	14.491
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>44.700</b>	<b>48.293</b>	<b>55.243</b>	<b>58.533</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	3.648	4.028	4.293	4.584
+ Vay và nợ ngắn hạn	5.351	5.669	8.397	7.181
+ Quỹ khen thưởng	634	-	-	-
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>14.443</b>	<b>14.520</b>	<b>17.721</b>	<b>17.018</b>
+ Vay và nợ dài hạn	123	123	123	123
+ Phải trả dài hạn khác	27	27	27	27
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>526</b>	<b>528</b>	<b>528</b>	<b>528</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>14.969</b>	<b>15.048</b>	<b>18.249</b>	<b>17.546</b>
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	17.417	17.417	17.417	17.417
+ LN chưa phân phối	7.875	11.414	15.192	19.214
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>27.504</b>	<b>31.042</b>	<b>34.820</b>	<b>38.843</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.227	2.202	2.174	2.144
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>44.700</b>	<b>48.293</b>	<b>55.243</b>	<b>58.533</b>
<b>LCTT (tỷ đồng)</b>	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.523</b>	<b>2.665</b>	<b>7.803</b>	<b>15.962</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>12.796</b>	<b>11.736</b>	<b>12.528</b>	<b>13.337</b>
+ Khấu hao	1.948	2.043	2.157	2.300
+ Điều chỉnh	(3.733)	(662)	(33)	(35)
+ Thay đổi vốn lưu động	392	174	(138)	(165)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>11.410</b>	<b>13.292</b>	<b>14.514</b>	<b>15.437</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	(2.158)	(273)	(333)	(406)
+ Tăng (giảm) đầu tư	(3.211)	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	(1.492)	-	-	-
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>(6.748)</b>	<b>(273)</b>	<b>(333)</b>	<b>(406)</b>
+ Cổ tức đã trả	(7.836)	(8.198)	(8.750)	(9.315)
+ Tăng (giảm) vốn	1	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	318	2.727	(1.216)
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(3.516)</b>	<b>(7.880)</b>	<b>(6.023)</b>	<b>(10.531)</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.146	5.138	8.158	4.500
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.665</b>	<b>7.803</b>	<b>15.962</b>	<b>20.462</b>

## VI. PHỤ LỤC

### PHỤ LỤC 01: Danh mục sản phẩm của VNM

#### Một số sản phẩm tiêu biểu



**SỮA NƯỚC**

**SỮA BỘT**



**SỮA CHUA**

**SỮA ĐẶC**



**KHÁC:** Kem, nước giải khát, phô mai...

**Sữa nước:** Là sản phẩm sữa dạng lỏng được chế biến từ sữa bò tươi nguyên liệu hoặc thu được từ sữa bột nguyên liệu pha với nước (được gọi là sữa hoàn nguyên). Bên cạnh các sản phẩm sữa nước có nguồn gốc từ sữa bò, còn có các sản phẩm sữa thay thế có nguồn gốc từ thực vật như sữa đậu nành, sữa gạo, sữa hạt lúa mạch... Các sản phẩm sữa nước của VNM được chế biến dưới 02 dạng chính là: Sữa tiệt trùng và sữa thanh trùng.

- Sữa tiệt trùng: Được xử lý tiệt trùng ở nhiệt độ rất cao (lên tới 150°C) trong 2 – 4 giây, rồi được làm lạnh nhanh (xuống tới 20°C) để thu được các sản phẩm ổn định và an toàn về vi sinh ở nhiệt độ phòng. Hạn sử dụng lên tới 06 tháng và nên được dùng ngay sau khi mở nắp. Sản phẩm có thể được bổ sung thêm hương vị hoặc phụ gia khác (các chất dinh dưỡng, vitamin...).

- Sữa thanh trùng: Được xử lý thô ở nhiệt độ cao trong thời gian ngắn (ít nhất là 70°C trong 15 giây) sau đó được làm lạnh nhanh, nhằm giảm số lượng vi sinh vật gây bệnh có trong sản phẩm sữa tới mức không tạo thành mối nguy đối với sức khỏe. Sản phẩm cần được giữ mát, có hạn sử dụng từ 7 – 10 ngày.

**Sữa bột:** Là sản phẩm dạng bột thu được bằng cách loại bỏ nước ra khỏi sữa bò tươi nguyên liệu, sau đó được bổ sung các dưỡng chất cần thiết, phù hợp với từng đối tượng sử dụng. Sữa bột có hạn sử dụng khá lâu, từ 01 – 02 năm khi được bảo quản ở nhiệt độ phòng. Sản phẩm được khuyến cáo sử dụng trong 01 tháng sau khi mở nắp.

**Sữa đặc:** Là sản phẩm được chế biến bằng cách loại bỏ nước ra khỏi sữa bò tươi nguyên liệu, hoặc bổ sung nước vào sữa bột nguyên liệu. Sản phẩm này có thể được bổ sung đường và các chất dinh dưỡng. Hạn sử dụng trong 06 tháng.

**Sữa chua:** Là các sản phẩm sữa lên men bằng tác động của các vi sinh vật thích hợp. Sản phẩm có thể được bổ sung thêm hương vị hoặc thêm nước để trở thành sữa chua uống. Sữa chua cần được bảo quản mát và có hạn sử dụng từ 02 – 03 tuần.

[\(Quay lại\)](#)

## PHỤ LỤC 02: Tổng quan chăn nuôi bò sữa

Chăn nuôi bò sữa vốn không phải ngành truyền thống của Việt Nam, mới xuất hiện trong những năm đầu thế kỷ 20 và được Nhà nước chú trọng phát triển từ những năm 1960. Các giống bò sữa trong nước đều là các giống nước ngoài nhập về Việt Nam.

Bò sữa cần được chú trọng chăm sóc với đầy đủ dưỡng chất trong quá trình chăn nuôi nhằm cung cấp sữa với chất lượng tốt nhất. Chi phí thức ăn chăn nuôi chiếm khoảng 70% tổng chi phí chăn nuôi bò sữa.

Vòng đời của bò sữa cái kéo dài khoảng 7 năm với 04 – 05 lần mang thai và cho sữa. Mỗi giai đoạn mang thai của bò cái kéo dài trong khoảng 280 ngày (~9 tháng). Thời gian khai thác sữa kéo dài khoảng 270 – 300 ngày/đợt sinh.

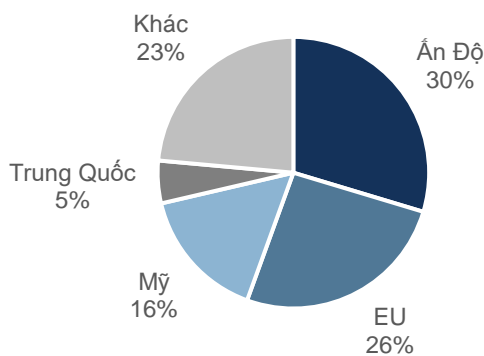
[\(Quay lại\)](#)

## PHỤ LỤC 03: Tổng quan thị trường sữa thế giới

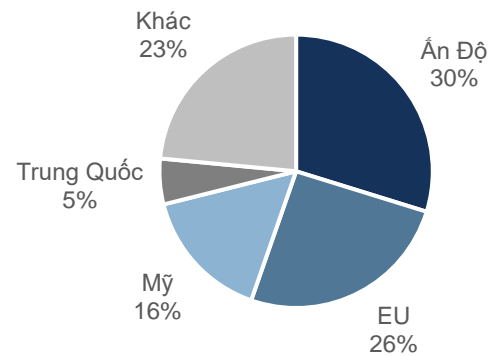
Sữa là loại thức uống dinh dưỡng phổ biến và được coi là một trong những mặt hàng thiết yếu trong cuộc sống. Năm 2019, sản lượng sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm sữa trên toàn cầu đạt hơn 670 triệu tấn (+1,6% yoy). Các khu vực cung cấp sữa trọng điểm là Châu Mỹ, Châu Âu và Châu Úc. Theo dự báo của Bộ Nông nghiệp Mỹ USDA, nhu cầu sữa trên thế giới được kỳ vọng tăng trưởng ở mức 2% trong năm 2020F, đạt 687 triệu tấn do nhu cầu sử dụng các sản phẩm sữa nhằm tăng sức đề kháng và bổ sung dinh dưỡng sau đại dịch Covid-19. Trong dài hạn, tiêu thụ sữa tại các quốc gia ở khu vực Châu Á và Châu Phi sẽ là động lực tăng trưởng chính cho nhu cầu sữa thế giới do bình quân tiêu thụ sữa còn thấp và tốc độ tăng dân số được kỳ vọng ở mức cao.

### Các khu vực có ảnh hưởng lớn tới thị trường sữa thế giới năm 2019

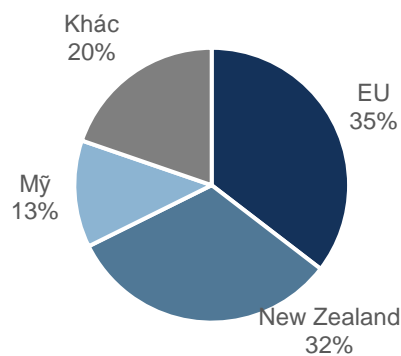
**Top các khu vực sản xuất sữa**



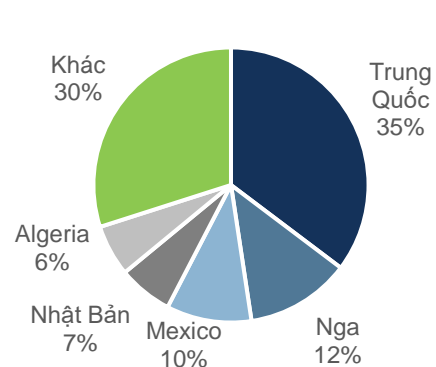
**Top các khu vực tiêu thụ sữa**



**Top các khu vực xuất khẩu sữa**



**Top các khu vực nhập khẩu sữa**



Nguồn: USDA

[\(Quay lại\)](#)

**PHỤ LỤC 04: Lịch sử biến động giá sữa thế giới**


[\(Quay lại\)](#)

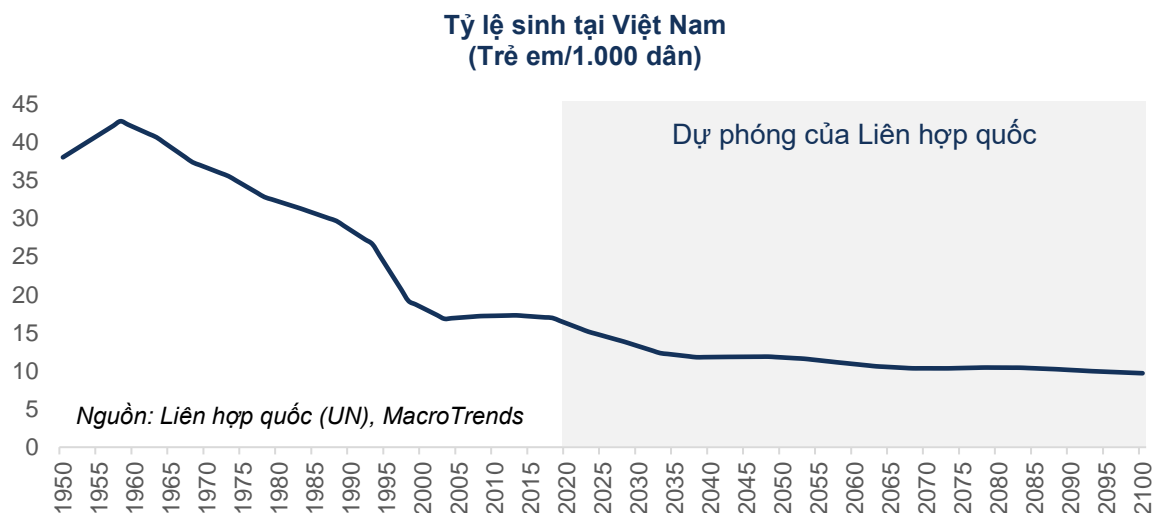
**PHỤ LỤC 05: Một số vụ bê bối sữa quốc tế**
**► Năm 2008: Sữa nhiễm melamine tại Trung Quốc**

Melamine là chất hóa học gây hại tới sức khỏe của con người, và được một số doanh nghiệp sữa tại Trung Quốc trộn vào sữa nhằm tăng hàm lượng đạm. Bê bối này không chỉ tác động tới riêng thị trường Trung Quốc mà còn ảnh hưởng tới các quốc gia nhập khẩu sữa từ nước này, trong đó có Việt Nam.

**► Năm 2013: Sữa bột nhiễm khuẩn từ New Zealand**

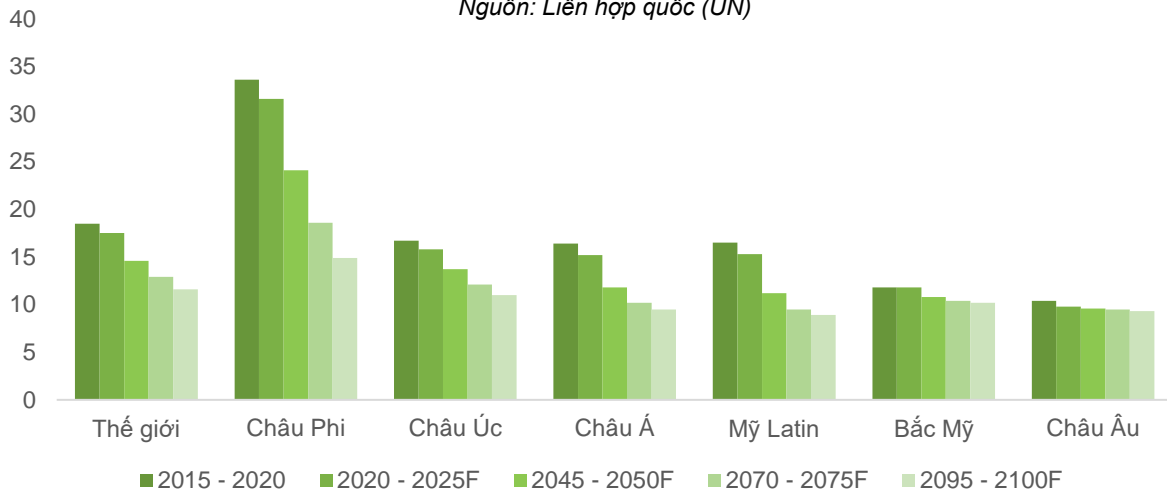
Tháng 8/2013, tập đoàn xuất khẩu sữa lớn nhất thế giới Fonterra (trụ sở New Zealand) cho tiến hành thu hồi các sản phẩm sữa bột trẻ em do nhiễm vi khuẩn Clostridium gây ngộ độc và thậm chí tử vong. Một số quốc gia nhập khẩu sản phẩm của tập đoàn này như Việt Nam, Thái Lan, cũng đã tiến hành thu hồi sản phẩm.

[\(Quay lại\)](#)

**PHỤ LỤC 06: Dự phóng tỷ lệ sinh tại Việt Nam**


Năm 2019, tỷ lệ sinh tại Việt Nam đạt trung bình 16,6 trẻ/1.000 dân, giảm 2,13% so với năm 2018. Theo ước tính của Liên hợp quốc, tỷ lệ sinh tại Việt Nam sẽ tiếp tục xu hướng giảm, ước đạt 11,7 trẻ/1.000 dân vào năm 2050F và 10 trẻ/1.000 dân năm 2100F.

[\(Quay lại\)](#)

**PHỤ LỤC 07: Dự phóng tỷ lệ sinh thế giới**
**Dự phóng tỷ lệ sinh toàn cầu của Liên hợp quốc  
(Trẻ em/1.000 dân)**
*Nguồn: Liên hợp quốc (UN)*

[\(Quay lại\)](#)



## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 169 cổ phiếu VNM và chuyên viên phân tích, người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**  
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**  
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**  
Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền,  
số 130 Đống Đa, Quận Hải Châu,  
TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.23) 6 3553 666  
Fax: (84.23) 6 3553 888