

CẬP NHẬT NGÀNH SỮA:

Tiếp tục tăng trưởng ở mức một chữ số

Điểm nhấn năm 2019

Diễn biến của cổ phiếu trong ngành sữa:

Ngành sữa chỉ tăng 0,5% về vốn hóa thị trường năm 2019, thấp hơn so với mức tăng 7,7% của VN-Index. Giá cổ phiếu VNM chỉ tăng 0,72% do tăng trưởng lợi nhuận năm 2019 thấp, trong khi giá cổ phiếu QNS giảm 20,5% do áp lực bán liên tiếp của cổ đông nội bộ. Lợi nhuận của QNS đi ngang so với năm trước. Trong khi đó, giá cổ phiếu GTN đã tăng 84,5% trong năm 2019, nhờ thương vụ thu tóm của VNM.

Nhìn chung, mức tăng về vốn hóa của ngành sữa thấp hơn kì vọng của chúng tôi một chút, khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập vào đầu năm 2019.

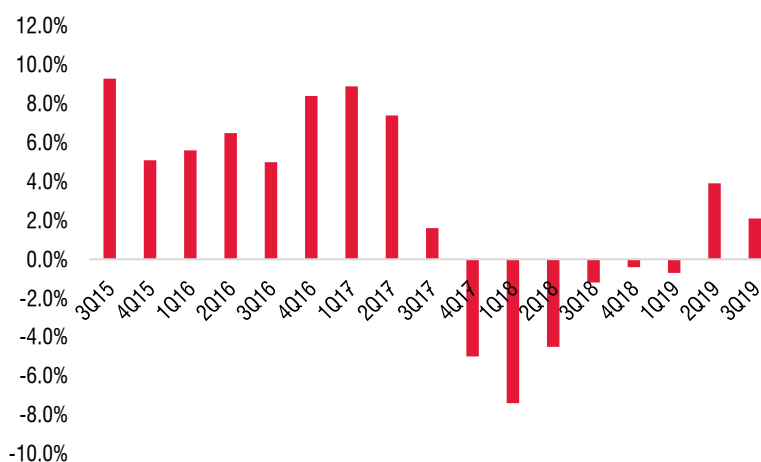
Ước tính

Những diễn biến như dự tính:

- Tiêu thụ tiếp tục ở mức yếu:

Theo Nielsen, lượng tiêu thụ sữa đã bắt đầu ổn định từ Q2/2019 sau 6 quý giảm liên tiếp kể từ Q4/2017. Tốc độ tăng trưởng lượng tiêu thụ mặc dù ở mức dương nhưng thấp, đạt 2,1-3,9% YoY, chỉ tương đương với CPI. Trong số các mặt hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), sản phẩm từ sữa (chiếm 13% tổng sản lượng tiêu thụ hàng FMCG) là một trong những ngành hàng có mức tăng trưởng tiêu thụ kém nhất.

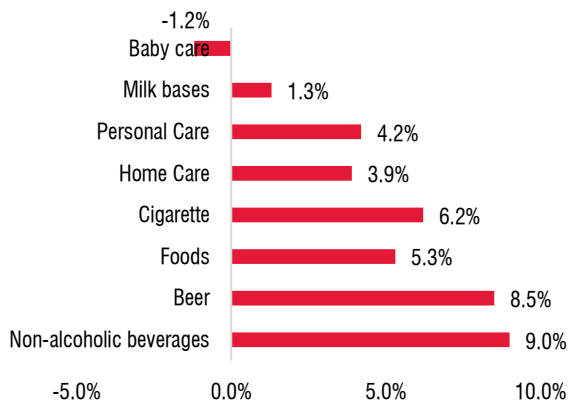
Tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm từ sữa theo quý



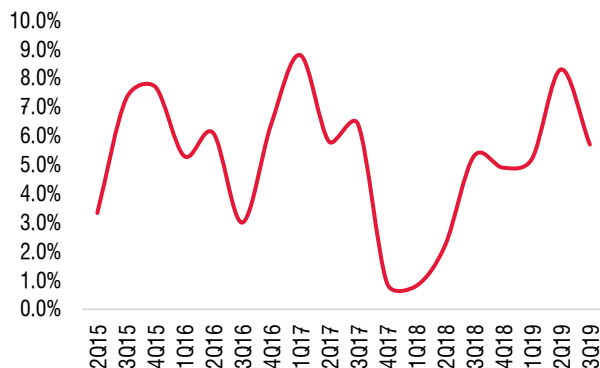
Nguồn: AC Nielsen

Tuy nhiên, số liệu ước tính của Euromonitor có vẻ khả quan hơn. Theo Euromonitor, tổng quy mô thị trường sữa Việt Nam năm 2019 đạt 121 nghìn tỷ đồng, tăng 8,9% YoY. Theo dữ liệu này, lượng tiêu thụ sữa uống và sữa chua tăng trưởng vượt trội (+ 9,9% và +11,6% theo sản lượng), trong khi sữa bột và sữa đặc tăng trưởng tương tự như kết quả của Nielsen (+ 2,1% và 2,7% YoY). Sữa công thức cho trẻ sơ sinh trở nên ít được ưa chuộng hơn, do chiến dịch quảng bá rộng rãi nuôi con bằng sữa mẹ. Trong khi đó, có rất nhiều lựa chọn thay thế cho trẻ lớn hơn, như sữa tươi hay các loại sữa hạt, ngũ cốc, cháo tươi, và các loại khác.

Tăng trưởng FMCG theo mặt hàng (MAT TY Q3/2019)



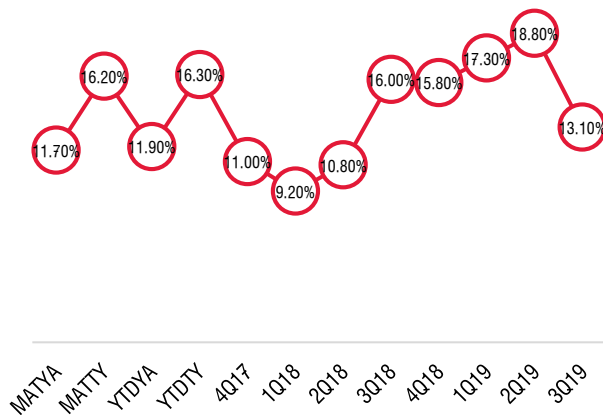
Tăng trưởng tiêu thụ FMCG theo quý



Nguồn: AC Nielsen

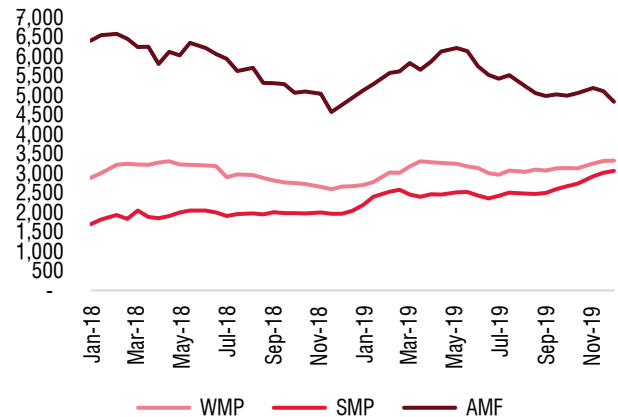
- Một số xu hướng thay đổi mang tính cấu trúc tác động đến ngành sữa:
 - **Tăng tiêu thụ sữa thực vật:** Sữa đậu nành và sữa lúa mạch được coi là lựa chọn thay thế tốt nhất cho sữa bò, nhờ hàm lượng protein cao. Theo Nielsen, tổng giá trị tiêu thụ sữa đậu nành có thương hiệu tăng 13% YoY trong 10T2019 và tăng trưởng doanh thu của Vinasoy đạt 15% YoY trong 9T2019.
 - **Kênh thương mại hiện đại (MT):** Doanh thu qua các kênh thương mại hiện đại đã tăng trưởng hai chữ số trong nhiều quý, tuy nhiên chỉ chiếm 11% trong tổng doanh thu hàng FMCG. Bán hàng thông qua kênh thương mại hiện đại là một mảng đầy thách thức cho các công ty sữa, do cạnh tranh gay gắt và rào cản gia nhập thấp.
 - **Tiếp tục cao cấp hóa sản phẩm:** Các công ty trong nước đã chuyển sang đáp ứng nhu cầu sản phẩm cao cấp ngày càng tăng. Ví dụ, Vinamilk đã đưa ra một số SKU cao cấp, chẳng hạn như sữa tươi organic, sữa công thức organic, sữa A2 và thuê sản xuất gia công sữa bột tại Nhật Bản (sau đó nhập khẩu trở lại Việt Nam). Nutifoods hợp tác với Asahi để phân phối sữa bột cho trẻ em tại Việt Nam. Ikgai Việt Nam cũng ra mắt sản phẩm Meiji tại Việt Nam.
 - **Giá sữa nguyên liệu và giá bán trung bình đều tăng.** Theo Global Dairy Trade, giá sữa bột gầy tăng 30% YoY và giá sữa bột nguyên kem tăng 4% YoY. Để đảm bảo biên lợi nhuận, những công ty lớn như Vinamilk, TH True Milk và Dutch Lady đều đã tăng giá bán thêm 1-5% vào năm 2019.
 - **Xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc:** Sau nhiều năm chờ đợi, cuối cùng ngành sữa Việt Nam đã được phép xuất khẩu sản phẩm sang Trung Quốc. Đây là một thị trường cạnh tranh cao nhưng rất hấp dẫn, chỉ cần chiếm một phần nhỏ trong thị trường 60 tỷ USD này cũng có thể rất có ý nghĩa cho tăng trưởng trong tương lai của các công ty sữa Việt Nam.

Tăng trưởng doanh thu FMCG theo kênh MT



Nguồn: AC Nielsen

Giá sữa bột (USD/tấn)



Nguồn: Global Dairy Trade

Những diễn biến không được dự tính:

Hợp nhất ngành: Mặc dù trên thị trường xuất hiện tin đồn liên quan đến thương vụ này, VNM chỉ chính thức chào mua công khai vào tháng 3/2019 và hoàn tất việc mua 75% cổ phần của GTN vào tháng 12/2019. Như vậy, VNM sẽ bắt đầu hợp nhất GTN như một công ty con vào năm 2020.

Kết quả kinh doanh 9T2019 của các công ty sữa

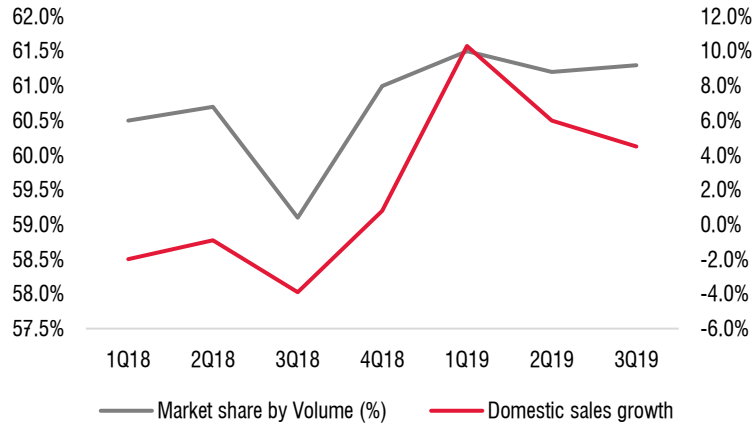
Trong 9T2019, VNM đã đạt 42,07 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+6,4% YoY) và 8,38 nghìn tỷ đồng lợi nhuận ròng (+ 5,8% YoY). Doanh thu trong nước tăng 6,1%, khá sát với ước tính của ban lãnh đạo là 5 - 7% theo sản lượng. Tuy nhiên, kết quả này thấp hơn kỳ vọng của thị trường. Cho cả năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu của VNM sẽ đạt kết hoạch đề ra (VND 56.3tn) trong khi lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng khoảng 5% YoY.

Mảng kinh doanh sữa đậu nành của QNS tăng trưởng khả quan, với 15% YoY tăng trưởng doanh thu và 24% YoY tăng trưởng lợi nhuận trước thuế trong 9T2019. Gần đây, QNS đã công bố kết quả kinh doanh sơ bộ năm 2019, với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt 8 nghìn tỷ đồng (-0,4% YoY) và 1,2 nghìn tỷ đồng (-2,9% YoY). Những kết quả này khá sát với dự báo của chúng tôi là 8,3 nghìn tỷ đồng và 1,26 nghìn tỷ đồng.

Doanh thu của Sữa Mộc Châu tăng nhẹ 4,1% YoY trong 9T2019.

Thị phần: Tính đến cuối Q3/2019, VNM đạt 61,3% thị phần về sản lượng, tăng 0,3% so với năm 2018 theo Nielsen.

Thị phần và tăng trưởng doanh thu của VNM theo quý



Nguồn: Công ty, SSI tổng hợp

Triển vọng năm 2020

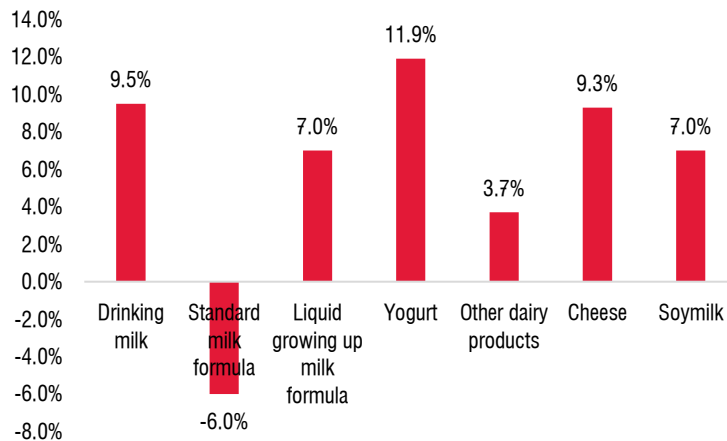
Xu hướng tăng trưởng: Tiếp tục tăng trưởng một chữ số

Mức chi tiêu cho các mặt hàng FMCG của người tiêu dùng Việt Nam nói chung bắt đầu chững lại khi đã đáp ứng đủ các nhu cầu cơ bản. Thay vào đó, họ thường chuyển sang chi tiêu theo sở thích để thỏa mãn các nhu cầu cao hơn (như là ăn/uống bên ngoài) và chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu nhằm mục đích chung là nâng cao chất lượng cuộc sống. Trong khi nhu cầu sữa ở thị trường thành thị dường như đã bão hòa, tiêu thụ ở thị trường nông thôn lại biến động lớn do tăng phụ thuộc vào giá mặt hàng nông nghiệp, tùy vào mức thu nhập khả dụng tại thị trường này quyết định mức chi tiêu cho các sản phẩm FMCG.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính các xu hướng mang tính cấu trúc kể trên sẽ tiếp diễn, giúp tác động hơn nữa đến ngành sữa Việt Nam.

Các sản phẩm tiêu thụ ngày càng tăng bao gồm sữa tươi, sữa chua (đặc biệt là sữa chua uống) và các sản phẩm có giá trị gia tăng cao như phô mai, trong khi nhu cầu về sữa công thức tiêu chuẩn và sữa đặc có thể tiếp tục ảm đạm.

CAGR 2019-2024 theo sản lượng



Nguồn: Euromonitor

VNM (Trung lập, Giá mục tiêu: 139.000 Đồng/cp): Năm 2020, giả định chính của chúng tôi như sau:

- (1) Tăng trưởng doanh thu trong nước là 7% YoY, nhờ tăng 5-6% về sản lượng tiêu thụ và tăng 2-3% về giá do thay đổi cơ cấu sản phẩm, cũng như doanh thu bổ sung từ các sản phẩm mới ra mắt trong năm 2019 và chương trình sữa học đường;
- (2) Tăng trưởng doanh thu nước ngoài đạt 10-12% YoY;
- (3) Giá nguyên liệu tăng 4% theo đồng VND;
- (4) Tỷ lệ chi phí SG&A trên doanh thu là 25,5% (so với 25,2% vào năm 2019);
- (5) Thuê TNDN là 18% (so với 17,5% vào năm 2019).

Do đó, chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2020 của VNM đạt 8,1% và 6,9% YoY. Thuế TNDN sẽ tăng dần lên 20% vào năm 2022, đây là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến tăng trưởng lợi nhuận ròng.

Ước tính Pro-forma: VNM sẽ hợp nhất GTN thành công ty con vào năm 2020. Mặc dù không kỳ vọng tác động đáng kể, chúng tôi ước tính việc hợp nhất sẽ tăng thêm tối đa 4-5%/1% vào doanh thu/ lợi nhuận ròng vào năm 2020 (chúng tôi không tính đến bất kỳ thu nhập tài chính nào từ việc thoái vốn mảng ngoài ngành của GTN).

Yếu tố tác động

- Việc thoái vốn Nhà nước của VNM từ mức hiện tại là 36%
- Tiêu thụ sữa trong nước phục hồi mạnh hơn ước tính
- Doanh thu xuất khẩu tăng mạnh, đặc biệt là thị trường Trung Quốc

Rủi ro

- Nhu cầu trong nước tiếp tục yếu hơn kì vọng, doanh thu xuất khẩu thấp hơn ước tính.
- Cạnh tranh gia tăng từ sản phẩm thay thế và nhập khẩu
- Giá sữa bột tăng: USDA dự báo giá sữa thế giới sẽ tăng 4% YoY vào năm 2020, Rabobank cũng có cùng quan điểm về xu hướng tăng giá. Đặc biệt tình hình cháy rừng nghiêm trọng tại Australia gần đây cũng sẽ ảnh hưởng đến nguồn cung sữa tại nam bán cầu.
- Quan tâm về an toàn vệ sinh thực phẩm trong ngành gia tăng khi nhận thức của người tiêu dùng nâng cao. Do đó, bất kỳ sự cố nào liên quan đến chất lượng sản phẩm sẽ làm giảm uy tín và hoạt động kinh doanh của công ty.

1. 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.

2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	phuonghv@ssi.com.vn
Phạm Lưu Hưng	Phó giám đốc Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	hungpl@ssi.com.vn
Phạm Huyền Trang	Trưởng phòng phân tích và Tư vấn đầu tư	trangph@ssi.com.vn