

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM





NGÀNH THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG

**TÂM ĐIỂM HƯỚNG VỀ SẢN PHẨM
TIÊU DÙNG THIẾT YẾU**



Đào Phước Toàn – toan.dp@vdsc.com.vn



Nhu cầu về thực phẩm thiết yếu tăng cao trong bối cảnh thắt chặt giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16



Tất cả các hoạt động kinh doanh và dịch vụ không thiết yếu đều bị cấm, trong khi các chuỗi nhà hàng và dịch vụ giao đồ ăn bị tạm đình chỉ hoạt động.

Tác động của làn sóng Covid-19 thứ tư sẽ dai dẳng và kéo dài thời gian giãn cách xã hội hơn so với các kỳ giãn cách trước.

Đây là những yếu tố thúc đẩy chi tiêu của các hộ gia đình dành cho các sản phẩm FMCGs thiết yếu để đáp ứng nhu cầu tích trữ và nấu ăn tại nhà.

Sự trỗi dậy của kênh bán lẻ thương mại hiện đại



Các chợ truyền thống tại Tp.HCM đã tạm ngừng hoạt động từ đầu tháng 7/2021 do liên quan đến các ca nhiễm COVID-19.

2H21 chứng kiến sự chuyển dịch tiêu dùng mạnh mẽ của thực phẩm thiết yếu từ kênh truyền thống sang kênh thương mại hiện đại...

... cùng với sự gia tăng giá trị tiêu dùng hàng ngày trong phân khúc thực phẩm tươi sống và đóng gói.

Các công ty nông nghiệp hưởng lợi từ xu hướng tăng giá nông sản

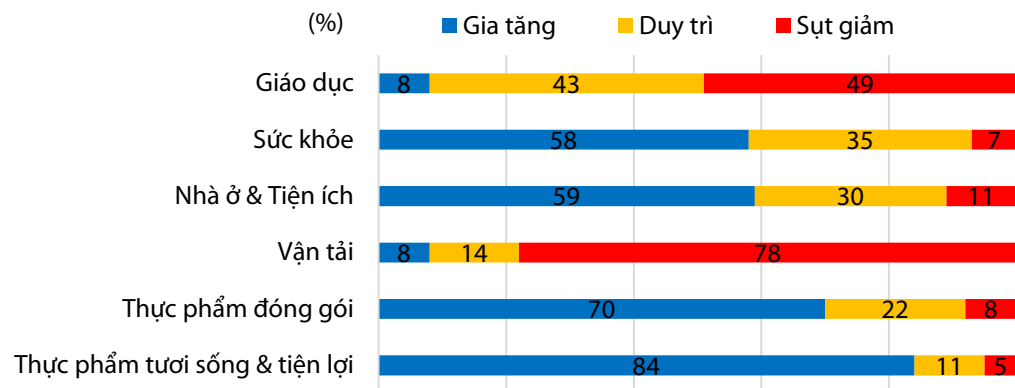


2H21 chứng kiến triển vọng trái ngược của nhóm công ty sản xuất nông nghiệp (tích cực) và công ty chế biến thực phẩm (tiêu cực) đối với xu hướng giá hàng hóa.

Các công ty nông nghiệp sẽ hưởng lợi từ giá nông sản dự báo vẫn ở mức cao trong 2H21.

Giá nông sản gia tăng sẽ gây áp lực lên giá nguyên liệu đầu vào của các công ty chế biến thực phẩm & đồ uống.

Hình 1: Mức độ ưu tiên của người tiêu dùng đối với các sản phẩm/dịch vụ thiết yếu dưới tác động của Covid-19



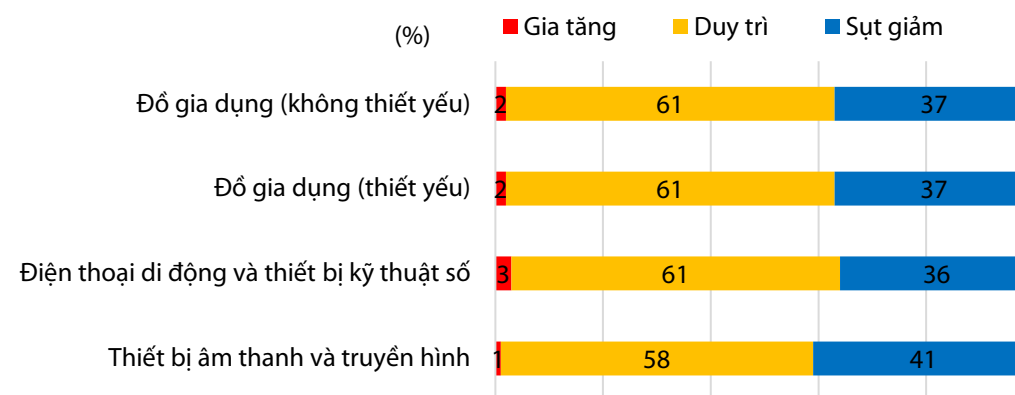
Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

Theo khảo sát năm 2020 của Deloitte, 84% và 70% người tiêu dùng sẽ tăng chi tiêu cho thực phẩm tươi sống và thực phẩm đóng gói trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát trở lại.

Chúng tôi dự đoán những thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng sẽ còn diễn ra mạnh mẽ hơn nữa trong 2H21 khi làn sóng Covid-19 thứ 4 đang ảnh hưởng nghiêm trọng hơn và dẫn tới các biện pháp cách li xã hội nghiêm ngặt hơn so với làn sóng Covid-19 thứ nhất.

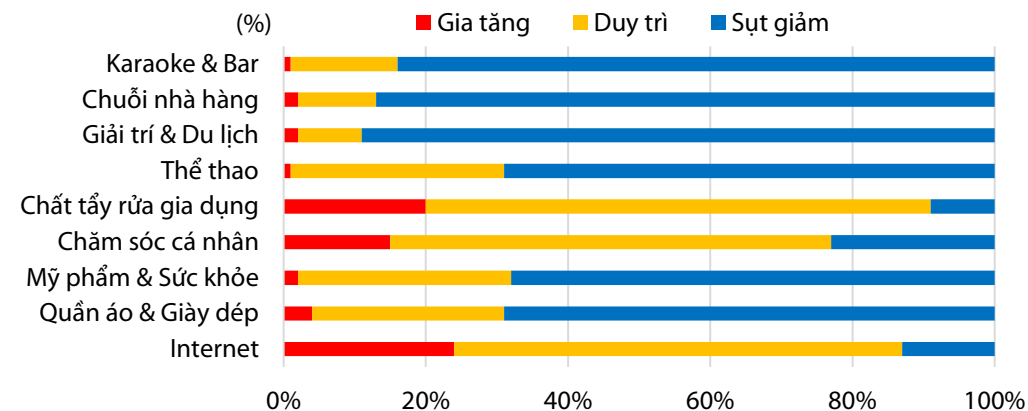
Ngược lại, gần 40% và ít nhất 69% người tiêu dùng sẽ thắt chặt ngân sách chi tiêu cho đồ điện tử tiêu dùng và giải trí cá nhân khi Covid-19 quay trở lại.

Hình 2: Mức độ ưu tiên của người tiêu dùng đối với ngành hàng điện tử tiêu dùng dưới tác động của Covid-19



Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

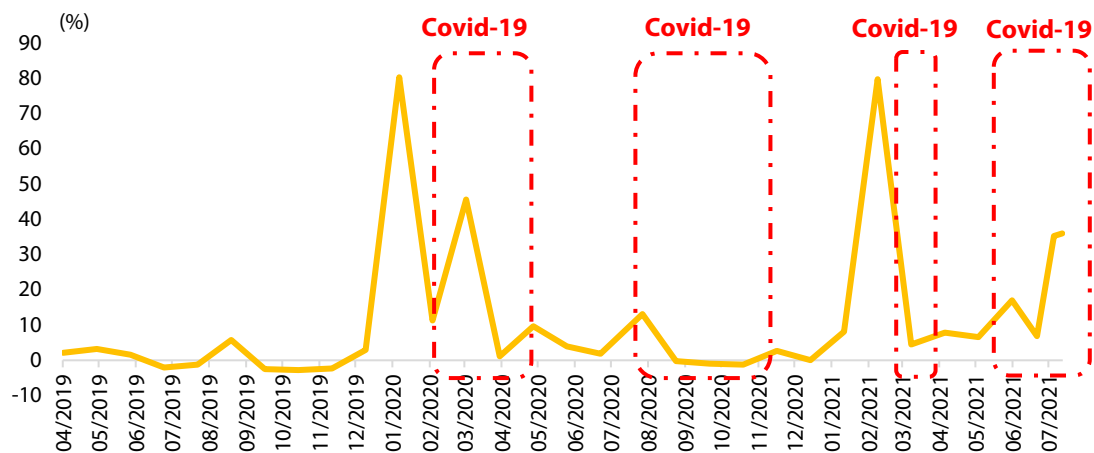
Hình 3: Mức độ ưu tiên của người tiêu dùng dành cho các tiện ích và giải trí cá nhân dưới tác động của Covid-19



Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

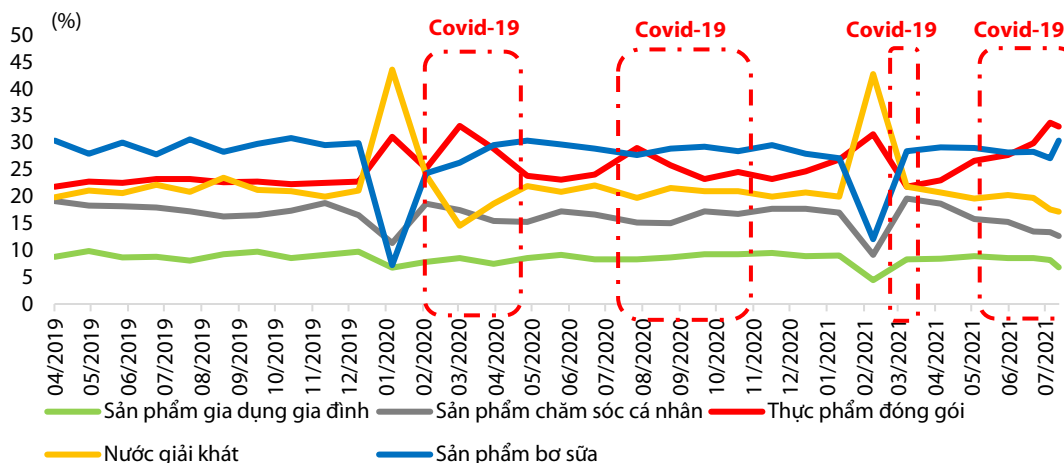
- Với việc áp dụng Chi thị 16 tại Thành phố Hồ Chí Minh từ đầu tháng 7 năm 2021, giá trị chi tiêu FMCG tại bốn thành phố trọng điểm ở Việt Nam (Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ) đã tăng nhanh chóng và đang hướng về mức đỉnh của 6 tháng đầu năm 2020 (dưới ảnh hưởng của làn sóng Covid-19 thứ nhất). Đáng chú ý, giá trị tiêu dùng FMCG hiện tại chỉ mất một tuần để gần đạt đến mức đỉnh của làn sóng thứ nhất, xuất phát từ sự hạn chế khả năng tiếp cận mua hàng thông qua kênh mua hàng truyền thống. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng rằng tác động của đợt bùng phát Covid-19 hiện tại sẽ dai dẳng hơn và dẫn tới khoảng thời gian giãn cách xã hội dài hơn so với năm ngoái, qua đó thúc đẩy xu hướng chi tiêu và tích trữ thực phẩm tươi sống và FMCG đạt mức đỉnh mới trong quý 3/21.
- Tỷ trọng giá trị tiêu dùng theo các dòng sản phẩm FMCG đang thể hiện cùng xu hướng với làn sóng Covid-19 thứ nhất. Giá trị tiêu dùng cho thực phẩm đóng gói gia tăng mạnh mẽ và phá vỡ mức đỉnh của năm 2020. Trong khi đó, chi tiêu cho sản phẩm chăm sóc cá nhân và đồ uống vẫn duy trì ổn định nhưng tỷ trọng giá trị tiêu dùng đang suy giảm nhẹ đến từ sự chuyển hướng ưu tiên chi tiêu của khách hàng sang các sản phẩm thiết yếu hơn (thực phẩm tươi sống và thực phẩm đóng gói).
- Mặc dù gia tăng trong làn sóng Covid-19 thứ nhất, giá trị tiêu dùng các sản phẩm sữa đang suy giảm trong hai tuần đầu tháng 7/21 khi kênh thương mại truyền thống, kênh bán sữa lớn nhất của các công ty sữa ở Thành phố Hồ Chí Minh, phải đóng cửa ở nhiều quận huyện. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tổng chi tiêu ngành sữa sẽ không suy giảm mạnh khi chi tiêu qua kênh thương mại hiện đại (MT) đang gia tăng nhanh chóng (hiện tại đã đóng góp hơn 50% vào tổng chi tiêu ngành hàng sữa) sẽ bù đắp một phần cho sự sụt giảm chi tiêu qua kênh thương mại truyền thống.

Hình 4: Sự thay đổi chi tiêu FMCG hàng tuần so với mức tiền Covid (giá trị chi tiêu trung bình năm 2019) ở 4 thành phố chính (*)



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt, (*) TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ

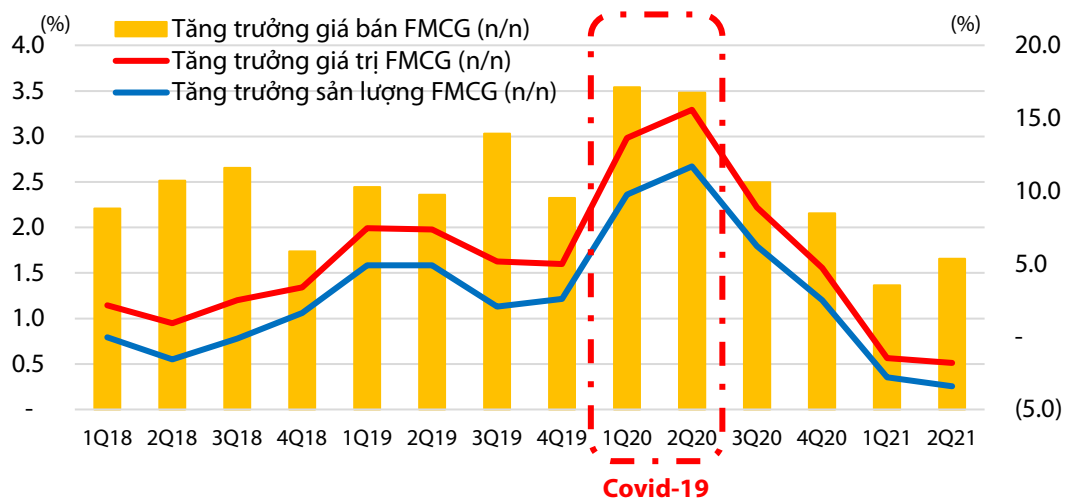
Hình 5: Tỷ trọng giá trị chi tiêu FMCG hàng tuần theo dòng sản phẩm tại 4 thành phố trọng điểm (*)



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt, (*) TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ

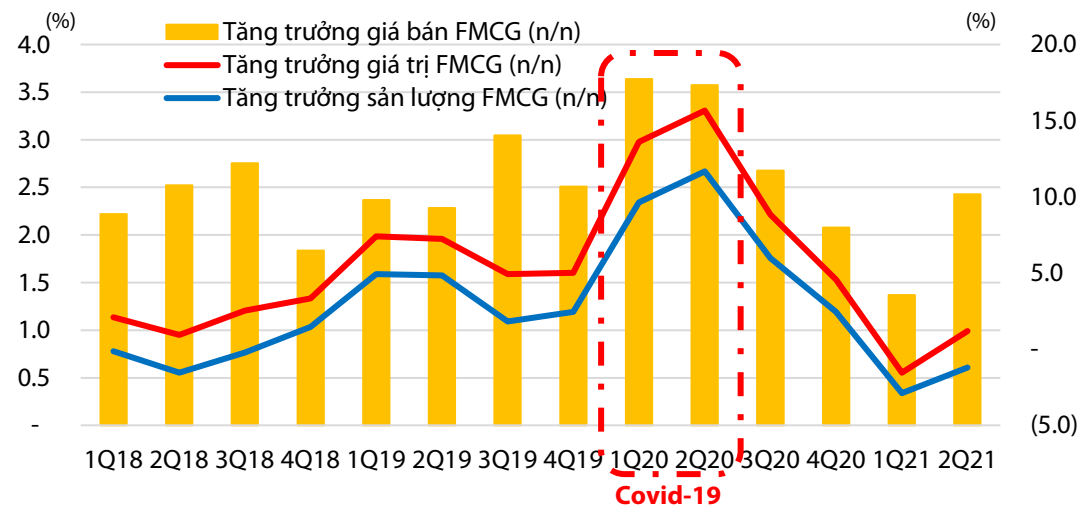
- Trong làn sóng Covid-19 đầu tiên, chi tiêu FMCG ở Việt Nam đã tăng đột biến trong Q1/2021 khi chính phủ Việt Nam áp dụng giãn cách xã hội trên diện rộng. Cụ thể, chi tiêu FMCG ở khu vực thành thị tăng 15% về giá trị và 11% về số lượng trong Q1/20. Ở khu vực nông thôn, chi tiêu FMCG đã tăng 13% về giá trị và 9% về số lượng trong Q1/20.
- Trong 5T/21, chi FMCG ở cả khu vực thành thị và nông thôn vẫn tăng trưởng tích cực về giá trị và sản lượng. Mức tăng trưởng trong 5 tháng cho thấy người tiêu dùng không thay đổi mức độ chi tiêu cho ngành hàng FMCG đáng kể so với mức tăng đột biến của năm ngoái.
- Chúng tôi cho rằng giá trị chi tiêu FMCG ở mặt bằng cao hơn xuất phát từ sự thay đổi hành vi của người tiêu dùng để phù hợp hơn với trạng thái bình thường mới. Trong đó, thời gian ở nhà nhiều hơn sẽ dẫn tới sự ưa chuộng nhiều hơn cho các sản phẩm FMCG, đồ dùng nấu ăn, đồ ăn nhẹ và các giải pháp thay thế bữa ăn chính, đồng thời thắt chặt ngân sách chi tiêu cho các sản phẩm/dịch vụ ít thiết yếu.

Hình 6: Chi tiêu hàng FMCG ở khu vực thành thị Việt Nam



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt

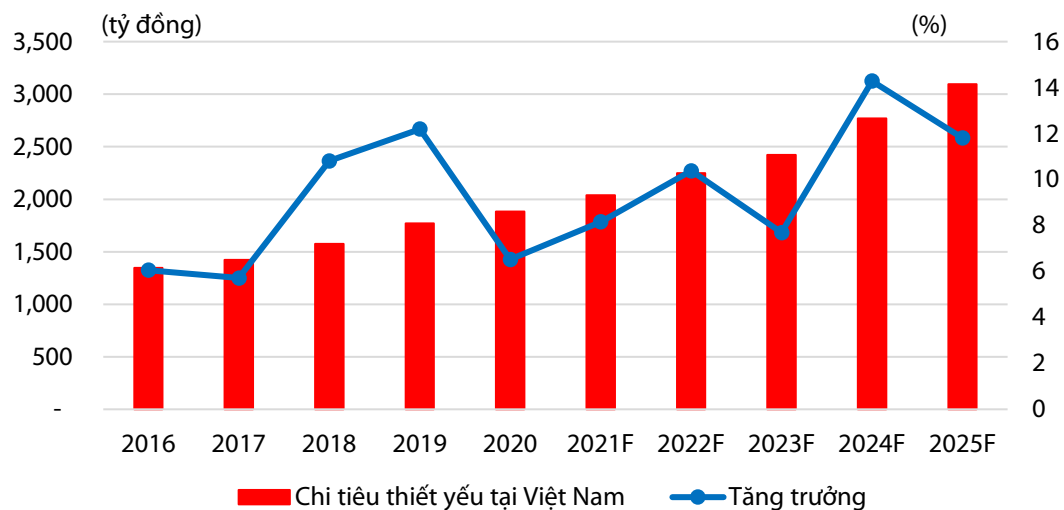
Hình 7: Chi tiêu hàng FMCG ở khu vực nông thôn Việt Nam



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt

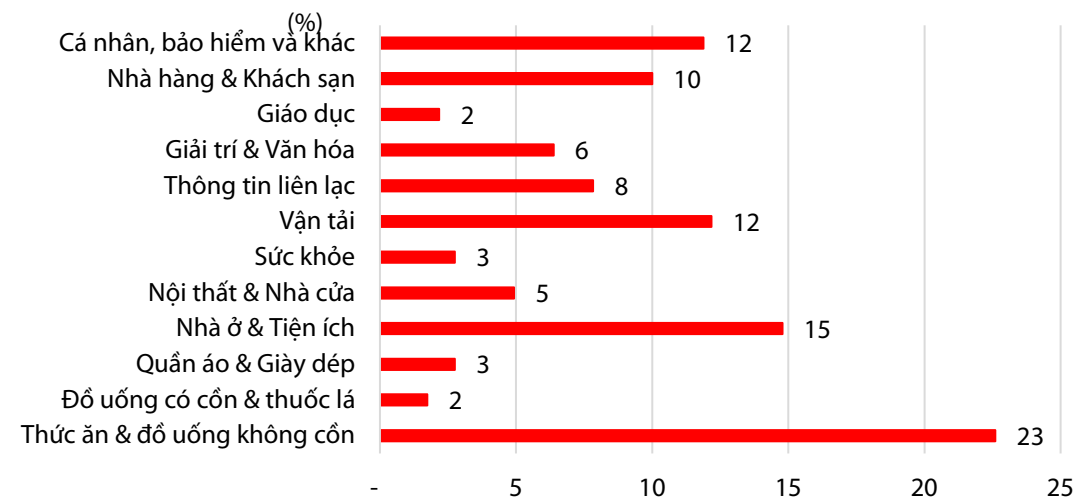
- Theo Fitch Solutions, chi tiêu cho các sản phẩm thiết yếu của Việt Nam sẽ đạt 2.038 nghìn tỷ (88 tỷ USD, + 8% n/n) trong năm 2021 khi các hộ gia đình gia tăng tích trữ trong nửa cuối năm. Chúng tôi lo ngại rằng xu hướng giãn cách xã hội có thể sẽ kéo dài cho đến cuối năm vì đặc tính lây lan nhanh hơn của biến thể Covid Delta bất chấp việc Chính phủ đã tăng cường triển khai chương trình tiêm vắc-xin trên toàn quốc. Sự kéo dài tình trạng giãn cách sẽ ảnh hưởng sâu sắc hơn đến sự thay đổi hành vi tiêu dùng hậu Covid-19.
- Trong năm 2022-2023, chi tiêu cho các mặt hàng thiết yếu của Việt Nam ước tính tăng trưởng lần lượt 8% n/n và 10% n/n, tốc độ tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sự điều chỉnh chi tiêu xã hội về mức bình thường mới, tập trung vào các danh mục nhu yếu phẩm (thực phẩm và đồ uống không cồn, nhà ở & tiện ích, y tế, giáo dục). Trong đó, các hộ gia đình Việt Nam chủ yếu phân bổ ngân sách cho thực phẩm và đồ uống không cồn (23%). Chi tiêu cho nhà ở & tiện ích chiếm 15% phân bổ ngân sách khi mọi người dành nhiều thời gian ở nhà hơn.

Hình 8: Chi tiêu sản phẩm thiết yếu của Việt Nam



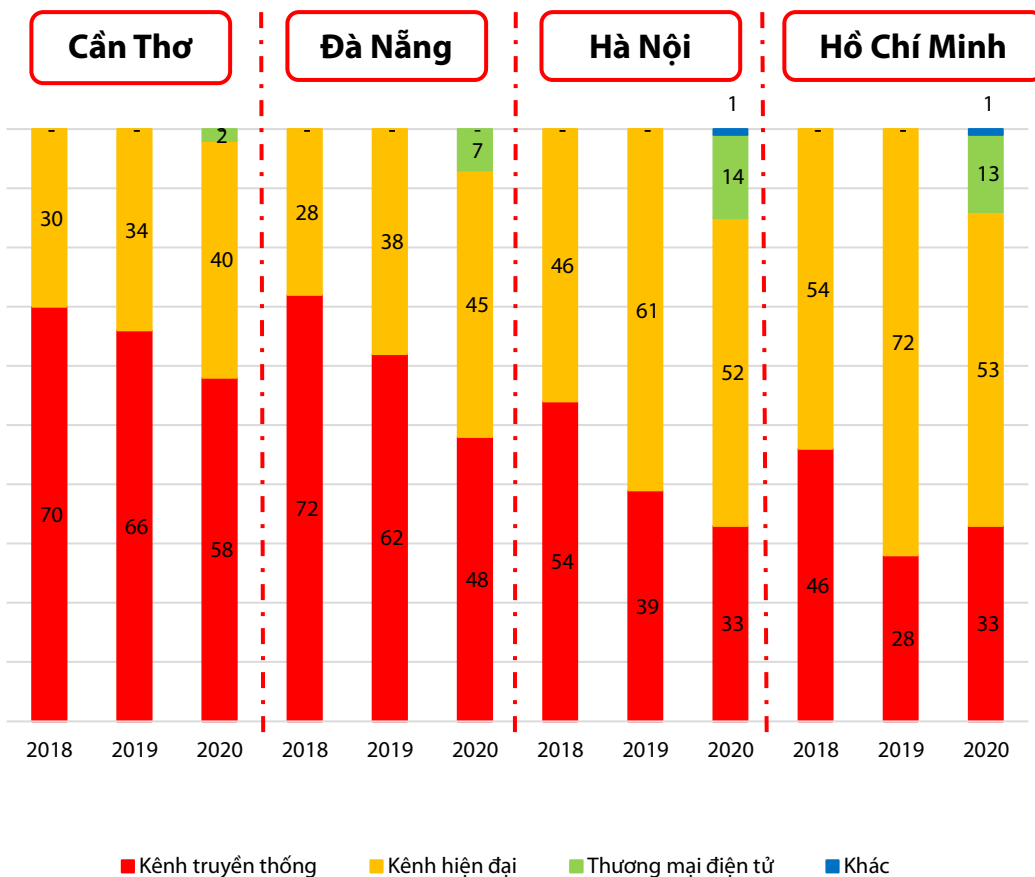
Nguồn: Fitch Solutions, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Cơ cấu chi tiêu hộ gia đình theo sản phẩm/dịch vụ



Nguồn: Fitch Solutions, CTCK Rồng Việt

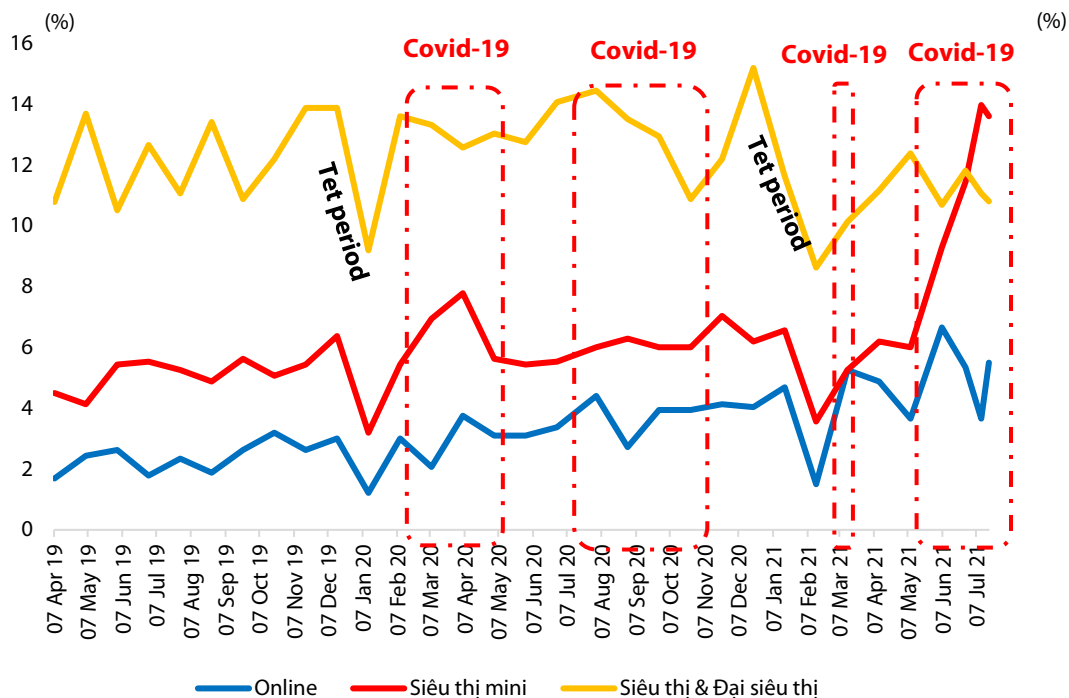
Hình 10: Mức độ ưu tiên của khách hàng theo kênh mua sắm tại 4 thành phố trọng điểm



- Mô hình thương mại hiện đại đã nâng cao được vị thế ưu tiên ở bốn thành phố trọng điểm kể từ năm 2019. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy sự quan tâm của khách hàng cho kênh thương mại điện tử kể trong năm 2020, mà chúng tôi cho rằng một phần đến từ nhu cầu mua sắm cao hơn trong các thời điểm giãn cách xã hội.
- Khác với Trung Quốc, Malaysia và Singapore, người tiêu dùng Việt Nam không trải qua giai đoạn giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong năm 2020, khi người dân chỉ được phép rời khỏi nhà vì những nhu cầu cực kỳ thiết yếu và chính phủ đẩy mạnh sự giám sát chặt chẽ đối với các kênh thương mại truyền thống. Thực tế, người dân ở các thành phố trọng điểm vẫn có thể mua sắm thường xuyên hơn tại các chợ truyền thống. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mô hình thương mại hiện đại và kênh thương mại điện tử sẽ có những bước tiến mạnh mẽ hơn trong 2H21.

Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Phân bổ giá trị tiêu dùng hàng tuần theo kênh bán hàng tại 4 thành phố trọng điểm (*)



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt, (*) TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ

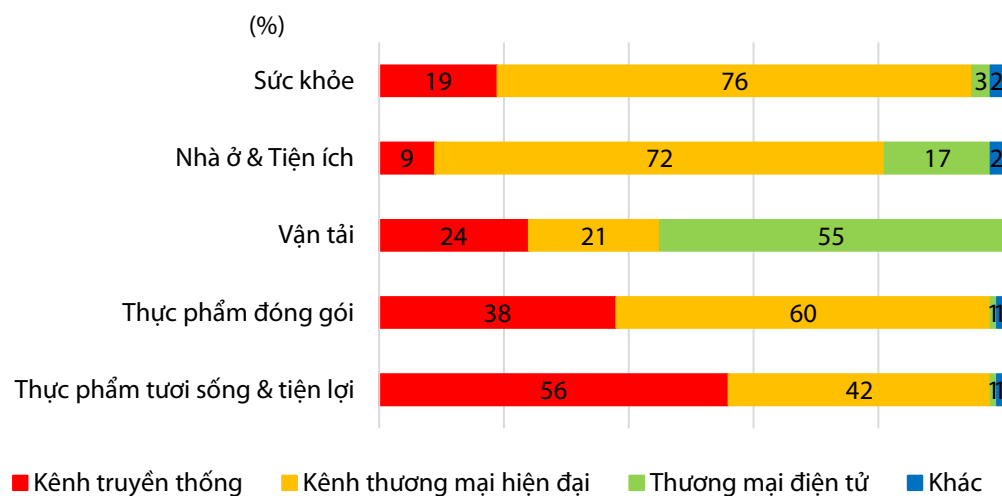
- Theo Kanta Worldpanel, tỷ trọng giá trị tiêu dùng qua kênh siêu thị mini đang đạt mức cao nhất lịch sử. Chúng tôi cho rằng xu hướng này một phần đến từ việc người tiêu dùng bị hạn chế kênh mua sắm trong thời gian giãn cách xã hội, và thực phẩm đóng gói có sự hiện diện phổ biến nhất trên kênh thương mại này. Theo khảo sát khách hàng năm 2020 của Deloitte, kênh thương mại hiện đại đóng góp đến 60% tổng chi tiêu thực phẩm đóng gói của người tiêu dùng.
- Mặc dù giá trị chi tiêu qua kênh trực tuyến đã tăng vượt trội trong đợt dịch Covid-19 đầu tiên, tuy nhiên giá trị chi tiêu đang chững lại trong tuần thứ hai và thứ ba của tháng Bảy. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm này đến từ vấn đề quá tải khả năng đáp ứng nhu cầu đột biến của kênh thương mại trực tuyến quá tải, dẫn đến tình trạng thiếu shipper và hủy đơn hàng hàng loạt tại TP.HCM.

Theo khảo sát khách hàng năm 2020 của Deloitte, mức tiêu thụ thực phẩm chế biến-tươi sống và thực phẩm đóng gói qua kênh thương mại hiện đại lần lượt chiếm 43% và 61% trên tổng nhu cầu khách hàng.

Dựa vào việc đóng cửa hàng loạt các chợ truyền thống và thắt chặt giãn cách xã hội kể từ đầu tháng 7/2021, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn nửa cuối năm 2021 thị trường F&B sẽ chứng kiến sự chuyển dịch tiêu dùng mạnh mẽ đối với các loại thực phẩm thiết yếu từ kênh chợ truyền thống sang kênh thương mại hiện đại.

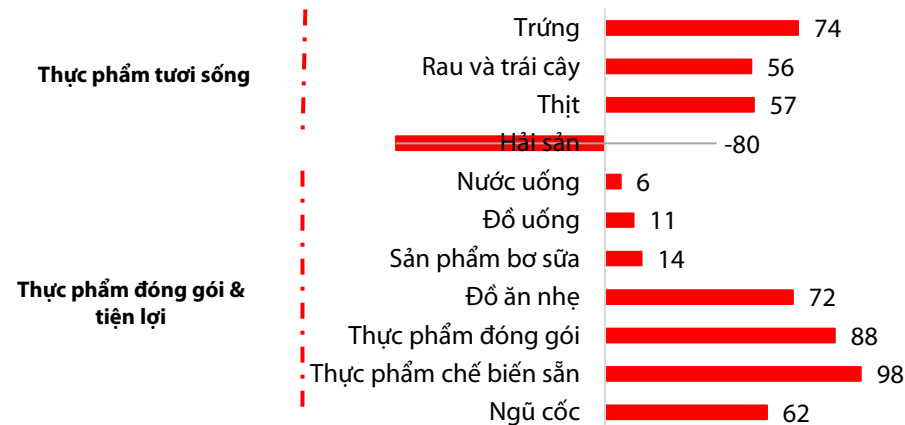
Nhìn lại thị trường F&B Trung Quốc trong giai đoạn giãn cách xã hội năm 2020, chính phủ Trung Quốc đã áp đặt các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt tương tự như ở Việt Nam. Giá trị tiêu dùng hàng ngày thông qua kênh thương mại hiện đại của thực phẩm nấu sẵn, thực phẩm đóng gói, thịt tươi sống, rau củ và trái cây ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội lần lượt là 98%, 88%, 57% và 56% so với giá trị tiêu dùng trước đại dịch Covid-19.

Hình 12: Chi tiêu cho các dòng sản phẩm theo từng kênh bán hàng



Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Giá trị tiêu dùng hàng ngày của Trung Quốc thông qua kênh thương mại hiện đại trong bối cảnh giãn cách xã hội, % thay đổi so với thời điểm trước Covid-19

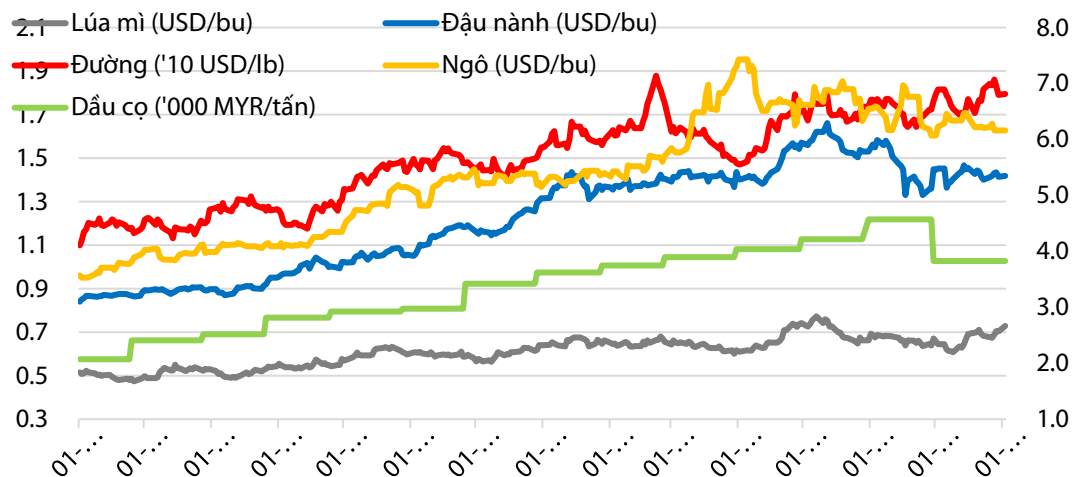


Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

Giá nông sản đã tăng trưởng mạnh trong hơn một năm qua, đến từ:

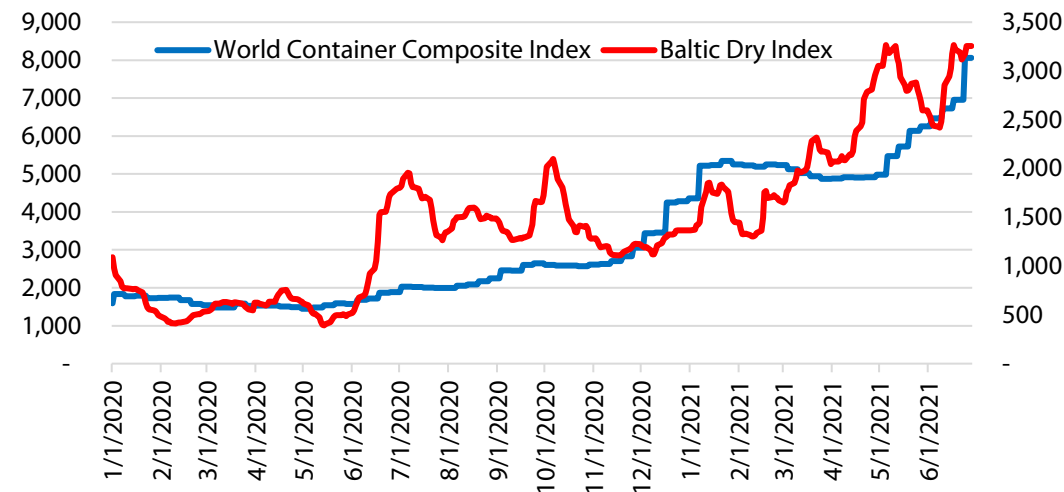
- Sự phục hồi nhu cầu thực phẩm và đồ uống ở các quốc gia lớn đã kiểm soát tốt tốc độ lây lan của Covid-19. Trong đó, sự gia tăng dự trữ hàng hóa của Trung Quốc là một trong những động lực thúc đẩy chính.
- Làn sóng Covid-19 tại các nước sản xuất nông sản hàng đầu (Brazil, Ấn Độ, Argentina, Thái Lan...) đã thắt chặt nguồn cung hàng hóa trên toàn thế giới.
- Sự gián đoạn chuỗi cung ứng trong bối cảnh đại dịch khiến chi phí logistic leo thang dẫn đến áp lực tăng giá mua nguyên liệu của các khách hàng F&B.

Hình 14: Xu hướng tăng giá nông sản



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chi phí logistic toàn cầu đã gia tăng rất mạnh



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



Các công ty sản xuất nông nghiệp:

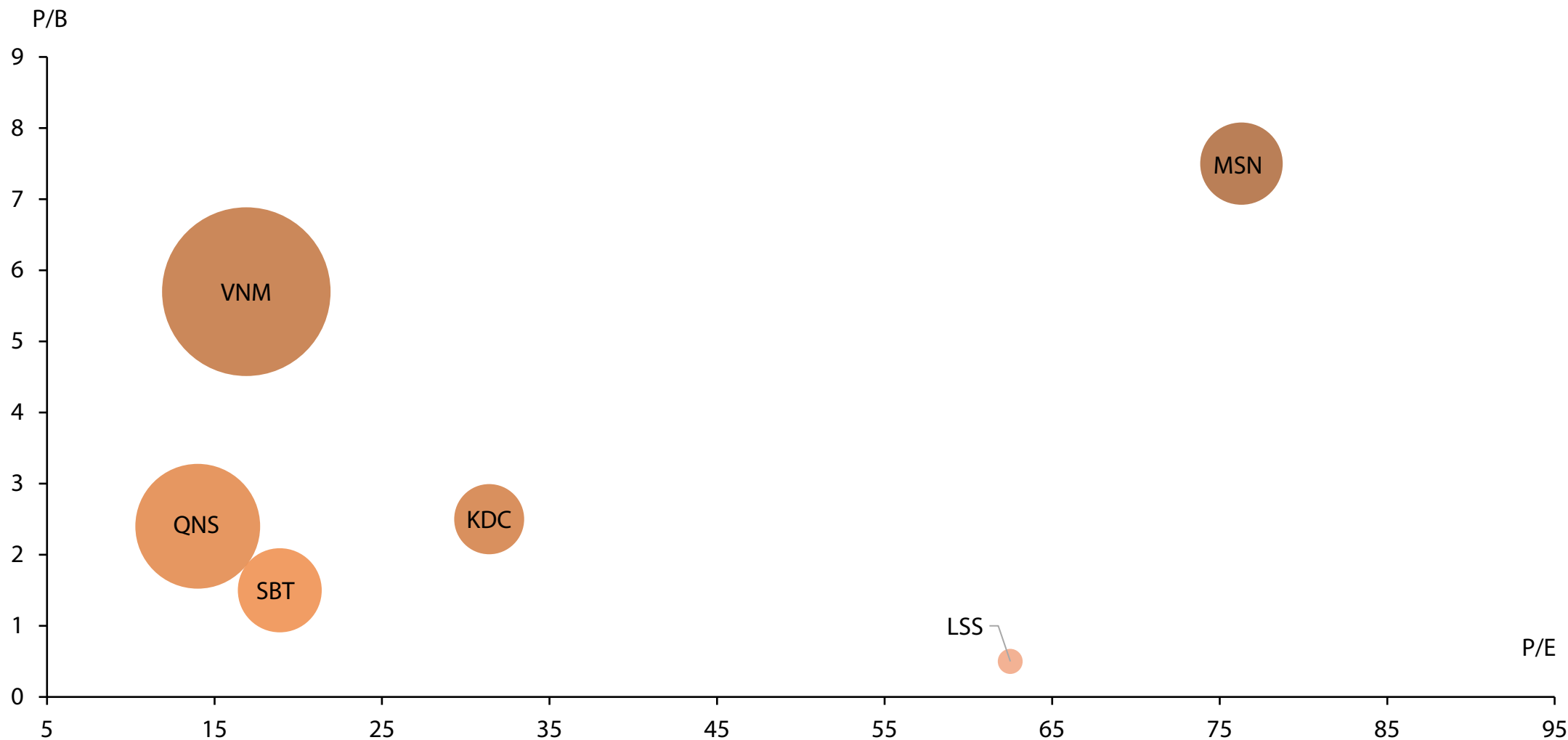
- 1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi liên quan chặt chẽ đến các sản phẩm nông nghiệp cơ bản có giá bán tăng mạnh.
- 2) Các doanh nghiệp có sản lượng sản xuất lớn và lợi thế kinh tế theo quy mô để nắm bắt nhanh chóng nhu cầu sản phẩm nông nghiệp đang gia tăng.
- 3) Các công ty có dòng tiền tự do mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh sẽ chịu ít rủi ro kinh doanh hơn dưới tác động tiêu cực của Covid-19.

Các công ty chế biến thực phẩm & đồ uống:

- 1) Các công ty chế biến F&B sẽ phải đối diện với áp lực chi phí nguyên liệu và thu hẹp biên lợi nhuận trong năm 2021, khi khả năng đàm phán giá bán đã suy yếu đáng kể đến từ nhu cầu F&B suy giảm trong bối cảnh Covid-19 bùng phát trở lại.

| Mã | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| MSN | 160.789 | 164.000 | 50,0 | 48,0 | 10,4 | 4,5 | -26,4 | 3,6 | 1,8 | 7,6 | 0,7 | 76,3 | 7,5 |
| VNM | 180.781 | 94.000 | 1,2 | -2,9 | 23,6 | 20,0 | 1,1 | 18,4 | 21,0 | 31,9 | 5,0 | 16,9 | 5,7 |
| KDC | 14.228 | N/A | 24,9 | 86,9 | 8,3 | 5,6 | 150,0 | 5,7 | 3,4 | 5,5 | - | 31,4 | 2,4 |
| QNS | 15.802 | 50.000 | 0,8 | -6,7 | 24,3 | 17,6 | -5,2 | 16,4 | 12,5 | 17,5 | 7,0 | 14,0 | 2,4 |
| SBT | 12.073 | N/A | 15,1 | 42,5 | 10,5 | 7,7 | 73,9 | 4,3 | 3,2 | 7,9 | 2,3 | 18,9 | 1,5 |
| LSS | 694 | N/A | -13,6 | N/A | 0,0 | 0,0 | -41,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 7,0 | 62,4 | 0,5 |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ vòng tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 21%>

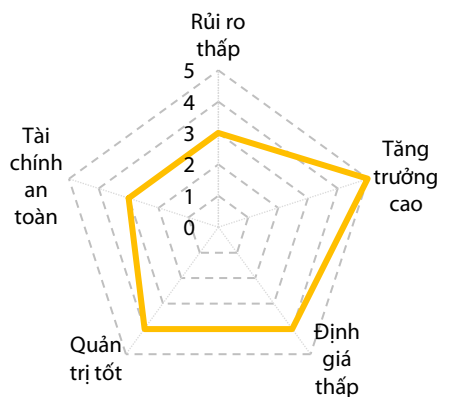
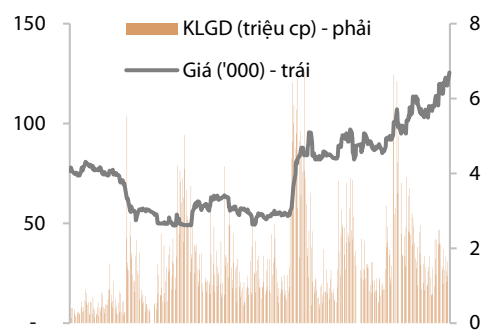
<GTT: 136.200>

<GMT: 164.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



| | |
|-----------------------------|---------------------|
| Ngành | Thực phẩm & Đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 160.789 |
| SLCPĐLH (triệu cp) | 1.181 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp) | 1.916 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 212 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 67 |
| ĐB giá 52 tuần (nghìn đồng) | 141,0-51,0 |

| | | | |
|------------------------|--------|--------|---------|
| Doanh thu | 77.218 | 96.506 | 109.575 |
| LNST | 1.395 | 4.446 | 6.184 |
| ROA (%) | 1,2 | 3,5 | 4,8 |
| ROE (%) | 4,2 | 18,4 | 22,2 |
| EPS (đồng) | 1.054 | 2.649 | 3.685 |
| GTSS (đồng) | 13.568 | 15.225 | 17.921 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000 | 1.000 | - |
| P/E (x) (*) | 133,8 | 53,2 | 38,3 |
| P/B (x) (*) | 10,3 | 9,2 | 7,8 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD hợp nhất phục hồi mạnh mẽ nhờ trụ cột hệ sinh thái tiêu dùng.

- Dựa trên triển vọng lạc quan từ mảng tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng Tập đoàn Masan (MSN) sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng ở mức cao, được dẫn dắt bởi Masan Consumer (MCH), Masan MEATLife (MML) và sự cải thiện khả năng sinh lời của VinCommerce (VCM). Chúng tôi ước tính LNST công ty mẹ năm 2020 của MSN đạt 3.112 tỷ đồng (135 triệu USD, +152% n/n), đến từ MCH (+16% n/n) và MML (+74% n/n), trong khi VCM và MSR sẽ ghi nhận mức lỗ ròng sau thuế thấp hơn. Chúng tôi ước tính chuỗi bán lẻ VCM sẽ ghi nhận biên EBITDA là +2,1% (+612 bps YoY) và biên EBIT là -1,9% (+931 bps n/n) trong năm FY2021.
- Theo Kanta WorldPanel, chi tiêu người tiêu dùng cho FMCG và thực phẩm đóng gói tại bốn thành phố trọng điểm của Việt Nam đã tăng đáng kể so với mức đỉnh của năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tiêu dùng này sẽ hỗ trợ hệ sinh thái tiêu dùng của MSN trở nên nổi bật trong nửa cuối năm 2021, tập trung vào nhu cầu thực phẩm thiết yếu thông qua kênh thương mại hiện đại.

Các thương vụ đầu tư chiến lược sẽ có tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh và định giá cổ phiếu của Tập đoàn Masan.

- Các thương vụ đầu tư phát triển của MSN nhằm mở rộng quy mô chuỗi tích hợp giá trị tiêu dùng, bao gồm huy động vốn cho các công ty con và ký kết các hợp đồng kinh doanh chiến lược với các công ty tiêu dùng đầu ngành khác. Với việc kết quả tái cấu trúc VCM đang đúng hướng với kỳ vọng của chúng tôi và định hướng của Tập đoàn, chúng tôi tin rằng các thương vụ tăng vốn sắp tới, dự kiến tập trung vào The CrownX và Masan MEATLife, sẽ tiếp tục hỗ trợ cho định giá cổ phiếu MSN.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Ảnh hưởng của Covid-19 lên hoạt động bán hàng của mạng lưới bán lẻ thực phẩm trong 2H21.
- Sự biến động giá kim loại có khả năng cản trở nỗ lực phục hồi lợi nhuận của MSR.
- Các đợt bùng phát dịch tả lợn Châu Phi ảnh hưởng lên quy mô kinh doanh của MML.

Bảng 1: MSN - KQKD 1H2021

| (tỷ đồng) | 1H-FY21 | Tăng trưởng (% YoY) |
|--|---------------|---------------------|
| Doanh thu | 41.196 | 16 |
| Masan Consumer (MCH) | 11.476 | 12 |
| VinCommerce (VCM) | 14.468 | -9 |
| Masan MEATLife (MML) | 10.232 | 42 |
| Masan High Tech Materials (MSR) | 6.107 | 138 |
| Lợi nhuận gộp | 9.161 | 17 |
| Masan Consumer (MCH) | 4.549 | 11 |
| VinCommerce (VCM) | 2.661 | 9 |
| Masan MEATLife (MML) | 1.309 | 9 |
| Masan High Tech Materials (MSR) | 743 | 764 |
| EBITDA | 6.891 | 84 |
| Masan Consumer (MCH) | 2.557 | 10 |
| VinCommerce (VCM) | 298 | - (*) |
| Masan MEATLife (MML) | 920 | 20 |
| Masan High Tech Materials (MSR) | 1.194 | 87 |
| Lãi/(lỗ) từ khoản đầu tư vào Techcombank | 1.953 | 72 |
| LNST | 1.396 | - (*) |
| LNST công ty mẹ | 979 | 737 |

Nguồn: MSN, Chứng khoán Rồng Việt, (*) ghi nhận lỗ trong 1H20

- **MSN:** Doanh thu 1H2021 là 41.196 tỷ đồng (1,8 tỷ USD, +16% n/n). LNST công ty mẹ 6T2021 đạt 979 tỷ đồng (42 triệu USD, +737% n/n). Doanh thu và lợi nhuận 1H21 tăng trưởng nhờ sự cải thiện đồng thời của các công ty ngành tiêu dùng.
- **MCH:** Doanh thu và LNST 1H21 lần lượt đạt 11.476 tỷ đồng (497 triệu USD, +12% n/n) và 2.012 tỷ đồng (87 triệu USD, +8% n/n), được củng cố bởi thực phẩm tiện lợi, đồ uống và thịt chế biến.
- **MML:** Thịt lợn MEATDeli đạt doanh thu thuần 1.438 tỷ đồng (62 triệu USD, +36% n/n). Doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi đạt 8.164 tỷ đồng (353 triệu USD, +33% n/n). Biên EBITDA của MML đạt khoảng 9% (-170 bps n/n).
- **VCM:** EBITDA 1H21 cải thiện khả quan với biên lợi nhuận 2,1% (+848 bps n/n), được thúc đẩy từ sự cải thiện của biên lợi nhuận thương mại, tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng và các sáng kiến mới về vận tải.
- **MSR:** Tổng doanh thu đạt mức tăng trưởng khoảng 138%, thúc đẩy bởi nhu cầu hồi phục mạnh hậu COVID-19, giá bán kim loại tăng cao, và doanh thu hợp nhất từ H.C.Starck (HCS). Do gánh nặng lãi vay, LNST công ty mẹ trong 1H21 của MSR vẫn ghi nhận mức lỗ -291 tỷ đồng (-13 triệu USD).

Bảng 2: MSN – Dự phóng KQKD 2H21

| (tỷ đồng) | 2H-FY21 | +/- HoH | +/- YoY |
|----------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu | 55.310 | 34 | 32 |
| Lợi nhuận gộp | 14.246 | 56 | 42 |
| EBIT | 4.604 | 136 | 154 |
| LNST | 2.124 | 115 | 90 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: MSN – Dự phóng KQKD năm 2021

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Doanh thu | 37.354 | 77.218 | 96.506 | 109.575 |
| Tăng trưởng (%) | -2,2 | 106,7 | 25,0 | 13,5 |
| Lợi nhuận gộp | 10.941 | 17.889 | 23.407 | 27.246 |
| Biên lợi nhuận gộp (%) | 29,3 | 23,2 | 24,3 | 24,9 |
| Chi phí SG&A | 6.098 | 16.207 | 17.626 | 20.192 |
| Tỷ suất SG&A(%) | 16,3 | 21,0 | 18,3 | 18,4 |
| EBIT | 4.843 | 1.682 | 5.781 | 7.054 |
| Biên EBIT(%) | 13,0 | 2,2 | 6,0 | 6,4 |
| LNST công ty mẹ | 5.557 | 1.234 | 2.884 | 4.164 |
| Biên lợi nhuận ròng (%) | 14,9 | 1,6 | 3,0 | 3,8 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MSN – Dự phóng KQKD 2H21

- 1) Tổng doanh thu 2H21 tăng trưởng 32% n/n, chủ yếu được cải thiện nhờ sự tăng trưởng doanh thu của MCH (+24% n/n) và MML (+40% n/n), đạt mức tăng trưởng khả quan hơn so với 1H21, nhờ sự thúc đẩy nhu cầu sản phẩm FMCG và thịt tươi sống.
- 2) Tổng LNST 2H21 tăng trưởng khoảng 90% n/n đến từ động lực tăng trưởng của MCH (+19% n/n) và MML (+40% n/n), trong khi lỗ ròng của VCM cải thiện với tỷ suất EBITDA là 2,1% trong 2H21.

MSN – Dự phóng KQKD năm 2021

Năm 2021, MSN ước đạt 96.506 tỷ đồng doanh thu (4,2 tỷ USD, +25% n/n) và LNST công ty mẹ đạt 3.112 tỷ đồng (135 triệu USD, +152% n/n) :

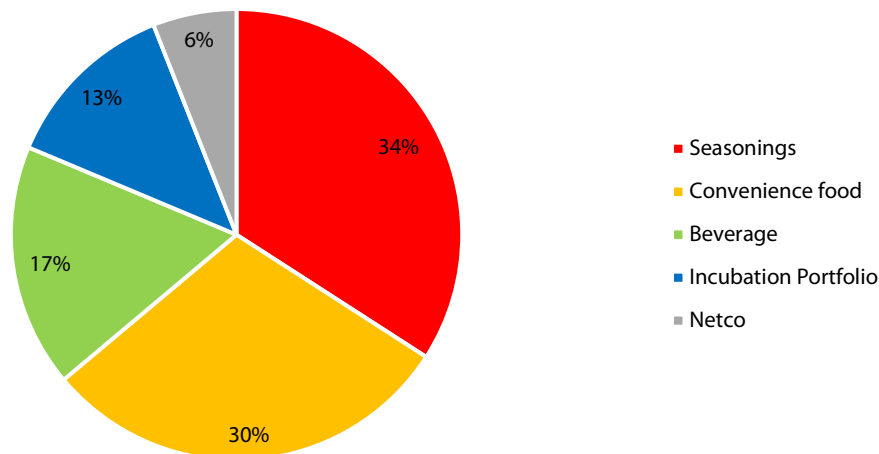
- **Doanh thu và LNST của MCH lần lượt tăng 19% n/n và 16% n/n.** Danh mục FCMGs sẽ là điểm nhấn với sự tăng trưởng của nhiều dòng sản phẩm (thực phẩm tiện lợi, thịt chế biến).
- **Doanh thu và LNST của MML lần lượt tăng 41% n/n và 74% n/n.** Trụ cột tăng trưởng sẽ là thịt tươi với mức tăng trưởng doanh thu và EBIT lần lượt là 99% n/n và 35 lần n/n.
- **Doanh thu của VCM tăng 11% n/n và biên EBITDA đạt 2,1% (+612 bps n/n).** Tỷ suất lợi nhuận EBITDA mở rộng được dẫn dắt bởi sự cải thiện tổng tỷ suất lợi nhuận thương mại, tăng trưởng SSSG nhằm cải thiện doanh thu mỗi cửa hàng và tái cấu trúc logistics.

Bảng 4: MCH – Dự phóng KQKD năm 2021

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Doanh thu | 18.845 | 23.892 | 28.361 | 31.053 |
| Lợi nhuận gộp | 7.890 | 9.919 | 11.992 | 13.120 |
| Biên lợi nhuận gộp | 41,9 | 41,5 | 42,3 | 42,3 |
| EBIT | 3.985 | 4.838 | 5.746 | 6.277 |
| Biên EBIT | 21,1 | 20,2 | 20,3 | 20,2 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: Tỷ trọng doanh thu theo dòng sản phẩm



Nguồn: CTCK Rồng Việt

MCH – Dự phóng KQKD năm 2021

- MCH được kỳ vọng sẽ tiếp tục là trụ cột vững chắc nhất của hệ sinh thái MSN nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng FMCG và các thương hiệu sản phẩm riêng với thị phần cao.
- Mảng thực phẩm tiện lợi, thịt chế biến và HPC sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 25% n/n, 100% n/n và 26% n/n, theo chúng tôi kỳ vọng.
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu tích cực sẽ là yếu tố chủ chốt thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận gộp lên mức 21% n/n (11.992 tỷ đồng hoặc 519 triệu USD, theo ước tính của chúng tôi). Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp là 42,3%, +77 bps n/n.
- Theo ước tính, EBIT đạt 5.746 tỷ đồng (249 triệu USD, +19% n/n), chủ yếu đến từ sự tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ và tỷ lệ chi phí hoạt động duy trì ổn định.
- Bên cạnh đóng góp từ tăng trưởng kinh doanh tích cực, MCH là công ty con mang về dòng tiền thuần tốt nhất cho MSN với dòng tiền FCFE trung bình đạt 4.818 tỷ đồng (209 triệu USD) mỗi năm và cổ tức tiền mặt ổn định 4.500 đồng, tương ứng dòng tiền cổ tức 2.319 tỷ đồng (100 triệu USD) mỗi năm cho công ty mẹ của MSN.

Bảng 5: MML – Dự phóng KQKD năm 2021

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Doanh thu | 13.799 | 16.108 | 22.693 | 24.899 |
| Lợi nhuận gộp | 2.266 | 2.725 | 2.971 | 3.877 |
| Biên lợi nhuận gộp | 16,4 | 16,9 | 13,1 | 15,6 |
| EBIT | 788 | 1.186 | 1.473 | 2.284 |
| Biên EBIT | 5,7 | 7,4 | 6,5 | 9,2 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Dự báo KQKD năm 2021 theo sản phẩm

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu | 13.799 | 16.108 | 22.693 | 24.899 |
| Thức ăn chăn nuôi | 13.472 | 13.741 | 17.951 | 18.940 |
| Thịt tươi | 327 | 2.378 | 4.743 | 5.958 |
| EBIT | 788 | 1.186 | 1.473 | 2.284 |
| Thức ăn chăn nuôi | 1.069 | 1.184 | 1.403 | 1.801 |
| Thịt tươi | -281 | 2 | 70 | 483 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

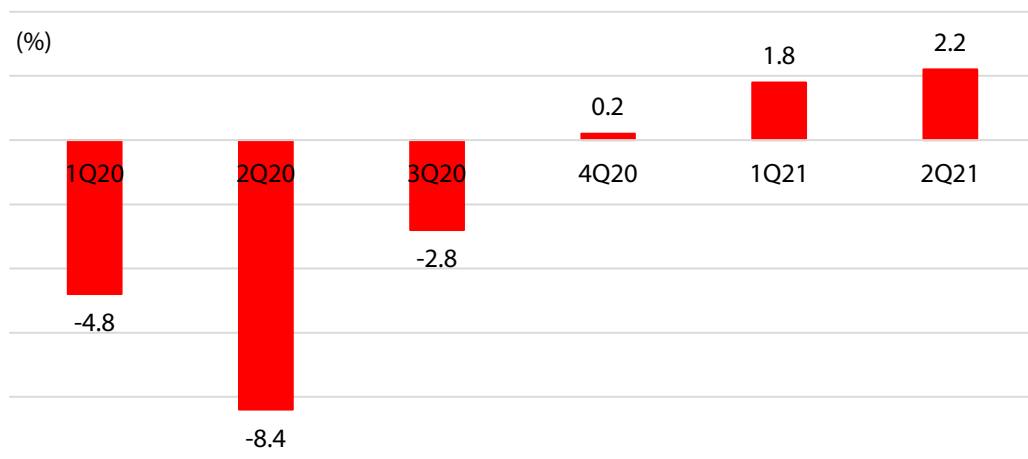
MML – Dự phóng KQKD năm 2021

- MML dự kiến sẽ đạt doanh thu thuần và EBIT lần lượt là 22.693 tỷ đồng (982 triệu USD, +41% n/n) và 1.473 tỷ đồng (64 triệu USD, +24% n/n).
- Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng thịt tươi đạt 4.743 tỷ đồng (205 triệu USD, +99% n/n) và riêng thịt MEAT Deli chiếm 410 tỷ đồng (18 triệu USD) trong EBIT.
 - Do khoản chi tiêu của người tiêu dùng đang dần tập trung vào thực phẩm đóng gói thông qua kênh thương mại điện tử hiện đại, đây là cơ hội tiềm năng để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của thịt MEATDeli đóng gói.
 - Hơn nữa, chúng tôi có cái nhìn lạc quan về triển vọng của thịt MEATDeli trong dài hạn khi sản phẩm này vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình thâm nhập thị trường và chiếm lĩnh thị phần.
 - Thịt gà 3F Việt có thể đóng góp 1.500 tỷ đồng (65 triệu USD) vào doanh thu của MML trong năm 2021.
- Mảng thức ăn chăn nuôi sẽ đạt mức doanh thu khoảng 17.951 tỷ đồng (777 triệu USD, +31% n/n) và đạt EBIT 1.403 tỷ đồng (61 triệu USD, +19% n/n), nhờ vào:
 - Doanh thu từ thức ăn chăn nuôi heo tăng trưởng 50% n/n, nhờ vào sự phục hồi của nguồn cung lợn sống trên toàn thế giới trong năm 2021. Thức ăn thủy sản và thức ăn gia cầm lần lượt đạt mức tăng trưởng là 30% n/n và 10% n/n do tiêu thụ gia cầm ổn định và triển vọng rõ ràng hơn từ ngành xuất khẩu cá tra.
 - Do giá thành nông sản leo thang, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của thức ăn chăn nuôi co hẹp về mức 12,8% (-407 bps n/n).

Bảng 7: VCM – Dự phóng KQKD năm 2021

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Doanh thu | 25.824 | 29.791 | 32.920 | 41.156 |
| Lợi nhuận gộp | 3.629 | 5.084 | 6.606 | 8.670 |
| Biên lợi nhuận gộp | 14,1 | 17,1 | 20,1 | 21,1 |
| EBIT | -2.158 | -1.197 | 691 | 1.118 |
| Biên EBIT | -8,4 | -4,0 | 2,1 | 2,7 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên EBITDA hàng quý


Nguồn: CTCK Rồng Việt

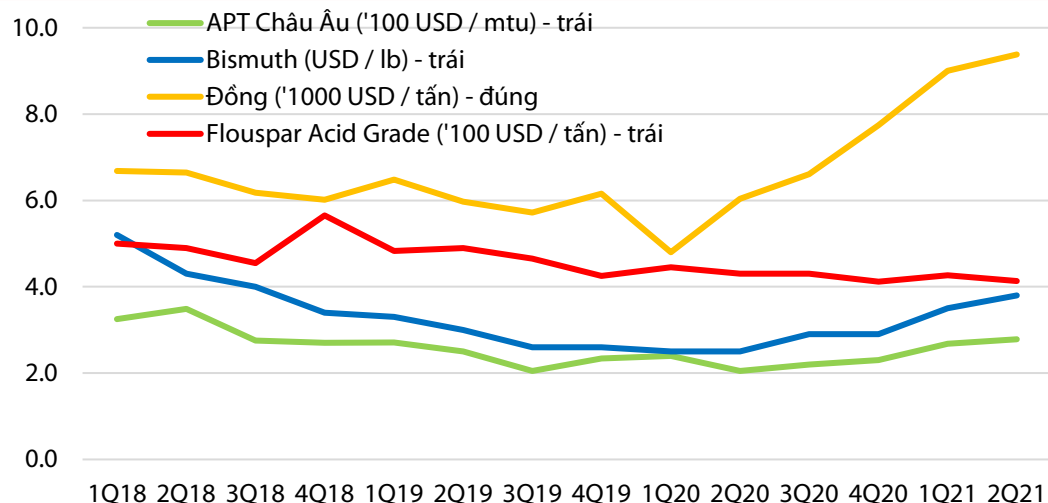
VCM – Dự phóng KQKD năm 2021

- Tổng doanh thu đạt mức tăng trưởng 11% n/n, nhờ sự đóng góp trong doanh thu từ Vinmart+ (22.572 tỷ đồng, hoặc 977 tỷ USD, +14% n/n). Do ảnh hưởng kéo dài từ đợt bùng phát COVID-19 lên hoạt động của các trung tâm thương mại, chúng tôi ước tính doanh thu của Vinmart sẽ phục hồi chậm ở mức 4% n/n. Trong đó, chúng tôi lo ngại rằng doanh thu của Vinmart trong trung tâm thương mại Vincom sẽ suy giảm 30% n/n trong năm 2021.
- Lợi nhuận gộp đạt 6.606 tỷ đồng (286 triệu USD, +30% n/n). Biên lợi nhuận gộp sẽ đạt 20,1% (+300 bps n/n). Chúng tôi cho rằng việc cải thiện biên lợi nhuận gộp là nhờ vào nỗ lực của VCM nhằm:
 - Nâng cao biên lợi nhuận thương mại (TCM) thông qua việc tìm kiếm nguồn cung ứng trực tiếp và thương thảo lại mức chiết khấu với các nhà cung cấp.
 - Tăng cường sự hiện diện các loại thực phẩm tươi sống nhãn hiệu riêng trong mạng lưới cửa hàng của VCM. Các sản phẩm từ VinEco chiếm 14% doanh thu trái cây và rau củ của VCM, và các sản phẩm MEAT Deli và 3F Việt chiếm 50% doanh thu mảng thịt của VCM.
 - TCM của VCM cải thiện 2,4% trong 1H21 và dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện 0,3-0,5% trong 2H21.
- EBITDA mang tín hiệu khả quan cho cả năm 2021 với biên lợi nhuận đạt 2,1% (+612 bps n/n), được thúc đẩy bởi sự cải thiện lợi nhuận thương mại, tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng và các sáng kiến logistics nhằm cải thiện lưu lượng hàng hóa.

Bảng 8: MSD – Dự phóng KQKD năm 2021

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Doanh thu | 4.706 | 7.427 | 12.532 | 12.467 |
| Lợi nhuận gộp | 735 | 178 | 1.838 | 1.579 |
| Biên lợi nhuận gộp | 15,6 | 2,4 | 14,7 | 12,7 |
| EBIT | 488 | -330 | 1,003 | 714 |
| Biên EBIT | 10,4 | -4,4 | 8,0 | 5,7 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá kim loại hàng quý


Nguồn: Metal Bulletin, CTCK Rồng Việt

MSR – Dự phóng KQKD năm 2021

- Mức tăng trưởng tổng doanh thu sẽ khoảng 69%, được thúc đẩy bởi nhu cầu hồi phục cao hậu COVID-19, giá bán kim loại tăng cao hơn và doanh thu hợp nhất từ H.C.Starck (HCS) trị giá 7.865 tỷ đồng (340 triệu USD).
 - Doanh thu từ vonfram đạt 10.618 tỷ đồng (460 triệu USD, tăng gấp hai lần n/n).
 - Doanh thu từ florit đạt 1.491 tỷ đồng (65 triệu USD).
 - Doanh thu từ bitmut đạt 423 tỷ đồng (18 triệu USD).
- Lợi nhuận gộp đạt khoảng 1.833 tỷ đồng (80 triệu USD, tăng gấp 10 lần n/n). Bên cạnh sự đóng góp bền vững từ mức lợi nhuận gộp của sản phẩm florit (969 tỷ đồng, hay 42 triệu USD, theo ước tính của chúng tôi), lợi nhuận gộp từ các sản phẩm liên quan đến vonfram đạt khoảng 786 tỷ đồng (34 triệu USD) với biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 7% nhờ giá vonfram cao hơn trong năm 2021.
- Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng rằng MSR sẽ không được cấp giấy phép xuất khẩu đồng trong 2H21, gây ra khoản lỗ gộp 44 tỷ đồng (2 triệu USD) cho mảng đồng trong năm 2021.
- Bất chấp sự phục hồi mạnh từ EBIT, LNST công ty mẹ của MSR ước đạt -273 tỷ đồng (-12 triệu USD) trong 1H21 do gánh nặng từ lãi vay ước đạt 2.307 tỷ đồng (100 triệu USD) trong năm 2021.

| Định giá thành phần | FY2021F | Ghi chú |
|--|----------------|---|
| 1) Masan Consumer (MCH) | | Phương pháp DCF |
| Giá trị vốn cổ phần | 126.628 | |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan | 72,7 | |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (A) | 92.059 | Hệ số PE hợp lý đạt 24 lần |
| 2) Masan MEATLife (MML) | | Phương pháp định giá EV/EBITDA |
| Giá trị vốn cổ phần | 26.222 | |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan | 87,9 | |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (B) | 23.049 | Hệ số EV/EBITDA nhóm cổ phiếu so sánh là 13 |
| 3) Masan High-Tech Materials (MSR) | | Phương pháp định giá GTSS |
| Giá trị vốn cổ phần | 13.739 | |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan | 86,4 | |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (C) | 11.870 | |
| 4) VinCommerce (VCM) | | Phương pháp hệ số P/S |
| Giá trị vốn cổ phần | 32.920 | |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan | 71,3 | |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (D) | 23.472 | Hệ số P/S mục tiêu = 1.0 |
| 5) Giá trị khoản đầu tư dài hạn | | |
| Techcombank (TCB) | 53.502 | |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác | 945 | Giá trị thị trường |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (E) | 54.448 | |
| 6) Tài sản ròng khác (F) | (12.349) | |
| Giá trị vốn cổ phần (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) | 192.549 | |
| Số lượng cổ phần đang lưu hành (triệu cổ phiếu) | 1.175 | |
| Giá mục tiêu | 164.000 | FY2021 |
| Lợi nhuận giá kỳ vọng | 20,4 | |
| Tỷ suất cổ tức kỳ vọng | 0,7 | |
| Tổng lợi nhuận kỳ vọng | 21.1 | FY2021 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt; tỷ đồng

- Sau một năm ghi nhận lợi nhuận sụt giảm lớn (LNST công ty mẹ năm 2020 giảm 78% n/n), chủ yếu do hợp nhất lỗ ròng của VCM, MSN đã cho thấy những nỗ lực lớn để thúc đẩy lợi nhuận của mình theo hướng tốt hơn. Dựa trên nỗ lực tái cơ cấu chi phí và danh mục sản phẩm tiêu dùng từ MCH và MML, VCM đang đi đúng với kế hoạch đã đề ra nhằm đạt biên EBITDA tăng trưởng dương trong năm 2021. Bên cạnh đó, MCH và MML đang hướng đến một năm thành công rực rỡ với tăng trưởng thu nhập cao hơn trong 2H so với 1H, nhờ vào nhu cầu sản phẩm FMCG và thực phẩm đóng gói thông qua kênh thương mại hiện đại.
- Dựa trên định giá SoTP, chúng tôi nâng định giá MSN lên 164.000 đồng/cổ phiếu, dẫn dắt bởi ước tính kết quả kinh doanh cao hơn của chúng tôi cho MSN hợp nhất, MCH và MML, trong khi tiền mặt ròng của công ty đang cải thiện nhờ nguồn tăng vốn mới và hệ sinh thái tiêu dùng. Vì vậy, bắt chấp giá cổ phiếu đã tăng 33% trong hai tháng gần đây, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MSN với tổng mức sinh lời kỳ vọng 21%, bao gồm 1% cổ tức tiền mặt.

<TÍCH LŨY: 13%>

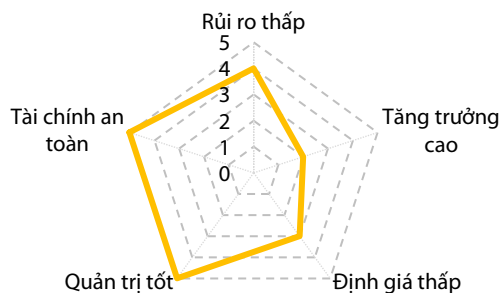
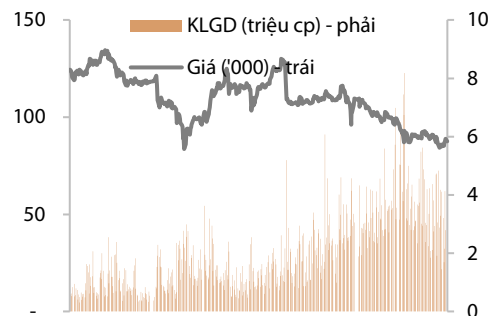
<GTT: 86.500>

<GMT: 94.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



| | |
|-----------------------------|---------------------|
| Ngành | Thực phẩm & Đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 180.781 |
| SLCPĐLH (triệu cp) | 2.090 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp) | 3.831 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 343 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 45 |
| ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 114,9-84,3 |

| | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 59.636 | 58.653 | 61.807 |
| LNST | 11.099 | 10.668 | 10.955 |
| ROA (%) | 23,0 | 21,0 | 20,8 |
| ROE (%) | 35,5 | 32,8 | 32,2 |
| EPS (đồng) | 4.770 | 4.594 | 4.717 |
| GTSS (đồng) | 16.099 | 15.569 | 16.286 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 4.000 | 4.000 | 4.000 |
| P/E (x) (*) | 20,4 | 19,8 | 19,8 |
| P/B (x) (*) | 6,0 | 5,5 | 5,2 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Làn sóng Covid-19 mới cản trở triển vọng tăng trưởng

- Trong 2021, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của Vinamilk đạt 58.653 tỷ đồng (2,5 tỷ USD, -1,6% n/n) và LNST đạt 10.668 tỷ đồng (462 triệu USD, -3,9% n/n). Thị trường xuất khẩu sẽ dẫn dắt tăng trưởng tổng doanh thu nhờ nhu cầu ổn định ở Iraq và nhu cầu sữa cải thiện khi các trường học ở Mỹ dần mở cửa trở lại.
- Các biện pháp giãn cách xã hội chặt chẽ hơn theo Chỉ thị 16 sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam và doanh thu nội địa của Vinamilk trong nửa cuối năm 2021. Mặc dù doanh thu nội địa thông qua kênh siêu thị, cửa hàng tiện lợi và kênh bán hàng trực tuyến sẽ tăng trưởng mạnh trong bối cảnh giãn cách toàn xã hội, nhưng tổng doanh thu nội địa ước tính tiếp tục suy giảm nhẹ đến từ ảnh hưởng của kênh truyền thống - kênh bán hàng lớn nhất chiếm 70% doanh thu nội địa giai đoạn trước làn sóng Covid-19 thứ tư.

Vị thế dẫn đầu ngành vững chắc trong dài hạn

- Về dài hạn, chúng tôi cho rằng các yếu tố cạnh tranh của công ty sẽ được duy trì vững chắc, tập trung vào (1) vị thế dẫn đầu bền vững trên thị trường sữa Việt Nam kết hợp với chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm sữa, (2) cổ tức tiền mặt ổn định trong dài hạn và (3) tiềm năng tăng trưởng của thị trường xuất khẩu.

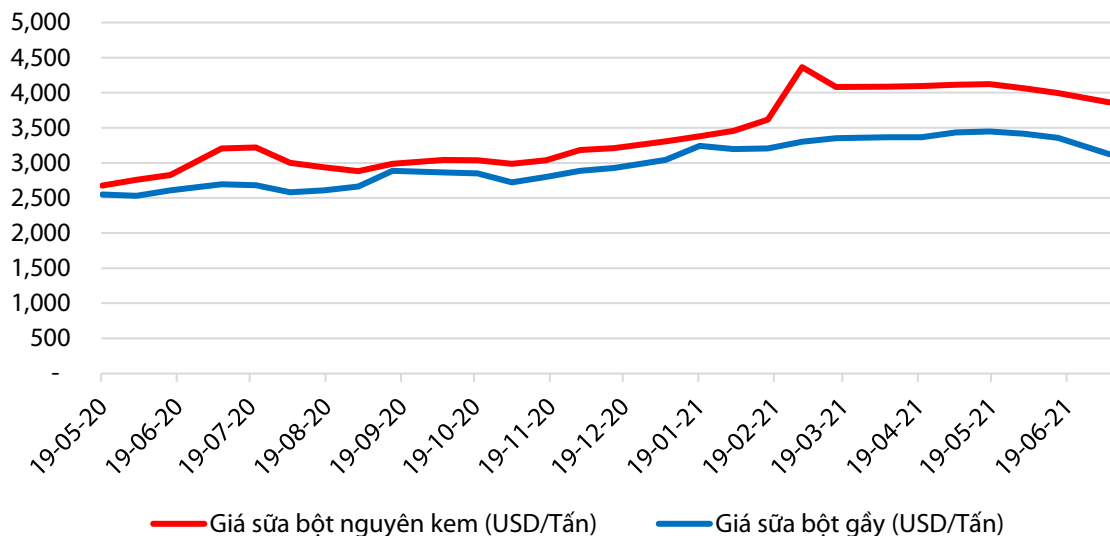
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các đợt bùng phát Covid-19 dai dẳng ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng sữa.
- Biến động giá sữa bột nguyên liệu (sữa bột nguyên kem và sữa bột tách béo).

Bảng 1: 1H21 – Kết quả kinh doanh

| (tỷ đồng) | 1H-FY21 | +/- (%) HoH | +/- (%) YoY |
|----------------------|---------|-------------|-------------|
| Doanh thu | 28,906 | (3.6) | (2.5) |
| Lợi nhuận gộp | 12,609 | (9.4) | (8.3) |
| EBIT | 6,081 | 7.2 | (7.8) |
| LNST | 5,411 | 2.8 | (7.3) |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Giá sữa bột nguyên kem (WMP)


Nguồn: Global Dairy Trade, CTCK Rồng Việt

Kết quả 1H-FY21

- Trong 1H21, tổng doanh thu đạt 28.906 tỷ đồng (1,3 tỷ USD, -3% n/n). Doanh thu nội địa giảm 4% N/n. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu tăng 7% n/n nhờ thị trường Iraq và Mỹ, đến từ sự gián đoạn chuỗi cung ứng sữa nội địa ở Iraq và hoạt động mở cửa trở lại các trường học ở Mỹ.
- Thị phần nội địa của công ty không đổi trong 1H21, đạt khoảng 60%. Sản phẩm sữa chua duy trì tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu gia tăng đối với các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Ngược lại, sữa bột đối diện với tình trạng tiêu thụ suy yếu và thị phần giảm do áp lực cạnh tranh gay gắt hơn.
- Lợi nhuận gộp đạt 12.609 tỷ đồng (546 triệu USD, -8% N/n). Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 43,6% (-270 bps N/n). Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng tiêu cực từ xu hướng tăng giá nguyên liệu sữa đầu vào kể từ đầu năm 2021.
- Chi phí SG&A đạt 6.528 tỷ đồng (282 triệu USD, -9% N/n). Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý giảm 153 điểm cơ bản, mà chúng tôi cho rằng đến từ hoạt động cắt giảm chi phí SG&A trong bối cảnh nhu cầu sữa suy giảm cùng những khó khăn trong việc thực thi chiến dịch tiếp thị và quảng cáo do giãn cách xã hội quyết liệt hơn.
- Do ảnh hưởng của doanh thu sụt giảm và biên lợi nhuận gộp thu hẹp, LNST công ty mẹ đạt 5.411 tỷ đồng (234 triệu USD, -7% n/n).

Bảng 3: 2H21 - Dự báo kinh doanh

| (tỷ đồng) | 2H-FY21 | +/- (%) HoH | +/- (%) YoY |
|----------------------|---------|-------------|-------------|
| Doanh thu | 29.747 | 2,9 | -0,8 |
| Lợi nhuận gộp | 13.550 | 7,5 | -2,7 |
| EBIT | 5.777 | -5,0 | 1,9 |
| LNST | 5.257 | -2,8 | -0,1 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: VNM - Dự phóng KQKD 2021

| (tỷ đồng) | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu | 56.318 | 59.636 | 58.653 | 61.807 |
| Tăng trưởng (%) | 7,1 | 5,9 | -1,6 | 5,4 |
| Lợi nhuận gộp | 26.572 | 27.669 | 26.159 | 27.938 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%) | 47,2 | 46,4 | 44,6 | 45,2 |
| Chi phí SG&A | 14.390 | 15.406 | 14.302 | 15.627 |
| Tỷ suất SG&A (%) | 25,6 | 25,8 | 24,4 | 25,3 |
| EBIT | 12.182 | 12.263 | 11.857 | 12.311 |
| Biên EBIT (%) | 21,6 | 20,6 | 20,2 | 19,9 |
| LNST | 10.581 | 11.099 | 10.668 | 10.955 |
| Biên lợi nhuận ròng (%) | 18,8 | 18,6 | 18,2 | 17,7 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự báo 2H21

- 1) Doanh thu nội địa giảm 4% so với cùng kỳ xuống 24.377 tỷ đồng. Doanh thu sẽ suy giảm nhiều nhất trong quý 3 (-10% n/n) khi chúng tôi lo ngại rằng giai đoạn giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16 sẽ khiến nhu cầu sữa suy yếu nghiêm trọng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ phục hồi trong quý 4.
- 2) Doanh thu xuất khẩu ước đạt 5.370 tỷ đồng (+ 17% n/n) nhờ nhu cầu ổn định ở Iraq và kỳ vọng tiếp tục mở cửa trường học ở Mỹ.
- 3) Tỷ suất lợi nhuận gộp ước đạt 45,6%, giảm 88 bps n/n nhưng tăng 193 bps so với 1H21 vì chúng tôi ước tính giá WMP sẽ tăng 22% n/n và giảm 4% so với 1H21.

Dự phóng KQKD năm 2021

Tổng doanh thu của Vinamilk sẽ ở mức 58.653 tỷ đồng (-1,6% n/n) và LNST là 10.668 tỷ đồng (-3,9% n/n), dựa trên :

- 1) Sản lượng sữa năm 2021 giảm 4% n/n do ảnh hưởng từ sự bùng phát Covid-19 mới nhất đối với nhu cầu sữa của Việt Nam.
- 2) Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 44,6%, thu hẹp 180 bps n/n do xu hướng tăng giá sữa bột.
- 3) Chi phí SG&A ở mức 14.302 tỷ đồng (-7% n/n) với tỷ lệ SG&A đạt 24,4% (-145 bps n/n), được thúc đẩy bởi việc cắt giảm tiếp thị và khuyến mại dưới tác động của sự suy giảm nhu cầu sữa dưới tác động của Covid-19.

Bảng 5: Tóm tắt định giá

| Phương pháp | Giá mục tiêu | Tỷ trọng | Đóng góp vào tổng định giá |
|----------------------------|--------------|----------|----------------------------|
| FCFE | 96.397 | 50% | 48.198 |
| P/E | 90.932 | 50% | 45.466 |
| Giá mục tiêu (đồng) | | 100% | 94.000 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mặc dù biến động giá gần đây khiến cổ phiếu VNM trông hấp dẫn hơn, nhưng chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng tăng giá cổ phiếu trong năm 2021 khi công ty sẽ phải đối mặt với một năm đầy khó khăn do đại dịch Covid-19. Trong khi các dự án đầu tư mới sẽ còn cần nhiều năm để tạo ra sự cộng hưởng đáng kể lên KQKD và định giá cổ phiếu.

Về dài hạn, chúng tôi tin rằng các yếu tố cạnh tranh của công ty vẫn duy trì vững chắc, tập trung vào (1) vị thế dẫn đầu vững chắc trên thị trường sữa Việt Nam kết hợp với nỗ lực đa dạng hóa danh mục sản phẩm, (2) cổ tức tiền mặt ổn định trong dài hạn và (3) tiềm năng tăng trưởng của thị trường xuất khẩu.

Chúng tôi sử dụng kết hợp định giá 50%: 50% cho DCF/PER để định giá cổ phiếu VNM. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu VNM là 94.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng PER năm 2021 là 21 lần. Với tỷ suất cổ tức tiền mặt là 5%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** với tổng mức sinh lời là 13%.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn