

NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG NHANH (FMCG)

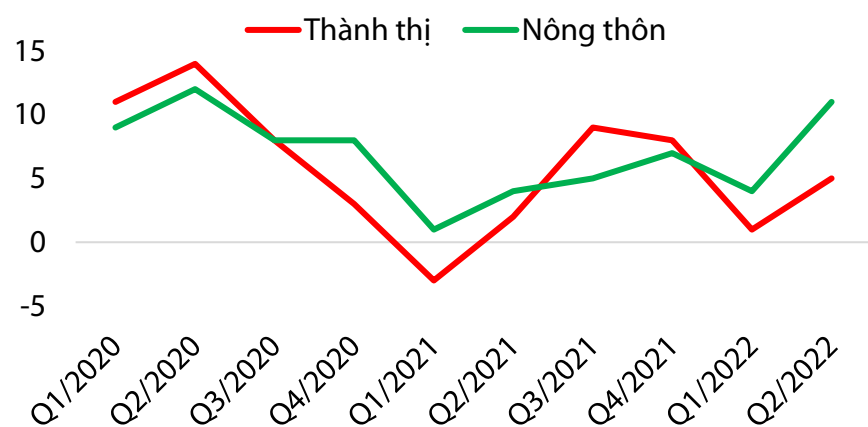
THÍCH NGHI VỚI LẠM PHÁT



Nguyễn Thị Ngọc An – an.ntn@vdsc.com.vn

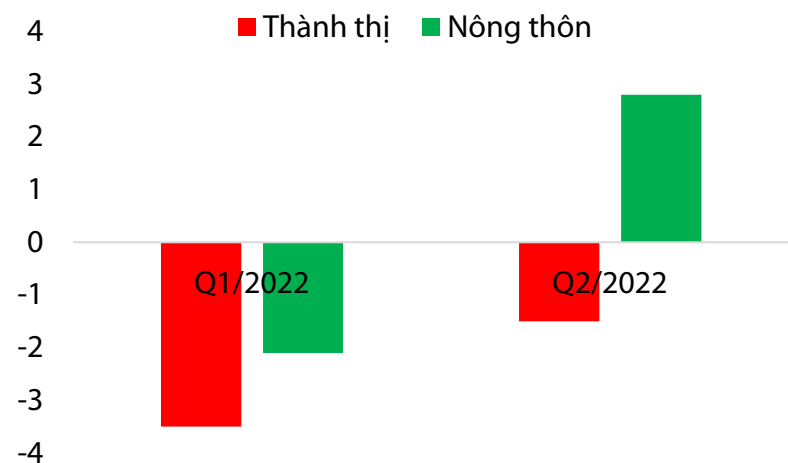


Hình 1: Tăng trưởng giá trị tiêu thụ FMCG (%YoY)



Nguồn: KantarWorld panel, CTCK Rồng Việt

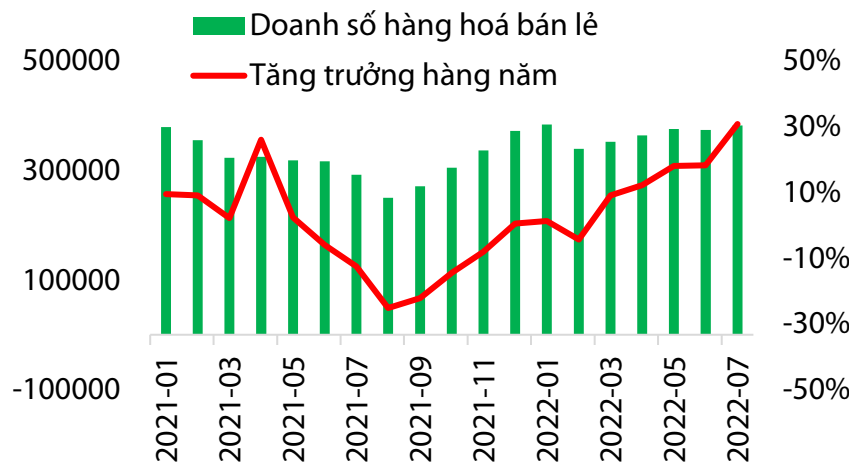
Hình 2: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ FMCG (%YoY)



Nguồn: KantarWorld panel, CTCK Rồng Việt

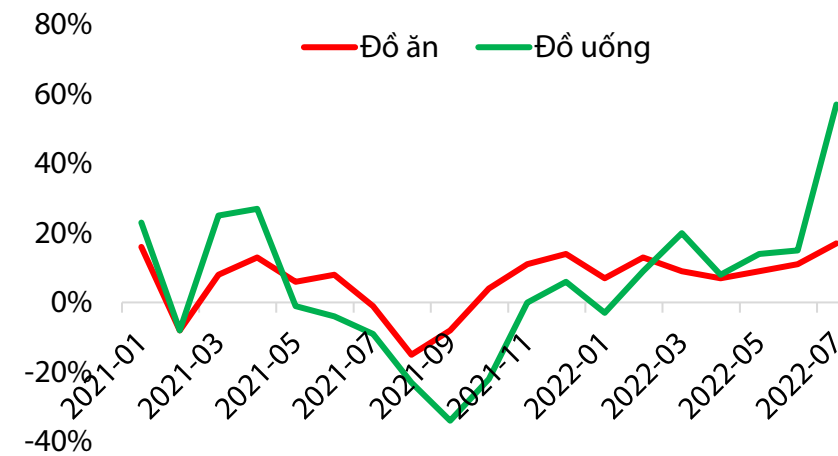
- Trong bối cảnh lạm phát cao và hiệu ứng dự trữ hàng tồn kho của nửa cuối năm 2021, giá trị tiêu dùng FMCG cho thấy mức tăng trưởng khiêm tốn trong Q1 2022, chủ yếu được dẫn dắt bởi giá bán cao hơn. Tuy nhiên, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ FMCG đã phục hồi kể từ quý 2/2022. Cụ thể, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ FMCG quý 2/2022 ở khu vực thành thị và nông thôn lần lượt là -1,5% YoY (Q1 2022: -3,5% YoY) và +2,8% YoY (Q1 2022: -2,1% YoY), tương ứng.
- Chúng tôi cho rằng giá bán cao hơn đã làm giảm nhu cầu chi tiêu của người tiêu dùng trong giai đoạn đầu của thời kỳ tăng giá. Tuy nhiên, người tiêu dùng bắt đầu quen với việc giá cả tăng trong Q2/2022, cùng với việc dự trữ hàng tồn kho giảm, dẫn đến họ quay lại chi tiêu nhiều hơn cho hàng FMCG vốn là sản phẩm được tiêu thụ hàng ngày. Trên thực tế, tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa Q2/2022 cao hơn so với Q1/2022.
- Mặt khác, trong Q1/2022, các nhà sản xuất FMCG cũng thận trọng về xu hướng tiêu dùng tương lai trong bối cảnh lạm phát cao và gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, bằng chứng là chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ở mức thấp trong Q1/2022. Tuy nhiên, chỉ số này đã phục hồi kể từ Q2/2022.

Hình 3: Doanh số bán lẻ hàng hoá (Tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (%YoY)



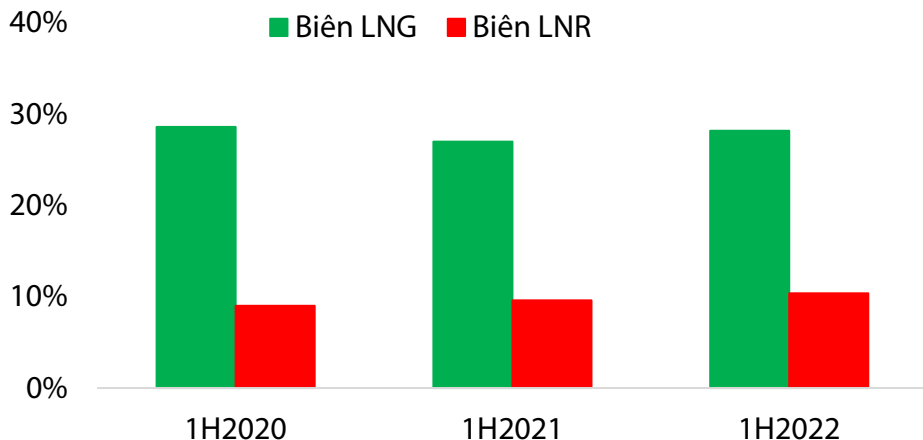
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của đồ ăn và đồ uống (%YoY)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

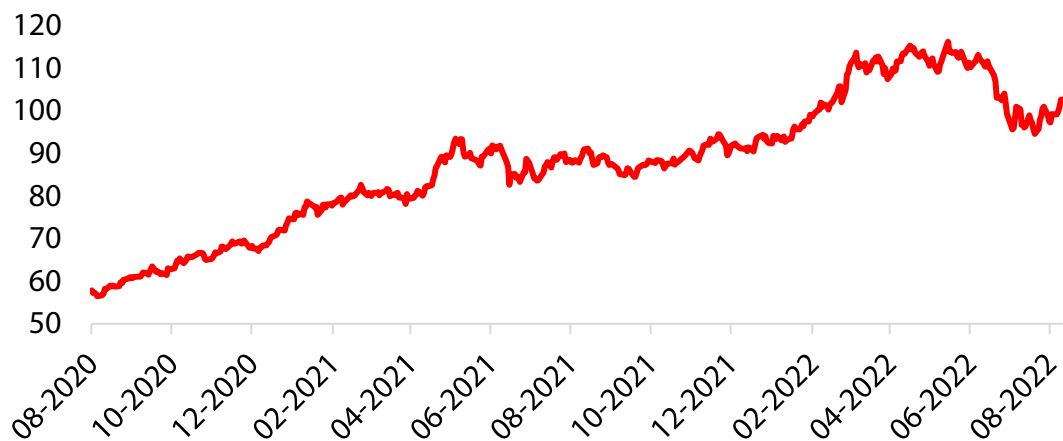
Hình 5: Biên LNG và biên LNR của ngành FMCG (%)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

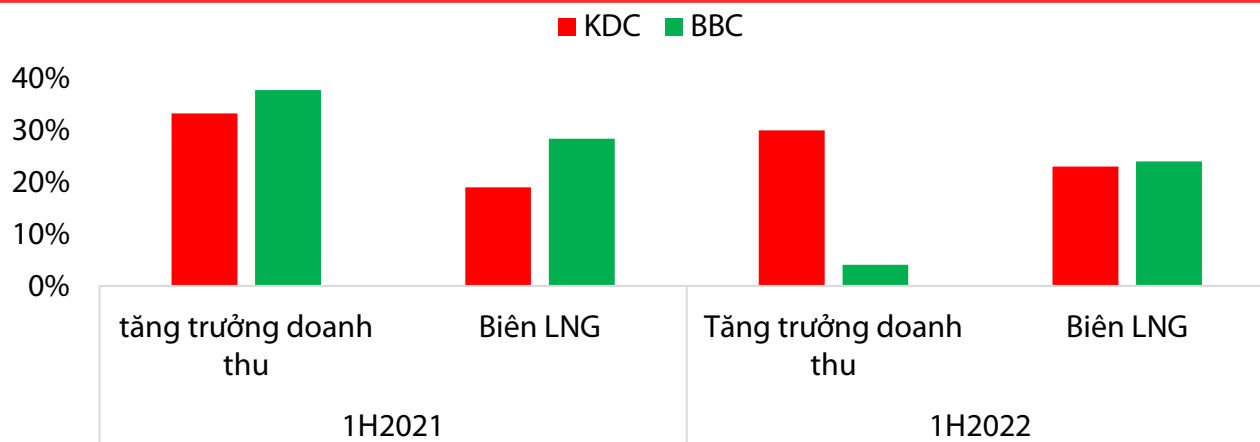
- Trong cùng bối cảnh thách thức của lạm phát do chi phí đẩy trong nửa đầu năm 2022, hiệu quả kinh doanh của các nhà sản xuất FMCG có sự phân hóa. Cụ thể, những công ty bị thiệt hại trong đại dịch Covid-19 hoặc chủ động phòng ngừa rủi ro giá hàng hóa tăng như CTCP Hàng Tiêu Dùng Masan (Upcom: MCH), Sabeco (HSX: SAB) hay KIDO Group (HSX: KDC) cho thấy khả quan trong tăng trưởng kinh doanh. Ngược lại, những công ty phụ thuộc nhiều vào biến động giá cả hàng hóa như Cholimex (Upcom: CLX) hay Bibica (HSX: BBC) lại cho thấy kết quả kinh doanh yếu kém trong 6T2022.
- Nhìn chung, theo Fiinpro, tổng doanh thu 6T2022 của các nhà sản xuất FMCG gần như không đổi so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận 6T2022 cải thiện so với con số của 6T2021. Chúng tôi tin rằng những gã khổng lồ trong ngành hàng tiêu dùng nhanh có khách hàng trung thành của họ, cùng với ASP cao hơn, dẫn đến tổng giá trị bán hàng vẫn tăng trưởng, tuy ở mức thấp. Bên cạnh đó, những gã khổng lồ này cũng tối ưu hóa hiệu quả cơ cấu chi phí nhờ lợi thế kinh tế nhờ quy mô, dẫn đến biên lợi nhuận cải thiện nhẹ, bù đắp cho hoạt động yếu kém của các nhà sản xuất FMCG nhỏ hơn. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của ngành FMCG được cải thiện.

Hình 6: Chỉ số giá hàng hoá cơ bản của nông nghiệp và chăn nuôi (USD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

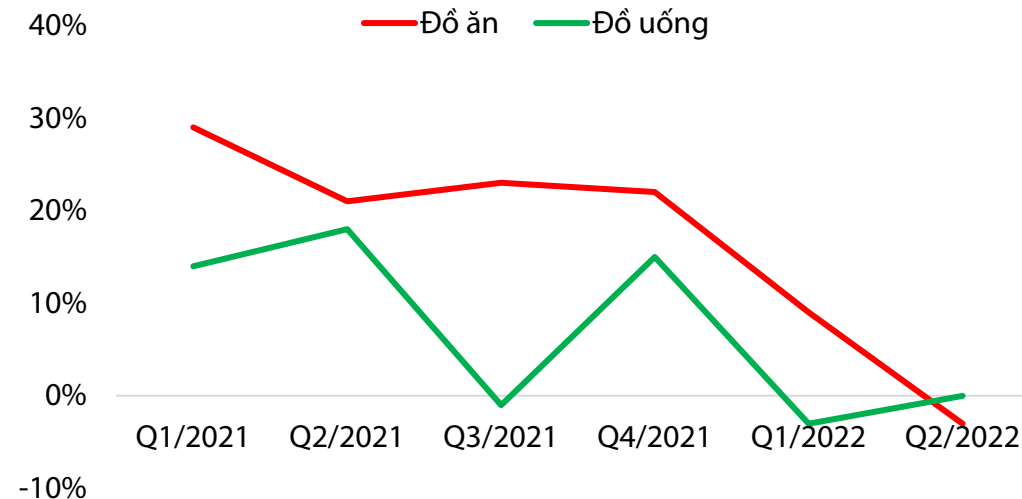
Hình 7: Tăng trưởng doanh thu (% YoY) và biên LNG (%) của KDC và BBC



Nguồn: KDC, BBC, CTCK Rồng Việt

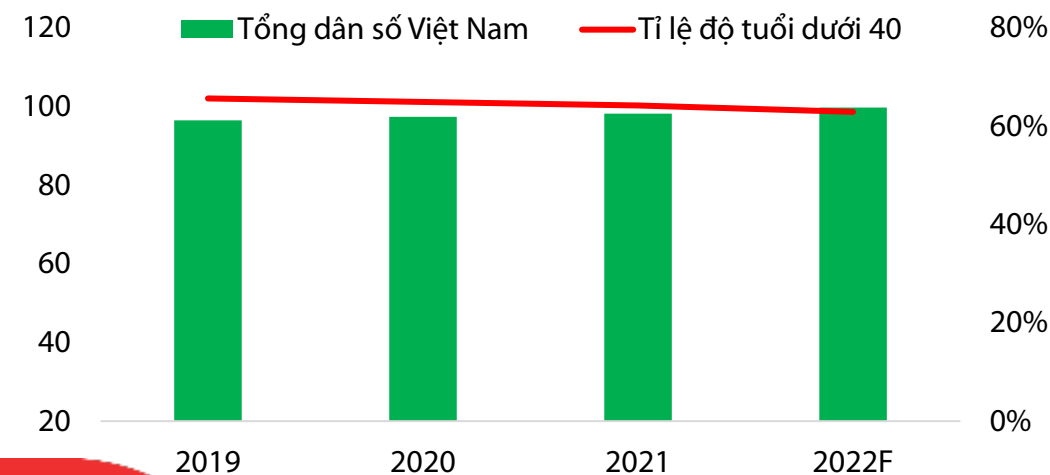
- Sau khi bị đại dịch Covid-19 tấn công, gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và lạm phát cao, cần có thời gian để thị trường FMCG Việt Nam phục hồi trở lại. Dựa trên các tín hiệu tăng trưởng trong Quý 2/2022 (ví dụ: doanh số bán lẻ hàng hóa tăng hoặc sự phục hồi của IIP), chúng tôi tin rằng người tiêu dùng sẽ dần tăng chi tiêu trong nửa cuối năm 2022 khi họ quen với áp lực lạm phát và toàn bộ nền kinh tế mở cửa trở lại. Ví dụ, sinh viên quay lại trường học hoặc các chuyên gia nước ngoài về Việt Nam làm việc. Ngoài ra, chỉ số tồn kho công nghiệp (IIP) đồ ăn và đồ uống có xu hướng giảm trong nửa đầu năm 2022 trong khi chỉ số IIP đã phục hồi kể từ quý 2/2022. Đây là tín hiệu tích cực cho sự phục hồi của tiêu dùng. Do giá bán trung bình cao hơn, tăng trưởng doanh thu của các nhà sản xuất FMCG dự kiến sẽ được thúc đẩy trong nửa cuối năm 2022 trở đi.
- Đối với các nhà sản xuất FMCG, họ đang thực hiện những thay đổi trong chiến lược của mình với mục đích thích ứng với lạm phát. Cụ thể, một số gã khổng lồ như Masan Group (HSX: MSN) hay Sabeco (HSX: SAB) đang cơ cấu lại mạng lưới phân phối, cơ cấu danh mục sản phẩm hoặc chuyển dịch nguồn lực kinh doanh để tiếp cận hành vi mới của người tiêu dùng. Ví dụ, Masan đã phát triển một thương hiệu giá cả phải chăng mới (tên là Beng's) cho những khách hàng có thu nhập bị ảnh hưởng bởi lạm phát cao.
- Về dài hạn, chúng tôi tin rằng ngành hàng tiêu dùng nhanh Việt Nam sẽ tăng trưởng bền vững, được hỗ trợ bởi 1) dân số Việt Nam gia tăng mặc dù ở mức khiêm tốn (khoảng 1% mỗi năm theo World Bank); 2) Những người dưới 40 tuổi – là những người ưa thích các sản phẩm FMCG nhiều hơn những nhóm người khác - chiếm hơn 60% tổng dân số Việt Nam. Với bản chất là hàng tiêu dùng thiết yếu, chúng tôi cho rằng vẫn còn dư địa tăng trưởng lớn để các nhà sản xuất FMCG khai thác trong tương lai. Mặt khác, mức tiêu thụ FMCG ngày càng tăng ở khu vực nông thôn cũng là một yếu tố sáng giá. Chúng tôi tin rằng những công ty có mạng lưới phân phối bao phủ cả nông thôn và thành thị sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn các công ty cùng ngành.

Hình 8: Chỉ số hàng tồn kho của đồ ăn và đồ uống (% YoY)



Nguồn: World Bank, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Tổng dân số Việt Nam (triệu người, cột trái) và tỷ trọng của nhóm dưới 40 tuổi (%)



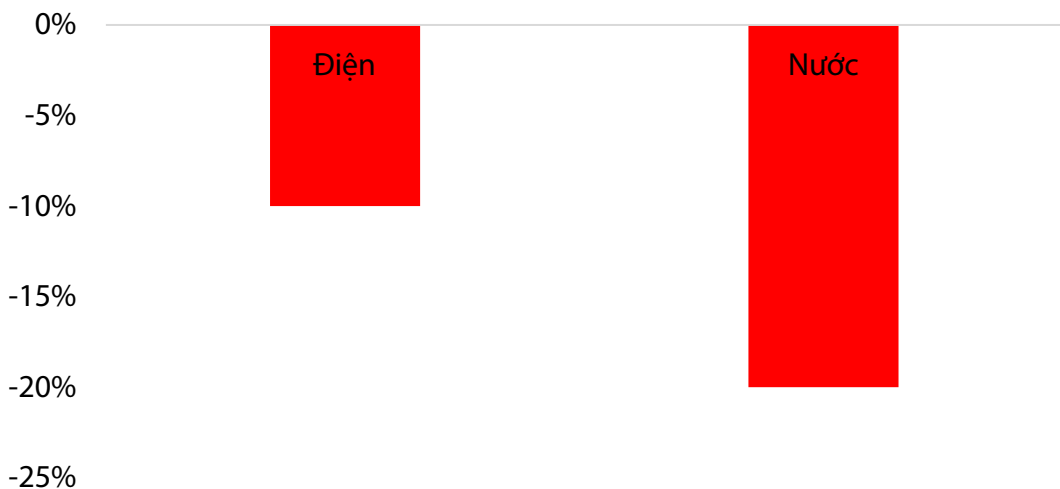
Nguồn: World Bank, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Chỉ số Baltic Dry (điểm)



Nguồn: Bloomberg, Rong Viet Securities

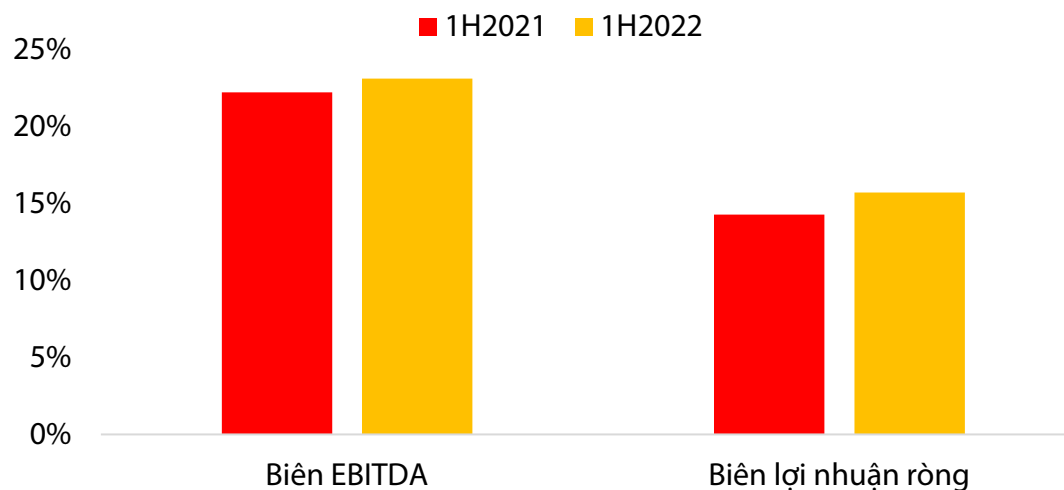
Hình 11: Sabeco nâng cấp quy trình sản xuất để tiết kiệm chi phí năng lượng (% YoY, 1H2022)



Nguồn: SAB, CTCK Rông Việt

- Giá hàng hóa tăng là điều không thể tránh khỏi trong bối cảnh lạm phát chi phí đẩy và chuỗi cung ứng toàn cầu hỗn loạn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng tiêu cực này đã phản ánh vào KQKD 6T2022. Mặc dù giá cả hàng hóa vẫn đang giao dịch ở mức cao so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng nó đã cho thấy xu hướng giảm so với mức đỉnh của tháng 3/2022 (Hình 6). Hơn nữa, xu hướng giảm của Chỉ số Baltic Dry (BDI) cũng giúp giảm bớt áp lực chi phí gia tăng đối với nguyên liệu thô nhập khẩu như lúa mạch hoặc ngũ cốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng gánh nặng tăng chi phí sẽ giảm bớt kể từ nửa cuối năm 2022 trở đi. Ngày 11/08/2022, chỉ số giá hàng hóa cơ bản của nông nghiệp và chăn nuôi toàn cầu là 102,6 USD (+2,2% MoM; +15,1% YoY). Trong cùng kỳ, chỉ số BDI là 1.556 điểm (+2,2% MoM; -56,4% YoY).
- Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất FMCG sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động để giảm thiểu áp lực lạm phát bằng cách tiết kiệm chi phí (ví dụ: chi phí bán hàng & quản lý) và tối ưu hóa giá bán và khuyến mại, do đó nâng cao lợi nhuận.

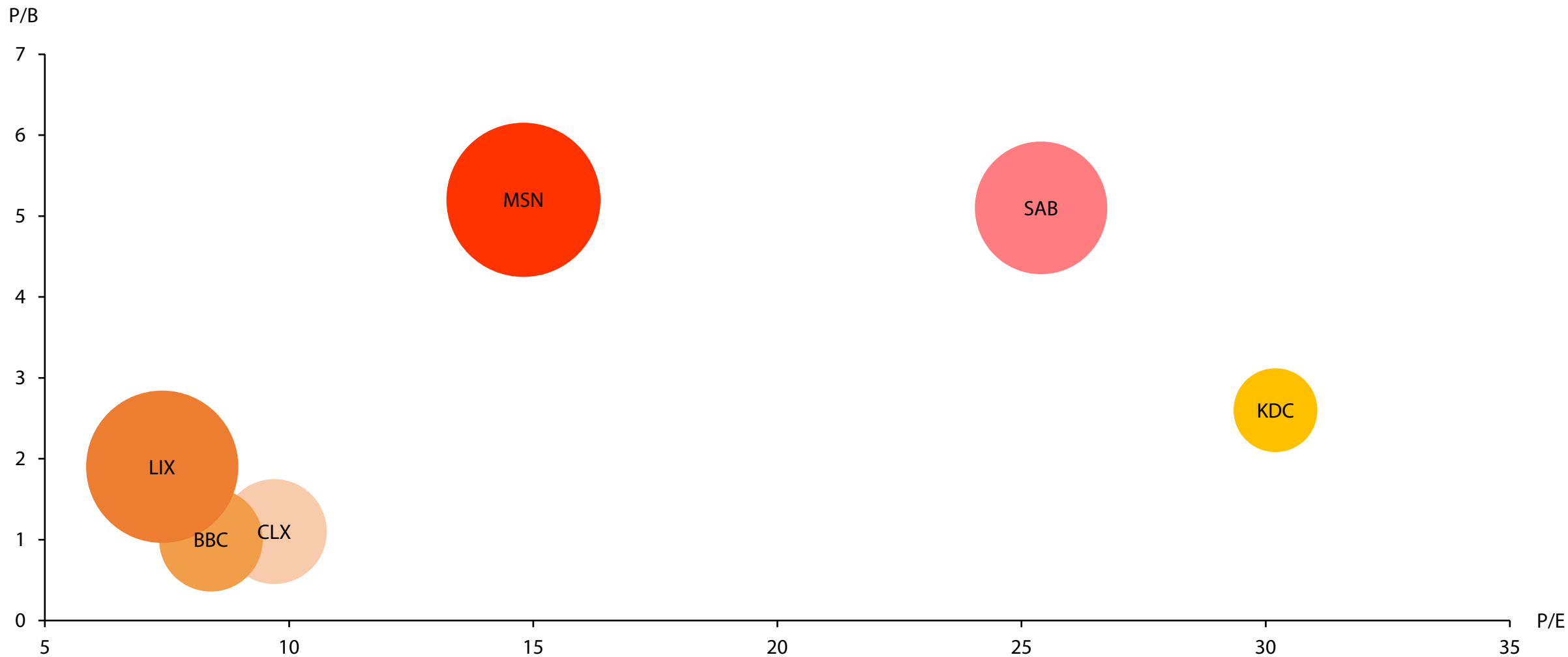
Hình 12: CTCP Hàng Tiêu Dùng Masan tối ưu hóa giá bán và khuyến mại để nâng cao tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: MCH, Rong Viet Securities

| Mã | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN (%) | Tăng trưởng LN ròng (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | DY (%) | P/E (x) | P/B (x) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-------------|-----------------------------|------------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| MSN | 154.474 | 112.800 | 0,5 | 50,7 | 13,1 | 7,7 | 384,9 | 12,2 | 8,3 | 40,2 | 0,8 | 15,1 | 5,2 |
| SAB | 119.278 | N/A | 2,1 | 0,7 | 18,5 | 16,6 | -3,8 | 15,5 | 15,3 | 21,0 | 1,3 | 26,5 | 5,1 |
| KDC | 17.110 | N/A | 25,3 | 23,0 | 8,1 | 5,8 | 10,9 | 4,6 | 4,1 | 8,8 | 1,7 | 30,4 | 2,5 |
| CLX | 1.732 | N/A | -9,5 | -32,3 | 27,0 | 17,1 | 11,3 | 36,5 | 7,8 | 12,1 | 0 | 10,7 | 1,2 |
| BBC | 1.260 | N/A | -18,3 | 35,6 | 13,0 | 0,3 | 170,9 | 13,0 | 9,2 | 12,0 | 1,5 | 8,8 | 0,9 |
| LIX | 1.442 | N/A | -2,6 | -12,7 | 10,2 | 8,2 | -2,6 | 7,5 | 17,0 | 27,8 | 6,8 | 7,6 | 1,9 |

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

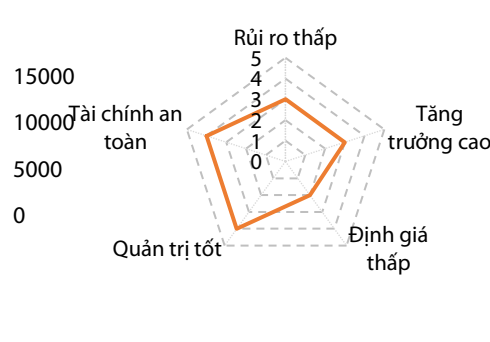
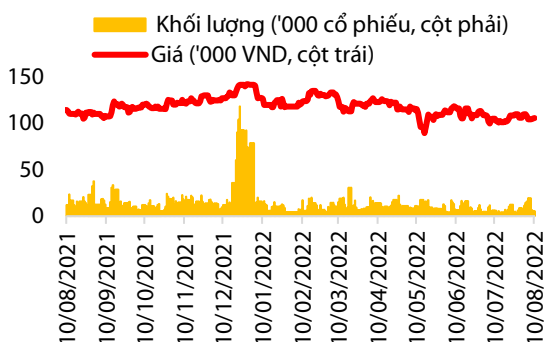


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: +7%

<GHT: 105.800>

<GMT: 112.800>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---------------------------|----------------------|
| Ngành | Thực phẩm và đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ VND) | 156.630 |
| SLCPĐLH (triệu cp) | 1.424 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp) | 883 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND) | 95 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 20,3 |
| ĐB giá 52 tuần ('000 VND) | 85,7 – 145,8 |

TÀI CHÍNH

| | 2021A | 2022F | 2023F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu | 88.629 | 85.535 | 95.701 |
| LNST | 8.563 | 4.661 | 5.284 |
| ROA (%) | 3,0 | 4,9 | 5,2 |
| ROE (%) | 15,6 | 17,5 | 16,4 |
| EPS (đồng) | 7.269 | 5.277 | 8.840 |
| GTSS (đồng) | 27.796 | 26.713 | 31.074 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000 | 0 | 0 |
| P/E (x) (*) | 14,5 | 20,0 | 11,9 |
| P/B (x) (*) | 3,8 | 3,9 | 3,4 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng năm 2022: KQKD biến động do không hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi (MNS Feed).

- Doanh thu hợp nhất năm 2022 và LNST công ty mẹ của MSN dự kiến lần lượt là 85,5 nghìn tỷ đồng (hay 3.719 triệu USD, -3,5% YoY) và 4,7 nghìn tỷ VND (203 triệu USD, -27,7% YoY), do không hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi. Không bao gồm MNS Feed, tăng trưởng doanh thu và LNST công ty mẹ được dự báo lần lượt là +15,3% YoY và +63% YoY. Động lực chính đến từ MSR tăng trưởng mạnh; và cải thiện biên EBITDA của WCM. Chúng tôi tin rằng giai đoạn 2021-2022 là giai đoạn chuyển tiếp của MSN, sau đó, công ty sẽ nâng cấp mô hình kinh doanh của mình lên một tầm cao mới - Công ty công nghệ tiêu dùng.

Mô hình kinh doanh đa ngành giúp thúc đẩy tăng trưởng thu nhập qua các chu kỳ kinh tế khác nhau trong dài hạn.

- MSN sở hữu mô hình kinh doanh đa ngành, từ FMCG (MCH, VCF và NET), nhà sản xuất đạm động vật (MML), nhà bán lẻ hiện đại (WCM), đến nhà sản xuất khoáng sản (MHT - còn được gọi là MSR). Ngoài ra, MSN còn điều hành một công ty con về công nghệ (Onemount) và sở hữu 19,9% tổng vốn điều lệ của Techcombank (TCB). Nhờ thế, các nguồn thu nhập của MSN không chỉ hỗ trợ lẫn nhau mà còn giảm rủi ro thu nhập bị biến động theo các chu kỳ kinh tế khác nhau trong dài hạn. Mặt khác, TCB là một vũ khí khác hỗ trợ MSN huy động vốn bên ngoài.

Chiến lược M&A để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn.

- MSN đang trên đường hoàn thiện hệ sinh thái của mình thông qua chiến lược M&A, bằng chứng là hiệu quả kinh doanh cao qua các thương vụ M&A trong lịch sử. Kết quả kinh doanh của MSN được dự kiến sẽ là sự kết hợp giữa tăng trưởng cốt lõi (thông qua sự tăng trưởng của các doanh nghiệp tiềm năng như MCH, MML hoặc WCM) và các thương vụ M&A - cái sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc mở rộng chuỗi Winmart có thể khiến WCM phải chịu chi phí bán hàng cao hơn. Trong trường hợp WCM không thể quản lý chi phí một cách hiệu quả, công ty sẽ ghi nhận khoảng lỗ.
- MSR đang thu ít lợi nhuận hơn trên số vốn đầu tư lớn. Tăng trưởng năm 2021-2022 của MSR được thúc đẩy bằng tăng giá Vonfram và giảm sản lượng từ Trung Quốc. Trong trường hợp Trung Quốc dỡ bỏ lệnh cấm vận, giá Vonfram sẽ giảm. Bên cạnh đó, MSR đã đầu tư vào Nyobolt Ltd., làm tăng thêm gánh nặng CAPEX trong tương lai. Do đó, MSN chịu rủi ro hệ thống từ việc đầu tư không hiệu quả vào MSR.

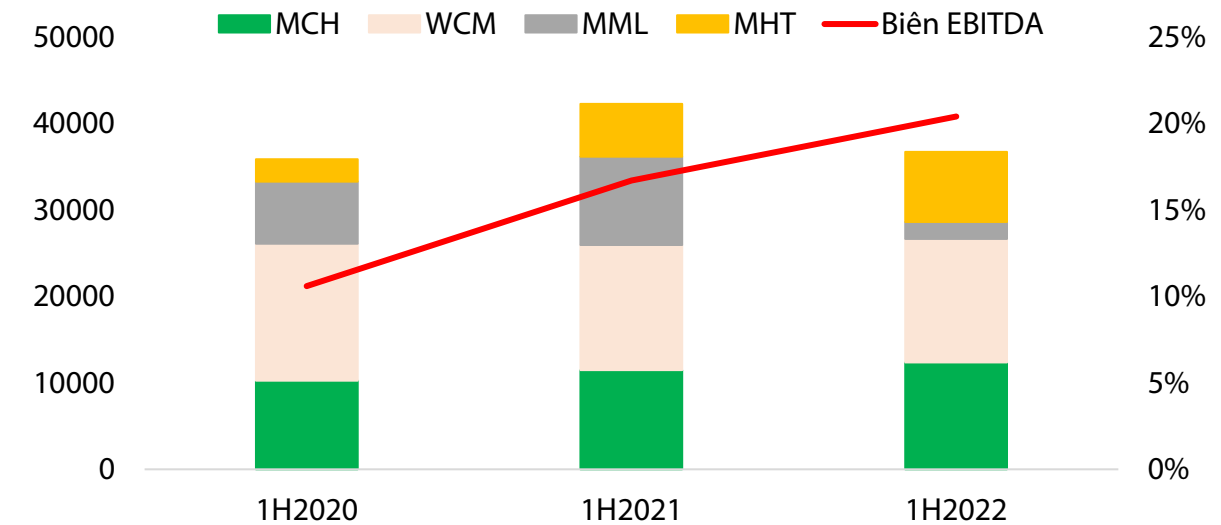
Doanh thu thuần 6T2022: Doanh thu thuần hợp nhất của MSN đạt 36.023 tỷ đồng (hay 1.566 triệu USD, -12,6% YoY), chủ yếu vì ngừng hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi. Nếu loại trừ doanh thu thức ăn chăn nuôi năm 2021 để so sánh tương đương, doanh thu thuần tăng +9,1% YoY trong 6T2022, nhờ tăng trưởng hai con số của Masan High-Tech Materials (MHT hoặc MSR).

LNST 6T2022: LNST công ty mẹ của MSN tăng +163% YoY trong 6T2022 lên 2.577 tỷ đồng (hay 112 triệu USD). Trụ cột chính là tỷ suất lợi nhuận của tất cả các mảng kinh doanh được cải thiện, ngoại trừ Masan MEATLife (MML). Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp của Wincommerce (WCM) cải thiện mạnh mẽ lên 22,6% trong 6T2022 từ 18,4% trong 6T2021. Theo MSN, họ kết hợp công nghệ để vận hành chuỗi Winmart giúp giảm điểm hòa vốn của WCM. Bên cạnh đó, tỷ trọng cao hơn của sản phẩm thực phẩm tươi sống (~27%, +10 bps YoY) và MCH trong các cửa hàng cũng củng cố tỷ suất lợi nhuận gộp.

Trong đó:

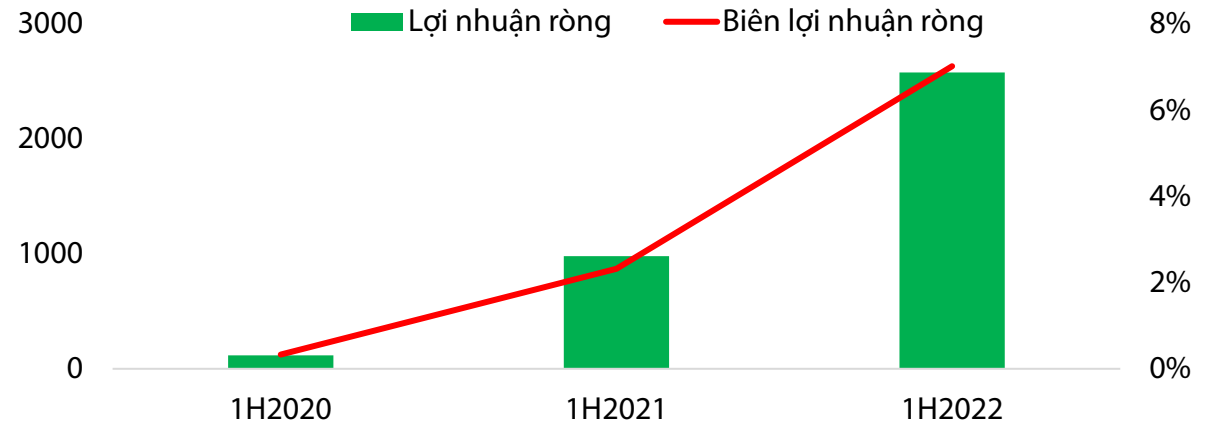
- MCH: Doanh số bán hàng tăng trưởng khiêm tốn do 1) mức nền cơ bản cao của hiệu ứng dự trữ trong quý 2/2021; và 2) sức mua của người tiêu dùng giảm khi lạm phát cao. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận vẫn được cải thiện do MCH đã tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý.
- WCM: Số lượng cửa hàng được tăng cường mở rộng từ đầu năm đến nay ("YTD"), mở thêm 306 cửa hàng mới trong 1H2022.
- MML: Giá thịt lợn giảm được bù lại bằng lượng tiêu thụ cao hơn. Tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do không hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi.
- MSR: Được thúc đẩy bởi giá hàng hóa tăng cao và nhu cầu tăng nhờ hưởng lợi từ chính sách đóng cửa của Trung Quốc do đại dịch Covid-19.

Hình 1: Doanh thu 6T2022 (tỷ đồng, cột trái) và biên EBITDA (% , cột phải)



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Lợi nhuận ròng 6T2022 (tỷ đồng, cột trái) và biên lợi nhuận ròng (% , cột phải)

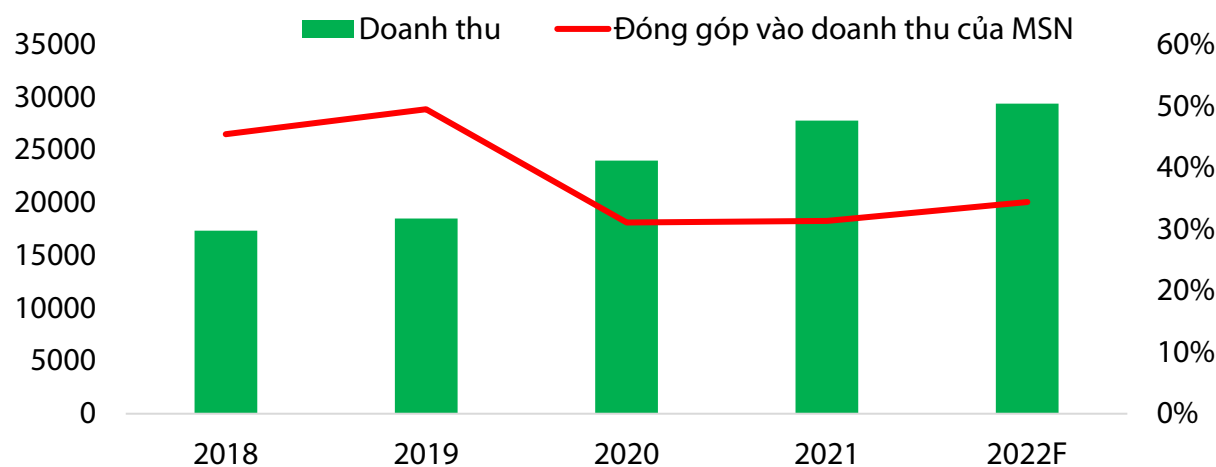


Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN) để bù đắp cho tốc độ tăng trưởng chậm lại của doanh số bán hàng

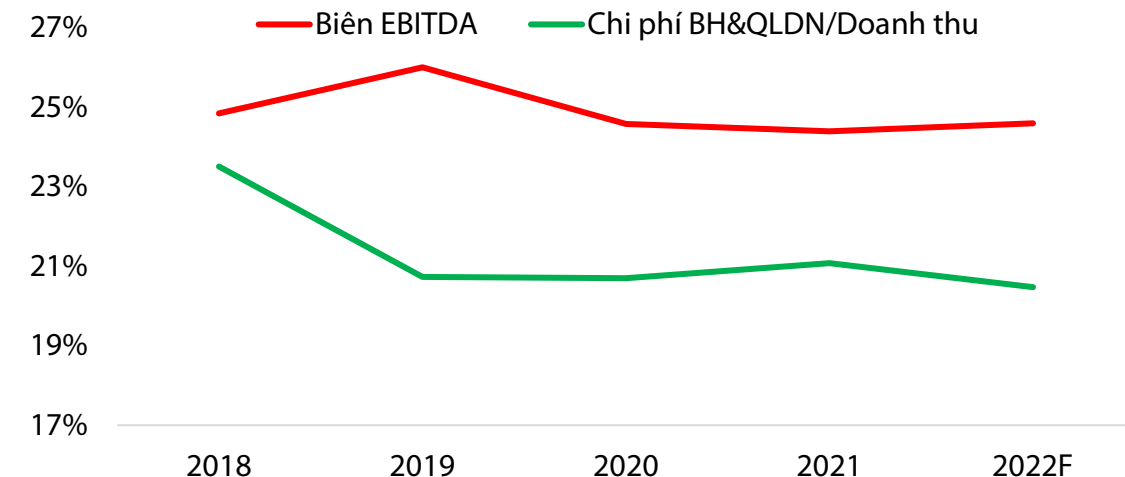
- Doanh số MCH dự kiến đạt 29,4 nghìn tỷ đồng (hoặc 1,279 triệu USD, +5,9% YoY) do tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng giảm trong bối cảnh lạm phát cao. Đối mặt với những thách thức của năm 2022, sự tăng trưởng doanh số tích cực vẫn được đảm bảo nhờ MCH là công ty FMCG đầu ngành ở Việt Nam sở hữu số lượng SKUs lớn nhất. Bên cạnh đó, sự tích hợp với chuỗi bán lẻ Winmart cũng giúp MCH có thể nắm bắt được mọi nhu cầu về thực phẩm và đồ uống của người tiêu dùng.
- Biên lợi nhuận của MCH được kỳ vọng sẽ cải thiện, do 1) giá bán cao hơn; 2) danh mục sản phẩm đa dạng (từ cao cấp tới bình dân) bù đắp cho chi phí đầu vào tăng cao; và 3) tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp. Trên thực tế, tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 và biên EBITDA của MCH lần lượt là 40,2% (+60 bps YoY) và 23,1% (+80 bps YoY).
- MCH được kỳ vọng tiếp tục là trụ cột chính đóng góp vào tổng kết quả kinh doanh của MSN, chiếm 34% tổng doanh thu thuần và 53% tổng lợi nhuận gộp.

Hình 3: Doanh thu của MCH (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (% , cột phải)



Nguồn: MCH, MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần và biên EBITDA của MCH (%)

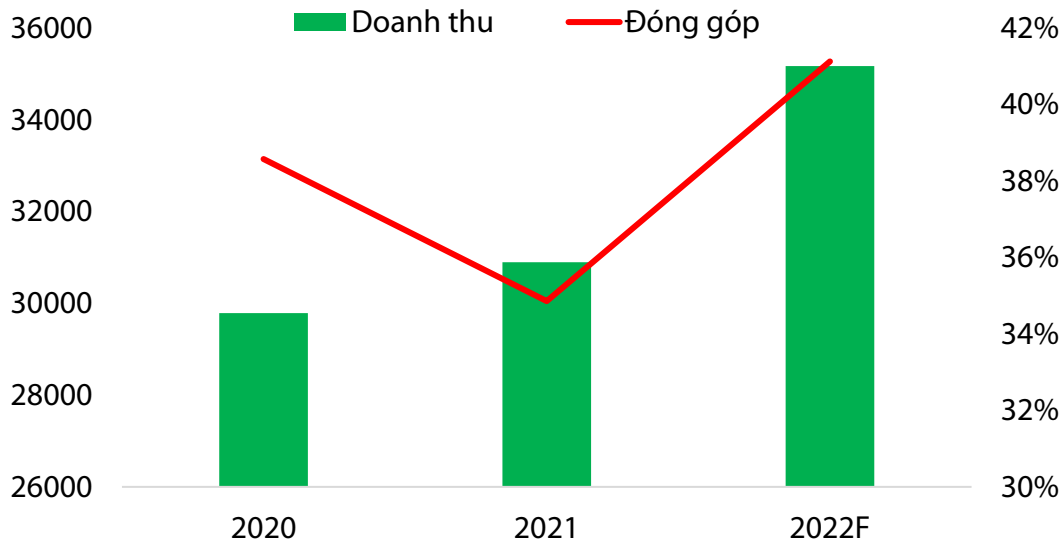


Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận được cải thiện do MSN kết hợp công nghệ để vận hành chuỗi Winmart

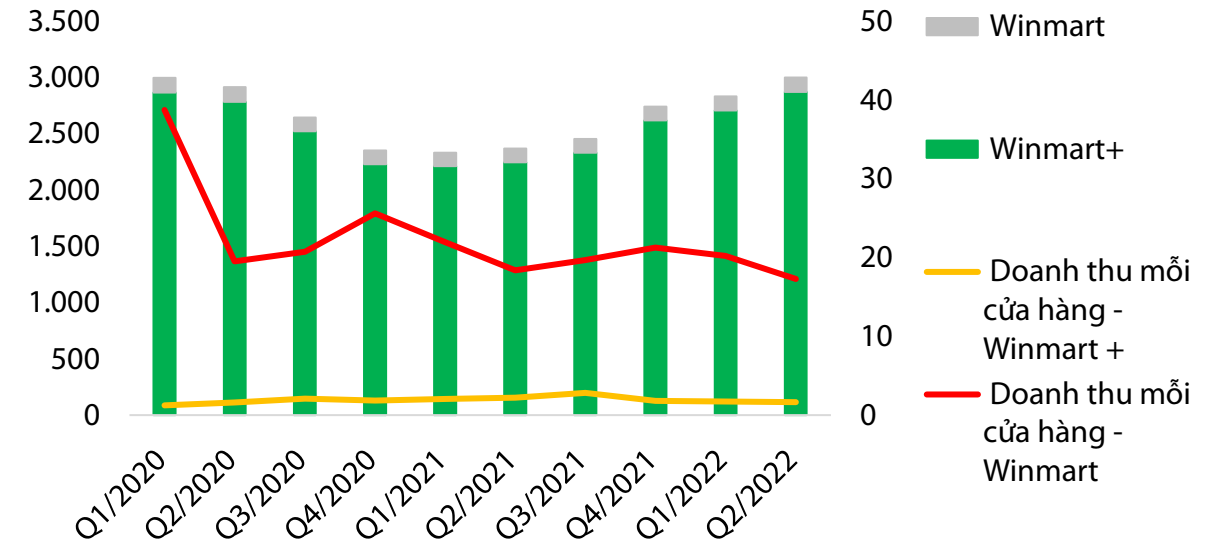
- Doanh thu năm 2022 tăng 13,9% YoY nhờ sự mở rộng tích cực của chuỗi Winmart. Sau khi tập trung vào tái cấu trúc chi phí để tìm ra hình thức bán lẻ hiệu quả hơn (ví dụ: chia phí thuê mặt bằng), cùng với việc kết hợp kỹ thuật để vận hành chuỗi Winmart, WCM có thể mở rộng quy mô chuỗi bán lẻ một cách mạnh mẽ trong khi vẫn duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định kể từ năm 2022. Mặc dù doanh thu 1H2022 của WCM cho thấy mức tăng trưởng âm khiếm tốn do lượng người đến cửa hàng giảm trong bối cảnh lạm phát cao, chúng tôi kỳ vọng việc tăng tốc mở rộng cửa hàng trong 2H2022 sẽ bù đắp cho sự sụt giảm này. Cụ thể, công ty sẽ mở thêm 800 cửa hàng mới trong 2H2022, nâng tổng số cửa hàng lên ~3.800 vào năm 2022, tương đương với mức tăng 39% YoY.
- Theo MSN, các cửa hàng mới có thể đạt điểm hòa vốn EBITDA sau 6 tháng-1 năm hoạt động. Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận 2H2022 của WCM sẽ tiếp tục được cải thiện, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận cả năm cao hơn so với kết quả kinh doanh năm 2021. Trên thực tế, tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 và tỷ suất lợi nhuận EBITDA của WCM tăng lên lần lượt là 22,6% (+420 bps YoY) và 2,2% (+ 10 bps YoY).

Hình 5: Doanh thu của WCM (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (%)



Nguồn: MSN, WCM, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Số lượng cửa hàng của WCM (cửa hàng, cột trái) và doanh thu trên mỗi cửa hàng (tỷ đồng, cột phải)

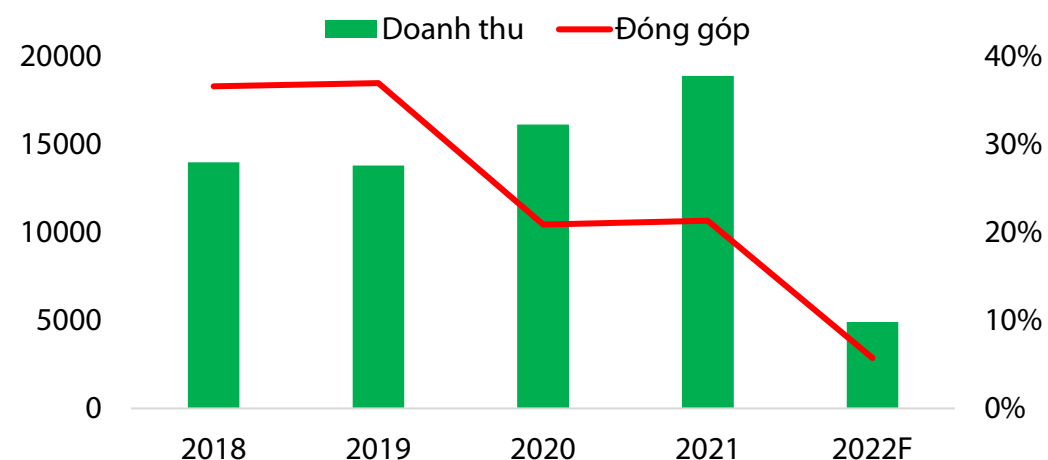


Nguồn: MSN, WCM, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng doanh thu cốt lõi năm 2022 dự kiến đạt tỷ lệ một con số do giá thịt lợn giảm

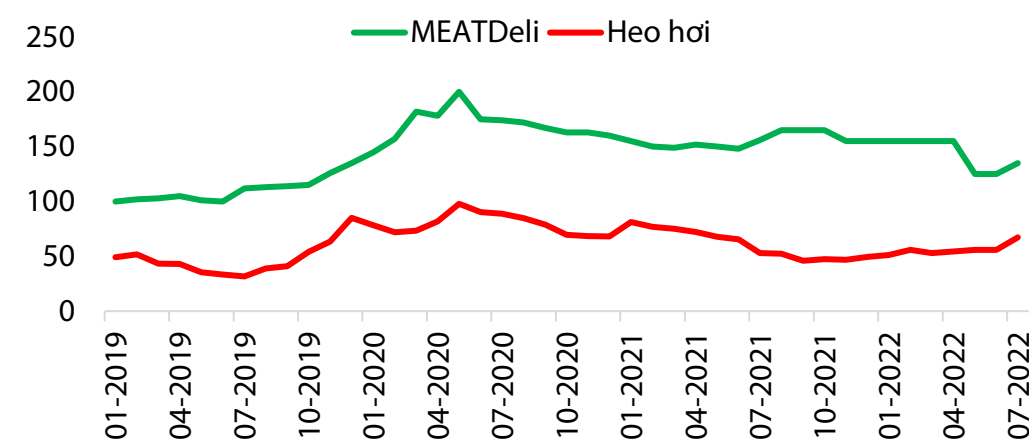
- Doanh thu MML dự kiến đạt 4.902 tỷ đồng (hay 213 triệu USD, -74,1% YoY). Sự tăng trưởng âm do không hợp nhất MNS Feed. Loại trừ MNS Feed, tăng trưởng doanh thu cốt lõi được dự báo đạt +9,3% YoY. Mặc dù doanh thu 6T2022 của MML giảm -6,1% YoY do giá thịt lợn giảm, nhưng sản lượng tiêu thụ cao hơn là một tín hiệu tích cực trong bối cảnh áp lực lạm phát tác động tiêu cực đến ví tiền của người tiêu dùng. Sau khi bán MNS Feed và thành công đánh dấu thương hiệu thịt lợn MEATDeli vào tâm trí người tiêu dùng, cùng với độ phủ lớn hơn của kênh thương mại hiện đại (kênh phân phối chính của MML), thịt lợn MEATDeli đã có những khách hàng thân thiết. Do giá thịt lợn đã phục hồi vào tháng 7/2022, chúng tôi kỳ vọng rằng tác động tiêu cực của việc giảm giá thịt lợn sẽ được giảm bớt trong 2H2022.
- Ngoài ra, trong 2H2022, MML sẽ tung ra một thương hiệu thịt lợn mới có giá bán thấp hơn thịt lợn MEATDeli, thu hẹp khoảng cách giá với chợ truyền thống, với mục tiêu mở rộng cơ sở dữ liệu khách hàng. Bằng cách này, sản lượng bán hàng 2H2022 của MML dự kiến sẽ tiếp tục tăng.
- Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận năm 2022 được dự báo sẽ yếu do 1) giá thịt lợn giảm trong 1H2022; 2) thương hiệu thịt lợn không cao cấp mới sẽ làm giảm nhẹ tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn mặc dù tăng doanh số bán hàng; và 3) tăng giá thức ăn chăn nuôi. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận của mảng thịt gà (thương hiệu 3F) được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ giá gà và sản lượng tiêu thụ cao hơn, nhưng nó chỉ chiếm ~ 30% tổng doanh thu.

Hình 7: Doanh thu của WCM (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (%)



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 8: ASP của thịt heo MEATDeli và giá lợn hơi ('000 đồng / kg)

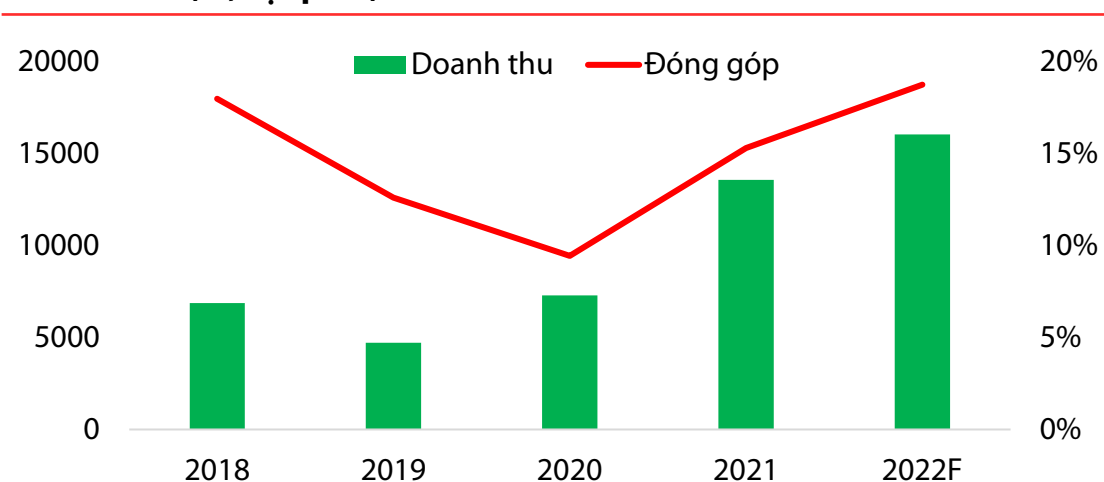


Nguồn: Vietnambiz, MSN, CTCK Rồng Việt

Giá Vonfram tăng thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ ở cả doanh thu và lợi nhuận

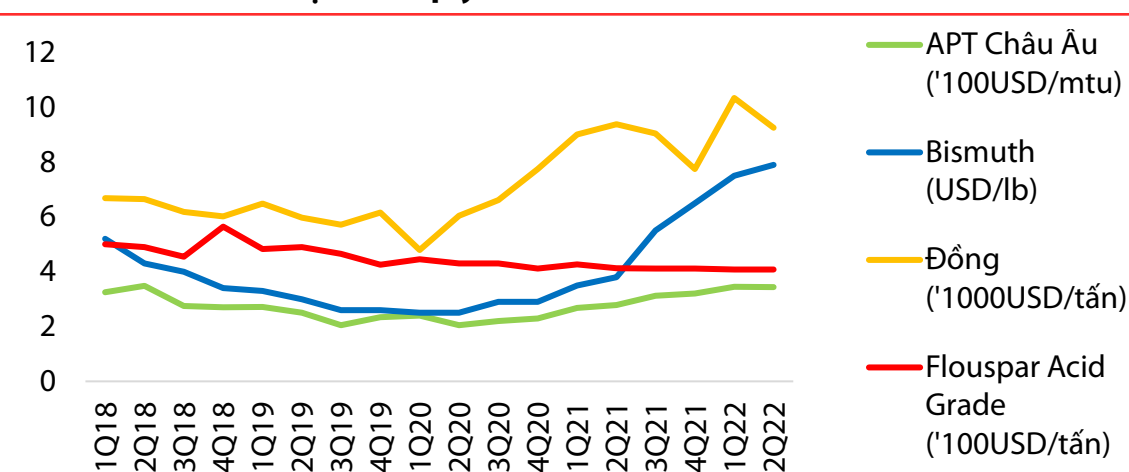
- Tăng trưởng doanh thu của MSR ước tính sẽ đạt +18,2% YoY lên 16 nghìn tỷ đồng (tương đương 697 triệu USD) vào năm 2022. Nhu cầu Vonfram dự kiến sẽ duy trì xu hướng tăng do nhu cầu chuyển đổi công nghệ ô tô từ xăng sang điện. Ngoài ra, sản lượng từ Trung Quốc giảm do chính sách Zero Covid-19 hỗ trợ tăng giá Vonfram cũng như tăng nhu cầu Vonfram từ Việt Nam.
- MSR đã đầu tư vào Nyobolt Ltd., - một công ty cung cấp giải pháp pin sạc nhanh, năng lượng cao, sử dụng vật liệu vonfram tiên tiến của MHT. Mặc dù khoản đầu tư này sẽ làm tăng gánh nặng CAPEX trong vài năm tới, nhưng nó chứa đựng tiềm năng tăng trưởng dài hạn khi các sản phẩm của Nyobolt được thị trường chấp nhận.
- Biên lợi nhuận năm 2022 của MSR dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện do giá Vonfram tăng. Trên thực tế, tỷ suất lợi nhuận gộp 1H2022 và tỷ suất EBITDA của MSR lần lượt là 17,7% (+550 bps YoY) và 22,4% (+280 bps YoY). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng MSR chỉ được hưởng lợi thế này trong giai đoạn 2021-2022. Khi sự căng thẳng của đại dịch Covid-19 dịu đi và Trung Quốc dỡ bỏ chính sách phong tỏa, giá Vonfram sẽ giảm.
- Về dài hạn, MSR là điểm yếu của Masan. MSR tuy chiếm tỷ trọng lớn thứ ba trong tổng doanh thu (2021: 18,3%) của MSN nhưng lại đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản (2021: 33,3%) và tổng nợ phải trả (2021: 29,9%) của tập đoàn. Trong trường hợp giá Vonfram giảm, MSN chịu rủi ro hệ thống từ việc đầu tư kém hiệu quả.

Hình 9: Doanh thu của MSR (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (% , cột phải)



Nguồn: MSR, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Giá kim loại theo quý



Nguồn: Industrial Minerals, MSN, CTCK Rồng Việt

| Tổng các thành phần (SoTP) | FY2022F | Nhận xét |
|--|----------------|------------------------------------|
| 1) Masan Consumer (MCH) | | Phương pháp DCF |
| Giá trị vốn cổ phần | 99.095 | |
| Quyền sở hữu của Masan | 70,0 | |
| Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (A) | 69.367 | 16x áp dụng cho bội số PE |
| 2) Masan MEATLife (MML) | | Phương pháp EV/EBITDA |
| Giá trị vốn cổ phần | 8.827 | |
| Quyền sở hữu của Masan | 87,8 | |
| Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (B) | 7.750 | Bội số EV/EBITDA cùng ngành = 12,5 |
| 3) Masan High-tech Materials (MSR) | | Phương pháp EV/EBITDA |
| Giá trị vốn cổ phần | 61.334 | |
| Quyền sở hữu của Masan | 99,9 | |
| Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (C) | 61.272 | Bội số EV/EBITDA cùng ngành = 7,4 |
| 4) WinCommerce (WCM) | | Phương pháp P/S |
| Giá trị vốn cổ phần | 42.075 | |
| Quyền sở hữu của Masan | 68,6 | |
| Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (D) | 28.863 | Bội số P/S = 1,2 |
| 5) Phuc Long Heritage | | |
| Giá trị vốn cổ phần | 8.201 | |
| Quyền sở hữu của Masan | 51,0 | Bội số P/E = 15 |
| Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (E) | 4.182 | |
| 6) Giá trị đầu tư dài hạn | | |
| Techcombank (TCB) | 7.812 | |
| Đầu tư dài hạn khác | 945 | Phương pháp DCF + P/B |
| Giá trị vốn chủ sở hữu của Masan Group (F) | 8.757 | |
| 7) Tài sản ròng khác (F) | (19.541) | |
| Giá trị vốn cổ phần (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) + (G) | 160.651 | |
| Cổ phiếu phổ thông đang lưu hành (triệu cổ phiếu) | 1.424 | |
| Giá mục tiêu | 112.800 | FY2022 |
| Tỷ suất sinh lời hàng năm (%) | 7 | |
| Lợi suất cổ tức kỳ vọng | - | |
| Tổng lợi nhuận kỳ vọng (%) | 7 | FY2022 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt; Tỷ đồng

Trong năm 2022, chúng tôi dự đoán

- MCH sẽ duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận hai con số ở mức thấp, mặc dù doanh thu tăng trưởng khiêm tốn do công ty tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trong bối cảnh lạm phát cao.
- WCM sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu hai con số nhờ chiến lược mở rộng chuỗi cửa hàng, mặc dù vẫn ghi nhận lỗ ròng trong giai đoạn đầu.
- MML sẽ có KQKD kém do ngừng hợp nhất MNS Feed và giá thịt lợn giảm.
- MSR sẽ dẫn dắt tăng trưởng cho toàn tập đoàn.
- Dựa trên định giá SoTP, chúng tôi định giá MSN ở mức **112.800 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu MSN với tổng mức sinh lời kỳ vọng **+7%**.

KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành

Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

Trần Ngọc Thảo Trang

Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

