

## CTCP MASAN MEAT LIFE (MML) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND73.000	VND81.400	0,0%	Trung lập	Hàng tiêu dùng

Ngày 16/08/2021

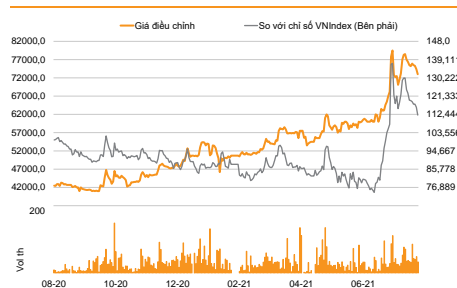
**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung lập

Consensus\*: Mua:0 Giữ:1 Bán:0  
Giá mục tiêu/Consensus: N/a

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng EPS 2021 thêm 29,1%
- Tăng EPS 2022 thêm 12,2%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	79.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	41.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	2.460
Thị giá vốn (tỷ VND)	24.294
Free float (%)	5,0
P/E trượt (x)	90,2
P/B hiện tại (x)	4,25

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Masan	79,3%
Masan Horizon Company Limited	8,0%
VN Consumer Meat II Pte.Ltd	7,1%
Khác	5,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

### Định giá đã ở mức hợp lý

- Kết quả kinh doanh (KQKD) Q2/21 tiếp tục tăng trưởng với doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) ròng tăng lần lượt 45,3% svck và 730,4% svck.
- Trong 6T21 DT tăng 42,1% svck lên 10,231 tỷ đồng trong khi LN ròng ghi nhận 190 tỷ đồng, hoàn thành 52,3% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 81.400 đồng/cp do triển vọng tăng trưởng tích cực đã phản ánh vào giá.

### KQKD 6T21: phù hợp với dự phóng

Trong Q2/21, MML đạt DT 5.528 tỷ đồng (+45,3% svck), chủ yếu nhờ mức tăng 38,7% svck từ mảng thịt lợn và đóng góp mới từ mảng gia cầm. DT mảng thức ăn chăn nuôi (TACN) tăng 38,7% svck nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi tại các phân khúc. Trong khi đó, biên LN gộp giảm 5,2 điểm % svck do giá nguyên liệu trong mảng TACN tăng. Mức sụt giảm này được bù đắp bởi thu nhập thuần từ hoạt động khác tăng 6.502,9% svck. Do đó, LN ròng Q2/21 tăng 730,4% svck. Trong 6T21, DT thuần tăng 42,1% svck, trong khi LN ròng đạt 190 tỷ đồng từ mức âm 13 tỷ đồng trong 6T20, hoàn thành 52,3% dự phóng cả năm.

### Nhu cầu tiêu thụ tăng sẽ hỗ trợ doanh thu mảng thịt trong ngắn hạn

Lệnh giãn cách xã hội đã làm gia tăng nhu cầu sử dụng các sản phẩm thịt đóng gói do người tiêu dùng lựa chọn mua hàng tại các siêu thị hoặc mua trực tuyến khi hầu hết các chợ truyền thống đóng cửa. Ngoài ra, MML là một trong số ít các nhà sản xuất có khả năng duy trì chuỗi cung ứng, từ trang trại đến điểm bán hàng. Hai nhà máy chế biến của công ty đặt tại Long An và Hà Nam đều ở trong vùng dịch không quá căng thẳng. Trong Q2/21, MML đã tung ra các sản phẩm mới "MEATDeli Premium" và "MEATChoice" với giá bán cao hơn và bao bì bắt mắt để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng đối với thịt đóng gói.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2021-23 đạt 29,1%

Do giá nguyên liệu đầu vào mảng TACN trong 6T21 cao hơn dự kiến, chúng tôi giảm dự phóng biên LN gộp mảng này xuống 1,5 điểm %/0,8 điểm % trong 2021-22. Chúng tôi nâng dự phóng LN ròng năm 2021-22 lên 29,1%/12,2% nhờ KQKD cốt lõi tốt hơn. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép LN ròng của MML đạt 29,1% trong giai đoạn 2021-23 nhờ mảng TACN gia súc phục hồi từ năm 2021 và công suất sử dụng của tổ hợp chế biến thịt tăng lên.

### Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 81.400 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 81.400 đồng do tăng EPS 2021-22 lên 29,1%/12,2% và áp dụng EBITDA trung bình 2021-22 với EV/EBITDA mục tiêu cao hơn là 15,0 lần. Do đà tăng mạnh gần đây của cổ phiếu đã gần như phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng, chúng tôi hạ đánh giá xuống Trung lập. Rủi ro tăng giá là tốc độ mở rộng điểm bán lẻ nhanh hơn so với kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm giá lợn hơi và các nguyên liệu đầu vào TACN cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	16.119	19.762	22.185	24.403
Tăng trưởng DT thuần	16,8%	22,6%	12,3%	10,0%
Biên lợi nhuận gộp	16,9%	16,3%	17,1%	17,7%
Biên EBITDA	11,2%	10,8%	10,9%	10,8%
LN ròng (tỷ)	263	714	935	1.191
Tăng trưởng LN ròng	128,3%	171,3%	30,8%	27,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	138,5%	159,7%	30,8%	27,4%
EPS cơ bản	809	2.187	2.861	3.487
EPS điều chỉnh	803	2.077	2.718	3.487
BVPS	17.183	19.161	21.778	25.325
ROAE	4,8%	12,0%	14,0%	12,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## Luận điểm đầu tư

### Hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 81.400 đồng/cp

MML đã ghi nhận mức tăng giá ấn tượng 48,6% kể từ đầu năm nay. Chúng tôi cho rằng đà tăng mạnh của giá cổ phiếu đã phản ánh kỳ vọng của các nhà đầu tư vào kết quả kinh doanh tích cực của công ty sau khi thâm nhập sâu hơn vào lĩnh vực thịt mát và mở rộng sang thị trường mới (gia cầm) thông qua 3F Việt. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích MML cho đầu tư dài hạn nhờ yếu tố LN ròng tăng trưởng cao trong 2-3 năm tới (với mức tăng trưởng kép 29,1% trong giai đoạn 2021-23)

Do đó, chúng tôi hạ đánh giá xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 81.400 đồng dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp định giá DCF (WACC: 10,5%, chi phí vốn: 12,9%, tăng trưởng dài hạn: 1,0%) và EV/EBITDA mục tiêu là 15,0 lần. Chúng tôi áp dụng EBITDA trung bình 2021-22 và nâng EV/EBITDA mục tiêu từ 12,0x lên 15,0x nhằm phản ánh tốt hơn theo biến động của thị trường hiện tại. Rủi ro tăng giá là tốc độ mở rộng điểm bán lẻ nhanh hơn so với kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm giá lợn hơi và các nguyên liệu đầu vào mảng TACN cao hơn dự kiến.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	83.417	50%	41.709
EV/EBITDA	79.300	50%	39.650
<b>Giá mục tiêu 2021 (đồng/cp)</b>			<b>81.400</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	13.028
Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (tỷ đồng)	18.083
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)	31.111
Nợ ròng (tỷ đồng)	(3.857)
Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)	27.254
Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)	327
<b>Giá trị vốn trên mỗi cổ phiếu (ĐỒNG)</b>	<b>83.417</b>
WACC	10,5%
Chi phí vốn	12,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá theo phương pháp so sánh (EV/EBITDA)

EBITDA dự phóng 2021 (tỷ đồng)	2.124
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu 2021 (x)	15,0
Tổng nợ (tỷ đồng)	5.168
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	2.196
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	1.402
<b>Vốn hóa thị trường 2021 (tỷ đồng)</b>	<b>25.898</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	326,7
<b>Giá cổ phiếu năm 2021 (đồng/cp)</b>	<b>79.300</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Mô hình chiết khấu dòng tiền

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>EBIT</b>	<b>1.073</b>	<b>1.249</b>	<b>1.471</b>	<b>1.764</b>	<b>2.101</b>	<b>2.489</b>	<b>2.933</b>	<b>3.440</b>	<b>4.020</b>	<b>4.681</b>
Khấu hao	695	733	795	863	926	989	1.051	1.114	1.177	1.240
Đầu tư tài sản cố định	(1.011)	(968)	(994)	(1.022)	(1.045)	(945)	(945)	(945)	(945)	(945)
Thay đổi vốn lưu động	(864)	599	255	119	(114)	(125)	(137)	(151)	(166)	(183)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(107)</b>	<b>1.613</b>	<b>1.527</b>	<b>1.724</b>	<b>1.869</b>	<b>2.408</b>	<b>2.902</b>	<b>3.459</b>	<b>4.086</b>	<b>4.794</b>
Chi phí thuế	(188)	(201)	(228)	(243)	(306)	(369)	(438)	(515)	(607)	(707)
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>(295)</b>	<b>1.412</b>	<b>1.299</b>	<b>1.481</b>	<b>1.563</b>	<b>2.039</b>	<b>2.464</b>	<b>2.943</b>	<b>3.480</b>	<b>4.087</b>
<b>Giá trị năm cuối mô hình</b>										<b>47.734</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>(295)</b>	<b>1.412</b>	<b>1.176</b>	<b>1.213</b>	<b>1.159</b>	<b>1.370</b>	<b>1.498</b>	<b>1.621</b>	<b>1.735</b>	<b>1.844</b>
<b>Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình</b>										<b>18.083</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 13/08/2021)

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	EV/EBITDA (lần)		P/E (lần)		ROE (%)		ROA (%)	
						2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Charoen Pokphand Foods	CPF TB	KKN	N/a	6.670	54,4	11,2	11,9	11,1	10,9	3,8	4,0	10,8	11,4
CTCP Tập đoàn Dabaco	DBC VN	KQ	64.000	283	142,6	4,8	5,3	6,7	8,0	21,4	14,6	9,6	7,1
Nissin Oillio Group LTD	2602 JP	KKN	N/a	936	21,1	8,2	7,9	12,7	12,4			5,7	5,7
Juewei Food Co LTD	603517 CH	KKN	N/a	6.796	11,2	36,3	30,1	49,7	40,3	16,7	17,9	19,9	18,6
<b>Trung bình</b>				<b>3.671</b>	<b>57,3</b>	<b>15,1</b>	<b>13,8</b>	<b>20,0</b>	<b>17,9</b>	<b>14,0</b>	<b>12,2</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>
<b>Trung vị</b>				<b>3.803</b>	<b>37,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,9</b>	<b>11,7</b>	<b>16,7</b>	<b>14,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>
CTCP Masan Meatlife	MML VN	TL	81.400	1.066	69,3	10,5	10,2	38,9	29,7	12,0	14,0	4,1	5,3

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**ĐỊNH GIÁ ĐÃ Ở MỨC HỢP LÝ**

**KQKD 6T21: Doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ mảng thịt**

Hình 6: So sánh KQKD

Tỷ đồng	Q2/21	Q2/20	% svck	6T21	6T20	% svck	% sv dự phóng 2021	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>5.528</b>	<b>3.805</b>	<b>45,3%</b>	<b>10.231</b>	<b>7.202</b>	<b>42,1%</b>	<b>51,8%</b>	
Thức ăn chăn nuôi	4.444	3.203	38,7%	8.163	6.147	32,8%	56,1%	Doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi tăng 38,7% svck trong Q2/21 nhờ sản lượng phục hồi ở tất cả các phân khúc, đặc biệt là mảng thức ăn gia súc tăng hơn 20% svck. Sản lượng bán thức ăn gia súc tăng đáng kể nhờ hoạt động chăn nuôi trong nước phục hồi sau khủng hoảng dịch tả lợn châu Phi (ASF). Tính đến đầu năm 2021, tổng đàn lợn của Việt Nam ước tính tăng 20% svck và tương đương 87% tổng đàn lợn trước khi dịch AFS bùng phát vào năm 2019.
Thịt	1.083	602	79,9%	2.068	1.055	96,0%	39,7%	Trong Q2/21, doanh thu từ thịt tăng mạnh, chiếm 20% tổng doanh thu so với 15% trong Q2/20. Kết quả tích cực này chủ yếu nhờ vào việc mở rộng hệ thống phân phối sản phẩm MEATDeli (tính đến cuối T6/2021, thương hiệu MEATDeli đã có mặt tại hơn 2.700 điểm bán, trong đó 2.300 cửa hàng thuộc hệ thống Vinmart tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh) cùng với 248 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh mới - 3F Việt.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>638</b>	<b>636</b>	<b>0,3%</b>	<b>1.309</b>	<b>1.199</b>	<b>9,2%</b>	<b>37,4%</b>	
Biên LN gộp	11,5%	16,7%	-5,2đ %	12,8%	16,6%	-3,8đ %	-4,9đ %	
<b>Chi phí BH và QLDN</b>	<b>434</b>	<b>420</b>	<b>3,2%</b>	<b>827</b>	<b>833</b>	<b>-0,7%</b>	<b>39,9%</b>	
% chi phí BH và QLDN/DT	7,8%	11,0%	-3,2đ %	8,1%	11,6%	-3,5đ %	-2,4đ %	
Chi phí bán hàng	238	248	-4,2%	446	462	-3,3%	41,1%	Chi phí bán hàng giảm trong Q2/21 do công ty cắt giảm chi phí quảng cáo và khuyến mại 39,1% svck để bù đắp phần nào cho giá nguyên liệu đầu vào tăng cao trong mảng thức ăn chăn nuôi.
% chi phí bán hàng/DT	4,3%	6,5%	-2,2đ %	4,4%	6,4%	-2,0đ %	-1,1đ %	
Chi phí QLDN	196	172	13,8%	381	371	2,6%	38,5%	
% chi phí QLDN/DT	3,5%	4,5%	-1,0đ %	3,7%	5,2%	-1,4đ %	-1,3đ %	
<b>EBITDA</b>	<b>396</b>	<b>380</b>	<b>4,1%</b>	<b>866</b>	<b>718</b>	<b>20,5%</b>	<b>40,1%</b>	
Biên EBITDA	7,2%	10,0%	-2,8đ %	8,5%	10,0%	-1,5đ %	-2,5đ %	
<b>EBIT</b>	<b>205</b>	<b>216</b>	<b>-5,2%</b>	<b>482</b>	<b>366</b>	<b>31,7%</b>	<b>33,8%</b>	
Biên EBIT	3,7%	5,7%	-2,0đ %	4,7%	5,1%	-0,4đ %	-2,5đ %	
Doanh thu tài chính	36	25	43,2%	69	47	45,9%	72%	Biên LN gộp giảm 5,2 điểm % trong Q2/21 do giá cả nguyên vật liệu đầu vào cao hơn làm thu hẹp biên LN gộp mảng thức ăn chăn nuôi cùng với tác động từ việc hợp nhất với 3F Việt.
Thu nhập khác	80	1	6502,9%	75	(1)		538%	
<b>LNTT</b>	<b>190</b>	<b>114</b>	<b>67,3%</b>	<b>371</b>	<b>158</b>	<b>134,8%</b>	<b>34,8%</b>	Lợi nhuận trước thuế tăng mạnh trong Q2/21 chủ yếu nhờ doanh thu tài chính tăng 43,2% svck cùng với thu nhập khác thuần tăng 6,502,9% svck.
Biên LNTT	3,4%	3,0%	0,5đ %	3,6%	2,2%	1,4đ %	-1,8đ %	
<b>Thuế TNDN</b>	<b>48</b>	<b>43</b>	<b>12,4%</b>	<b>82</b>	<b>73</b>	<b>13,1%</b>	<b>38,7%</b>	
Thuế suất	25,2%	37,4%	-12,3đ %	22,2%	46,1%	-23,9đ %	2,2đ %	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10)	53		(1)	98		-0,4%	Lợi ích của cổ đông thiểu số ghi nhận mức âm so với 53 tỷ đồng trong Q2/20 chủ yếu do khoản lỗ từ 3F Việt (MML sáp nhập với 3F Việt từ cuối năm 2020).
<b>LN ròng</b>	<b>152</b>	<b>18</b>	<b>730,4%</b>	<b>290</b>	<b>(13)</b>		<b>52,3%</b>	
Biên LN ròng	2,7%	0,5%	2,3đ %	2,8%	-0,2%	3,0đ %	0,0đ %	
<b>EPS pha loãng</b>	<b>465</b>	<b>56</b>	<b>730,4%</b>	<b>886</b>	<b>(40)</b>		<b>54,6%</b>	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

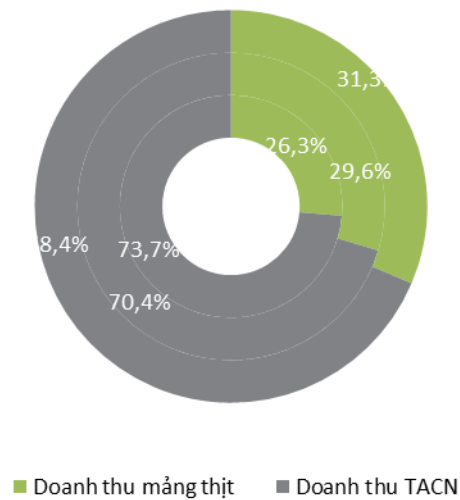
**Triển vọng 2021-23: Màng thịt là động lực tăng trưởng doanh thu chính**

**Chúng tôi kỳ vọng doanh thu màng thịt sẽ tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ thịt tăng và mạng lưới phân phối được mở rộng**

Các biện pháp giãn cách xã hội sẽ có tác động làm tăng nhu cầu đối với các sản phẩm thịt đóng gói trong ngắn hạn nhờ 1) người tiêu dùng tăng nhu cầu nấu ăn tại nhà và dự trữ thực phẩm để hạn chế di chuyển và 2) người tiêu dùng sẽ lựa chọn mua hàng tại siêu thị hoặc mua trực tuyến khi hầu hết các chợ truyền thống đã bị đóng cửa. Ngoài ra, MML là một trong số ít các nhà sản xuất thực phẩm có khả năng duy trì sự ổn định của chuỗi cung ứng, từ trang trại đến điểm bán hàng. Do đó, chúng tôi cho rằng giai đoạn giãn cách xã hội sẽ tác động tích cực đến doanh thu màng thịt của MML trong ngắn hạn.

Theo ban lãnh đạo, việc mở rộng hệ thống phân phối các sản phẩm thịt mát của MML sẽ song hành với việc mở rộng mạng lưới cửa hàng của Vincommerce. Trong khi đó, Vincommerce có kế hoạch mở thêm 300-700 cửa hàng mới vào năm 2021 - chủ yếu dưới hình thức Vinmart+. Do vậy, chúng tôi dự báo tổng số điểm bán hàng của MML sẽ tăng 60% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng MML sẽ tích cực nghiên cứu và tung ra các sản phẩm mới trong nửa cuối năm 2021 để chiếm thêm 1-2% thị phần trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thịt đóng gói đang tăng trong thời gian gần đây. Với độ phủ sản phẩm rộng khắp thông qua kế hoạch mở rộng hệ thống Vinmart cùng với danh mục sản phẩm phong phú, MML sẽ nâng cao nhận diện sản phẩm MEATDeli trên thị trường, từ đó tăng sản lượng bán hàng lên 92,0%/37,5%/15,5% svck trong giai đoạn 2021-23. Nhờ vậy, màng thịt dự kiến sẽ ghi nhận mức doanh thu tăng 118,9%/60,1%/16,4% svck trong giai đoạn 2021-23.

**Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng màng thịt sẽ tăng đóng góp vào tổng doanh thu trong 2021-23**



Vòng tròn bên trong: 2021 – Vòng tròn giữa: 2022 – Vòng tròn bên ngoài: 2023  
 Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Màng thức ăn chăn nuôi duy trì tăng trưởng một con số trong giai đoạn 2021-23**

Sau khi giảm mạnh vào T4/2020 do dịch COVID-19 bùng phát, giá ngũ cốc toàn cầu đã phục hồi mạnh mẽ. Cụ thể, giá ngô và giá đậu tương lần lượt tăng 73,5% svck và 65,7% svck trong 6T21. Chúng tôi kỳ vọng giá nông sản sẽ tăng 14% - 15% svck vào năm 2021 và tiếp tục tăng nhẹ vào năm 2022. Do chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm khoảng 80-85% giá vốn hàng bán, chúng tôi cho rằng giá ngũ cốc toàn cầu tăng sẽ ảnh hưởng đến biên LN gộp màng thức ăn chăn nuôi do chi phí nguyên liệu tăng không thể được chuyển hết vào giá bán. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu màng thức ăn chăn nuôi sẽ tăng 5,9%/7,2%/7,0%

svck trong giai đoạn 2021-23. Trong khi đó, biên LN gộp mảng này sẽ giảm 1,2 điểm % /0,2 điểm % trong 2021-22 và duy trì ở mức 13,3% trong năm 2023.

**Hình 8: Giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong 6T21 (USD/giạ)**

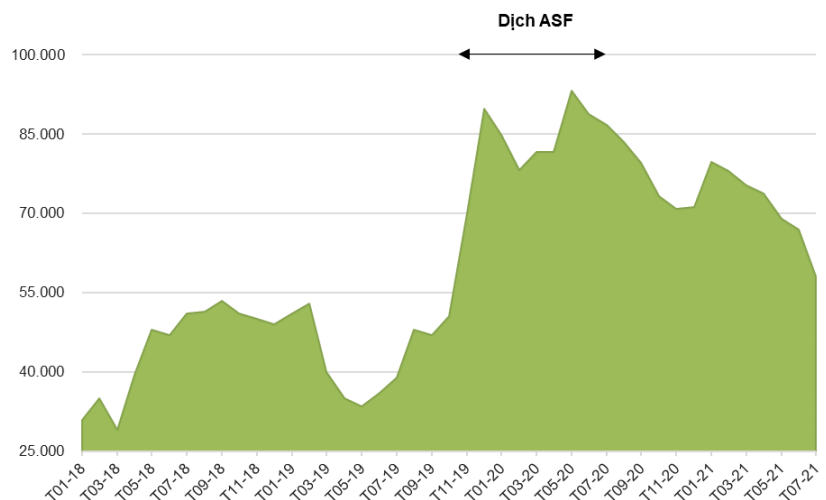


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do giá nguyên liệu đầu vào tăng**

Chúng tôi kỳ vọng giá nông sản sẽ đi ngang trong nửa cuối năm 2021 sau khi tăng mạnh vào 6T21, do đó làm giảm biên LN gộp mảng TACN xuống 1,2 điểm %/0,2 điểm % trong năm 2021-22. Tuy nhiên, sự sụt giảm này sẽ được bù đắp một phần nhờ biên LN gộp mảng thịt được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi trong năm 2021-22 sẽ giảm dần và ổn định dần ở mức thấp hơn 19,9%/26,1% so với mức trước dịch tả lợn Châu Phi, từ đó giảm áp lực lên biên LN gộp do 40% thịt lợn nguyên liệu của MML được nhập từ các bên thứ ba. Do vậy, chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng thịt sẽ tăng 2,5 điểm %/2,1 điểm % trong năm 2021-22. Trong khi đó, biên LN gộp của MML năm 2021 giảm nhẹ 0,6 điểm % do biên LN gộp mảng thức ăn chăn nuôi thấp hơn và phục hồi 0,8 điểm % vào năm 2022 nhờ mảng thịt đóng góp nhiều hơn vào tổng LN gộp.

**Hình 9: Giá lợn hơi đã hạ nhiệt trong 6T21 sau khi tăng mạnh do dịch tả lợn Châu Phi (VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

### Điều chỉnh dự phóng 2021-23

Chúng tôi thay đổi dự phóng kết quả kinh doanh của MML như sau:

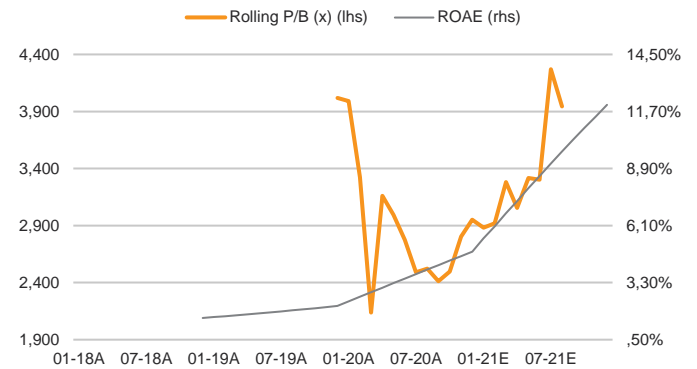
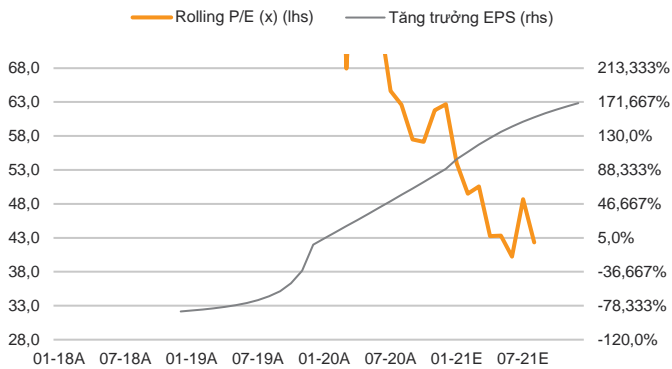
- Do giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi trong 6T21 cao hơn dự kiến, chúng tôi hạ biên LN gộp mảng này xuống 1,5% điểm/0,8 điểm % trong năm 2021-22 do điều chỉnh tăng dự phóng giá nguyên liệu lên 5%/2%. Do đó, biên LN gộp tổng năm 2021-22 thu hẹp 1,4 điểm %/0,9 điểm % so với dự phóng trước đó và duy trì ở mức 17,7% trong năm 2023.
- Chúng tôi giảm dự báo chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp xuống 4,8% trong năm 2021 nhằm phản ánh mức thấp hơn dự kiến trong 6T21 và công ty kế hoạch hợp lý hóa chi phí hoạt động trong mảng thức ăn chăn nuôi để tối ưu hóa lợi nhuận.
- Chúng tôi tăng dự phóng thu nhập lãi 41,2% / 17,6% so với số liệu 6 tháng đầu năm, do đó tăng doanh thu hoạt động tài chính trong FY21-22F lên 36,6%/16,1% so với dự báo trước đó.
- Do vậy, dự phóng LN ròng năm 2021-23 tăng 29,1%/12,2%/1,8% so với dự báo trước đó.

Hình 10: Thay đổi trong dự phóng (tỷ đồng)

	2020	2021			2022			2023		
		Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
<b>Doanh thu</b>	<b>16.119</b>	<b>19.762</b>	<b>19.762</b>	<b>0,0%</b>	<b>22.185</b>	<b>22.185</b>	<b>0,0%</b>	<b>24.403</b>	<b>24.403</b>	<b>0,0%</b>
Chia theo lĩnh vực										
Thức ăn chăn nuôi	13.746	14.556	14.556	0,0%	15.611	15.611	0,0%	16.704	16.704	0,0%
Thịt	2.378	5.206	5.206	0,0%	6.574	6.574	0,0%	7.650	7.650	0,0%
<b>LN gộp</b>	<b>2.725</b>	<b>3.502</b>	<b>3.226</b>	<b>-7,9%</b>	<b>4.001</b>	<b>3.800</b>	<b>-5,0%</b>	<b>4.326</b>	<b>4.326</b>	<b>0,0%</b>
Biên LN gộp	16,9%	17,7%	16,3%	-1,4đ %	18,03%	17,1%	-0,9đ %	17,7%	17,7%	0,0đ %
Chia theo lĩnh vực										
Thức ăn chăn nuôi	14,7%	14,9%	13,4%	-1,5đ %	14,1%	13,3%	-0,8đ %	13,3%	13,3%	0,0đ %
Thịt	23,9%	26,5%	26,5%	0,0đ %	28,5%	28,5%	0,0đ %	28,7%	28,7%	0,0đ %
<b>CPBH&amp;QLDN</b>	<b>1.652</b>	<b>2.075</b>	<b>1.976</b>	<b>-4,8%</b>	<b>2.329</b>	<b>2.329</b>	<b>0,0%</b>	<b>2.539</b>	<b>2.539</b>	<b>0,0%</b>
% DT/CPBH&QLDN	10,2%	10,5%	10,0%	-0,5đ %	10,5%	10,5%	0,0đ %	10,5%	10,5%	0,0đ %
<b>EBITDA</b>	<b>1.768</b>	<b>2.160</b>	<b>1.982</b>	<b>-8,2%</b>	<b>2.467</b>	<b>2.266</b>	<b>-8,1%</b>	<b>2.684</b>	<b>2.684</b>	<b>0,0%</b>
Biên EBITDA	11,0%	10,9%	10,0%	-0,9đ %	11,1%	10,2%	-0,9đ %	11,1%	11,1%	0,0đ %
Doanh thu tài chính	109	95	130	36,6%	95	110	16,1%	96	110	14,0%
<b>Thuế</b>	<b>188</b>	<b>213</b>	<b>201</b>	<b>-5,4%</b>	<b>244</b>	<b>228</b>	<b>-6,6%</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>0,8%</b>
Thuế suất	27,7%	20,0%	20,0%	0,0đ %	18,0%	18,0%	0,0đ %	15,0%	15,0%	0,0đ %
Lợi ích cổ đông thiểu số	229	298	90,8	-69,5%	278	102,5	-63,1%	241	181,1	-24,8%
<b>LN ròng</b>	<b>263</b>	<b>554</b>	<b>714</b>	<b>29,1%</b>	<b>833</b>	<b>935</b>	<b>12,2%</b>	<b>1.175</b>	<b>1.196</b>	<b>1,8%</b>
Biên LN ròng	1,6%	2,8%	3,6%	0,8đ %	3,8%	4,2%	0,5đ %	4,8%	4,9%	0,1đ %
<b>EPS pha loãng (VND)</b>	<b>800</b>	<b>1.621</b>	<b>2.093</b>	<b>29,1%</b>	<b>2.440</b>	<b>2.738</b>	<b>12,2%</b>	<b>3.441</b>	<b>3.504</b>	<b>1,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	16.119	19.762	22.185
Giá vốn hàng bán	(13.394)	(16.536)	(18.385)
Chi phí quản lý DN	(719)	(988)	(1.109)
Chi phí bán hàng	(933)	(988)	(1.220)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.073</b>	<b>1.249</b>	<b>1.471</b>
EBITDA thuần	1.768	1.982	2.266
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(695)</b>	<b>(733)</b>	<b>(795)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.073</b>	<b>1.249</b>	<b>1.471</b>
Thu nhập lãi	109	130	110
Chi phí tài chính	(508)	(484)	(441)
Thu nhập ròng khác	(4)	99	111
TN từ các Cty LK & LD	10	12	14
<b>LN trước thuế</b>	<b>680</b>	<b>1.007</b>	<b>1.265</b>
Thuế	(188)	(201)	(228)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(229)	(91)	(102)
<b>LN ròng</b>	<b>263</b>	<b>714</b>	<b>935</b>
Thu nhập trên vốn	263	714	935
Cổ tức phổ thông	(28)	(33)	(33)
<b>LN giữ lại</b>	<b>236</b>	<b>682</b>	<b>902</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	1.636	1.236	1.869
Đầu tư ngắn hạn	135	165	186
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.990	1.560	1.530
Hàng tồn kho	2.235	2.740	3.076
Các tài sản ngắn hạn khác	248	127	143
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.244</b>	<b>5.829</b>	<b>6.803</b>
Tài sản cố định	8.567	8.710	8.893
Tổng đầu tư	2.172	2.173	2.173
Tài sản dài hạn khác	975	593	222
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17.957</b>	<b>17.305</b>	<b>18.091</b>
Vay & nợ ngắn hạn	5.253	3.192	2.615
Phải trả người bán	1.212	1.486	1.775
Nợ ngắn hạn khác	905	1.306	1.577
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7.370</b>	<b>5.984</b>	<b>5.966</b>
Vay & nợ dài hạn	1.588	1.976	1.994
Các khoản phải trả khác	537	889	819
Vốn điều lệ và	3.267	3.267	3.267
LN giữ lại	403	1.049	1.905
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.614</b>	<b>6.260</b>	<b>7.115</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.849	2.196	2.196
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.957</b>	<b>17.305</b>	<b>18.091</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>680</b>	<b>1.007</b>	<b>1.265</b>
Khấu hao	695	733	795
Thuế đã nộp	(202)	(201)	(228)
Các khoản điều chỉnh khác	324	(243)	(206)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(864)</b>	<b>599</b>	<b>255</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>633</b>	<b>1.894</b>	<b>1.881</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.011)	(968)	(994)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	11	29	(15)
Các khoản khác	(1.311)	(32)	(20)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	55	382	372
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.256)</b>	<b>(589)</b>	<b>(657)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	24	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.777	(1.673)	(559)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(1)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(28)	(33)	(33)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.773</b>	<b>(1.705)</b>	<b>(592)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.486	1.636	1.236
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>151</b>	<b>(400)</b>	<b>633</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.636	1.236	1.869

**Các chỉ số cơ bản**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	1,6%	3,6%	4,2%
Vòng quay TS	0,99	1,12	1,25
ROAA	1,6%	4,1%	5,3%
Đòn bẩy tài chính	2,99	2,97	2,65
ROAE	4,8%	12,0%	14,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	14,3	14,2	14,2
Số ngày nắm giữ HTK	61,1	60,5	61,1
Số ngày phải trả tiền bán	33,1	32,8	35,2
Vòng quay TSCĐ	1,98	2,29	2,52
ROIC	1,7%	5,2%	6,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,8	1,0	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	42,2	41,9	40,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (voy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	16,8%	22,6%	12,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	36,2%	16,4%	17,7%
Tăng trưởng LN ròng	128,3%	171,3%	30,8%
Tăng trưởng EPS	89,6%	170,3%	30,8%

Nguồn: VND RESEARCH



## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### **Khuyến nghị ngành**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### **Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích**

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>