

MSN- KHẢ QUAN

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 20/09/2021)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	143.000
KLGD TB 10 ngày	1.702.930
Vốn hoá (tỷ đồng)	168.816,46
Số lượng CPLH	1.180.534.692

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thùy Dung
nttdung01@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 286

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

KQKD: Kết thúc 1H.2021, MSN ghi nhận DTT đạt 41.196 tỷ đồng (+16,4% yoy), LSNT đạt 979 tỷ đồng (tăng 8,4x so với mức 117 tỷ đồng trong 1H.2020). Nguyên nhân chủ yếu do: (1) Sự tăng trưởng mạnh của mảng kinh doanh thịt và hàng tiêu dùng; (2) tăng trưởng ở mảng bán lẻ; (3) Việc hợp nhất kinh doanh với HCS cùng với việc giá cả hàng hóa cao hơn giúp doanh thu tại MHT tăng trưởng hơn 137% yoy.

Triển vọng:

- (1) Cải tiến sản phẩm trong ngành hàng thực phẩm tiện lợi, cao cấp hóa danh mục và mở rộng quy mô thực phẩm tươi sống.
- (2) Chuỗi VCM tiếp tục cho thấy những cải thiện hiệu quả hoạt động mạng lưới và tối ưu hóa điểm bán trong bối cảnh được hưởng lợi nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng cao trong giai đoạn dịch.
- (3) Giá nguyên liệu khoáng sản tiếp tục duy trì đà tăng nhờ nhu cầu trong và ngoài nước tăng sau giai đoạn dịch covid -19.

Rủi ro:

- (1) Biến động của nguyên vật liệu đầu vào và giá các sản phẩm chăn nuôi gây áp lực lên biên lợi nhuận của mảng chăn nuôi và thức ăn chăn nuôi.
- (2) Dịch covid-19 diễn biến phức tạp ảnh hưởng đến thu nhập của người tiêu dùng.
- (3) Biến động giá khoáng sản trên thế giới do ảnh hưởng của covid-19.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi dự phóng KQKD của MSN với DTT và LNST của công ty mẹ năm 2021F ước tính lần lượt đạt **90.529,60 tỷ đồng** (+17,2% yoy) và **2.413,63 tỷ đồng** (+95,6% yoy). Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, VCBS ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MSN là **168.888 đồng/CP** và giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu MSN cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

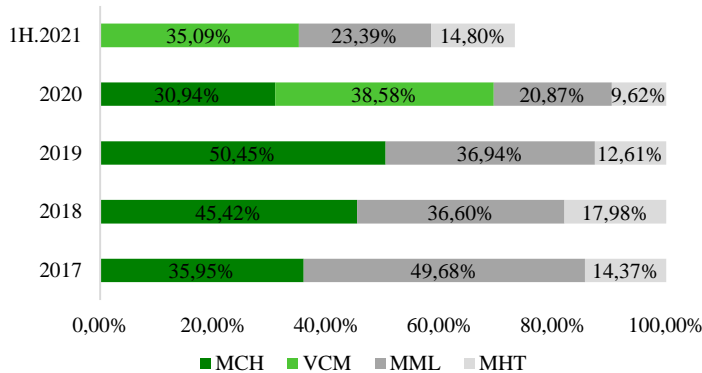
Đv: tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	38.187,61	37.354,08	77.217,81	90.529,60	124.327,25
LNG	11.881,40	10.941,14	17.888,69	22.220,24	27.619,49
Chi phí bán hàng	4.314,25	3.994,89	13.166,09	13.560,52	13.966,17
Chi phí quản lý DN	2.015,38	2.103,40	3.040,89	4.616,73	4.949,39
LNST	5.621,50	6.364,61	1.395,01	2.728,59	4.645,00
LNST của công ty mẹ	4.916,49	5.557,57	1.233,98	2.413,62	4.108,81

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH 1H.2021

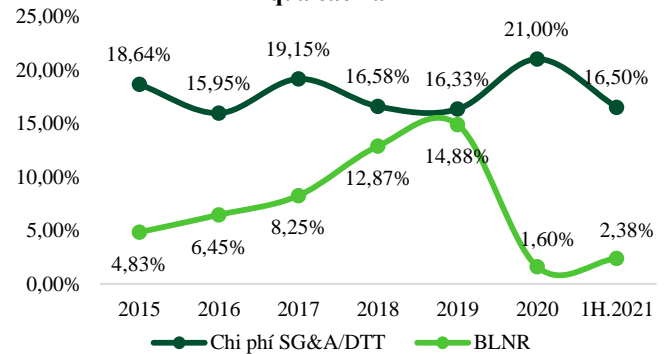
MSN

Kết thúc 1H.2021, MSN ghi nhận DTT đạt 41.196 tỷ đồng (+16,4% yoy), LSNT đạt 979 tỷ đồng (tăng 8,4x so với mức 117 tỷ đồng trong 1H.2020). Nguyên nhân chủ yếu do: (1) Sự tăng trưởng mạnh của mảng kinh doanh thịt và hàng tiêu dùng; (2) tăng trưởng ở mảng bán lẻ; (3) Việc hợp nhất kinh doanh với HCS cùng với việc giá cả hàng hóa cao hơn giúp doanh thu tại MHT tăng trưởng hơn 137% yoy.

Tỷ trọng đóng góp doanh thu của MSN



Tỷ lệ chi phí SG&A/DTT và BLNG của MSN qua các năm



Nguồn: MSN

The CrownX (“TCX”)

Triển khai mô hình shop-in-shop khi tích hợp Kiosk Phúc Long gia tăng lưu lượng khách hàng và lợi nhuận cho các cửa hàng VinMart+: tính đến 21/7 có 41 kiosk Phúc Long đã đi vào hoạt động, dự kiến sẽ có hơn 1.000 kiosk Phúc Long tại các điểm bán của VCM vào cuối năm nay.

Các kiosk đưa vào hoạt động đang đóng góp thêm 5 triệu đồng vào doanh thu cửa hàng, giúp cải thiện biên EBITDA của các cửa hàng này lên gần 4%.

Đẩy mạnh hợp tác với Lazada. VinMart đã thí điểm dịch vụ giao hàng nhanh trong vòng 4 tiếng từ 14 siêu thị VinMart tại TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội. Kết quả bước đầu của đợt thí điểm đã mang lại những kết quả tương đối tích cực. Sau 6 tháng triển khai kênh online, doanh thu của kênh bán hàng này đã chiếm 0,5% doanh thu của VCM vào tháng 7/2021. Mỗi ngày, có 1.300 đơn hàng được xử lý thành công, hướng đến việc xây dựng mô hình dark-store (đào tạo nhân viên và chuẩn bị kho hàng dành riêng cho kênh online tại các siêu thị) để phục vụ 10.000 đơn/ngày.

Masan Consumer (“MCH”)

Kết thúc 1H.2021, MCH ghi nhận DTT đạt 11.476 tỷ đồng (+11,7% yoy), LNST đạt 2.012,9 tỷ đồng (+7,73% yoy) do tất cả các ngành hàng chiến lược đều tăng ghi nhận tăng trưởng do hưởng lợi từ nhu cầu tiêu dùng sản phẩm thiết yếu trong giai đoạn dịch, trong đó doanh số kênh MT ghi nhận tăng trưởng 13% yoy (hiện đang đóng góp 10,5% trong tổng doanh thu. Cụ thể kết quả hoạt động từng mảng kinh doanh như sau:

Ngành hàng	+/-%yoy 2Q.2021	+/-%yoy 1H.2021	Điểm nhấn HĐKD
DTT	+34,6%	+28,8%	

Thực phẩm tiện lợi	+12,2%	+3,1%	Nhu cầu gia tăng dữ trữ thực phẩm trong bối cảnh dịch covid-19 trong tháng 6, kéo dài sang tháng 7. Dự kiến ngành hàng sẽ tăng trưởng ở mức hai chữ số cho năm 2021, khi các thương hiệu chủ chốt tiếp tục gia tăng thị phần và đầu tư các giải pháp bữa ăn hoàn chỉnh tại nhà đóng góp một phần lớn trong doanh thu.
Thịt chế biến	+57,6%	+53,3%	Động lực tăng trưởng chính đến từ sản phẩm xúc xích Ponnice khi doanh thu tăng gần gấp đôi.
Gia vị	(2,7)%	+5,2%	Ngành hàng nước mắm tăng 7,5%, nước tương giảm 12,4%, trong khi tương ớt tăng 3,1% như dự kiến nhờ vào tác động của mức cơ sở cao hơn từ nửa đầu năm 2020. Ngành hàng hạt nêm tiếp tục mở rộng quy mô nhanh chóng, tăng trưởng 14,7% trong nửa đầu năm 2021 so với nửa đầu năm 2020, chiếm 8,7% doanh thu toàn ngành gia vị.
Đồ uống	+4,5%	+16,8%	Đà tăng trưởng có thể bị ảnh hưởng tiêu cực vào Quý 3 do ảnh hưởng của dịch COVID-19 nhưng nhìn chung, ngành hàng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trong thời gian còn lại của năm. Nửa đầu năm 2021, phân khúc nước uống tăng lực tăng 17,6%, đồ uống dinh dưỡng tăng 52,0% và bia tăng 79,6% yoy.
Sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình (HPC)		+3,0%	Đóng góp 743 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021. Nhãn hiệu bột giặt và xả “Join 2 trong 1” đóng góp 11% doanh thu của ngành hàng này.

Nguồn: MSN

Vincommerce (“VCM”)

Lũy kế nửa đầu năm 2021, VCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 14.468, giảm 8,5% yoy do: (1) số lượng điểm bán ít hơn 550 điểm so với cùng kỳ năm 2020; doanh thu/m2/tháng của siêu thị Vinmart giảm do ảnh hưởng của dịch covid-19 trong nửa đầu năm 2021. Tuy nhiên nếu tính riêng 2Q.2021 của VCM đã tăng 1,7% yoy nhờ doanh thu/m2 /tháng của VinMart+ tăng 21,4% yoy nhờ (1) động lực thúc đẩy đến từ danh mục sản phẩm tập trung vào hàng tươi sống, (2) thay đổi mô hình bày trí của hàng và (3) xu hướng mua sắm của người tiêu dùng chuyển từ kênh bán lẻ truyền thống sang kênh MT.

Trong đó kết quả kinh doanh theo chuỗi cụ thể như sau:

Chuỗi Vinmart+	Chuỗi Vinmart
----------------	---------------

Tăng trưởng SSSG theo doanh thu/m ² (LFL)	+12,3%	-11,0%
	Giá trị hóa đơn trung bình và số lượng hóa đơn tăng lần lượt 10,2% yoy và 2,5% yoy.	Do các trung tâm thương mại thuộc VRE phải đóng cửa do giãn cách xã hội.
+ TP HCM	+22,0%	
+ TP Hà Nội	+3,4%	
+ Các thành phố cấp 2	+23,5%	
+ Các thành phố cấp 1 (Đà Nẵng, Nha Trang, Huế, Cần Thơ và Hải Phòng)	+4,5%	

Kết quả kinh doanh B2C cũng ghi nhận những tín hiệu tích cực khi cải thiện được biên EBITDA và SSSG của các chuỗi:

	2Q.2021	2Q.2020	1H.2021	1H.2020
SSSG dựa trên doanh thu/m ²				
Vinmart	(4,0%)		(11,0%)	
Vinmart+	21,4%		12,3%	
Biên EBITDA	(2,2%)	(8,4%)	2,1%	(6,4%)

Nguồn: MSN

Meatdeli (“MML”)

Lũy kế 6 tháng đầu năm, DTT của MML đạt 10.232 tỷ đồng (+42,1% yoy), cụ thể như sau:

- *Màng thịt:*
 - Màng thịt heo đạt doanh thu thuần 1.438 tỷ đồng. Thương hiệu Meatdeli có mặt tại hơn 2.700 điểm bán, hiện diện tại hơn 2.300 cửa hàng thuộc hệ thống VCM ở Hà nội và thành phố HCM.
 - Màng thịt gà: đóng góp 630 tỷ đồng từ 3F Việt.
- *Màng thức ăn chăn nuôi*
 - Doanh thu thức ăn chăn nuôi nửa đầu năm 2021 đạt 8.164 tỷ đồng, tăng 32,8% yoy nhờ sự tăng trưởng ở tất cả các phân khúc, cụ thể màng thức ăn gia cầm và thủy sản tăng lần lượt là 9% và 34% yoy.

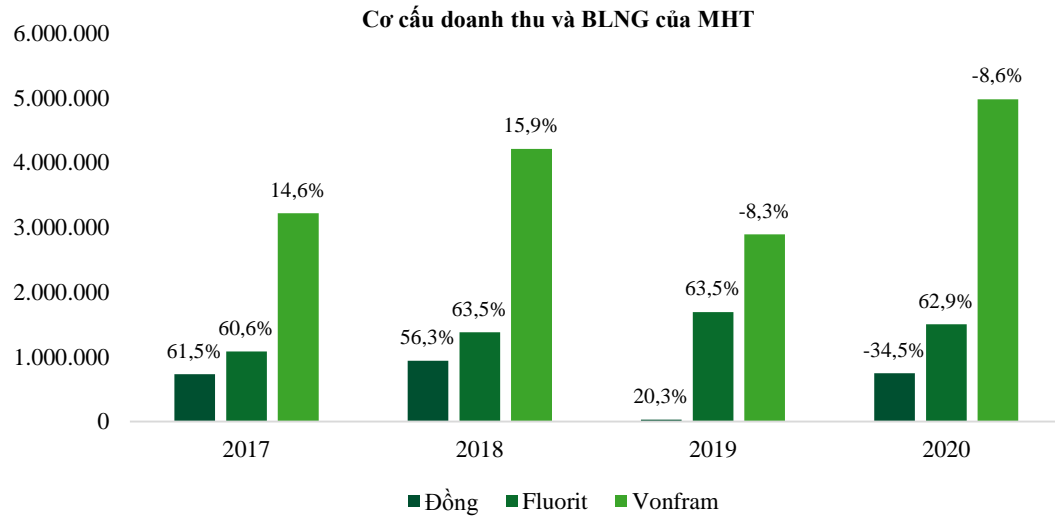
Masan High –Tech Materials (“MHT”)

MHT ghi nhận doanh thu thuần đạt 6.107 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021, tăng mạnh 137,6% so với mức 2.570 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2020. Động lực thúc đẩy tăng trưởng đến từ nhu cầu mua sắm vật liệu công nghiệp công nghệ cao hồi phục sau một thời gian bị gián đoạn bởi dịch covid-19, giá hàng hóa cao hơn và tác động từ việc hợp nhất H. C. Starck (“HCS”). Cụ thể như sau:

- Doanh thu vonfram tăng đáng kể do việc hợp nhất với HCS (6 tháng năm 2021 so với 1 tháng

năm 2020) và giá APT cao hơn trong nửa đầu năm 2021 (262 USD / mtu) so với cùng kỳ năm ngoái (229 USD / mtu).

- Doanh thu của florit giảm do giá thị trường thấp hơn so với cùng kỳ, trong khi không có doanh thu từ đồng trong nửa đầu năm 2021. Ban điều hành đang tiếp tục tìm giải pháp cho việc bán đồng vào năm 2021.



	Đvt	1H.2021	1H.2020	+/- %yoy
Giá hàng hóa trung bình				
APT Châu Âu mức thấp	USD/mtu	262	229	14%
Bismuth mức thấp	USD/lb	3,4	2,5	37%
Đồng	USD/t	9.108	5.492	66%
Florit cấp axit	USD/t	417	405	3%
Sản lượng khai thác				
Quặng chế biến	kt	1.902	1.922	+2,5%
APT/BTO/YTO/ST (tinh quặng)	t	9.760	3.250	1,3%
Đồng (tinh quặng)	t	5.163	4.474	
Florit cấp axit	t	111.600	113.228	
Bismuth (tinh quặng)	t	1.132	-	

Nguồn: MSN

Nhờ đó, MHT đã đạt LNST của công ty mẹ hơn 2 tỷ đồng vào 2Q.2021, cải thiện so với mức LNST âm trong 1Q.2021.

	2Q.2021	2Q.2020	%yoy	1H.2021	1H.2020	%yoy
Doanh thu thuần	21.219	17.766	19,4%	41.196	35.404	16,4%
The CrownX	12.927	12.589	2,7%	25.460	25.854	(-1,5%)
MCH	5.982	5.650	5,9%	11.476	10.275	11,7%
VCM	7.226	7.104	1,7%	14.468	15.813	(-8,5%)
MML	5.528	3.805	45,3%	10.232	7.202	42,1%
MHT	3.144	1.505	108,9%	6.107	2.570	137,6%

Lợi nhuận gộp	4.847	3.895	24,4%	9.161	7.856	16,6%
The CrownX	3.615	3.314	9,1%	7.058	6.567	7,5%
MCH	2.366	2.245	5,4%	4.549	4.113	10,6%
VCM	1.368	1.069	28,0%	2.661	2.453	(8,5)%
MML	638	636	0,3%	1.309	1.199	9,2%
MHT	554	-67		743	86	764,0%
Biên EBITDA	17,6%	10,2%		16,7%	10,6%	
The CrownX	11,4%	5,5%		11,2%	5,1%	
MCH	23,7%	22,8%		22,3%	22,6%	
VCM	2,2%	(8,4%)		2,1%	(6,4%)	
MML	7,6%	10,7%		9,0%	10,7%	
MHT	22,8%	11,5%		19,6%	24,9%	

Nguồn: MSN

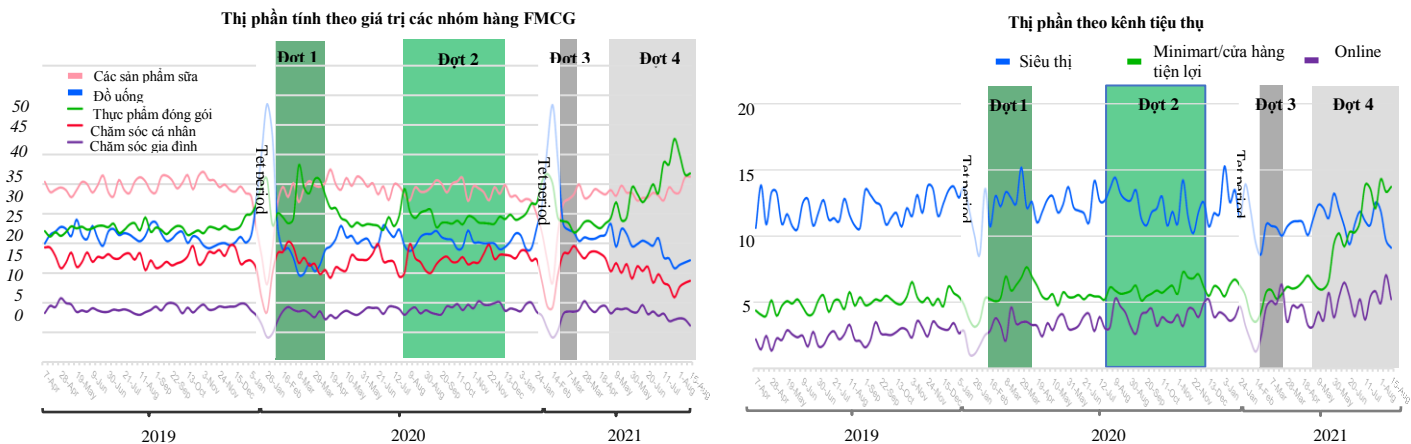
TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

TCX- Sự kết hợp của VCM và MCH phát huy hiệu quả trong giai đoạn dịch covid-19

Nhu cầu đối với nhóm thực phẩm thiết yếu vẫn duy trì đà tăng, đặc biệt trong giai đoạn giãn cách.

Nhu cầu đối với nhóm hàng FMCG tiếp tục duy trì đà tăng, đặc biệt là đối với nhóm sản phẩm đồ uống và thực phẩm đóng gói, chăm sóc gia đình. Nhóm hàng FMCG được dự đoán sẽ đạt mức tăng trưởng cao (6,7%) trong 3Q.2021 và giảm dần trong 4Q.2021, theo đó mức tăng trưởng trung bình trong năm 2021 dự kiến đạt 2,1%.

Nhóm thực phẩm tươi sống được hưởng lợi trong giai đoạn giãn cách khi nhiều chợ truyền thống bị đóng/hạn chế bán hàng.



Nguồn: Kantar Worldpanel

Việc đóng/mở cửa hàng hiệu quả giúp EBITDA được cải thiện rõ rệt.

Tính đến cuối 2Q.2021, VCM có 2.369 cửa hàng VinMart và VinMart+. Trong đó, VinMart đóng cửa 1 cửa hàng, chuỗi VinMart+ thực hiện đóng 57 cửa hàng hoạt động không hiệu quả và mở mới 73 cửa hàng.

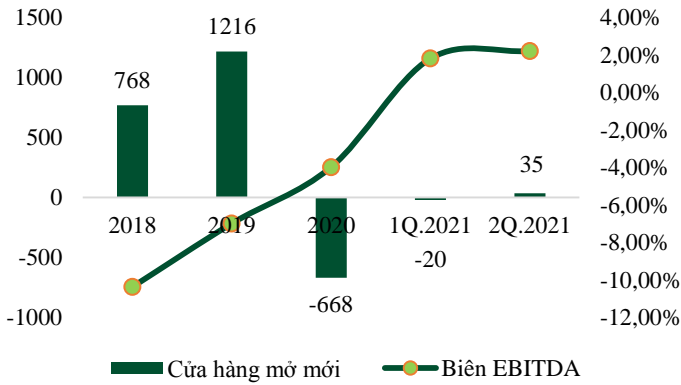
VCM đã ghi nhận 3 quý liên tục đạt EBITDA dương, lần lượt là 0,2% trong 4Q.2020 lên 2,0% trong

1Q.2021 và 2,2% trong 2Q.2021. Kết quả tích cực này đến từ nhiều nguyên nhân:

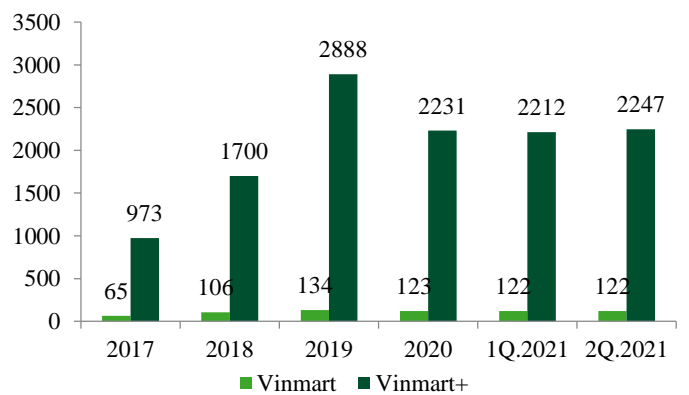
- (1) Đàm phán với các nhà cung cấp lớn, tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng và cải thiện hiệu quả chuỗi cung ứng;
- (2) Đóng góp từ đà tăng trưởng mảng thực phẩm (bao gồm thịt mát và sản phẩm có thương hiệu). Đặc biệt, giữa bối cảnh hàng loạt chợ đầu mối phải đóng cửa trong giai đoạn giãn cách.
- (3) Việc đẩy mạnh đóng cửa những cửa hàng hoạt động không hiệu quả cùng với cải thiện chuỗi cung đã giúp VCM giảm đáng kể chi phí SGA. Báo cáo của Masan cũng cho biết chi phí vận hành trung bình/tháng trong quý 1/2021 của Vinmart+ đã giảm 10% và VinMart giảm 20% so với cùng kỳ năm trước.

Công ty kế hoạch sẽ mở mới 300 - 500 cửa hàng VinMart+ đến cuối năm 2021 và thời gian đạt EBITDA hòa vốn từ 6 - 12 tháng.

Tốc độ mở mới cửa hàng và biên EBITDA của VCM



Số lượng cửa hàng chuỗi Vinmart và Vinmart+



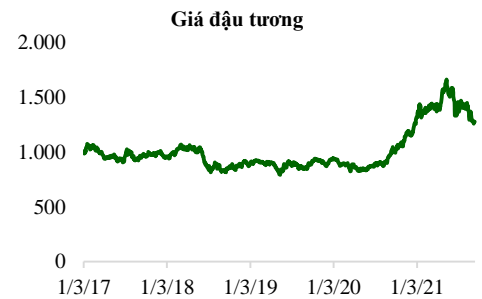
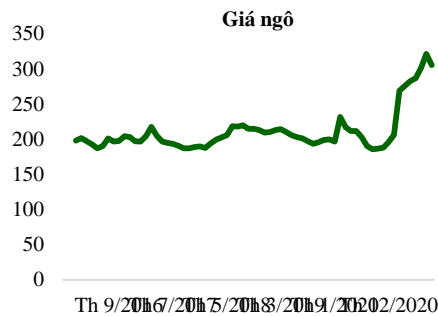
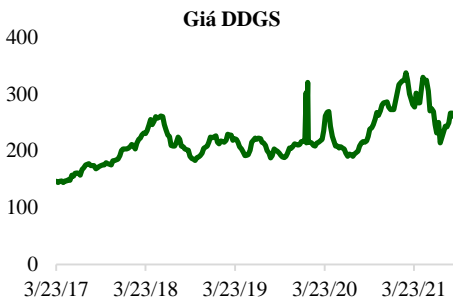
Nguồn: MSN

MML – ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Măng chăn nuôi và thức ăn chăn nuôi

Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục tăng đến cuối năm nay nay, gây áp lực làm giảm biên lợi nhuận thức ăn chăn nuôi.

Việc biến đổi khí hậu khiến sản lượng một số loại ngũ cốc chính tại một số quốc gia bị sụt giảm, tác động của dịch covid-19 làm tăng chi phí logistic. Trong khi nhu cầu về nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi vẫn tiếp tục tăng.



Nguồn: Bloomberg, Tổng cục thống kê

Theo dự báo của VIPA, nhu cầu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi của Việt Nam sẽ cần khoảng 28- 30 triệu tấn/năm trong 5 năm tới, trị giá 12-13 tỷ USD với mức tăng trưởng trung bình 11 – 12%/năm. Tuy nhiên, nguồn cung và giá nguyên liệu vẫn tương đối khó dự đoán trong bối cảnh dịch covid-19 vẫn đang diễn biến phức tạp trên thế giới có thể tiếp tục làm đứt gãy chuỗi sản xuất và cung ứng. Vì vậy chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu TACN vẫn tiếp tục tăng cho đến cuối năm nay, nhưng đà tăng sẽ giảm dần so với giai đoạn 6 tháng đầu năm.

Cơ hội giành thị phần từ các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ bị ảnh hưởng trong bối cảnh giá TACN tăng nhưng giá gà, lợn xuất chuồng giảm.

Giá lợn hơi giảm trong thời gian qua đến từ nhiều nguyên nhân:

- (1) Một bộ phận người tiêu dùng đã chuyển sang tiêu thụ các loại thực phẩm khác thay cho thịt lợn, như thịt bò, thịt gà, thủy hải sản,... khiến nhu cầu thịt lợn không còn cao như giai đoạn trước.
- (2) Trước tình hình dịch Covid-19 ngày càng phức tạp, các kênh nhà hàng, quán ăn cũng như các dịch vụ nấu ăn phục vụ doanh nghiệp, nhà trường phải tạm thời ngừng hoạt động khiến sản lượng tiêu thụ thịt lợn sụt giảm đáng kể.

Ở thời điểm hiện tại, thịt lợn hơi đang có mức giá rẻ nhất tính từ tháng 11/2019 đến nay (đây là thời điểm lợn hơi chịu tác động của dịch tả lợn châu Phi và trước khi cơn sốt giá thịt lợn bắt đầu). Trong bối cảnh dịch tả lợn châu Phi và dịch bệnh covid-19 đang diễn biến phức tạp khiến việc tiêu thụ trở nên khó khăn cùng với giá thức ăn chăn nuôi chưa có dấu hiệu giảm nhiệt, gây áp lực khiến nhiều hộ chăn nuôi nhỏ lẻ phải cắt giảm sản lượng.

Với lợi thế chuỗi sản xuất khép kín, sở hữu trang trại chăn nuôi lợn công nghệ cao tại Nghệ An cũng như hệ thống cửa hàng trải rộng, MML hoàn toàn có cơ hội giành thêm thị phần từ các kênh chăn nuôi nhỏ lẻ trên thị trường chăn nuôi hiện nay.



Nguồn: Thị trường chăn nuôi, VCBS tổng hợp

Doanh thu mảng thịt được hỗ trợ trong ngắn hạn nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng trong giai đoạn giãn cách.

Do ảnh hưởng của dịch covid-19 cũng như việc hạn chế bán hàng tại các chợ truyền thống do tác động của các chỉ thị giãn cách xã hội, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm thịt tại mạng lưới các cửa hàng của VCM.

Trong 2Q.2021, MML đã tung ra thêm các dòng sản phẩm mới (Meatdeli Premium và Meatchoice) với giá bán trung bình cao hơn để mở rộng phân khúc và đáp ứng nhiều nhu cầu.

Độ phủ gần như tại hầu hết các cửa hàng của VCM. Việc tăng tiêu thụ tại các cửa hàng VCM gần đây

giúp tăng doanh thu mảng này tại kênh VCM.

Những cải thiện trong mảng kinh doanh thị kỳ vọng vẫn giúp công ty duy trì được biên EBITDA ổn định trong năm 2021 so với năm 2020. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng chi phí hoạt động sản xuất của 3F Việt sẽ dần ổn định sau thời gian MML mua lại vào cuối năm 2020; và lợi nhuận được cải thiện khi giá gia cầm bình ổn trở lại.

MHT – TRIỂN VỌNG TỪ MẢNG CHẾ BIẾN SÂU VONFRAM HỢP TÁC VỚI H.C.STARK

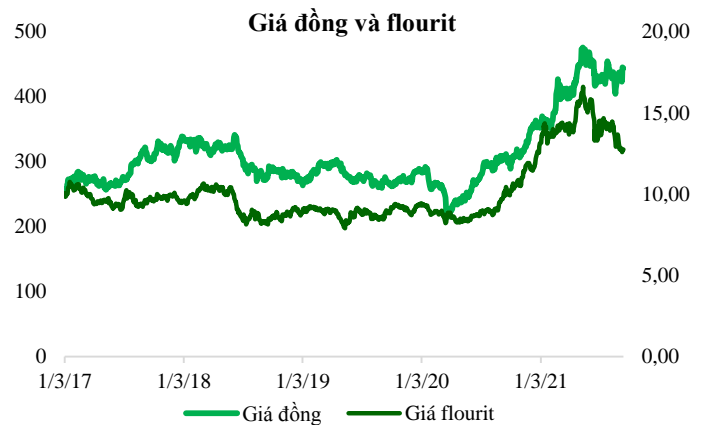
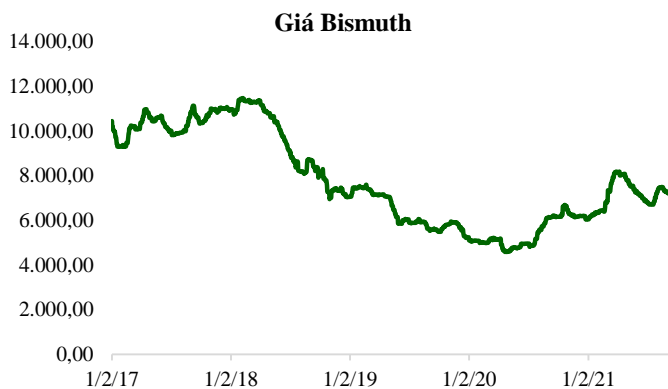
Việc cộng hưởng với H.C.Stark tiếp tục mang lại lợi thế trong dài hạn đối với việc chế biến vonfram sau khi mua lại nền tảng kinh doanh vào 3Q.2019.

Kỳ vọng vào việc giải phóng tồn kho đồng trong thời gian tới.

Chúng tôi ước tính sản lượng tồn kho đồng tính đến cuối 2Q.2021 đạt 14.447 tấn. MHT đang nỗ lực giải quyết nhằm giảm tải lượng hàng tồn kho này. Nếu tính theo mức giá giao ngay hiện nay, và lượng tồn kho này được bán trong nửa cuối năm 2021 sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể cho công ty trong 2 quý cuối năm, ước tính khoảng 140 triệu USD doanh thu.

Triển vọng hồi phục giá các loại kim loại.

- **Giá vonfram.** Nhu cầu tăng cao là nhờ việc mua hàng tích trữ do tình trạng hạn chế nguồn Vonfram trong hệ thống chuỗi cung ứng, sự hồi phục từ nhu cầu của công nghiệp xe hơi, cũng như những dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ của ngành dầu khí và hàng không vũ trụ trên thị trường. Tại các thị trường bột kim loại vonfram và các-bua vonfram, công ty gần như đã bán hết một số dòng sản phẩm cho đơn đặt hàng quý 3 và đã nhận các đơn hàng cho quý 4, dự kiến sẽ bán hết trong quý 4. Dựa vào nhu cầu thị trường, công ty kỳ vọng giá tiếp tục tăng trong 6 tháng cuối năm và năm tiếp theo.
- **Giá Fluorspar.** Nhu cầu Fluorspar cấp axit để sản xuất các hóa chất gốc Fluorine tiếp tục tăng mạnh, nhưng chưa diễn ra các đợt tăng giá liên tục như đã thấy đối với nhiều mặt hàng công nghiệp khác. Kỳ vọng giá sẽ hồi phục trong trung hạn khi nhu cầu luyện kim sẽ phục hồi vào thời kỳ hậu covid-19, đặc biệt là ở Trung Quốc.
- **Giá Bismuth.** Mức giá trên thị trường EMEA/NAFTA đã được nâng lên do nhu cầu tăng vọt trở lại của lĩnh vực sản xuất hợp kim và sự thiếu hụt kim loại trong ngắn hạn do lượng hàng tồn kho thấp và sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng. Trong ngắn hạn, Ban điều hành công ty kỳ vọng giá sẽ giữ ở mức hiện tại vì việc có sẵn hàng giao ngay giúp tăng cường nhu cầu mua tích trữ, đồng thời dự báo giá sẽ dao động từ 3,50 - 4,00 USD/pound trong 6 tháng cuối năm 2021.



Nguồn: Bloomberg

DỰ BÁO KQKD

Đv: tỷ đồng	2020	2021F	Luận điểm đầu tư
DTT	77.218	90.529	
MCH	23.971	26.010	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng tiếp tục được thúc đẩy bởi nhu cầu cao hơn từ người tiêu dùng gia tăng dự trữ thực phẩm trong bối cảnh dịch covid hiện tại, đặc biệt ở nhóm thực phẩm tiện lợi và thịt chế biến. - Nhóm đồ uống được hỗ trợ trong nửa cuối năm nhờ việc dự kiến ra mắt thêm các sản phẩm mới.
VCM	30.978	32.623	<ul style="list-style-type: none"> • Sự chuyển dịch thói quen đi chợ của người tiêu dùng từ chợ truyền thống các siêu thị mini trong mùa dịch, đặc biệt là giai đoạn giãn cách • Đẩy mạnh bán lẻ trực tuyến thông qua hợp tác với Lazada <ul style="list-style-type: none"> - Mục tiêu nâng tỷ trọng doanh thu online/doanh thu thuần của VCM lên 5% trong 3 năm tới. - Trong giai đoạn đầu, VCM sẽ chọn từ 1000 -2000 mặt hàng để bán trên nền tảng Lazada, trong đó khoảng 15 siêu thị Vinmart tại Hà nội và TP.HCM sẽ trở thành trung tâm thực hiện đơn hàng. • Thương vụ hợp tác với Phúc Long (PLH) được kỳ vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận <ul style="list-style-type: none"> - Mục tiêu mở 1000 ki-ốt trong giai đoạn 1-2 năm tới với kỳ vọng doanh thu trung bình đạt 5 triệu đồng/ngày/ki-ốt.
MML	16.119	20.183	<ul style="list-style-type: none"> - Màng thịt có thương hiệu nhìn chung được hưởng lợi nhờ nhu cầu tích trữ và tiêu dùng tại nhà tăng cao trong giai đoạn dịch. Cụ thể đối với màng thịt lợn, dù giá bán giảm nhưng sản lượng tiêu thụ tăng nhanh chóng, đồng thời công ty cũng tăng cường cho ra mắt nhiều mặt hàng premium để phục vụ nhiều phân khúc khách hàng, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận. Đối với màng thịt gà, công ty đẩy mạnh phân phối qua kênh của VCM (đã có mặt tại gần 2.200 điểm bán thuộc VCM) và đang dần cho thấy hiệu quả với doanh thu dự kiến đạt 1.500 tỷ đồng. - Màng thức ăn chăn nuôi dự kiến đi ngang do: mặc dù giá nguyên vật liệu tăng cao ảnh hưởng đến nhu cầu chăn nuôi nhưng việc tiêu thụ các sản phẩm thịt vẫn duy trì đà tăng.
MHT	7.291	11.713	<ul style="list-style-type: none"> - Động lực thúc đẩy tăng trưởng đến từ nhu cầu mua sắm vật liệu công nghiệp công nghệ cao hồi phục sau một thời gian bị gián đoạn bởi dịch COVID19, giá và các loại sản lượng hàng hoá như vonfram APT, bismuth và florit đều duy trì ở mức cao so với trung bình năm 2020. - Các sản phẩm chế biến sâu như hoá chất vonfram và vonfram cacbua hiện đang chiếm 68% doanh thu thuần của MHT. - Triển vọng từ việc thanh lý đồng tồn kho trong bối cảnh giá sản phẩm này đang ở mức cao.

LNG	17.889	22.220	<p>Các công ty con đều hướng đến mục tiêu cải thiện EBITDA trong năm nay. Cụ thể:</p> <ul style="list-style-type: none"> - BLNG của VCM cải thiện thông qua; (1) Biên lợi nhuận cao hơn nhờ đàm phán với nhà cung cấp (đóng góp 40% vào biên EBITDA): Hoàn tất đàm phán với các nhà cung cấp giúp công ty cải thiện 2,4% trong nửa đầu năm 2021 so với mức trung bình trong năm 2020; (2) Giảm chi phí vận hành thông qua việc đóng các điểm bán hoạt động kém hiệu quả và cải thiện chuỗi cung ứng; tối ưu hóa các điểm phân phối đang hoạt động → ước tính BLNG tăng lên 19,1% (so với mức 14,14% trong năm 2020). - BLNG của MCH đạt 42,59% nhờ BLNG cao hơn của gia vị, thịt chế biến và đồ uống bù đắp cho BLNG thấp hơn của thực phẩm tiện lợi và tác động từ việc hợp nhất mảng HPC; trong đó BLNG của HPC đã bắt đầu có xu hướng tăng sau khi tung các thương hiệu mạnh mới. - BLNG của MML: dự kiến đi ngang trong năm nay đạt 15,79% do biên EBITDA của mảng thịt tích hợp và thức ăn chăn nuôi dự kiến tăng có thể bù đắp cho biên EBITDA vốn đang thấp hơn của 3F Việt cộng với việc giá cả hàng hoá tăng cao. - BLNG của MHT được cải thiện chủ yếu đến từ các sáng kiến tiết kiệm chi phí của BLĐ, tác động tích cực đến đơn giá vonfram và flourit.
-----	--------	--------	--

LNST của công ty mẹ	1.234	2.413
---------------------	-------	-------

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp SOTP

Công ty con	Phương pháp định giá	Lợi ích kinh tế	Giá trị doanh nghiệp (EV)	Giá trị EV đóng góp
MCH	DCF	72,77%	131.078,28	95.382,76
VCM	EV/Sale, DCF	71,10%	43.608,00	31.003,22
MML	DCF, EV/EBITDA	87,90%	42.468,13	37.329,48
MHT	DCF, EV/EBITDA	86,40%	42.877,93	37.046,53
Giá trị doanh nghiệp	230.149,49			
Giá trị vốn hoá	199.378,46			
Số cổ phiếu lưu hành	1.180.534.692			
Giá trị hợp lý/CP	168.888			

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KHẢ QUAN

Nhờ việc tập trung cải thiện hiệu quả hoạt động của chuỗi VCM cũng như những lợi thế ngắn hạn trong giai đoạn giãn cách mang lại, chúng tôi cho rằng gánh nặng về mặt chi phí của chuỗi VCM lên kết quả kinh doanh của MSN sẽ được giảm bớt trong giai đoạn tới. Về triển vọng dài hạn, chúng tôi kỳ vọng vào sự tăng trưởng của các mảng kinh doanh cốt lõi cũng như sự hồi phục của thị trường trong và ngoài nước sau ảnh hưởng của dịch covid-19. Chúng tôi dự phóng KQKD của MSN với DTT và LNST của công ty mẹ năm 2021F ước tính lần lượt đạt **90.529,60 tỷ đồng** (+17,2% yoy) và **2.413,63 tỷ đồng** (+95,6% yoy). Sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP, VCBS ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MSN là **168.888 đồng/CP** và giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu MSN cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA
Trưởng nhóm Phân tích Ngành & DN
ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung
Chuyên viên phân tích
nttdung01@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630