

CTCP MASAN MEATLIFE (MML) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND52.500

Giá mục tiêu

VND60.500

Tỷ suất cổ tức

0,0%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 12/03/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

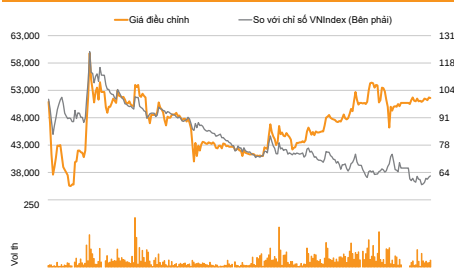
Consensus*: Mua: 1 Giữ: 0 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: n/a

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ giá mục tiêu xuống 18,0%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	59.360
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35.340
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	2.069
Thị giá vốn (tỷ VND)	16.835
Free float (%)	5,0
P/E trượt (x)	62,4
P/B hiện tại (x)	3,0

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

Duy trì đà tăng trưởng

- MML ghi nhận doanh thu và LN ròng năm 2020 lần lượt tăng 16,8% svck và 128,3% svck.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2021/22 tăng 110,2%/ 50,5% svck nhờ cải thiện biên LN gộp và thuế suất thấp hơn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và hạ giá mục tiêu xuống 60.500đồng/cp.

Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ nhờ mở rộng mảng thịt tích hợp

Trong năm 2020, DT mảng thức ăn chăn nuôi tăng nhẹ 2,8% svck do DT thức ăn gia cầm tăng đã bù đắp cho phần sụt giảm trong DT thức ăn gia súc và thủy sản. Trong khi đó, DT mảng thịt tăng 456,7% svck nhờ 1) số điểm bán tăng 145% svck và 2) MML cho ra mắt các sản phẩm mới phù hợp với thị hiếu người dùng giúp tăng doanh số sản phẩm thịt mát. Ngoài ra, biên LN gộp của MML được cải thiện 0,5 điểm % svck và chi phí BH & QLDN tăng 11,7% svck nhằm quảng bá và tăng hiện diện của MEATDeli trên thị trường. Doanh thu và LN ròng năm 2020 của MML tăng lần lượt 16,8% svck và 128,3% svck.

Động lực tăng trưởng: Mở rộng công suất và gia nhập thị trường mới

Trong T10/20, MML đã mua lại 51% cổ phần của CTCP 3F Việt – DN hàng đầu trong ngành thịt gia cầm trong nước (thị trường có giá trị 5 tỷ USD tại Việt Nam). Doanh thu ước tính của công ty này trong năm 2020 đạt 1.000 tỷ đồng. Ngoài ra, MML đã khánh thành tổ hợp chế biến thịt thứ hai tại Long An với công suất 140.000 tấn thịt mát/năm và 15.000 tấn thịt chế biến/năm. Chúng tôi cho rằng dự án mới sẽ giúp MML giành thêm thị phần thông qua việc mở rộng danh mục sản phẩm (thịt lợn và thịt gà) và mở rộng số điểm bán lên 60% svck.

Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép 45,7% trong giai đoạn 2021-23

Chúng tôi dự phóng DT và LN ròng năm 2021 của MML lần lượt tăng 22,6% và 110,2% dựa trên 1) DT mảng thức ăn chăn nuôi tăng 5,9% svck do nhu cầu về thức ăn gia súc cùng với thủy sản tăng và 2) DT mảng thịt tăng 118,9% svck nhờ mở rộng danh mục sản phẩm và hệ thống bán lẻ. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép 45,7% trong năm 2021-23 nhờ sự phục hồi của mảng thức ăn gia súc và thủy sản từ năm 2021 và mở rộng công suất ở mảng thịt thông qua nhà máy mới được khánh thành từ cuối năm 2020.

Duy trì khuyến nghị Khả quan và hạ giá mục tiêu xuống 60.500đồng/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 18% nhằm phản ánh mức điều chỉnh giảm 36% EBITDA giai đoạn 2021-29 do chúng tôi điều chỉnh lại dự phóng và tăng chi phí nguyên liệu theo KQKD năm 2020. Chúng tôi cho rằng định giá của MML vẫn còn hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng LNR bình quân 45,7% giai đoạn 2021-23. Tiềm năng 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 cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	13.799	16.119	19.762	22.185
Tăng trưởng DT thuần	(1,3%)	16,8%	22,6%	12,3%
Biên lợi nhuận gộp	16,4%	16,9%	17,7%	18,0%
Biên EBITDA	11,2%	11,2%	11,1%	11,3%
LN ròng (tỷ)	115	263	554	833
Tăng trưởng LN ròng	20,7%	128,3%	110,2%	50,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	20,7%	138,5%	101,2%	50,5%
EPS cơ bản	427	809	1.694	2.550
EPS điều chỉnh	405	803	1.610	2.423
BVPS	16.424	17.183	18.693	21.016
ROAE	2,2%	4,8%	9,4%	12,8%

Nguồn: VND RESEARCH

DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

KQKD 2020: Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mảng thịt tích hợp

Hình 1: So sánh KQKD

Tỷ VND	Q4/20	% svck	2020	% svck	Dự báo 2020	% sv dự báo 2020	Chú thích
Doanh thu	4.707	27,4%	16.119	16,8%	17.962	89,7%	
Màng thức ăn chăn nuôi	3.967	15,1%	13.746	2,8%	14.398	95,5%	Trong năm 2020, DT màng TACN tăng nhẹ 2,8% svck do tăng trưởng DT màng thức ăn gia cầm đã bù đắp cho phần sụt giảm trong DT màng thức ăn gia súc và thủy sản. Cụ thể, sản lượng thức ăn gia cầm tăng 29% svck vào năm 2020 nhờ nhu cầu về trứng/thịt gà cao trong bối cảnh giá thịt lợn liên tục lập đỉnh, trong khi đó sản lượng thức ăn gia súc giảm mạnh trong 6T20 trước khi tăng 16% svck/22% svck vào Q3/Q4 do ảnh hưởng của dịch Tả heo Châu Phi (ASF). Màng thức ăn thủy sản cũng ghi nhận mức tiêu thụ yếu do nhu cầu xuất khẩu cá phục hồi chậm dưới tác động của dịch Covid-19.
Màng thịt	740	197,8%	2.378	456,7%	3.564	66,7%	Doanh thu màng thịt năm 2020 tăng 456,7% svck nhờ tăng trưởng doanh số của sản phẩm thịt mát đóng gói và mở rộng số điểm bán lẻ thông qua hệ thống siêu thị Vinmart. Tính đến cuối Q4/20, sản phẩm MEATDeli đã có mặt tại 1.627 điểm bán, hiện diện tại hơn 1.200 cửa hàng Vinmart+ ở Hà Nội và Tp.HCM so với 664 điểm bán vào T12/19.
Lợi nhuận gộp	771	39,0%	2.725	20,3%	3.937	69,2%	
Biên LN gộp	16,4%	1,4 đ %	16,9%	0,5 đ %	21,9%	-5,0 đ %	
EBITDA	572	71,3%	1.881	20,4%	2.864	65,7%	EBITDA tăng 20,4% svck chủ yếu nhờ EBITDA màng TACN đạt 1.718 tỷ đồng với biên EBITDA hai chữ số ở mức 12,5% do MML tiếp tục hợp lý hóa chi phí BH&QLDN để duy trì biên LN bền vững, trong khi đó mảng thịt ghi nhận biên EBITDA đạt 6,9% do giá lợn hơi vẫn duy trì ở mức cao.
Biên EBITDA	12,2%	3,1 đ %	11,7%	0,3 đ %	15,9%	-4,3 đ %	
EBIT	364	181,7%	1.073	36,2%	2.142	50,1%	
Biên EBIT	7,7%	4,2 đ %	6,7%	0,9 đ %	11,9%	-5,2 đ %	
Chi phí BH và QLDN	407	-4,3%	1.652	11,7%	1.795	92,0%	
% chi phí BH và QLDN/DT	8,6%	-2,9 đ %	10,2%	-0,5 đ %	10,0%	0,3 đ %	
Chi phí bán hàng	228	-5,3%	933	37,0%	808	115,4%	
% chi phí BH/DT	4,8%	-1,7 đ %	5,8%	0,9 đ %	4,5%	1,3 đ %	Chi phí bán hàng/doanh thu trong năm 2020 tăng 0,9 điểm % do công ty tăng chi phí quảng cáo và khuyến mại lên 61,0% svck nhằm quảng bá và tăng nhận diện thương hiệu MEATDeli trên thị trường, bên cạnh đó chi phí vận chuyển cũng tăng 70,5% svck.
Chi phí QLDN	179	-3,0%	719	-9,8%	987	72,9%	
% chi phí QLDN/DT	3,8%	-1,2 đ %	4,5%	-1,3 đ %	5,5%	-1,0 đ %	Chi phí QLDN/DT giảm 1,3 điểm % do khoản Phân bổ giá trị hợp lý của tài sản cố định phát sinh từ việc hợp nhất kinh doanh trong năm 2020 giảm 23,8% svck.
Chi phí tài chính	131	18,3%	508	39,5%	601	84,5%	Chi phí tài chính tăng 39,5 % svck do chi phí lãi vay tăng 48,7% svck trong năm 2020 từ việc công ty tăng nợ vay nhằm thực thi các chiến lược mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.
LN trước thuế	267	141,6%	680	19,8%	1.666	40,8%	
Biên EBT	5,7%	2,7 đ %	4,2%	0,1 đ %	9,3%	-5,1 đ %	
Chi phí thuế	68	5,0%	188	-5,1%	134	140,4%	
Thuế suất	25,4%	-33,1 đ %	27,7%	-7,2 đ %	8,0%	19,7 đ %	Thuế suất giảm 7,2 điểm % do mảng thịt và nhà máy mới tại Long An đang được hưởng ưu đãi thuế trong năm 2020.
LN sau thuế	199	334,5%	492	33,1%	1.532	32,1%	
Biên LNST	4,2%	3,0 đ %	3,1%	0,4 đ %	8,5%	-5,5 đ %	
Lợi ích cổ đông thiểu số	65	-22,1%	229	-10,0%	161	142,1%	
Lợi nhuận ròng	134	128,3%	263	128,3%	1.371	19,2%	
Biên LN ròng	2,8%	3,9 đ %	1,6%	0,8 đ %	7,6%	-6,0 đ %	
EPS pha loãng (VND)	413	127,5%	810	127,5%	4.015	20,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng trong giai đoạn 2021-22

Mảng thức ăn chăn nuôi: Còn đó những khó khăn

Chúng tôi cho rằng sự phát triển của ngành chăn nuôi lợn sẽ là động lực tăng trưởng chính của ngành thức ăn chăn nuôi nội địa trong năm 2021. Mặc dù giá thịt lợn hơi được dự báo sẽ giảm 19,9% svck trong năm 2021 nhưng vẫn tương đối cao hơn so với mức giá trước dịch ASF (dịch Tả lợn Châu Phi), do đó người chăn nuôi sẽ có động lực để tái đàn và mở rộng quy mô đàn lợn. Ngoài ra, Cục chăn nuôi cũng đặt mục tiêu tăng trưởng giá trị sản xuất bình quân năm 2021 đạt khoảng 5-6%. Sản lượng thịt các loại đạt khoảng 5,7 triệu tấn trong năm 2021, trong đó, thịt lợn đạt khoảng 3,67 triệu tấn (tăng 6,1% svck), thịt gia cầm đạt khoảng 1,5 triệu tấn (tăng 5,8% svck) và thịt bò đạt khoảng 395 ngàn tấn (tăng 6% svck). Chúng tôi tin rằng với sự gia tăng của các sản phẩm chăn nuôi, nhu cầu thức ăn chăn nuôi trong nước cũng sẽ được thúc đẩy và MML có thể được hưởng lợi từ xu hướng này.

Tuy nhiên, MML cũng phải đối mặt với một số thách thức bao gồm giá nguyên liệu đầu vào đang tăng và dự báo sẽ vẫn ở mức cao đến Q2/21 cùng với việc phải cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài (lưu ý rằng các công ty nước ngoài hiện đang chiếm 65% thị phần ngành thức ăn chăn nuôi Việt Nam). Do đó chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ mảng thức ăn chăn nuôi sẽ tăng 3% svck nhờ 1) nhu cầu về thức ăn chăn nuôi tăng và 2) giá bán bình quân tăng 2% svck trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào tăng do ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu toàn cầu và tình trạng thiếu container rỗng khiến việc vận chuyển trở nên khó khăn.

Mảng thịt: Mở rộng công suất với nhà máy mới ở miền Nam

Trong T10/20, MML đã khánh thành tổ hợp chế biến thịt thứ hai tại Long An nhằm mục đích cung cấp các sản phẩm mang thương hiệu MEATDeli để đáp ứng nhu cầu sử dụng thịt sạch cho người tiêu dùng TP. HCM và các tỉnh lân cận. Khu tổ hợp chế biến thịt có tổng vốn đầu tư 1.800 tỷ đồng với quy mô 20ha tại khu CN Tân Đức (Đức Hòa, Long An). Trong giai đoạn 1, nhà máy tập trung vào giết mổ, chế biến thịt mát với quy mô 140.000 tấn/năm và sản xuất, chế biến các sản phẩm từ thịt như giò lụa, xúc xích, chả bông với công suất 15.000 tấn/năm. Cùng với nhà máy tại Hà Nam, MML hiện có 2 tổ hợp chế biến thịt nhằm phục vụ tốt hơn cho người tiêu dùng Việt Nam trên toàn quốc. Chúng tôi cho rằng nhà máy mới sẽ là động lực để MML mở rộng hệ thống bán lẻ tại miền Nam, nâng nhận diện thương hiệu MEATDeli và tăng thị phần lên 1-2 điểm % tại khu vực này từ mức 2,1% trong năm 2020 (theo ước tính của chúng tôi). Bên cạnh đó, nhà máy mới cũng sẽ giúp MML tiếp cận thị trường bán lẻ miền Nam với thời gian vận chuyển ngắn hơn và tiết kiệm chi phí hơn (lưu ý rằng chi phí vận chuyển hiện đang chiếm 1,1% tổng doanh thu của MML năm 2020).

Gia nhập ngành thịt gia cầm

MML đã mở rộng hoạt động sang thị trường thịt gia cầm thông qua việc rót vốn 613 tỷ đồng để sở hữu 51% CTCP 3F VIỆT - doanh nghiệp nội địa hàng đầu trong ngành thịt gia cầm. Giao dịch mở đường cho MML thâm nhập vào ngành hàng thịt gia cầm - thị trường có giá trị 5 tỷ USD tại Việt Nam với mức tiêu thụ bình quân là 11,0kg/người vào năm 2019. Với ước tính tổng doanh thu đạt 1.000 tỷ đồng trong năm 2020, 3F Việt đã trở thành một mảnh ghép trong chiến lược đưa MML tiến sâu vào thị trường thịt gà mát cao cấp, vốn sử dụng chung công nghệ sản xuất với sản phẩm thịt mát MEATDeli. Sau khi về với MML, 3F Việt có kế hoạch mở rộng quy mô đàn gà (đàn gà hiện tại của 3F Việt có tổng 15 triệu con) và đưa sản phẩm thịt mát 3F vào các cửa hàng phân phối của MML. Do đó, chúng tôi dự báo trong năm 2021, 3F Việt có thể đạt doanh thu 1.100 tỷ đồng và đóng góp 5,6% vào tổng doanh thu nhờ tận dụng mạng lưới phân phối rộng khắp của MML.

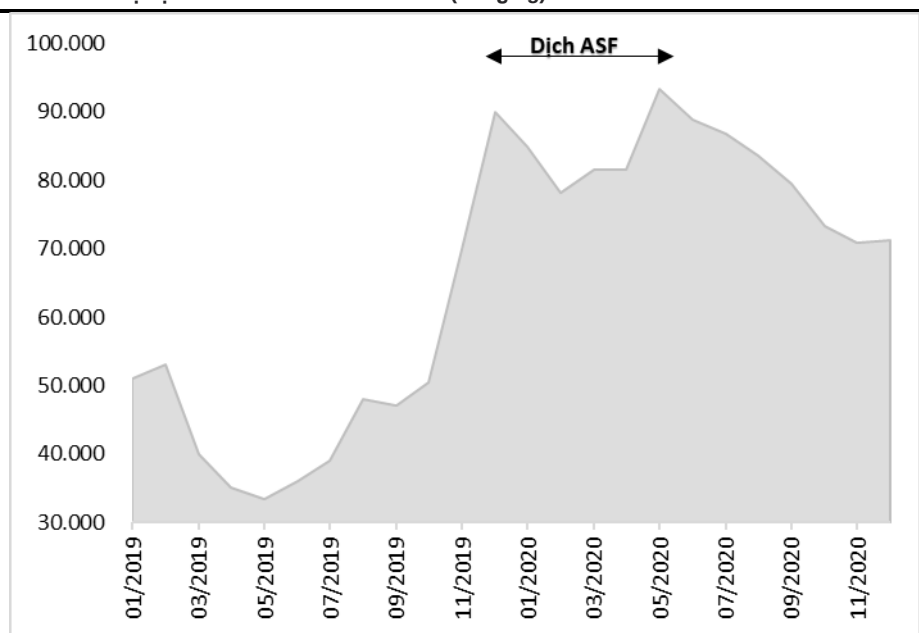
Lợi nhuận ròng duy trì đà tăng trưởng trong năm 2021

Doanh thu các mảng đều tăng trưởng

Chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp và hộ chăn nuôi đang thích nghi với sự tồn tại của dịch ASF đồng thời kỳ vọng quy mô đàn lợn của Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2021 do vắc xin ASF dự kiến sẽ được sản xuất và phân phối từ Q3/21. Theo thống kê của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, đàn lợn nái của Việt Nam đã tăng lên 3 triệu con, nâng tổng đàn lợn cả nước lên hơn 26 triệu con vào cuối năm 2020, bằng 85% so với trước mức trước dịch ASF. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thịt lợn hơi sẽ giảm dần và ổn định ở mức thấp hơn 19,9% so với mức giá trước dịch trong năm 2021, trong khi giá thức ăn chăn nuôi có thể nhích lên 2% khi nhu cầu tăng. Bên cạnh đó, với tình hình Covid-19 được kiểm soát tốt, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thương mại toàn cầu sẽ phục hồi và thúc đẩy nhu cầu xuất khẩu các sản phẩm thủy sản, dẫn đến tăng nhu cầu về thức ăn cho cá. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh thức ăn chăn nuôi sẽ ghi nhận mức tăng trưởng 5,9% svck trong năm 2021 nhờ 1) doanh thu mảng thức ăn gia súc tăng 5,6% svck nhờ hoạt động tái đàn của người chăn nuôi và 2) doanh thu mảng thức ăn thủy sản tăng 7,6% svck do nhu cầu xuất khẩu cá phục hồi sau khi Covid-19 được kiểm soát.

Trong khi đó, doanh thu mảng thịt tích hợp (thịt gà và thịt lợn) được dự phóng tăng 118,9% svck nhờ 1) tổng số điểm bán lẻ tăng 60% svck lên 2.603 điểm, thấp hơn 35% so với mục tiêu của ban lãnh đạo do chúng tôi kỳ vọng bên cạnh việc mở thêm cửa hàng mới, MML cũng sẽ tập trung vào cải thiện mức tăng trưởng doanh số bán hàng cùng một cửa hàng và 2) mở rộng danh mục sản phẩm. Cụ thể, doanh thu của mảng thịt gia cầm dự kiến đạt 1.100 tỷ đồng và đóng góp 5,6% vào tổng doanh thu của MML trong năm 2021. Do đó, chúng tôi dự báo tổng doanh thu của MML sẽ tăng 22,6% svck trong năm 2021.

Hình 2: Giá thịt lợn hơi từ T01/19 đến T02/21 (đồng/kg)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Lợi nhuận ròng duy trì đà tăng trưởng nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và thuế suất thấp hơn

Chúng tôi kỳ vọng mảng thịt sẽ đóng góp 26,3% vào doanh thu của MML trong năm 2021, với biên LN gộp tăng 2,8 điểm %. Trong khi đó, biên LN gộp của mảng thức ăn chăn nuôi dự kiến sẽ tăng nhẹ 0,2 điểm % do giá thức ăn chăn nuôi cao hơn sẽ bù đắp cho giá nguyên liệu đầu vào tăng do thiếu nguồn cung. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của MML sẽ tăng 0,8 điểm % trong năm

2021 lên 17,7%. Ngoài ra, chúng tôi dự báo mảng thịt sẽ chưa ghi nhận LN cho đến năm 2023 và nhà máy mới tại Long An bắt đầu được hưởng ưu đãi thuế 0% từ năm 2020, thuế suất của MML dự kiến sẽ giảm xuống 20% trong năm 2021 và 18,0% trong năm 2022 từ mức 27,7% trong 2020. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LN ròng của MML sẽ lần lượt tăng 110,2% svck và 50,5% svck trong năm 2021-22.

Hình 3: Dự báo KQKD giai đoạn 2021-2022

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	13.799	16.119	19.762	22.185
% svck	-1,3%	16,8%	22,6%	12,3%
<i>Mãng TACN</i>	-3,6%	2,8%	5,9%	7,2%
<i>Mãng thịt</i>	N/A	456,7%	118,9%	60,1%
LN gộp	2.266	2.725	3.502	4.001
Biên LN gộp	16,4%	16,9%	17,7%	18,0%
Chi phí bán hàng và QLDN	(1.478)	(1.652)	(2.075)	(2.329)
% chi phí BH&QLDN/DT	10,7%	10,2%	10,5%	10,5%
EBIT	788	1.073	1.427	1.671
Biên EBIT	5,7%	6,7%	7,2%	7,5%
% svck	42,0%	36,2%	33,0%	17,1%
EBITDA	1.477	1.768	2.160	2.467
Biên EBITDA	10,7%	11,0%	10,9%	11,1%
% svck	25,9%	19,7%	22,2%	14,2%
Chi phí thuế	(198)	(188)	(213)	(244)
Thuế suất	-34,9%	-27,7%	-20,0%	-18,0%
Lợi nhuận ròng	115	263	554	833
Biên LN ròng	0,8%	1,6%	2,8%	3,8%
% svck	20,7%	128,3%	110,2%	50,5%
EPS pha loãng	338	800	1.621	2.440
Tăng trưởng EPS pha loãng	20,7%	136,7%	102,7%	50,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 18% về mức 60.500 đồng/cp để phản ánh 1) mức điều chỉnh EBITDA giai đoạn 2021-29 giảm 36%, 2) lãi suất phi rủi ro mới là 3% thay cho 4% trong dự phóng trước đây và 3) tăng EV/EBITDA mục tiêu từ 10,0 lần lên 12,0 lần do đánh giá lại thị trường.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với MML nhờ yếu tố LN ròng tăng trưởng cao trong 2-3 năm tới (với mức tăng trưởng kép 45,7% trong giai đoạn 2021-23). Tiềm năng 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 sản xuất thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến.

Hình 4: Định giá theo phương pháp so sánh (EV/EBITDA)

EBITDA dự phóng 2021 (tỷ đồng)	2.160
Hệ số EV/EBITDA mục tiêu 2021 (x)	12,0
Tổng nợ (tỷ đồng)	5.168
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	2.196
Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	1.328
Vốn hóa thị trường 2021 (tỷ đồng)	19.887
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	326,7
Giá cổ phiếu năm 2021 (đồng/cp)	60.870

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	11.374
Giá trị hiện tại của dòng tiền ở cuối kỳ (tỷ đồng)	12.083
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ đồng)	23.457
Nợ ròng (tỷ đồng)	(3.840)
Giá trị vốn đầu tư (Tỷ đồng)	19.617
Số cổ phiếu lưu hành trong kỳ (Triệu CP)	327
Giá trị vốn trên mỗi cổ phiếu (Đồng)	60.042
WACC	10,5%
Chi phí vốn	12,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	60.042	50%	30.021
EV/EBITDA	60.900	50%	30.450
Giá mục tiêu 2021 (đồng/cp)			60.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Mô hình chiết khấu dòng tiền

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	1.073	1.427	1.671	1.822	1.985	2.164	2.359	2.571	2.803	3.055
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	129	(101)	(110)	(120)	(131)	(143)	(156)
Dòng tiền tự do	(107)	1.791	1.728	1.791	1.765	2.098	2.345	2.610	2.892	3.195
Chi phí thuế	(188)	(213)	(244)	(250)	(288)	(320)	(353)	(386)	(424)	(464)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(295)	1.578	1.484	1.542	1.477	1.778	1.993	2.224	2.468	2.731
Giá trị năm cuối mô hình										31.896
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(295)	1.578	1.343	1.264	1.096	1.194	1.212	1.225	1.230	1.232
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình										12.083

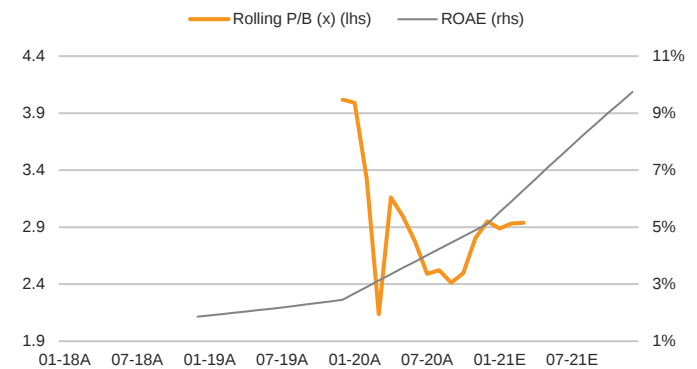
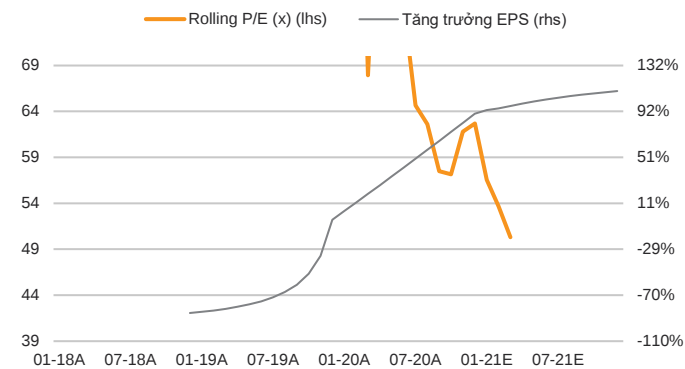
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 10/03/2021)

			Giá mục tiêu (Đv tiền bản	Vốn hóa	Tăng trưởng EPS 3 năm	EV/EBITDA (lần)		P/E (lần)		ROE		ROA	
Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	địa)	(tr USD)	CAGR (%)	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Charoen Pokphand Foods	CPF TB	KKN	N/a	8.035	54,3%	11,2	11,9	11,1	10,9	10,8%	11,4%	3,8%	4,0%
Thai Union Group PCL	TU TB	KKN	N/a	2.192	15,4%	10,1	10,1	10,9	10,5	11,6%	11,6%	4,0%	4,1%
Henan Shuanghui Investment	000895 CH	KKN	N/a	24.642	6,5%	15,4	14,4	22,1	19,5	27,9%	28,1%	21,4%	24,2%
Fujian Sunner Development	002299 CH	KKN	N/a	5.752	162,7%	12,0	9,9	15,8	13,6	19,3%	18,4%	13,3%	14,6%
Trung bình				10.155	59,7%	12,2	11,6	15,0	13,6	17,4%	17,4%	10,6%	11,7%
Trung vị				6.894	34,8%	11,6	11,0	13,5	12,3	15,4%	15,0%	8,7%	9,3%
CTCP Masan Meatlife	MML VN	KO	60.500	723.6	102,7%	10,5	10,2	37,3	24,8	9,5%	12,9%	3,1%	4,7%

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG

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)	(16.260)	(18.184)
Chi phí quản lý DN	(719)	(988)	(1.109)
Chi phí bán hàng	(933)	(1.087)	(1.220)
LN hoạt động thuần	1.073	1.427	1.671
EBITDA thuần	1.768	2.160	2.467
Chi phí khấu hao	(695)	(733)	(795)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.073	1.427	1.671
Thu nhập lãi	109	95	95
Chi phí tài chính	(508)	(484)	(441)
Thu nhập ròng khác	(4)	14	15
TN từ các Cty LK & LD	10	12	14
LN trước thuế	680	1.065	1.355
Thuế	(188)	(213)	(244)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(229)	(298)	(278)
LN ròng	263	554	833
Thu nhập trên vốn	263	554	833
Cổ tức phổ thông	(28)	(33)	(33)
LN giữ lại	236	521	800

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	1.636	1.162	1.758
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
Tổng tài sản ngắn hạn	6.244	5.755	6.692
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
Tổng tài sản	17.957	17.231	17.980
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
Tổng nợ ngắn hạn	7.370	5.984	5.966
Vay & nợ dài hạn	1.588	1.976	1.994
Các khoản phải trả khác	537	968	957
Vốn điều lệ và	3.267	3.267	3.267
LN giữ lại	403	897	1.655
Vốn chủ sở hữu	5.614	6.107	6.866
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.849	2.196	2.196
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	17.957	17.231	17.980

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	680	1.065	1.355
Khấu hao	695	733	795
Thuế đã nộp	(202)	(213)	(244)
Các khoản điều chỉnh khác	324	(363)	(316)
Thay đổi VLB	(864)	599	255
LC tiền thuần HKKD	633	1.821	1.845
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
LC tiền từ HĐĐT	(2.256)	(589)	(657)
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)
LC tiền thuần HĐTC	1.773	(1.705)	(592)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1.486	1.636	1.162
LC tiền thuần trong năm	151	(473)	596
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1.636	1.162	1.758

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	1,6%	2,8%	3,8%
Vòng quay TS	0,99	1,12	1,26
ROAA	1,6%	3,1%	4,7%
Đòn bẩy tài chính	2,99	3,00	2,71
ROAE	4,8%	9,4%	12,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	14,3	14,2	14,2
Số ngày nắm giữ HTK	61,1	61,5	61,7
Số ngày phải trả tiền bán	33,1	33,4	35,6
Vòng quay TSCĐ	1,98	2,29	2,52
ROIC	1,7%	4,1%	6,1%
Thanh khoản			
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	42,4	40,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	16,8%	22,6%	12,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	36,2%	33,0%	17,1%
Tăng trưởng LN ròng	128,3%	110,2%	50,5%
Tăng trưởng EPS	89,6%	109,4%	50,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	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

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

Hà Thu Hiền – Chuyên viên phân tích

Email: 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

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