

CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH)

Báo cáo lần đầu: Triển vọng kinh doanh tươi sáng cùng lợi thế lớn từ tập đoàn

30/12/2021

 Chuyên viên phân tích Lương Ngọc Tuấn Dũng
 dunglnt@kbsec.com.vn

Ông lớn trong ngành hàng tiêu dùng, hưởng lợi từ hệ sinh thái tập đoàn

CTCP Hàng tiêu dùng Masan (Masan Consumer) là công ty con của Tập đoàn Masan (MSN), đồng thời là một công ty với vị thế dẫn đầu trong ngành hàng tiêu dùng. MCH sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng và đặc biệt được hưởng lợi nhờ hệ sinh thái rộng của Tập đoàn.

Theo đuổi chiến lược cao cấp hoá sản phẩm đem lại kết quả tích cực

Với nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp ngày càng gia tăng nhờ thu nhập và nhận thức của người tiêu dùng ngày càng nâng cao. MCH đã định hình cho mình chiến lược cao cấp hoá sản phẩm ở hầu hết các ngành nhỏ đang tham gia kinh doanh như: thực phẩm tiện lợi, gia vị (nước mắm, nước tương).

KQKD ổn định đi kèm với tình hình tài chính lành mạnh

Doanh thu 9T/2021 đạt 18,694 tỷ đồng (+14.3% YoY) so với doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2020 (16,359 tỷ đồng). Ngoài ra, biên LNG sau 9T/2021 đạt 41.1% (tăng 0.4 điểm % so với mức 40.7% cùng kì 2020). Tình hình tài chính của MCH cũng rất lành mạnh với tỉ lệ tiền và tương đương tiền ở mức ổn định, đi kèm với chính sách trả cổ tức tiền mặt qua các năm.

Khuyến nghị: MUA – giá mục tiêu: 151,200 VNĐ/cp

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MCH đạt 27,749 tỷ đồng (+18.8% YoY) và LNST đạt 4,920 tỷ đồng (+7% YoY). Cho năm 2022, chúng tôi kì vọng MCH đạt doanh thu 32,181 tỷ đồng (+15.9%) và LNST sẽ tăng mạnh trong năm 2022 đạt 5,840 tỷ đồng (+18.7% YoY). Dựa vào triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu MCH, giá mục tiêu 151,200 VNĐ/cp, cao hơn 32.6% mức giá đóng cửa ngày 29/12/2021.

MUA

Giá mục tiêu 151,200 VNĐ

| | |
|---|-------------|
| Tăng/giảm (%) | 32.6% |
| Giá hiện tại (29/12/2021) | 114,000 VNĐ |
| Vốn hoá thị trường (nghìn tỷ VND/triệu USD) | 82.173/3.57 |

Dữ liệu giao dịch

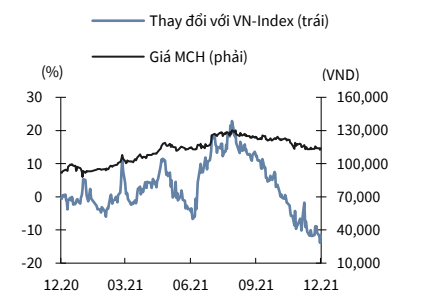
| | |
|------------------------------|---|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng | 10% |
| GDTB 3 tháng (tỷ VND, USD) | 1.039/45,209 |
| Sở hữu nước ngoài | 1.87% |
| Cổ đông lớn | CT TNHH MTV Masan Consumer Holdings (92.3%) |

Biến động giá cổ phiếu

| (%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|-----------|----|-----|-----|-----|
| Tương đối | -1 | -9 | -3 | 25 |
| Tuyệt đối | -1 | -15 | -13 | -12 |

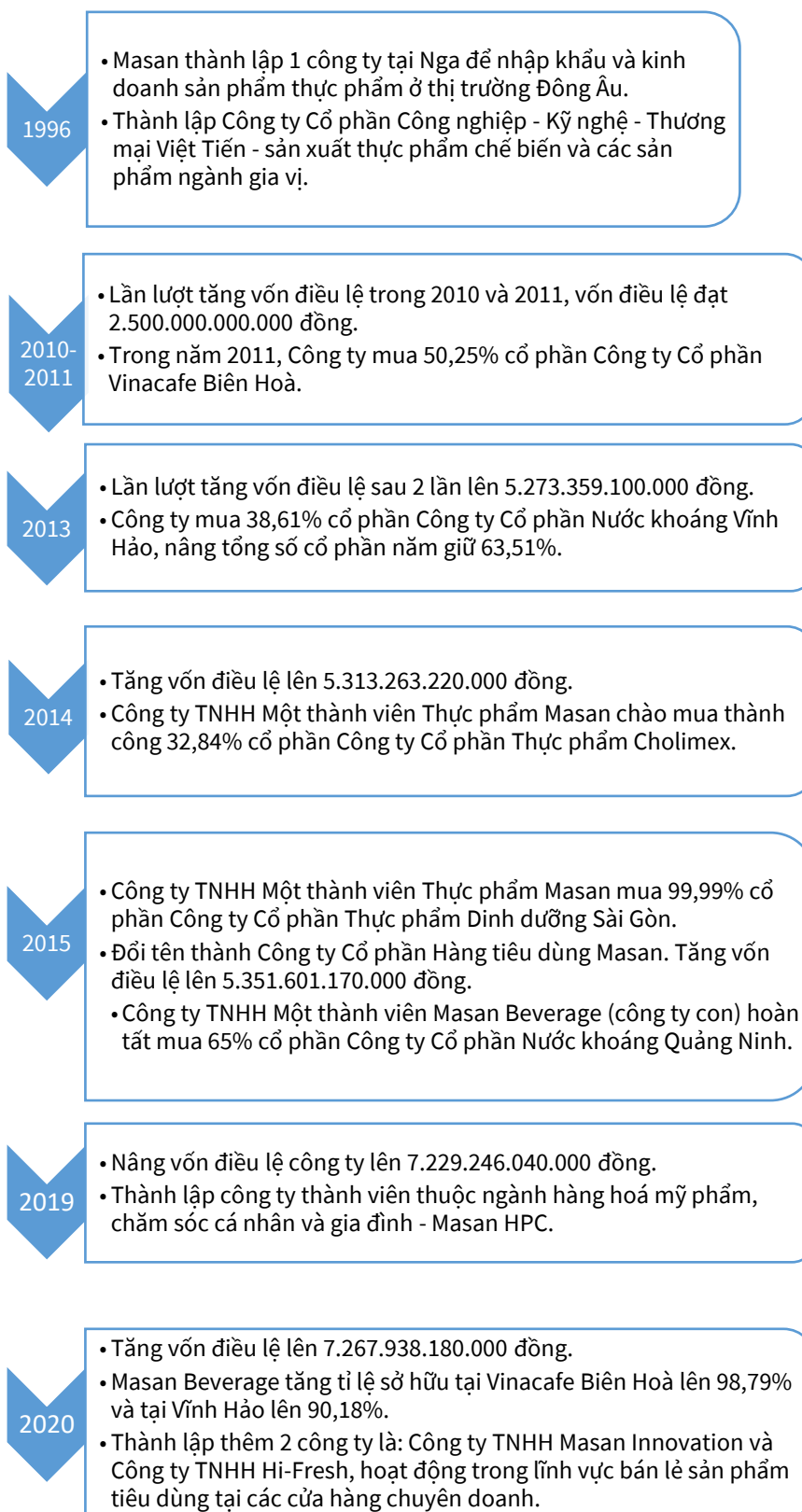
Dự phóng KQKD & định giá

| FY - end | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VNĐ) | 18,488 | 23,343 | 27,757 | 32,189 |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh | 4,513 | 5,407 | 5,789 | 6,872 |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ) | 4,062 | 4,598 | 4,918 | 5,839 |
| EPS (nghìn VNĐ) | 5,727 | 6,403 | 6,767 | 8,034 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 3.2% | 11.8% | 5.6% | 18.7% |
| P/E (x) | 12.6 | 14.5 | 16.6 | 14.0 |
| P/B (x) | 4.2 | 4.7 | 5.4 | 4.9 |
| ROE (%) | 33% | 36% | 34% | 35% |
| Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%) | 45% | 45% | 45% | 45% |



Tổng quan doanh nghiệp

Quá trình hình thành và phát triển
với bề dày lịch sử 25 năm

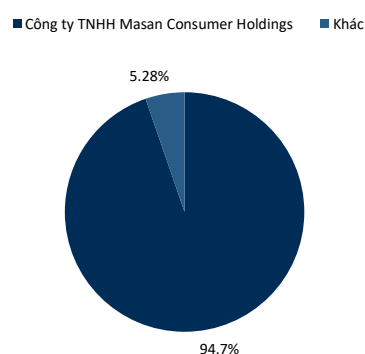


Tiền thân là một công ty hoạt động trong lĩnh vực nhập khẩu và kinh doanh sản phẩm thực phẩm, thành lập vào 1996. Với bề dày lịch sử hơn 24 năm hoạt động, công ty đã dần chuyển mình theo từ mô hình thuần xuất khẩu sang sản xuất, chế biến đa dạng các sản phẩm thực phẩm, nhanh chóng có được vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực hàng tiêu dùng với danh mục sản phẩm đa dạng các ngành hàng nhỏ như: gia vị, thực phẩm tiện lợi, đồ uống, thịt chế biến, hoá mỹ phẩm – chăm sóc cá nhân và gia đình. Tính tới thời điểm cuối năm 2020, Masan Consumer vận hành tổng cộng 15 nhà máy sản xuất trên 10 tỉnh thành cả nước.

Cơ cấu cổ đông tương đối cô đặc

Hiện tại, cổ đông lớn nhất của MCH là Công ty TNHH Masan Consumer Holdings (một công ty con của CTCP Tập đoàn Masan), nắm giữ tới 94,72% tổng cổ phần của MCH. Ngoài ra, số lượng cổ phiếu quỹ hiện tại chiếm 2,48% tổng cổ phần MCH.

Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông của MCH



Nguồn: MCH, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Từ khi thành lập đến nay, MCH đã xây dựng được một danh mục sản phẩm đa dạng, cộng hưởng với mạng lưới phân phối lớn từ Tập đoàn.

Nhóm ngành gia vị

Masan tiếp tục là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường và giữ vai trò thiết lập xu hướng chung. Các sản phẩm gia vị, nước sốt và nước sốt Salad là trụ cột chính của Masan Consumer, đây cũng là ngành hàng lớn và đem lại lợi nhuận cao cho Masan. Trong năm 2020, doanh thu thuần nhóm ngành gia vị đạt 8,147 tỷ đồng (+12.4% YoY). Các sản phẩm chính của nhóm ngành này có thể kể đến như: nước mắm Nam Ngư, Tam Thái Tử, tương ớt Chin-su,...

Ngành hàng thực phẩm tiện lợi

Ngành hàng thực phẩm tiện lợi kinh doanh các sản phẩm ăn liền, đóng góp 6,882 tỷ đồng doanh thu 2020. Trong đó mì Omachi thống trị phân khúc cao cấp với 45% thị phần trong năm 2020 đồng thời trở thành nhãn hiệu được bán chạy nhất kênh siêu thị. Trong khi đó, ở phân khúc trung cấp, mì Kokomi cũng tăng trưởng vượt trội trong 2020 (+ 42.8% YoY).

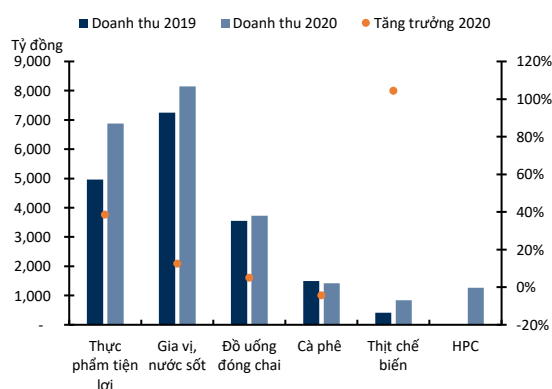
Ngành hàng đồ uống

Lĩnh vực này bao gồm các nhóm ngành nhỏ như đồ uống đóng chai (nước tăng lực, nước uống đóng chai), cà phê. Trong các sản phẩm đồ uống, nổi bật nhất kể tới nước tăng lực vị cà phê Wake – up 247, nắm giữ 10% thị phần toàn quốc sau khi được giới thiệu ra thị trường vào năm 2015.

Ngành hàng thịt chế biến và chăm sóc cá nhân & gia đình (HPC)

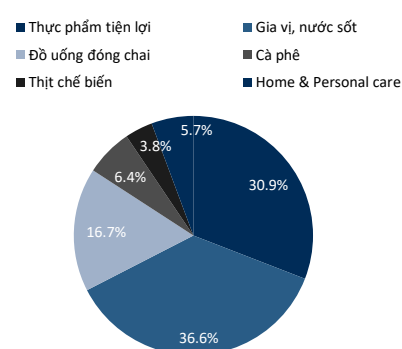
Masan cũng đã xây dựng được các sản phẩm được yêu thích như Heo cao bồi, Ponnies, phân phối rộng khắp trên toàn quốc. Bắt đầu từ 2018, công ty con của Masan Consumer chính thức hợp tác chiến lược với Công ty Jinju Ham – công ty đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất thịt chế biến tại Hàn Quốc. Ngành Chăm sóc cá nhân và gia đình (Home & Personal Care – HPC mà Masan mới đặt chân vào thị trường thông qua việc mua lại Công ty Cổ phần Bột giặt NET vào đầu năm 2020. Trong năm 2020, ngành hàng này đóng góp 1,265 tỷ đồng vào doanh thu của Masan Consumer.

Biểu đồ 2. Doanh thu năm 2020 theo các ngành hàng



Nguồn: MCH, KBSV

Biểu đồ 3. Tỷ trọng doanh thu trong năm 2020



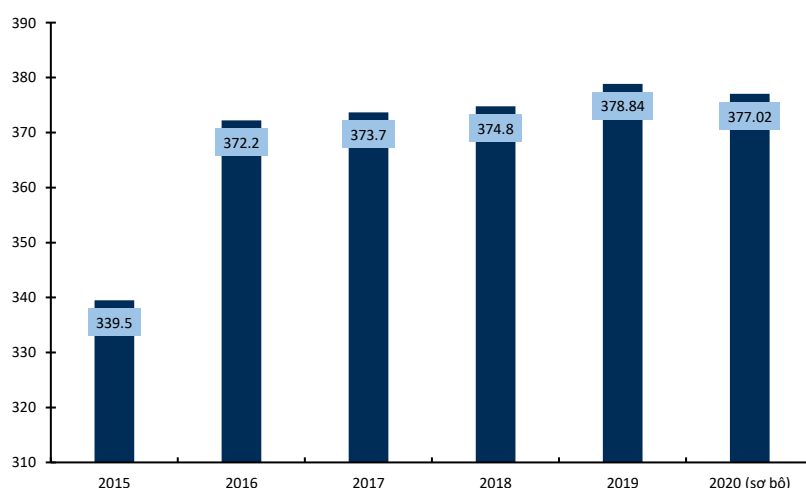
Nguồn: MCH, KBSV

Tổng quan các ngành nghề kinh doanh

Ngành hàng gia vị và nước sốt – tổng giá trị thị trường lớn với nước mắm đóng vai trò chủ chốt

Gia vị được coi là cốt lõi trong ẩm thực Việt nói chung, ngành hàng này đạt quy mô thị trường 33.5 nghìn tỷ đồng trong năm 2020 (theo Euromonitor), với 64% đóng góp từ nước chấm. Trong phân khúc nước chấm, nước mắm chiếm tỷ trọng lớn nhất với tổng quy mô đạt 15 nghìn tỷ đồng. Đây là thứ nước chấm đặc trưng, được chế biến từ cá, muối và từ lâu nay đã trở thành một loại gia vị không thể thiếu đối với bữa ăn gia đình tại Việt Nam. Tính tới thời điểm T10/2020, toàn quốc có 783 cơ sở sản xuất nước mắm và gần 1,500 hộ gia đình tham gia chế biến nước mắm với tổng công suất chế biến khoảng hơn 370 triệu lít/năm, đa phần chỉ dừng lại tiêu thụ trong thị trường nội địa. Trong đó, nước mắm công nghiệp chiếm thị phần khoảng 60-70% tổng thị phần toàn ngành. Tiếp sau là nước tương 2.8 nghìn tỷ đồng và tương ớt 2.6 nghìn tỷ đồng. Nhìn chung, xu hướng của toàn ngành hàng hướng là cao cấp hoá sản phẩm dựa trên chất lượng sản phẩm và nhiều thành phần tốt cho sức khoẻ hơn.

Biểu đồ 4. Sản lượng nước mắm toàn quốc (triệu lít)



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Ngành thực phẩm tiện lợi – đạt tăng trưởng tốt dưới tác động của dịch bệnh Covid trên toàn cầu

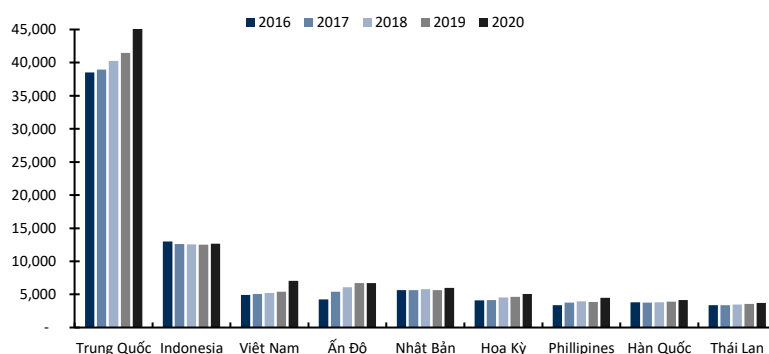
Theo số liệu của hiệp hội mì ăn liền thế giới (WINA), thị trường châu Á có sức tiêu thụ mì ăn liền lớn nhất trên toàn thế giới (chiếm xấp xỉ 82% thị phần toàn cầu). Về tiềm năng tăng trưởng, doanh thu của mặt hàng này dự kiến tăng từ 45.67 tỷ USD trong 2020 lên tới 73.55 tỷ USD vào 2026, tương đương mức tăng trưởng 6%/năm.

Đối với thị trường nội địa, theo WINA, nhu cầu về mì ăn liền tại Việt Nam trong năm 2020 đứng thứ 3 trên thế giới (lượng tiêu thụ +29.47% YoY). Nếu so sánh với các quốc gia trong khu vực châu Á, Việt Nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng tốt nhất trong năm 2020. Ngành hàng này bao gồm mì ly và mì gói, trong đó mì gói chiếm tới 85% doanh thu (đạt 28 nghìn tỷ đồng trong năm 2020).

Tóm lại, trong năm vừa rồi, tác động của dịch bệnh Covid – 19 đã khiến cho

khắp nơi trên thế giới phải thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội. Điều này dẫn tới việc người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang sử dụng các bữa ăn tự nấu, thực phẩm tiện lợi (trong đó có mì ăn liền). Cụ thể, tốc độ tăng trưởng nhu cầu mì ăn liền trong năm 2020 tăng 14.79% (so với 3.45% trong năm 2019).

Biểu đồ 5. Nhu cầu tiêu thụ mì ăn liền toàn cầu (triệu gói)

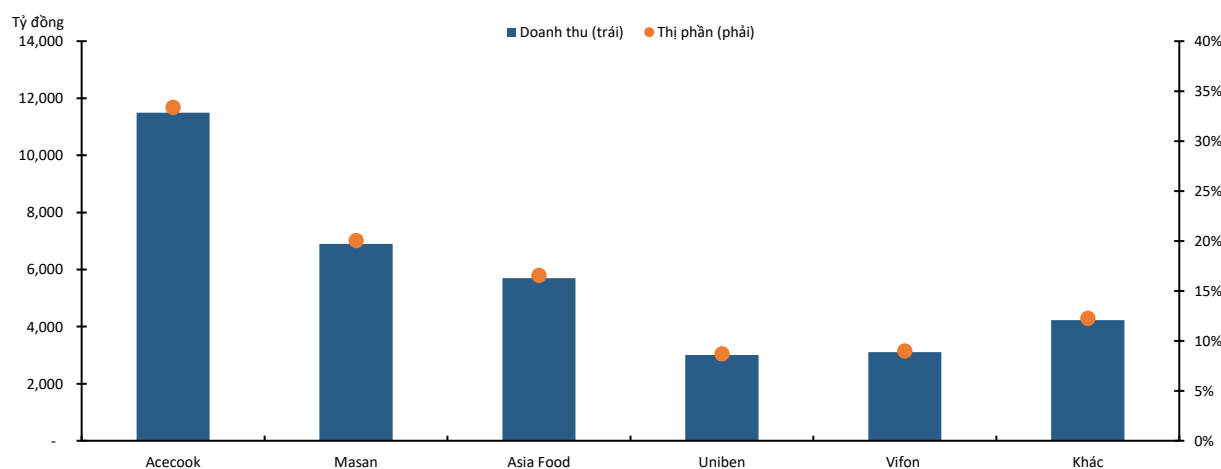


Nguồn: WINA, KBSV tổng hợp

Mì ăn liền – cuộc chơi được thống trị bởi 3 ông lớn

Hiện tại trong nước có hơn 50 nhà sản xuất mì ăn liền tại Việt Nam. Tuy nhiên, thị trường mì ăn liền hiện tại có thể coi là tương đối tập trung khi 70% thị phần toàn ngành thuộc về Acecook Việt Nam, Masan và Asia Food. Trong những năm gần đây, Acecook Việt Nam (thương hiệu mì Hào Hào) duy trì được tốc độ tăng trưởng khá ổn định, tuy nhiên vị thế của doanh nghiệp này đã không còn vững chãi như trước đây khi Masan đang có những bước tiến đáng kể khi tận dụng được hệ thống bán lẻ từ tập đoàn. Trước năm 2010, chiếm 50% thị phần toàn ngành, tuy nhiên ở thời điểm hiện tại theo ước tính của KBSV, Acecook Việt Nam nắm khoảng hơn 1/3 thị phần toàn ngành.

Biểu đồ 6. Doanh thu & thị phần các doanh nghiệp sản xuất mì ăn liền năm 2020



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Ngành đồ uống đóng chai tăng trưởng một chữ số trong đại dịch

Trái ngược với tăng trưởng đến từ ngành thực phẩm tiện lợi khi người tiêu dùng có xu hướng tích trữ nhiều hơn các thực phẩm khô trong bối cảnh đại dịch diễn biến phức tạp đi kèm với các biện pháp giãn cách xã hội, ngành hàng đồ uống đóng chai nhìn chung có tốc độ tăng trưởng khá khiêm tốn. Theo Nielsen, tổng giá trị thị trường của ngành đồ uống đóng chai đạt 70,000 tỷ đồng trong năm 2020 (+7.6% YoY). Ngành hàng này tại Việt Nam bao gồm các sản phẩm nước đóng chai, nước uống có gas, nước tăng lực và các sản phẩm đồ uống dùng ngay (ready to drink).

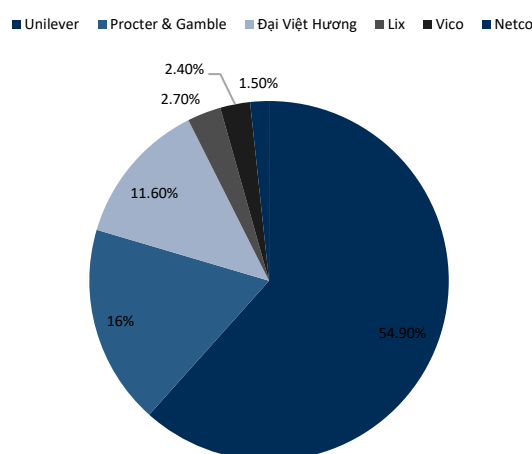
Thời gian vừa qua, khi dịch bệnh trên toàn quốc diễn biến phức tạp và các biện pháp giãn cách xã hội được áp dụng ở hầu hết các thành phố lớn, dẫn tới xu hướng của người tiêu dùng dịch chuyển sang các sản phẩm tốt cho sức khỏe và đặc biệt là các sản phẩm mang tính thiết yếu nhiều hơn. Với tần suất và lực lượng lao động giảm sút trong các ngành sản xuất, xây dựng, nông nghiệp và vận tải, ngành nước tăng lực tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng âm.

Ngành chăm sóc cá nhân & gia đình – thị phần lớn vẫn thuộc về doanh nghiệp ngoại

Các sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình là một lĩnh vực lớn và hấp dẫn tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng tốt, tổng giá trị thị trường lên tới khoảng 3.1 tỷ USD. Trong các sản phẩm này, bột giặt là một trong các mặt hàng thiết yếu và có tốc độ tăng trưởng ổn định.

Tuy nhiên, ngành hàng này hiện đang chịu sự thống lĩnh bởi các ông lớn đến từ nước ngoài như Unilever hay Procter & Gamble. Nhờ các sản phẩm đa dạng chủng loại, mẫu mã đi kèm với việc đầu tư mạnh mẽ vào hoạt động truyền thông, quảng cáo các ông lớn này có thị phần lớn tại thị trường Việt Nam. Trong khi đó, các thương hiệu bột giặt nội địa được ít người tiêu dùng biết đến, đa phần tập trung ở các khu vực nông thôn. Cụ thể, hai ông lớn ngoại chiếm xấp xỉ 71% thị phần bột giặt tại Việt Nam với các sản phẩm đã quen thuộc với người tiêu dùng từ lâu như Omo hay Ariel. Trong khi đó, các thương hiệu Việt có thị phần tương đối khiêm tốn, cao nhất là Đại Việt Hương với 11.6% thị phần.

Biểu đồ 7. Thị phần bột giặt tại Việt Nam



Nguồn: KBSV tổng hợp

Kết quả kinh doanh 9T/2021

Chiến lược tăng trưởng nhờ những sáng kiến mới. Với 36 phát kiến mới – đóng góp 21.9% tăng trưởng doanh thu 9T/2021

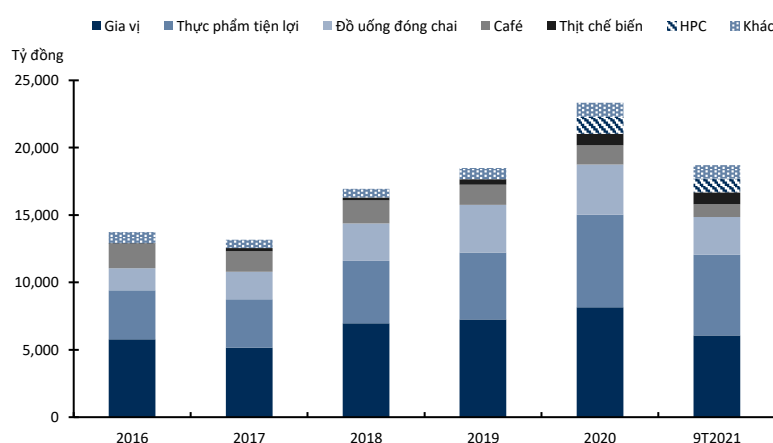
Doanh thu 9T/2021 đạt 18,694 tỷ đồng (+14.3% YoY) so với doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2020 (16,359 tỷ đồng). Sự tăng trưởng này nhờ vào động lực của các phát kiến mới. Trong Q3/2021, doanh thu tăng trưởng 18.6% YoY, cao hơn so với mức tăng trưởng 11.7% YoY của nửa đầu năm 2021. Mức tăng trưởng cao hơn trong Q3 so với 6T đầu năm chủ yếu do mức nền doanh thu nửa đầu năm 2020 đã ở mức cao, qua đó không ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng trong 2021. Doanh số từ kênh MT sau 9 tháng 2021 tăng trưởng 44.7% so với cùng kì năm 2020. Qua đó, doanh số từ kênh bán hàng này đóng góp 12.9% vào tổng doanh số 9T/2021. Ngoài ra, tác động đến từ cộng hưởng với chuỗi bán lẻ WCM ngày càng gia tăng khi các sản phẩm MCH bán qua hệ thống WCM (+111.1% YoY).

Ngoài ra, biên LNG sau 9T/2021 đạt 41.1% (tăng 0.4 điểm % so với mức 40.7% cùng kì 2020). Biên lợi nhuận cao của gia vị, thịt chế biến bù đắp cho biên gộp của các ngành hàng thấp hơn như đồ uống, thực phẩm tiện lợi và tác động từ việc hợp nhất mảng HPC. Đối với ngành hàng HPC, biên lợi nhuận đã có chiều hướng tăng sau khi công ty tung ra các thương hiệu mạnh mới.

Ngành hàng gia vị tiếp tục là trụ cột đóng góp vào doanh thu MCH trong 9T/2021

Nhóm hàng gia vị tiếp tục giữ được tốc độ tăng trưởng từ năm 2020. Lũy kế 9T/2021, tăng trưởng 12.1% YoY. Cụ thể, các nhóm hàng nhỏ nước mắm, tương ớt và hạt nêm tăng trưởng lần lượt 14.1%, 23.5% và 8.5% so với cùng kì 2020. Trái lại, doanh thu từ nước tương giảm 9.1% YoY. Nhìn chung, sau 9T/2021, nhóm ngành gia vị vẫn đóng góp tỉ trọng lớn nhất vào tổng doanh thu của MCH (32.5%), theo sau là ngành hàng thực phẩm tiện lợi (32% tỉ trọng).

Biểu đồ 8. Doanh thu theo ngành hàng qua các năm



Nguồn: MCH, KBSV ước tính

Ngành hàng thực phẩm tiện lợi được hưởng lợi trong quý 3 do dịch bệnh

Ngành hàng thực phẩm tiện lợi, với sản phẩm chủ đạo là mì ăn liền đã có tốc độ bứt phá mạnh mẽ trong Q3/2021 (+58.1% YoY), qua đó thúc đẩy cho tăng trưởng lũy kế 9T/2021 đạt 23.7% YoY. Tốc độ tăng trưởng tốt này chủ yếu do nhu cầu mua hàng của người tiêu dùng tăng mạnh trong thời gian vừa qua khi dịch bệnh Covid-19 tại các thành phố lớn diễn ra trong hầu hết các tháng Q3.

Phân khúc cao cấp tiếp tục đóng vai trò chủ đạo cho tăng trưởng của ngành hàng này trong 9T đầu năm khi đóng góp 51.8% tổng doanh thu toàn ngành hàng, ngoài ra các giải pháp bữa ăn hoàn chỉnh chiếm 10.5% tổng doanh thu ngành hàng. Phía công ty kì vọng trong phần còn lại của năm 2021, ngành hàng này vẫn sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt nhờ (1) các thương hiệu cốt lõi gia tăng thị phần và (2) các giải pháp bữa ăn hoàn chỉnh tại nhà sẽ đóng góp tỉ trọng doanh thu lớn hơn trong tương lai.

**Ngành hàng đồ uống tăng trưởng 1
chữ số do ảnh hưởng tiêu cực của
dịch bệnh**

Do tình hình dịch bệnh phức tạp, đặc biệt tại khu vực Tp.Hồ Chí Minh và các địa phương lân cận phải chịu giãn cách kéo dài dẫn tới các hàng quán ăn, các hoạt động thể thao/văn hoá ngoài trời không được diễn ra đã khiến cho doanh thu từ đồ uống (bao gồm đồ uống đóng chai và cà phê hoà tan) chỉ tăng trưởng 5.4% YoY sau 9T/2021. Cụ thể, phân khúc đồ uống dinh dưỡng tăng 62.1%, nước tăng lực tăng 1.4% và cà phê giảm 8.4%.

Tuy nhiên, trong Q4/2021 phía công ty kì vọng rằng doanh thu từ ngành hàng đồ uống sẽ được phục hồi khi các hoạt động kinh tế bắt đầu hồi phục nhờ gỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội. Ngoài ra, ngành hàng này cũng được kì vọng tăng trưởng trong cuối năm nhờ mở rộng danh mục sản phẩm, ra mắt các sản phẩm mới.

**Một số ngành hàng khác – HPC, thịt
chế biến chưa thật sự bứt phá**

Đối với ngành hàng thịt chế biến, tốc độ tăng trưởng 9T/2021 tiếp tục được duy trì gần tương đương mức tăng trưởng 1H2021. Cụ thể, lũy kế 9T/2021 ngành hàng này tăng trưởng 51.7% YoY.

Ngành hàng chăm sóc cá nhân & gia đình (HPC) đóng góp 1,019 tỷ đồng doanh thu sau 9 tháng đầu năm 2021. Trên cơ sở LFL, ngành hàng này giảm 7.9% YoY khi nhu cầu sản phẩm bột giặt giảm do ảnh hưởng của đại dịch. Sản phẩm bột giặt và xả “Joins 2 trong 1” được ra mắt vào cuối năm 2020 cho kết quả kinh doanh khá tốt, đóng góp 10.7% vào tổng doanh thu ngành hàng. Trong Q4/2021, công ty kì vọng ngành hàng này sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt hơn nhờ thương hiệu nước rửa bát “Homey” vừa ra mắt trong Q3/2021.

Tình hình tài chính

Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu được duy trì ở mức thấp

Qua các năm, tỷ lệ nợ vay/VCSH của MCH luôn được BLĐ duy trì ở mức tương đối thấp và ổn định từ 0.26-0.3 lần. Chỉ trong giai đoạn 2019-2020, tỷ lệ này được đẩy lên cao hơn ở mức khoảng 0.5 lần, chủ yếu do tăng nợ vay dài hạn do trong năm 2020, MCH đã tiến hành đầu tư xây dựng dây chuyền sản xuất các sản phẩm ăn liền. Cụ thể, sau khi nhận thấy nhu cầu về thực phẩm tiện lợi ngày càng cao trong thời điểm dịch bệnh, MCH đã đầu tư chuỗi dây chuyền mì (4 tại Nghệ An và 3 tại Hậu Giang), công suất 18 triệu gói/dây chuyền và chuỗi dây chuyền phở (2 tại Nghệ An và 1 tại Hậu Giang), công suất 3 triệu gói/dây chuyền. Qua đó, tính tới cuối năm 2020, MCH có tổng cộng 15 nhà máy sản xuất trải trên 10 tỉnh thành cả nước.

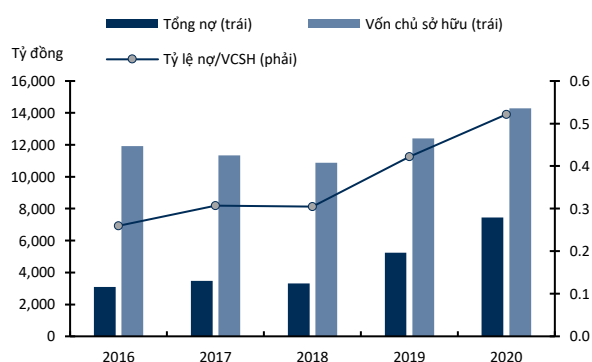
Hiệu quả sinh lời tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành

So với các công ty sản xuất thực phẩm niêm yết khác (biểu đồ 16), trong năm 2020 có thể nhận thấy MCH có hiệu suất ROE và ROA ở mức tương đối tốt (lần lượt ở mức 33.8% và 19.6%), thực tế chỉ thấp hơn một chút so với một doanh nghiệp đầu ngành và lâu đời là Vinamilk.

Lượng tiền mặt dồi dào, đi kèm với chính sách cổ tức tiền mặt ổn định

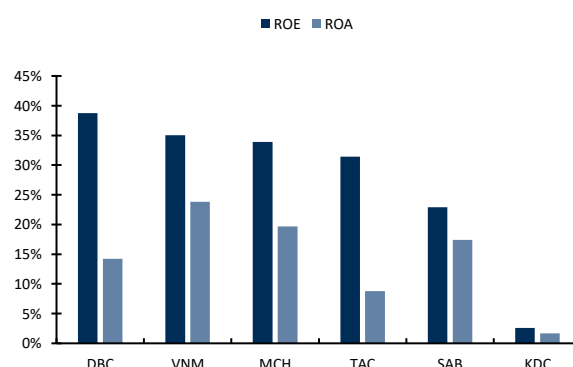
Tính đến Q3/2021, lượng tiền và tương đương tiền của MCH đạt hơn 6,900 tỷ đồng, chiếm khoảng 50% tổng tài sản ngắn hạn và hơn 25% tổng tài sản. Kể từ khi niêm yết trên sàn UpCom vào năm 2017, MCH luôn duy trì được chính sách cổ tức đều đặn, ở mức 4,500 VNĐ/cp.

Biểu đồ 9. Tỷ lệ nợ/VCSH của MCH qua các năm



Nguồn: MCH, KBSV

Biểu đồ 10. Chỉ số hiệu quả với các DN cùng ngành trong 2020



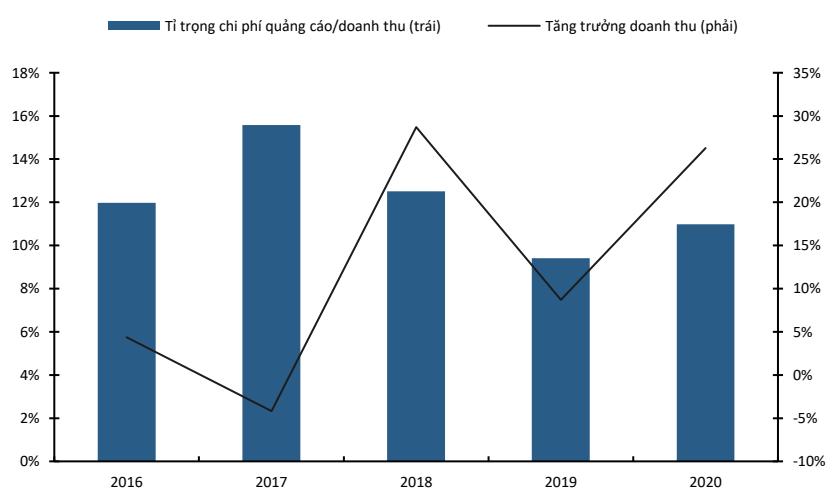
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Vị thế dẫn đầu trong ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam, mạnh tay chi cho hoạt động quảng cáo đem lại hiệu quả tích cực

Theo ước tính của chúng tôi, trong giai đoạn 2016-2020 mỗi năm MCH chi xấp xỉ 2 nghìn tỷ đồng cho các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi các sản phẩm của họ. Mặc dù tỉ lệ chi phí quảng cáo/doanh thu tương đối cao trong hai năm 2016, 2017, MCH vẫn không có tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt trong giai đoạn này. Tuy nhiên, giai đoạn 2018-2021 chỉ ra rằng các hoạt động quảng cáo của họ đã đem lại hiệu quả tốt hơn, qua đó giúp tăng trưởng doanh thu tích cực hơn giai đoạn 2016-2017.

Biểu đồ 11. Chi phí quảng cáo và tăng trưởng doanh thu qua các năm

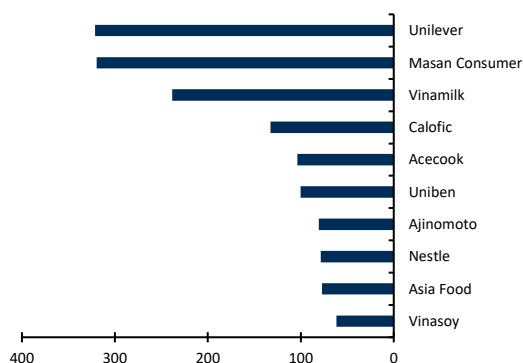


Nguồn: MCH, KBSV

Theo báo cáo Brand Footprint 2021 của Kantar Worldpanel, Masan Consumer đều nằm trong top 3 các doanh nghiệp sở hữu thương hiệu tại 4 thành phố lớn cũng như khu vực nông thôn. Cũng theo báo cáo này, trong nhóm top 5 chỉ có hai nhà sản xuất (Unilever và Masan Consumer) đạt mức tăng trưởng điểm CRP tại cả hai khu vực nông thôn và thành thị (Điểm CRP là chỉ số đo mức độ thâm nhập của thương hiệu và tần suất mua hàng thương hiệu đó).

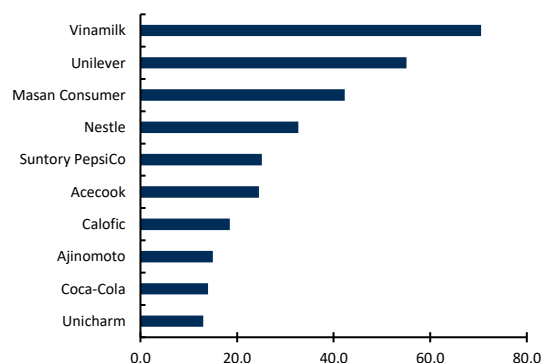
Ngoài ra, trong nhóm ngành thực phẩm, báo cáo chỉ ra rằng MCH sở hữu 4 thương hiệu trong top 10 thương hiệu thực phẩm tại hai khu vực nông thôn và thành thị. Trong nhóm các sản phẩm nằm trong top này, nổi bật nhất là thương hiệu Nam Ngư khi đều thuộc danh sách top 3 ở cả hai khu vực khảo sát. Tại khu vực nông thôn, sản phẩm Chin-su đạt mức thu hút khách hàng mới lớn nhất trong danh sách top 10 (1.1 triệu hộ gia đình mới) nhờ danh mục sản phẩm nước chấm đa dạng phù hợp với các khẩu vị khác nhau của người tiêu dùng trong khoảng thời gian họ ở nhà do giãn cách xã hội. Trong phân khúc các sản phẩm chăm sóc gia đình, tại khu vực nông thôn thương hiệu bột giặt NET cũng có mức tăng trưởng CRP cao nhất trong top 10 (25%). Thương hiệu này có thêm 530,000 hộ gia đình mới nhờ vào chiến lược giá cạnh tranh, các chương trình quảng cáo và mạng lưới phân phối rộng khắp khu vực nông thôn.

Biểu đồ 12. Chủ sở hữu thương hiệu (khu vực nông thôn)



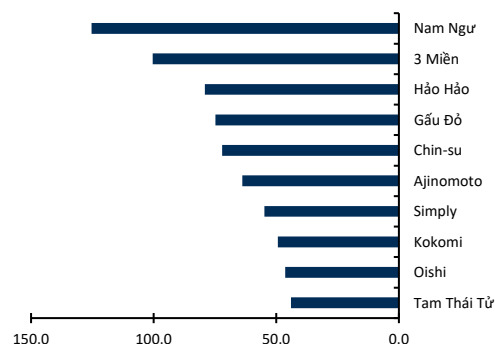
Nguồn: Kantar Worldpanel, KBSV

Biểu đồ 13. Chủ sở hữu thương hiệu (khu vực 4 thành phố lớn)



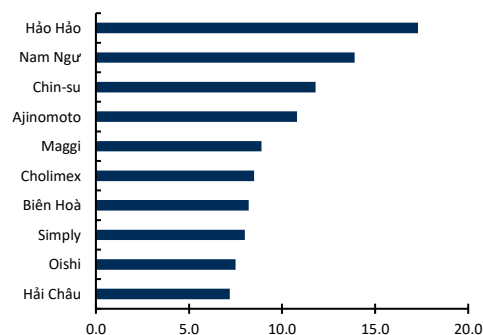
Nguồn: Kantar Worldpanel, KBSV

Biểu đồ 14. Xếp hạng thương hiệu nhóm thực phẩm (khu vực nông thôn)



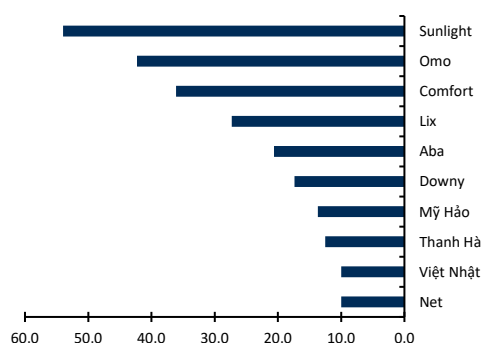
Nguồn: Kantar Worldpanel, KBSV

Biểu đồ 15. Xếp hạng thương hiệu nhóm thực phẩm (khu vực 4 thành phố lớn)



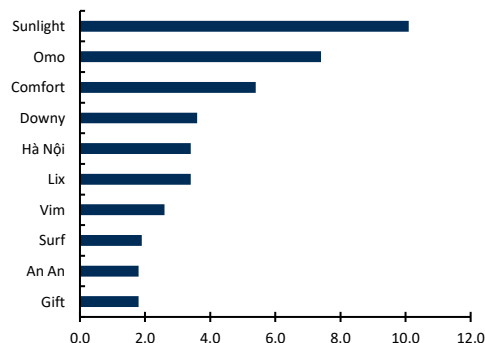
Nguồn: Kantar Worldpanel, KBSV

Biểu đồ 16. Xếp hạng thương hiệu nhóm thực phẩm (khu vực nông thôn)



Nguồn: Kantar Worldpanel, KBSV

Biểu đồ 17. Xếp hạng thương hiệu nhóm thực phẩm (khu vực 4 thành phố lớn)



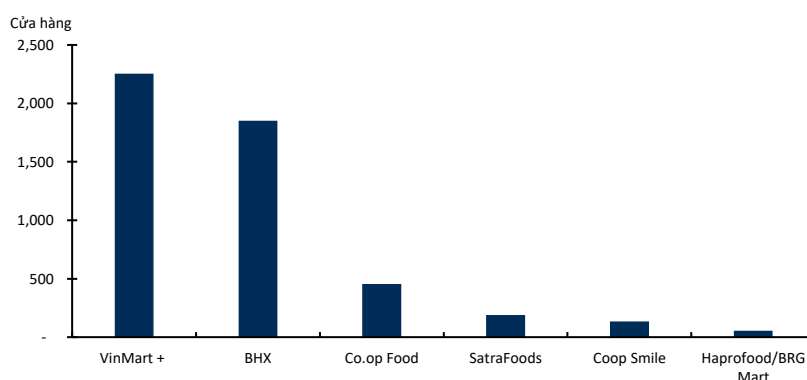
Nguồn: Kantar Worldpanel, KBSV

Cộng hưởng từ tập đoàn nhờ chuỗi WCM - tạo lợi thế cạnh tranh tốt, dễ dàng đưa các sản phẩm tới tay người tiêu dùng

Theo quan điểm của chúng tôi, MCH có lợi thế cạnh tranh đặc biệt so với các doanh nghiệp hoạt động cùng ngành khi tận dụng được chuỗi bán lẻ Vincommerce từ tập đoàn. Với hai chuỗi bán lẻ hiện đại là VinMart và VinMart+ (hiện được đổi tên thành WinMart, WinMart+), MCH sẽ dễ dàng đưa các sản phẩm tới tay khách hàng hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

Nhờ tận dụng chuỗi bán lẻ này, MCH sẽ giảm được các chi phí bán hàng của họ khi có thể dễ dàng bày bán cũng như quảng cáo các sản phẩm. Ngoài ra, thông qua kênh tiếp cận khách hàng này, MCH sẽ dễ dàng tiếp nhận được các phản hồi về sản phẩm qua đó phục vụ các chiến lược phát triển sản phẩm và đưa ra các sản phẩm tương lai phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng hơn. Từ biểu đồ phía dưới (biểu đồ 18), có thể nhận thấy độ phủ của chuỗi Wincommerce là tương đối rộng. Về số lượng cửa hàng, chỉ có chuỗi Bách Hoá Xanh của MWG là có số lượng ngang tầm với Wincommerce. Tuy nhiên, hiện tại chuỗi BHX vẫn tập trung ở khu vực các tỉnh thành phía Nam và chưa có kế hoạch mở rộng ra phía Bắc, đây cũng có thể coi là một lợi thế lớn cho Wincommerce. Tính đến thời điểm tháng 11/2021, theo cập nhật của chúng tôi thì Wincommerce vẫn tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu về số lượng cửa hàng với tổng cộng hơn 2,400 cửa hàng trong khi chuỗi lớn thứ 2 là BHX sở hữu khoảng hơn 2,000 cửa hàng.

Biểu đồ 18. Số lượng cửa hàng của WCM và các chuỗi khác (số liệu đến 05/2021)

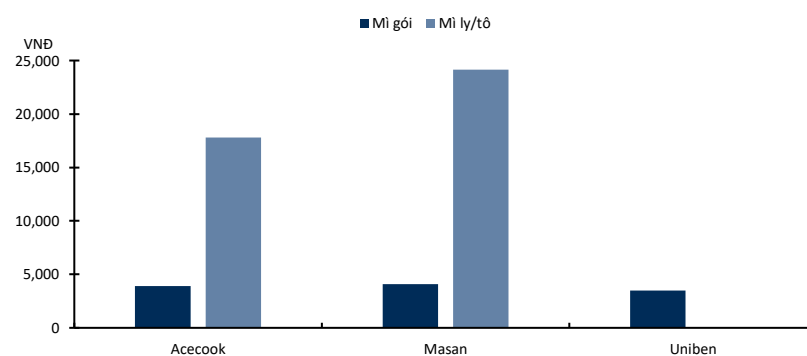


Nguồn: MCH, MWG, KBSV tổng hợp

Chiến lược cao cấp hoá sản phẩm, đi kèm với số lượng mẫu mã đa dạng giúp các ngành hàng chính đạt tốc độ tăng trưởng tốt hơn thị trường

Trước năm 2018, Masan Consumer hoạt động chủ yếu theo hình thức “bán hàng hoá” với tập khách hàng chưa thực sự rõ ràng, quãng thời gian này doanh thu của MCH đi ngang quan mức 13,000 tỷ đồng. Kể từ 2018, công ty tiến hành tái cấu trúc mô hình và định hướng kinh doanh, tập trung vào “xây dựng thương hiệu” và đẩy mạnh ra mắt thêm các dòng sản phẩm cao cấp, đặc biệt ở các ngành hàng chính mà MCH đã dẫn đầu thị trường. Các sản phẩm cao cấp này được đầu tư kĩ lưỡng từ bao bì, đóng gói cũng như cách thức marketing trên thị trường. Theo khảo sát của chúng tôi, các sản phẩm cao cấp của MCH thường được bán với giá cao hơn từ 20-30% so với các đối thủ trên thị trường.

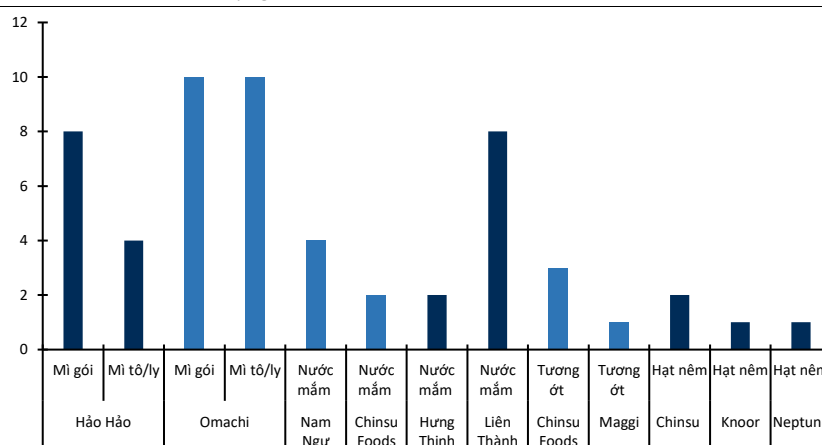
Biểu đồ 19. So sánh giá mì ăn liền của các nhà sản xuất



Nguồn: KBSV tổng hợp

Nhờ có đội ngũ R&D giàu kinh nghiệm, MCH luôn đưa ra thị trường nhiều sản phẩm mới lạ nhằm thích ứng với nhu cầu của người tiêu dùng. Theo khảo sát của chúng tôi tại website bán hàng Bách Hoá Xanh, chúng tôi đánh giá rằng MCH sở hữu tương đối đa dạng về số lượng mẫu mã sản phẩm cho cùng một mặt hàng trong mỗi ngành hàng kinh doanh của họ. Đây cũng chính là một trong những lợi thế lớn trên thị trường của MCH khi mà các ngành hàng kinh doanh đều cạnh tranh rất gắt gao với nhiều mẫu mã sản phẩm từ các đối thủ cạnh tranh.

Biểu đồ 20. So sánh số lượng mẫu mã của MCH với các đối thủ



Nguồn: KBSV tổng hợp

Với hơn 30% tỉ trọng, ngành hàng thực phẩm tiện lợi giữ vai trò trụ cột đóng góp vào doanh thu của MCH chỉ sau ngành hàng gia vị. Thị trường mì ăn liền toàn cầu dự kiến có mức tăng trưởng ổn định ở mức 6%/năm trong giai đoạn 2021-2026, mặc dù tốc độ tăng trưởng này được dự báo sẽ đến phần lớn từ nhu cầu tiêu thụ tại Châu Âu và Châu Mỹ trong tương lai. Tại Việt Nam, thị trường mì ăn liền được dự báo có tốc độ tăng trưởng khoảng 4%/năm trong giai đoạn 2021-2025.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng MCH sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt hơn toàn ngành nhờ chiến lược tập trung vào cao cấp hoá sản phẩm qua đó thúc đẩy doanh thu nhờ đẩy giá bán trung bình cao lên. Hơn nữa, đội ngũ R&D lâu năm, có nhiều kinh nghiệm giúp MCH đã liên tục tung ra nhiều sản phẩm thuộc ngành hàng thực phẩm tiện lợi qua các năm. Đây cũng chính là một trong những điểm nổi bật tạo tính khác biệt của MCH so với các đối thủ cạnh tranh trên thị trường. Trong năm 2020, MCH đã xây dựng được đội ngũ CTI (Customer Technical Insight) thuộc bộ phận R&D. Việc xây dựng được đội ngũ riêng này góp phần làm chuyên nghiệp hoá hoạt động R&D của doanh nghiệp, qua đó giúp MCH sẽ có được nhiều các sáng kiến mới phù hợp hơn với các tiêu chí của người tiêu dùng trong tương lai. Trong năm 2020 vừa rồi, ngành hàng thực phẩm tiện lợi được MCH tung ra thị trường 16 sản phẩm mới ở cả hai thương hiệu Omachi và Chin-Su Foods. Cuối cùng, việc mạnh tay chi cho các hoạt động quảng cáo, chúng tôi kì vọng rằng MCH sẽ dần gia tăng thị phần của họ từ mức hơn 20% hiện tại lên 25%. Nhìn chung, cho giai đoạn 2021 – 2025, chúng tôi dự kiến mức độ tăng trưởng kép hàng năm cho các sản phẩm mì ăn liền của MCH ở

mức 6.8%/năm (cao hơn 2.8 điểm % so với mức giả định 4%/năm của toàn thị trường).

Bảng 1. Ước tính doanh thu mìn ăn liền của MCH

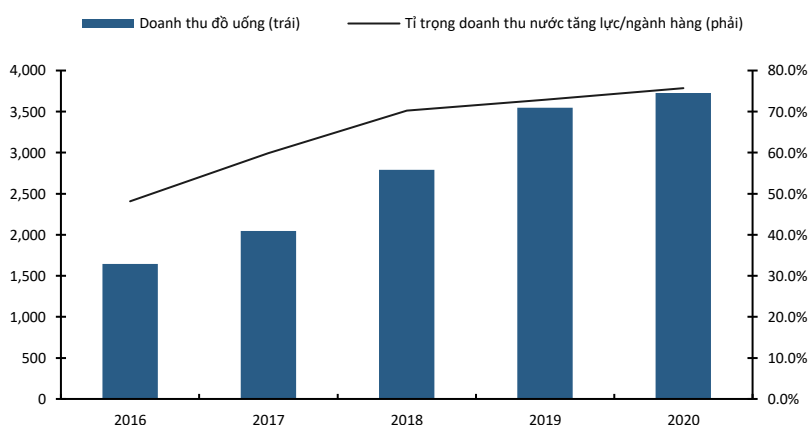
| Năm | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tổng giá trị thị trường | 34,431 | 35,808 | 37,241 | 38,730 | 40,280 | 41,891 |
| Thị phần kì vọng MCH | 21.5% | 22.7% | 23.5% | 24.5% | 25.0% | 25.0% |
| Doanh thu kì vọng | 6,900 | 7,520 | 7,821 | 8,521 | 9,264 | 10,473 |
| Tăng trưởng doanh thu | | 11.6% | 9.8% | 7.7% | 8.4% | 6.1% |

Nguồn: KBSV

Ngành hàng gia vị sau 9T/2021 vẫn giữ được đà tăng trưởng tốt và là ngành hàng đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của MCH. Chúng tôi cho rằng, trong tương lai đây tiếp tục sẽ là động lực chính cho ngành hàng gia vị. Mặc dù sản lượng tiêu thụ nước mắm trên toàn quốc không gia tăng đáng kể trong vòng hai năm trở lại đây. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao chiến lược cao cấp hoá sản phẩm của MCH. Qua đó, vẫn sẽ giúp MCH có được tốc độ tăng trưởng tốt cho mặt hàng này nhờ (1) về dài hạn, xu hướng chung của người tiêu dùng sẽ luôn thiên về các sản phẩm có rõ nguồn gốc xuất xứ thay vì các mặt hàng không có nguồn gốc, tem mác và (2) với chiến lược cao cấp hoá sản phẩm của MCH, giá bán trung bình của các sản phẩm thường sẽ có xu hướng cao lên theo thời gian. Chính nhờ chiến lược cao cấp hoá sản phẩm này, chúng tôi kì vọng rằng MCH sẽ đạt tốc độ tăng trưởng trong ngành hàng gia vị cao hơn toàn thị trường chung.

Ngành hàng đồ uống với danh mục sản phẩm đa dạng của MCH là ngành có tốc độ tăng trưởng tốt nhất trong các ngành nghề kinh doanh của họ. Mặc dù đóng góp tỉ trọng vào tổng doanh thu của MCH ở mức khá khiêm tốn (~17% trong năm 2020). Theo ước tính của chúng tôi, ngành hàng đồ uống đạt tốc độ tăng trưởng kép khoảng 17%/năm trong giai đoạn 2016-2020.

Biểu đồ 21. Doanh thu từ nước tăng lực trong ngành hàng đồ uống



Nguồn: MCH, KBSV

Sở dĩ, có được tốc độ tăng trưởng tương đối tốt này là nhờ có sự đóng góp lớn

từ các sản phẩm nước uống tăng lực. Trong đó, phải kể tới sáng kiến độc đáo đến từ sản phẩm nước tăng lực Wakeup247 vị cà phê khi tại thời điểm ra mắt hương vị này còn khá xa lạ với người tiêu dùng. Tuy nhiên, tính tới thời điểm cuối năm 2020, thức uống này đã tạo được chỗ đứng trên thị trường nước uống tăng lực khi nắm giữ 10% thị phần toàn ngành. Ngoài ra, danh mục các sản phẩm nước tăng lực của MCH còn bao gồm Compact Cherry và Hồ Vằn, cả hai đều đã đem lại những phản hồi tích cực sau khoảng hơn 1 năm ra mắt.

Từ biểu đồ phía trên, dễ dàng nhận thấy tỉ trọng đóng góp lớn tới từ các sản phẩm nước uống tăng lực đã góp phần tạo tăng trưởng cho ngành hàng đồ uống. Nếu như năm 2016, nước tăng lực chỉ đóng góp khoảng 48% tỉ trọng thì đến năm 2020, con số này đã lên tới hơn 75%. Mặc dù trong thời gian dịch bệnh vừa qua, ngành hàng đồ uống gặp tương đối nhiều khó khăn do các biện pháp giãn cách xã hội. Song trong tương lai, chúng tôi cho rằng ngành hàng này sẽ tiếp tục có được tốc độ tăng trưởng tốt nhờ (1) nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội nên các hoạt động ngoài trời (thể thao, văn hoá, sự kiện) được diễn ra thường xuyên hơn và (2) kì vọng vào các sáng kiến mới được ra mắt trong tương lai.

Định giá, dự phóng KQKD và khuyến nghị

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MCH đạt 27,749 tỷ đồng (+18.8% YoY) và LNST đạt 4,920 tỷ đồng (+7% YoY). Cho năm 2022, chúng tôi kì vọng MCH đạt doanh thu 32,181 tỷ đồng (+15.9%) và LNST sẽ tăng mạnh trong năm 2022 nhờ các luận điểm được nêu trên của chúng tôi, đạt 5,840 tỷ đồng (+18.7% YoY).

Bảng 2. Tóm tắt dự phóng năm 2021 của MCH

| Tỷ đồng | 2020 | 2021F | Thay đổi (%) |
|--|--------|--------|--------------|
| Doanh thu thuần | 23,343 | 27,757 | 19% |
| <i>Thực phẩm (gồm gia vị, thực phẩm tiện lợi và thịt chế biến)</i> | 16,237 | 20,296 | 25% |
| <i>Đồ uống</i> | 5,792 | 6,082 | 5% |
| <i>HPC</i> | 1,306 | 1,371 | 5% |
| <i>Khác</i> | 7.5 | 7.5 | 0% |
| Lợi nhuận gộp | 9,919 | 11,773 | 19% |
| Biên LNG | 42.49% | 42.41% | |
| Chi phí bán hàng | 4,071 | 4,841 | 18.9% |
| Chi phí quản lý | 894 | 1,063 | 18.9% |
| LNST | 4,598 | 4,918 | 7% |

Nguồn: KBSV

Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu là 151,200 VNĐ/cp.

Sau khi kết hợp hai phương pháp định giá DCF và so sánh P/E (tỉ trọng 50-50), chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MCH, mức giá mục tiêu là 151,200 VNĐ/cp, cao hơn 36.2% giá đóng cửa ngày 29/12/2021 (114,000 VNĐ/cp)

Chúng tôi đánh giá mức P/E hợp lí của MCH là 20x lần, nhờ những lợi thế như cộng hưởng chuỗi bán lẻ từ tập đoàn mà các công ty cùng ngành khác khó có được, với mức EPS cho năm 2022 là 7,272 VNĐ/cp.

Bảng 3. Tổng hợp kết quả định giá

| Phương pháp định giá | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|----------------------|--------------|----------|----------------------------|
| DCF | 157,067 | 50% | 78,534 |
| So sánh P/E | 145,433 | 50% | 72,717 |
| Giá mục tiêu | | | 151,250 |

Nguồn: KBSV

Rủi ro đầu tư

Rủi ro về sức cạnh tranh

MCH cạnh tranh chủ yếu nhờ vào các yếu tố như hình ảnh thương hiệu, giá cả, hệ thống phân phối tới người tiêu dùng và sự đa dạng của sản phẩm. Thị trường các sản phẩm thực phẩm và đồ uống (hai ngành hàng cốt lõi của MCH) sẽ cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn không chỉ từ các công ty nội địa mà còn có sự tham gia của các doanh nghiệp, tập đoàn lớn trên toàn cầu. Sức ép tranh giành thị phần tới từ các đối thủ cạnh tranh trên thị trường có thể khiến MCH phải gia tăng các chi phí quảng cáo, truyền thông hay nghiên cứu sản phẩm trong tương lai qua đó làm giảm tỷ suất lợi nhuận của công ty. Ngoài ra, khi có nhiều hơn các đối thủ cạnh tranh trong cùng một phân khúc sản phẩm, việc cạnh tranh về giá bán để gia tăng thị phần hoàn toàn có thể xảy ra.

Rủi ro về biến động của chi phí đầu vào

Đối với một doanh nghiệp chế biến và sản xuất thực phẩm, đồ uống như MCH thì việc đảm bảo nguồn cung nguyên liệu ổn định, đầy đủ (dầu ăn, cá, đậu tương, nước mắm nguyên liệu, ớt, bột mì, đường và ngũ cốc), và các vật liệu dùng cho đóng gói sản phẩm. Mặc dù MCH cho biết họ luôn mua nguyên liệu sản xuất từ nhiều nhà cung cấp khác nhau và tránh lệ thuộc lớn vào một nhà cung cấp duy nhất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn sẽ tồn tại rủi ro về thiếu hụt nguồn cung của các nguyên vật liệu sản xuất nói trên dẫn tới biên lợi nhuận gộp của công ty bị suy giảm do giá đầu vào tăng cao. Rủi ro về thiếu hụt nguồn cung của các nguyên liệu chế biến có thể đến từ thời tiết, môi trường, chính sách,...

Rủi ro về nhiễm bẩn sản phẩm hoặc sản phẩm chứa các chất cấm/vượt quá lượng quy định

Chúng tôi đánh giá rằng rủi ro về nhiễm bẩn hay an toàn thực phẩm luôn hiện hữu và cũng là rủi ro lớn trong ngành thực phẩm và đồ uống nói chung. Mặc dù doanh nghiệp luôn có những biện pháp kiểm định sản phẩm tại nhà máy sản xuất, song các quá trình kiểm định, xử lý hay chế biến sản phẩm không hoàn toàn tự động và vẫn tồn tại yếu tố con người. Do đó, rủi ro nhiễm bẩn sản phẩm vẫn tồn tại. Rủi ro này có thể khiến doanh nghiệp phải đối mặt với khiếu nại, bồi thường, thu hồi sản phẩm hoặc thậm chí buộc phải rút sản phẩm ra khỏi danh mục kinh doanh qua đó dẫn tới ảnh hưởng xấu về kết quả kinh doanh, tình hình tài chính của toàn công ty. Ngoài ra, rủi ro nhiễm bẩn sản phẩm cũng gắn liền với rủi ro phụ thuộc vào hình ảnh thương hiệu. Khi một trong số các sản phẩm của doanh nghiệp bị nhiễm bẩn hoàn toàn có khả năng người tiêu dùng cũng sẽ “tẩy chay” các sản phẩm còn lại của doanh nghiệp qua đó ảnh hưởng xấu tới tình hình kinh doanh, tài chính.

Rủi ro dịch bệnh tiếp tục kéo dài

Dịch bệnh Covid-19 đã ảnh hưởng tới hầu hết các ngành nghề kinh doanh trên toàn cầu. Mặc dù đối với một số các sản phẩm MCH đã được hưởng lợi trong khoảng thời gian dịch bệnh do người tiêu dùng có xu hướng tích trữ thực phẩm. Song chúng tôi cho rằng rủi ro dịch bệnh kéo dài vẫn có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của công ty. Dịch bệnh có thể gây các cản trở về chuỗi cung ứng, chuỗi phân phối sản phẩm tạo thêm nhiều chi phí khác đi kèm mà doanh nghiệp phải gánh chịu dẫn tới ảnh hưởng tiêu cực lên tỷ suất sinh lời của công ty.

Báo cáo Kết quả HĐKD

| (Tỷ VND) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 18,488 | 23,343 | 27,757 | 32,189 |
| Giá vốn hàng bán | -10,530 | -13,424 | -15,984 | -18,508 |
| Lãi gộp | 7,958 | 9,919 | 11,773 | 13,680 |
| Doanh thu tài chính | 620 | 755 | 308 | 488 |
| Chi phí tài chính | -240 | -315 | -389 | -426 |
| Gồm: Chi phí lãi vay | -236 | -286 | -389 | -426 |
| Lãi/(lỗ) liên doanh | 8 | 13 | 0 | 0 |
| Chi phí bán hàng | -3,015 | -4,071 | -4,841 | -5,614 |
| Chi phí quản lý DN | -817 | -894 | -1,063 | -1,233 |
| Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh | 4,513 | 5,407 | 5,789 | 6,896 |
| Lãi/(lỗ) khác | -21 | -16 | -22 | -25 |
| Lãi/(lỗ) trước thuế | 4,492 | 5,391 | 5,767 | 6,871 |
| Thuế doanh nghiệp | -410 | -878 | -849 | -1,011 |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế | 4,082 | 4,513 | 4,918 | 5,860 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 35 | 77 | 77 | 77 |
| Lợi nhuận sau CĐTTS | 4,047 | 4,436 | 4,841 | 5,782 |

Chỉ số hoạt động

| (%) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu | 9% | 26% | 19% | 16% |
| Tăng trưởng EBIT | 16% | 20% | 8% | 19% |
| Tăng trưởng EBITDA | 0.2% | 14.6% | 6.7% | 14.5% |
| Tăng trưởng LN sau CĐTTS | 20% | 12% | 7% | 19% |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 43% | 42% | 42% | 43% |
| Tỷ suất EBITDA | 36% | 32% | 29% | 29% |
| Tỷ suất EBIT | 26% | 24% | 22% | 23% |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế | 26% | 24% | 22% | 23% |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 22% | 19% | 17% | 18% |

Lưu chuyển tiền tệ

| (Tỷ VND) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Lãi trước thuế | 4,492 | 5,391 | 5,767 | 6,871 |
| Khấu hao TSCĐ | 684 | 785 | 633 | 634 |
| (Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư | -608 | -738 | 0 | 0 |
| Thay đổi vốn lưu động | -314 | -108 | -37 | -330 |
| (T)/G phải thu | -107 | -75 | -93 | -49 |
| (T)/G hàng tồn kho | 3 | -600 | 71 | -652 |
| (T)/G TS ngắn hạn khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (T)/G khoản phải trả | -90 | 380 | 228 | 294 |
| (T)/G chi phí trả trước | 29 | 37 | -243 | 77 |
| (T)/G nợ ngắn hạn khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Điều chỉnh khác HĐKD | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lưu chuyển tiền HĐKD | 3,968 | 4,678 | 5,739 | 6,554 |
| Đầu tư ngắn hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Đầu tư tài sản cố định | -1,135 | -1,470 | -1,167 | -1,388 |
| Bất động sản đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Đầu tư vào công ty con | 0 | -540 | 0 | 0 |
| Tài sản khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Điều chỉnh khác HĐĐT | -1,695 | -3,201 | 1,970 | 1,178 |
| Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư | -2,830 | -5,212 | 802 | -210 |
| Thu các khoản đi vay | 17,078 | 22,549 | 24,274 | 28,148 |
| Trả các khoản đi vay | -15,159 | -20,365 | -23,680 | -27,377 |
| Nợ phải trả khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| T/(G) vốn CSH | 213 | 193 | 0 | 0 |
| Cổ tức đã trả | -2,758 | -219 | -3,271 | -3,271 |
| Điều chỉnh khác HĐTC | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lưu chuyển tiền HĐ tài chính | -625 | 2,159 | -2,677 | -2,500 |
| Lưu chuyển tiền trong kỳ | 513 | 1,626 | 3,865 | 3,844 |
| Tiền đầu kỳ | 1,669 | 2,191 | 3,818 | 7,683 |
| Tiền cuối kỳ | 2,191 | 3,818 | 7,683 | 11,527 |

Bảng cân đối kế toán

| (Tỷ VND) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Tổng tài sản | 20,470 | 25,533 | 28,251 | 32,394 |
| Tài sản ngắn hạn | 6,007 | 9,510 | 13,407 | 18,043 |
| Tiền & tương đương tiền | 2,191 | 3,818 | 7,683 | 11,527 |
| Đầu tư ngắn hạn | 193 | 212 | 252 | 293 |
| Khoản phải thu | 350 | 399 | 492 | 541 |
| Hàng tồn kho | 1,213 | 1,873 | 1,802 | 2,454 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 2,059 | 3,207 | 3,177 | 3,228 |
| Tài sản dài hạn | 14,463 | 16,023 | 14,844 | 14,351 |
| Khoản phải thu dài hạn | 8,935 | 8,785 | 8,642 | 8,642 |
| Tài sản cố định | 3,307 | 4,211 | 3,737 | 3,262 |
| BĐS đầu tư | 0 | 15 | 10 | 6 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 561 | 442 | 442 | 442 |
| Đầu tư dài hạn | 249 | 249 | 249 | 249 |
| Lợi thế thương mại | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dài hạn khác | 1,411 | 2,321 | 1,763 | 1,749 |
| Nợ phải trả | 8,063 | 11,250 | 12,411 | 14,043 |
| Nợ ngắn hạn | 7,744 | 10,196 | 11,451 | 13,147 |
| Phải trả người bán | 1,099 | 1,165 | 1,393 | 1,687 |
| KH trả tiền trước | 43 | 39 | 64 | 74 |
| Vay ngắn hạn | 5,113 | 6,660 | 7,469 | 8,406 |
| Khoản dự trữ đặc biệt | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ ngắn hạn khác | 1,489 | 2,331 | 2,526 | 2,980 |
| Nợ dài hạn | 319 | 1,055 | 960 | 896 |
| Khoản phải trả dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vay dài hạn | 126 | 788 | 636 | 521 |
| Nợ dài hạn khác | 192 | 267 | 324 | 375 |
| Vốn chủ sở hữu | 12,160 | 13,693 | 15,250 | 17,761 |
| Vốn góp | 7,229 | 7,268 | 7,268 | 7,268 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 3,556 | 3,711 | 3,711 | 3,711 |
| Cổ phiếu quỹ | (1,640) | (1,640) | (1,640) | (1,640) |
| Lãi chưa phân phối | 3,244 | 4,584 | 6,154 | 8,666 |
| Vốn và quỹ khác | (243) | (243) | (243) | (243) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 247 | 590 | 590 | 590 |
| Tổng nợ & vốn | 20,470 | 25,533 | 28,251 | 32,394 |

Chỉ số chính

| (x. % VND) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Chỉ số định giá | | | | |
| P/E | 12.6 | 14.5 | 16.6 | 14.0 |
| P/E pha loãng | 12.6 | 14.5 | 16.6 | 14.0 |
| P/B | 4.2 | 4.7 | 5.2 | 4.5 |
| P/S | 2.8 | 2.9 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 10 | 11 | 12 | 10 |
| EV/EBIT | 12 | 13 | 14 | 11 |
| Lãi cơ bản/cp (EPS) | 5,727 | 6,403 | 6,767 | 8,062 |
| Cổ tức/cp (DPS) | 3,815 | 301 | 4,500 | 4,500 |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%) | 45% | 45% | 45% | 45% |
| Chỉ số khả năng sinh lời | | | | |
| ROE | 33% | 36% | 34% | 36% |
| ROA | 20% | 20% | 19% | 19% |
| ROIC | 23% | 22% | 21% | 22% |
| Cấu trúc tài chính | | | | |
| Tổng nợ phải trả/Vốn CSH | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| TS thanh toán hiện thời | 0.8 | 0.9 | 1.2 | 1.4 |
| TS khả năng trả lãi vay | 20.0 | 19.8 | 15.8 | 17.1 |
| Chỉ số hoạt động | | | | |
| Hệ số vòng quay tài sản | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| Hệ số vòng quay phải thu | 5.3 | 6.2 | 6.2 | 6.2 |
| Hệ số vòng quay HTK | 8.7 | 8.7 | 8.7 | 8.7 |
| Hệ số vòng quay phải trả | 10.0 | 12.4 | 12.4 | 12.4 |

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua: | Nắm giữ: | Bán: |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan: | Trung lập: | Kém khả quan: |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.