

# HÀNG TIÊU DÙNG NHANH (FMCG)

ÁP LỰC CHI PHÍ ĐẦU VÀO  
ĐẮT ĐỎ ĐÃ GIẢM DẦN



Nguyễn Thị Ngọc An – [an.ntn@vdsc.com.vn](mailto:an.ntn@vdsc.com.vn)





## Đánh giá chung

Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

## Tổng quan

Năm 2023, nhu cầu tiêu dùng được kỳ vọng sẽ ổn định nhờ lạm phát hạ nhiệt và những hỗ trợ từ Chính phủ. Trong đó, doanh thu của ngành được kỳ vọng sẽ phục hồi dần theo quý, từ Q1 đến Q4. Dưới tác động tích cực từ chi phí đầu vào giảm, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận của ngành FMCG sẽ mở rộng trong 2H2023.

## Điểm nhấn đầu tư

### Nguyên liệu giá thấp chưa được đưa vào sử dụng trong 1H2023

- Doanh thu bán hàng của quý 2 đã cải thiện, bù đắp cho doanh thu yếu của quý 1. Từ đó, tổng doanh thu nửa đầu năm 2023 chỉ giảm ở mức thấp so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, tốc độ giảm của lợi nhuận nhiều hơn so với doanh thu do chi phí đầu vào đắt đỏ.
- Trong số các cổ phiếu FMCG được theo dõi, chỉ có QNS ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận dương trong 1H2023 nhờ sự hỗ trợ của mảng đường. Các công ty khác, bao gồm VNM và MSN, ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng âm so với cùng kỳ do tồn kho nguyên liệu đầu vào giá cao.

### Doanh số được kỳ vọng sẽ phục hồi dần theo quý, từ Q1 đến Q4 năm 2023

- Sự phục hồi trong nửa cuối năm 2023 có thể đến từ 1) các chính sách hỗ trợ như thuế VAT thấp hơn hoặc lương cơ bản cao hơn; 2) người tiêu dùng Việt Nam thích ứng với mặt bằng giá mới; và 3) sự phục hồi của các hoạt động du lịch.

### Ngành sữa sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ việc cải thiện dựa trên chi phí trong số các phân khúc ngành hàng tiêu dùng

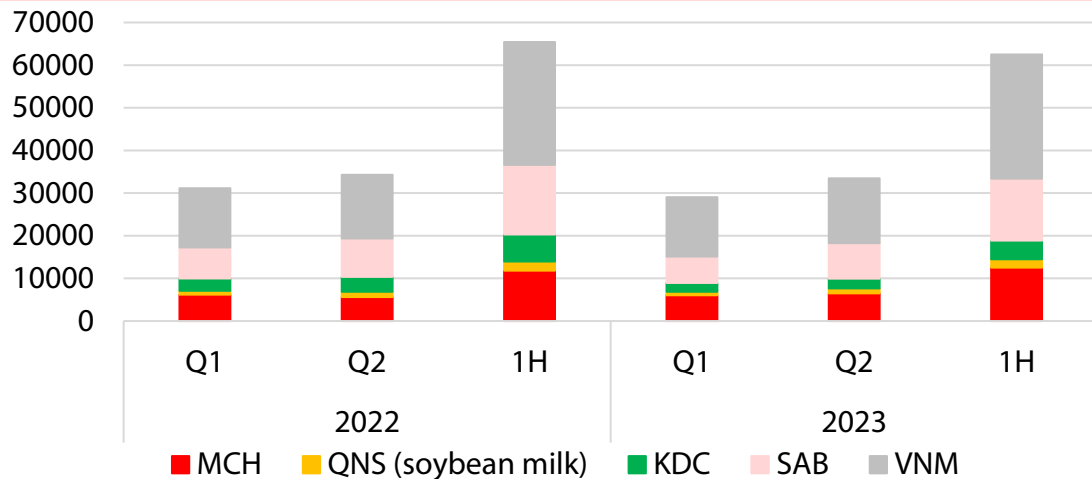
- Chúng tôi dự đoán rằng xu hướng giảm giá nguyên liệu đầu vào trong nửa đầu năm 2023 sẽ phản ánh lên biên lợi nhuận gộp của các công ty hàng tiêu dùng nhanh trong nửa sau năm 2023. Các công ty này đã bị tổn thất bởi sự tăng mạnh của giá nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn 2021-2022. Trong số các phân khúc tiêu dùng, chúng tôi cho rằng các công ty sản xuất sữa sẽ cho thấy một cải thiện mạnh hơn trong biên lợi nhuận so với các ngành khác, vì chỉ có giá bột sữa nguyên liệu đã giảm về mức trước đại dịch. Các loại hàng hóa nguyên liệu khác như ngô hay lúa mì vẫn duy trì ở mức cao hơn so với trước đại dịch do căng thẳng giữa Nga-Ukraine và hiện tượng El Nino.

<p><b>Định giá</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Định giá cổ phiếu ngành sữa Việt Nam không thay đổi so với đầu năm 2023 do sự nghi ngờ về hiệu quả của bột sữa nhập khẩu giá thấp. Dựa trên kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận nhờ cải thiện chi phí trong nửa sau năm 2023, chúng tôi cho rằng cổ phiếu ngành sữa sẽ trở nên hấp dẫn với bản chất rủi ro-lợi nhuận của ngành hàng tiêu dùng.</li> <li>• Định giá cổ phiếu ngành bia Việt Nam đã giảm so với đầu năm 2023. Các nguyên nhân chính bao gồm 1) nhu cầu yếu; và 2) chi phí nguyên liệu đất đỏ dự kiến sẽ kéo dài đến cuối năm 2023. Dựa trên triển vọng yếu của ngành bia, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang được giao dịch ở mức phù hợp với giá trị nội tại của ngành.</li> <li>• Định giá cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng nhanh Việt Nam (không bao gồm sữa và bia) đã thoát đáy từ tháng 04/2023 dưới sự kỳ vọng của các nhà đầu tư vào chính sách hỗ trợ tiêu dùng từ Chính phủ và chi phí nguyên liệu thấp sẽ được sử dụng từ nửa sau năm 2023. Do giá cổ phiếu chỉ vừa ra khỏi đáy gần đây nên chúng tôi dự đoán giá cổ phiếu FMCG vẫn còn dư địa tăng khi nguồn nguyên liệu thô giá rẻ có hiệu lực rõ ràng hơn trong thời gian tới.</li> </ul>
<p><b>Cổ phiếu khuyến nghị</b></p>	<p><b>VNM</b> (MUA, TP: VND 87,600), <b>MSN</b> (TÍCH LŨY, TP: VND 95,700), <b>QNS</b> (TÍCH LŨY, TP: VND 52,800)</p>
<p><b>Rủi ro</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Giá nguyên liệu đầu vào tăng trở lại do những nguyên nhân bất ngờ như căng thẳng Nga-Ukraine hay biến đổi khí hậu.</li> </ul>

**Các công ty FMCG đã ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ròng âm dưới bối cảnh doanh thu ổn định và chi phí nguyên liệu đắt đỏ trong nửa đầu năm 2023 (1H2023)**

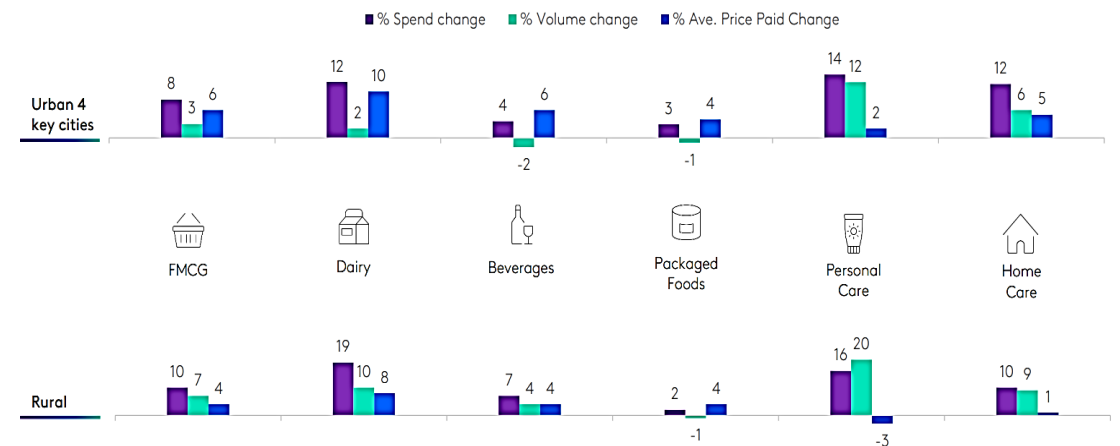
- Trong 1H2023, doanh thu ngành FMCG giảm ở mức khiêm tốn dù môi trường kinh doanh đầy thách thức. Cụ thể, doanh số Q2 2023 cao hơn đã bù đắp cho doanh số bán hàng yếu của Q1 2023 (Hình 1). Kết quả thất vọng trong quý 1 là do áp lực lạm phát gia tăng và hiệu ứng dự trữ trong năm 2022. Tuy nhiên, theo báo cáo của Kantar Worldpanel, niềm tin của người tiêu dùng đang quay trở lại kể từ Q2 2023. Do đó, kết quả của quý 2 năm 2023 đã phục hồi.
- Mặc dù biên lợi nhuận gộp của một số công ty đã cải thiện giữa Q1 và Q2 năm 2023, chúng tôi cho rằng điều này là kết quả của việc tăng giá bán (Hình 2 và 3). Nguyên liệu giá thấp vẫn chưa được vào sử dụng trong 1H 2023. Để giải thích, các công ty FMCG đã mua một lượng lớn nguyên liệu trong giai đoạn 2021-2022 với mục đích phòng ngừa rủi ro của sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, dẫn đến tồn kho cao trong khoảng thời gian từ Q3 2021 đến Q2 2023.
- Do giá bán bình quân không thể tăng cao vì đặc thù của ngành FMCG nên sự cải thiện trong giá bán đầu ra vẫn không đủ bù đắp được sự gia tăng của chi phí đầu vào. Kết quả là, lợi nhuận ròng của các công ty FMCG vẫn giảm với tốc độ cao hơn doanh thu trong 1H2023.

**Hình 1: Doanh thu Q2 2023 đã phục hồi, giúp tổng doanh thu nửa đầu năm 2023 (1H) gần như ổn định so với cùng kỳ năm 2022 (tỷ đồng)**



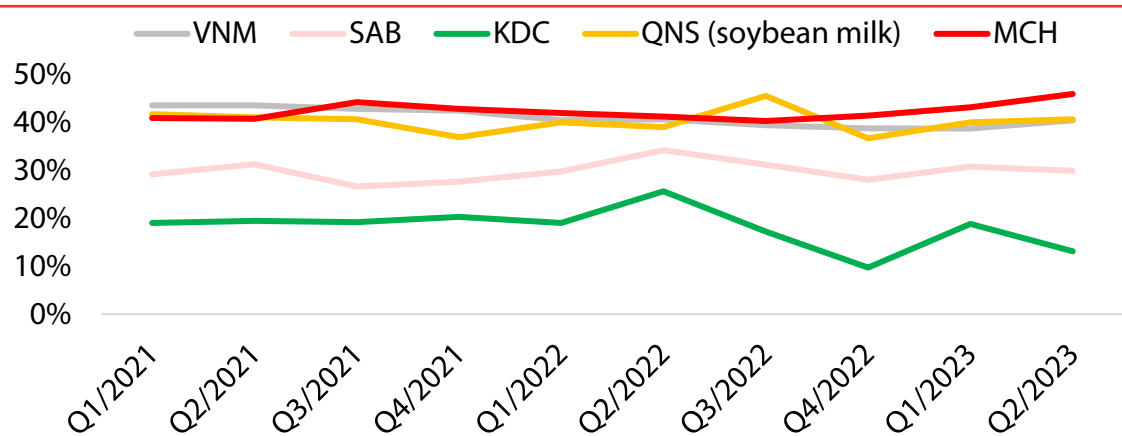
Nguồn: MCH, QNS, KDC, SAB, VNM, CTCK Rồng Việt, \*QNS (Soybean milk): chỉ tính data mảng sữa đậu nành của QNS.

**Hình 2: Giá bán trung bình tăng ở tất cả các danh mục FMCG trong Q2 2023 (% YoY)**



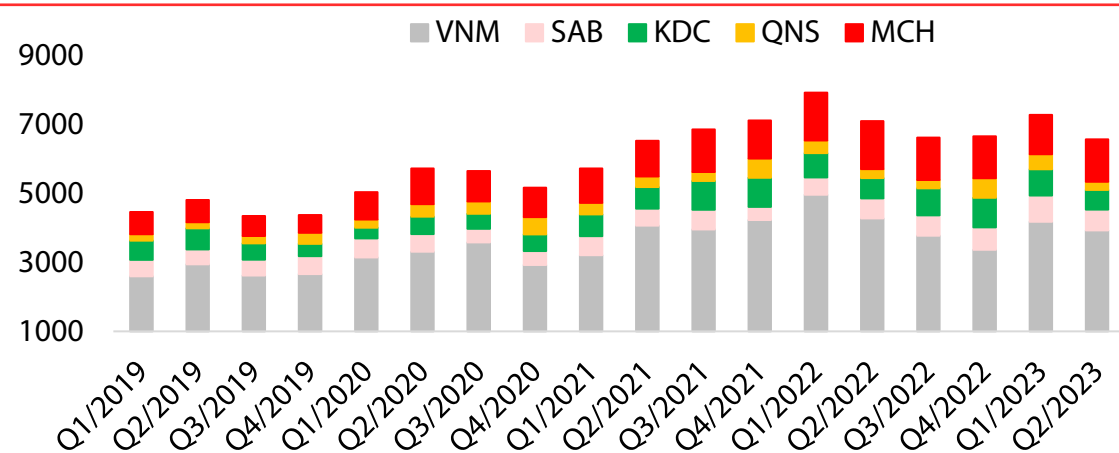
Nguồn: Kantar World panel, CTCK Rồng Việt.

**Hình 3: Biên lợi nhuận gộp của một số cổ phiếu đầu ngành FMCG giảm từ Q2 2022 đến Q4 2022, diễn biến theo hướng ngược lại với giá hàng hóa nguyên liệu (%)**



Nguồn: MCH, QNS, KDC, SAB, VNM, CTCK Rồng Việt; chỉ tính data mảng sữa đậu nành của QNS.

**Hình 4: Tồn kho nguyên liệu của các công ty FMCG ở mức cao từ Q3 2021 đến Q2 2023 (tỷ đồng)**



Nguồn: MCH, QNS, KDC, SAB, VNM, CTCK Rồng Việt.

**Hình 5: Giá nguyên liệu tăng mạnh từ T1/2021 đến tháng T6/2022 gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp ngành FMCG Việt Nam cho đến nửa đầu năm 2023 – Chỉ số giá nông sản và chăn nuôi Bloomberg (điểm)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

**Doanh thu được kỳ vọng sẽ cải thiện kể từ Q2 2023**

- Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ, bao gồm việc giảm thuế giá trị gia tăng (VAT) từ 10% xuống 8% từ T7 2023 đến T12 2023, tăng lương cơ bản từ T7 2023 hoặc giảm lãi suất, sẽ giúp cải thiện sức mua. Theo báo cáo của Kantar World, những tin tức tích cực từ Chính phủ sẽ khuyến khích người tiêu dùng “chi tiêu một cách thoải mái hơn”. Trên thực tế, “niềm tin của người tiêu dùng đang trở lại từ từ” kể từ Q2 2023, phát ra tín hiệu về triển vọng tích cực cho doanh số bán hàng nửa cuối năm 2023 (2H2023).
- Được chia sẻ bởi một số công ty đầu ngành FMCG như VNM, QNS hoặc MSN, họ sẽ triển khai nhiều chương trình khuyến mãi cùng việc giảm giá sản phẩm cho khách hàng kể từ Q3 2023. Chúng tôi tin rằng người tiêu dùng Việt Nam đã thích nghi với mặt bằng giá mới kể từ đầu năm 2023, nhờ vào sự phục hồi kinh tế, việc đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi và giảm giá sẽ tạo ra đà tăng trong việc mua sắm các sản phẩm FMCG.
- Kể từ T5 2023, có rất nhiều ngày nghỉ cũng như sự kiện du lịch sẽ diễn ra. Ví dụ sự kiện Bornpink tại Hà Nội hoặc ngày Quốc khánh. Những sự kiện này sẽ thúc đẩy phục hồi hoạt động du lịch, từ đó tạo động lực cho tiêu thụ các sản phẩm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG).

**Bảng 1: Ngành FMCG hưởng lợi từ quyết định giảm VAT**

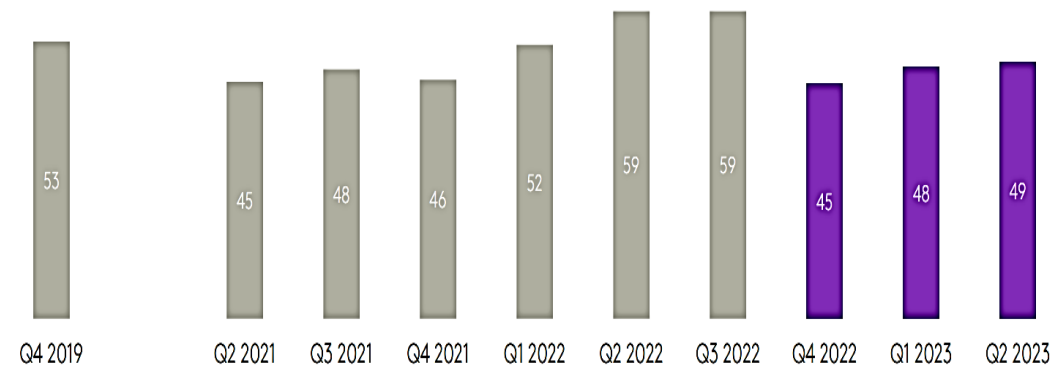
	<b>Giảm VAT xuống 8%</b>	<b>Không giảm VAT</b>
<b>Thực phẩm và nguyên liệu thực phẩm</b>	<b>X</b>	
<b>Đồ uống và thuốc lá</b>		
- Sữa và sản phẩm từ sữa	X	
- Thuốc lá		X
- Thức uống có cồn		X
- Thức uống không có cồn	X	
<b>Chăm sóc sức khỏe</b>		
- Thuốc & thực phẩm chức năng	X	
- Mỹ phẩm		X
<b>Áo quần, giày dép, nón</b>	<b>X</b>	
<b>Hàng gia dụng &amp; Chăm sóc cá nhân (ngoại trừ dầu gội đầu, bột giặt và chất tẩy)</b>	<b>X</b>	
<b>Điện máy</b>		<b>X</b>

Nguồn: Decree No. 44/2023, CTCK Rồng Việt.

**Hình 6: Niềm tin người tiêu dùng đang quay trở lại (%)**

**Financial confidence level**

*In the upcoming 12 months, your family financial situation will improve*  
(% respondents)

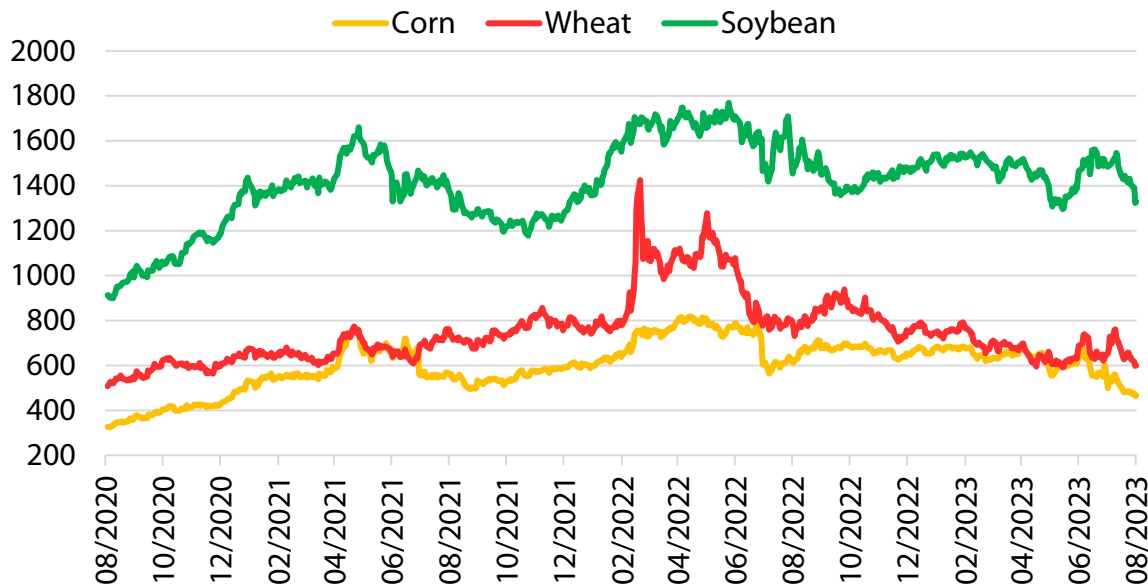


Nguồn: Kantar World, CTCK Rồng Việt.

**Ngành sữa Việt Nam sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ việc giảm chi phí nguyên liệu**

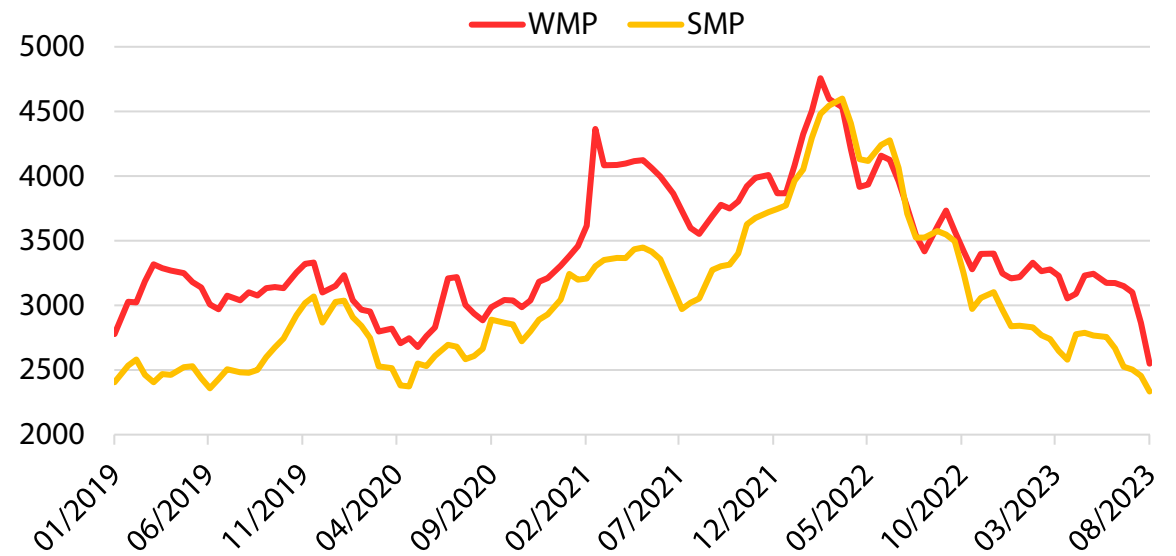
- Xu hướng giảm của giá hàng hóa nông nghiệp và chăn nuôi trong 1H2023 sẽ được phản ánh vào biên lợi nhuận gộp của các công ty FMCG Việt Nam trong 2H2023. Lý do là có một khoảng thời gian trễ giữa biến động của giá và chi phí sản xuất. Dựa trên kỳ vọng về sự ổn định của tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh, chúng tôi tin rằng khi nguyên liệu giá thấp được đưa vào sử dụng, biên lợi nhuận gộp của ngành FMCG sẽ phục hồi.
- Trong số các loại hàng hóa, giá bột sữa nguyên liệu nhập khẩu đã giảm mạnh về mức trước đại dịch vào đầu T8 2023 (do nhu cầu yếu từ Trung Quốc). Giá ngô, lúa mì, đậu nành hoặc dầu cọ vẫn duy trì ở mức cao hơn so với mức trước đại dịch (do căng thẳng giữa Nga-Ukraine và hiện tượng El Nino). Chúng tôi cho rằng việc nhu cầu bột sữa nhập khẩu từ Trung Quốc giảm sẽ là yếu tố chính hạn chế khả năng tăng giá của giá bột sữa nguyên liệu toàn cầu.
- Do đó, dự kiến ngành sữa Việt Nam sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ việc giảm chi phí nguyên liệu trong số các ngành trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh.

**Hình 7: Giá ngô, lúa mì và đậu nành (Cents/Bu) vẫn chưa quay trở lại mức trước đại dịch.**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt; \*Corn, Wheat, Soybean: Ngô, Lúa mì, Đậu nành

**Hình 8: Giá bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa tách béo (SMP) (USD/MT) đã quay trở lại mức trước đại dịch (2019)**

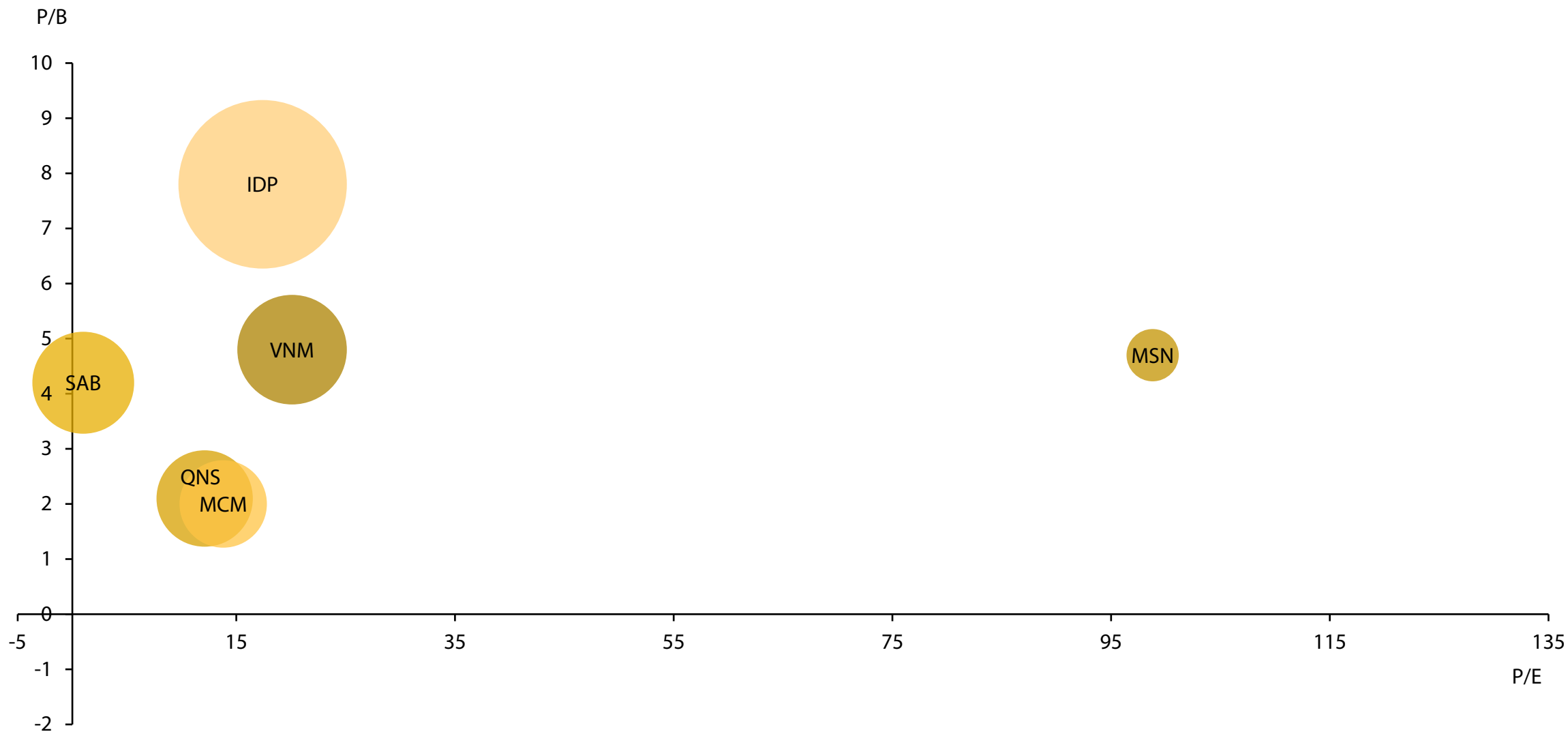


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	Vốn hoá thị trường	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo	Phần còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST %YoY			Lợi nhuận năm 2023		P/E		P/B	
	(Triệu đô)	(Đồng)	(31/7/2022)			2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROA(*)	ROE(*)	Hiện tại (*)	TB 5 năm	Hiện tại (*)	TB 5 năm
<b>VNM</b>	6.882	87.600	75.489	3.850	45,8	-1,6	4,3	5,0	-19,3	6,0	11,5	18,6	25,9	18,1	21,4	5,3	6,7
<b>MSN</b>	5.273	95.700	87.300	0	18,7	-14,0	2,8	2,8	-64,0	-61,5	91,0	1,1	3,5	91,0	34,8	2,8	4,5
<b>QNS</b>	767	52.800	50.900	3.000	32,2	12,5	20,3	4,3	3,7	52,6	-13,6	16,4	23,1	9,3	9,2	1,8	1,7
<b>SAB</b>	4.245	N.R	156.800	2.500	37,7	32,6	n.a	n.a	52,7	n.a	n.a	19,1	13,9	22,8	29,9	4,2	6,9
<b>KDC</b>	706	N.R	65.000	600	29,4	19,4	n.a	n.a	-54,6	n.a	n.a	5,5	3,0	n.a	68,6	2,2	1,5
<b>MCM</b>	184	N.R	39.700	1.000	98,8	7,1	n.a	n.a	8,4	n.a	n.a	14,2	14,0	13,8	N.A	2,0	N.A
<b>IDP</b>	595	N.R	209.500	4.500	90,2	26,1	n.a	n.a	-1,4	n.a	n.a	51,8	23,8	17,4	N.A	7,8	N.A

Nguồn : Fiinpro, CTCK Rồng Việt . Share price as of 31 Jul 2023.





Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 31/07/2023.

**MUA: +21%**

**GTT: 75.500**

**GMT: 87.600**

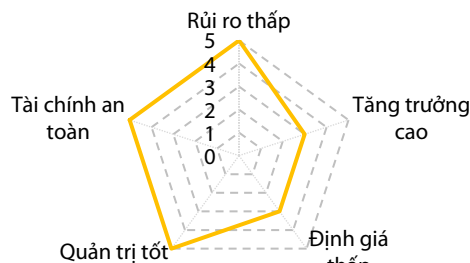
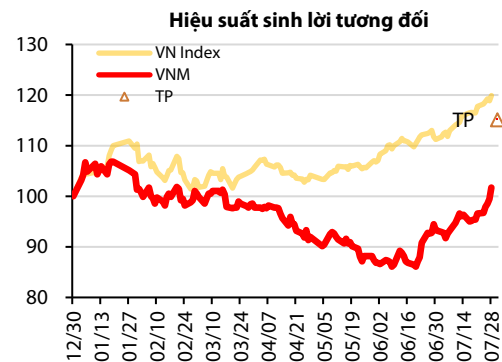
**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2022A**

**2023F**

**2024F**



Ngành	Tiêu dùng thiết yếu
Vốn hóa (triệu \$)	6.824
SLCPĐLH (triệu CP)	2.090
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	3.669
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	256
SH NĐTNN còn lại (%)	46
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	65,5 – 85,6

Doanh thu (tỷ đồng)	59.956	62.532	65.641
LNST (tỷ đồng)	8.516	9.028	10.068
ROA (%)	16,8	18,6	21,2
ROE (%)	23,8	25,9	28,8
EPS (VND)	3.632	3.872	4.283
GTSS/cổ phiếu (VND)	14.282	14.320	14.805
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.850	3.850	3.850
P/E (x)	22,4	22,6	20,3
P/B (x)	5,3	6,1	5,9

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Kết quả kinh doanh của Vinamilk sẽ không còn bị ảnh hưởng bởi nhu cầu yếu và chi phí tăng cao**

- Sự phục hồi của đơn đặt hàng xuất khẩu - được thúc đẩy bởi thị trường Iraq, và hiệu quả của chiến lược bán hàng mới, dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm của Vinamilk kể từ Q3 2023. Chúng tôi tin rằng VNM sẽ giành lại được thị phần trong các quý tiếp theo khi họ đã chuẩn bị tốt cho sự tăng trưởng doanh thu trong thời gian tới.
- VNM đã đưa bột sữa nguyên liệu giá thấp vào sản xuất kể từ Q2 2023, dẫn đến biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Nhờ đó, chúng tôi tin rằng việc cải thiện về chi phí sẽ thúc đẩy lợi nhuận ròng của VNM chuyển sang tăng trưởng dương trong năm 2023.

**Lựa chọn đầu tư vào cổ phiếu phòng thủ với triển vọng lợi nhuận tích cực trong bối cảnh kinh tế vĩ mô nhiều biến động**

- Hình ảnh mới của Vinamilk, tập trung vào nhận thức về thương hiệu của họ, mang lại hy vọng rằng công ty đang lấy lại đà tăng trưởng. Bảng cân đối kế toán lành mạnh cho phép Vinamilk tập trung vào việc hỗ trợ tăng trưởng doanh thu đồng thời quản lý chi phí một cách hiệu quả. Với lợi thế của cổ phiếu phòng thủ, chúng tôi tin rằng một khi công ty cho thấy tín hiệu của sự tăng trưởng doanh thu, sẽ tạo nên lực cầu đối với cổ phiếu, đặc biệt là dòng tiền của các tổ chức đầu tư trong bối cảnh kinh tế vĩ mô nhiều biến động.

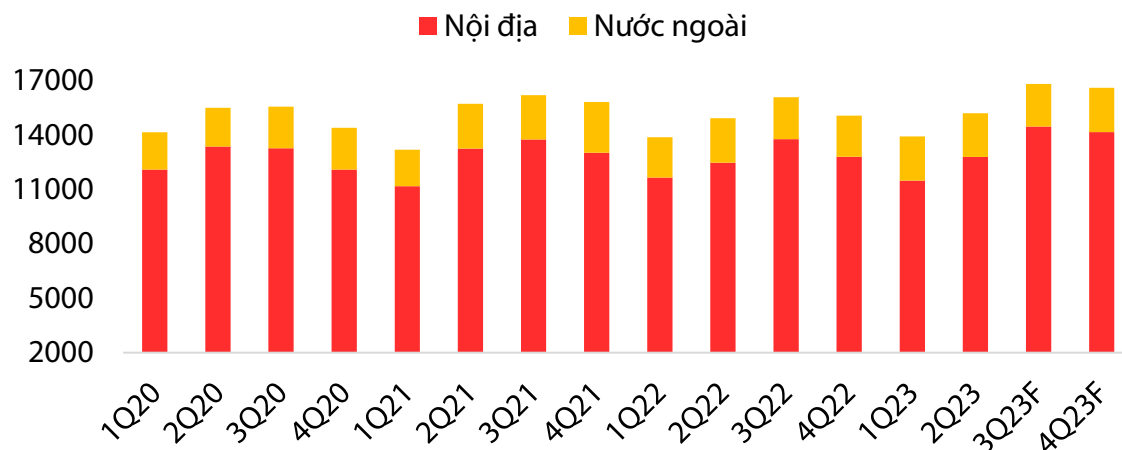
**Triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2023 (2H2023) & 2024**

- Chúng tôi dự đoán rằng 2H2023 và 2024 sẽ là giai đoạn tốt hơn cho tăng trưởng doanh thu của VNM nhờ vào điều kiện kinh doanh thuận lợi (được đề cập trong báo cáo ngành FMCG) và hiệu quả của chiến lược bán hàng mới. Chúng tôi ước tính rằng vào Q4 2023, doanh thu sẽ đạt mức tăng trưởng theo năm cao nhất so với các quý khác trong năm. Điều này là tiền đề cho khả năng phục hồi của tăng trưởng doanh thu trong năm 2024. Chúng tôi giả định rằng VNM sẽ tiếp tục tận dụng lợi thế của nguyên liệu giá thấp trong năm 2024 nhờ vào xu hướng giảm giá bột sữa toàn cầu, dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số vào năm sau.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

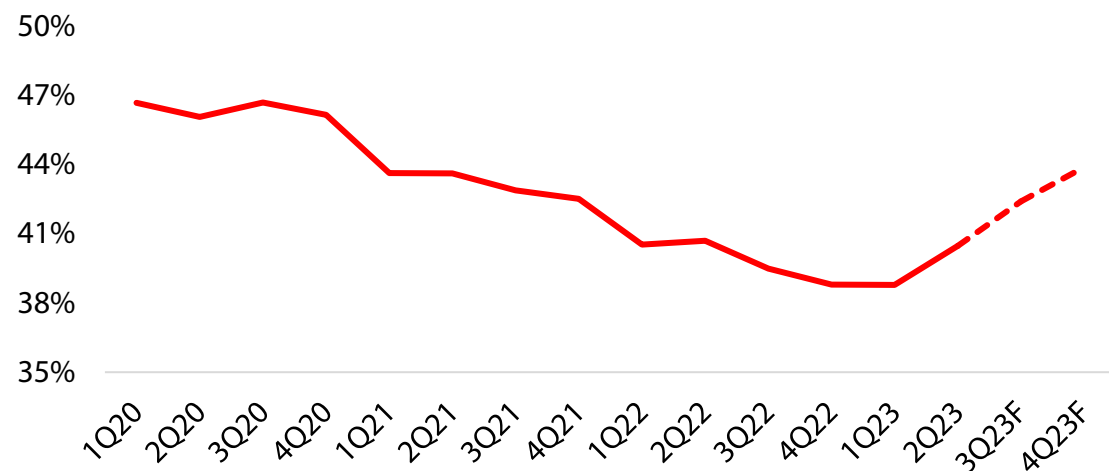
- Các yếu tố bất ngờ ảnh hưởng tiêu cực đến giá bột sữa nguyên liệu toàn cầu, từ đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của Vinamilk.

**Hình 1: Doanh thu nội địa 2H2023 sẽ được thúc đẩy nhờ các điều kiện kinh doanh thuận lợi (tỷ đồng)**



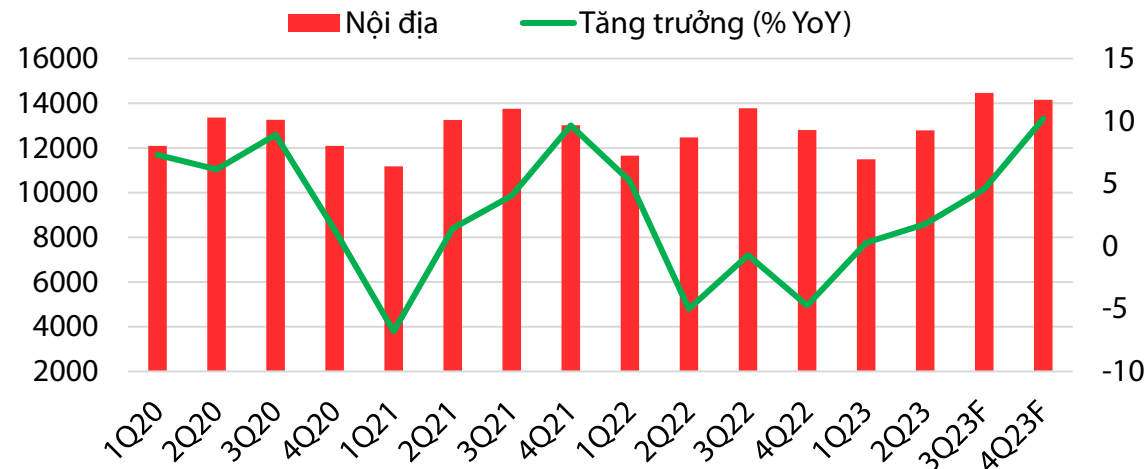
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Biên lợi nhuận gộp VNM sẽ cải thiện theo từng quý (%)**



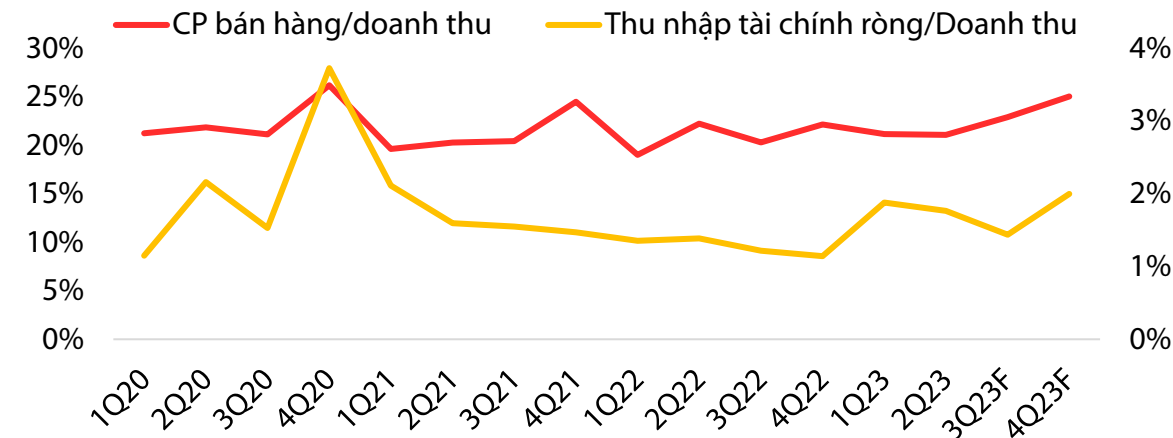
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Doanh thu nội địa kỳ vọng sẽ tăng kể từ năm 2023 nhờ chiến lược bán hàng mới (tỷ đồng – cột trái, % YoY – cột phải)**



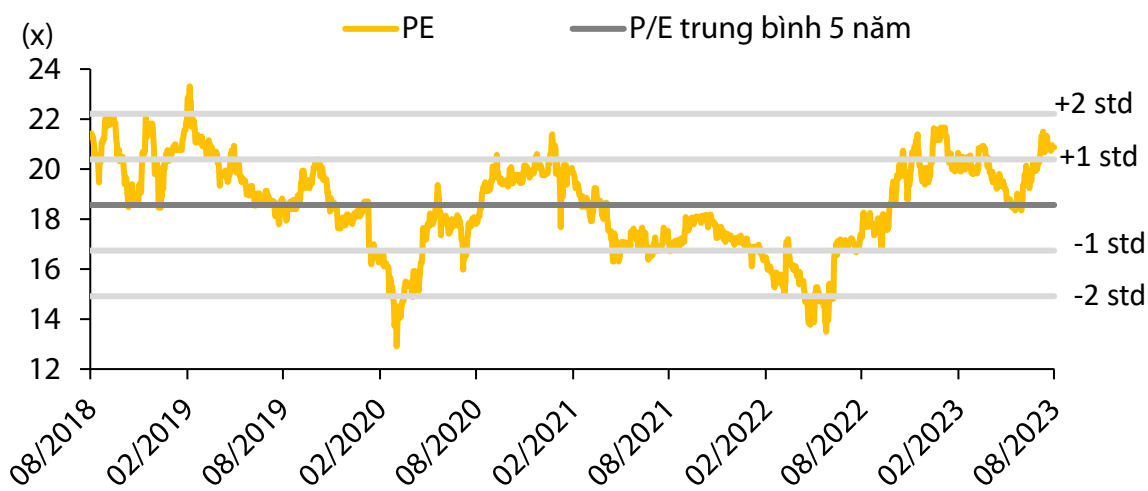
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Thu nhập tài chính ròng dồi dào tạo dư địa cho VNM tập trung vào tăng trưởng doanh thu – Chi phí bán hàng/doanh thu (%), cột trái)**



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: P/E trượt của VNM đã bứt phá khỏi mức trung bình 5 năm nhờ lợi nhuận được cải thiện (x)**



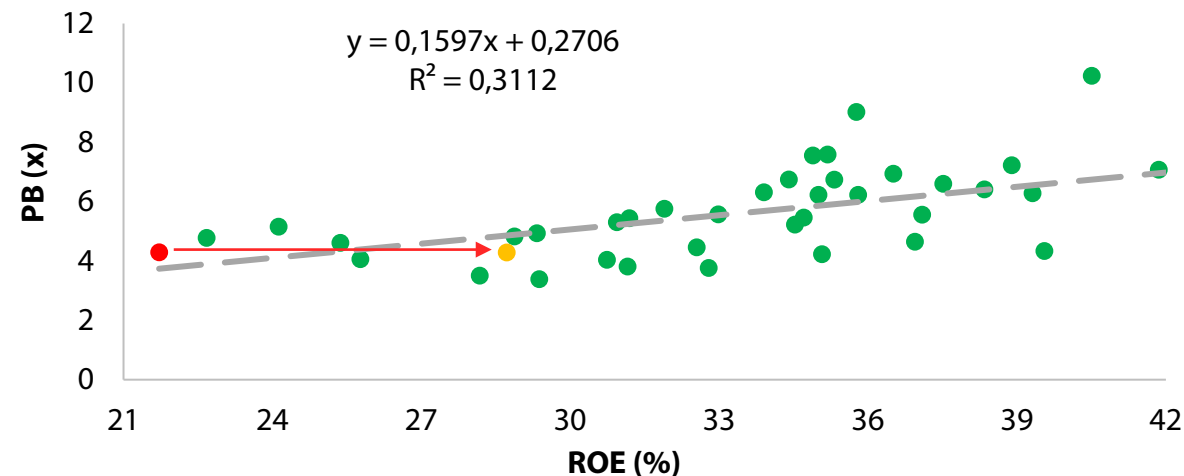
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: KQKD hàng quý của VNM (tỷ đồng)**

	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023F	Q4 2023F
Doanh thu thuần	13.918	15.195	16.814	16.606
Lợi nhuận gộp	5.398	6.150	7.130	7.288
Chi phí bán hàng	2.942	3.200	3.913	4.088
Chi phí QLDN	389	430	450	421
Lợi nhuận HĐ SXKD	2.067	2.520	2.767	2.779
Thu nhập tài chính ròng	261	268	287	286
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.728	3.039	3.141
Lợi nhuận ròng	1.856	2.199	2.435	2.538

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Định giá của VNM được cho là sẽ chuyển từ mức hợp lý sang dưới giá trị do kỳ vọng ROE cao hơn khi doanh thu cao hơn và tỷ suất ROE được cải thiện**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt; \* Điểm màu đỏ biểu diễn mức PB-PE của VNM trong Q2 2023, \*Điểm màu cam là mức ROE 2023F dựa trên PB hiện tại theo Bloomberg

**Bảng 2: Chỉ số tài chính của VNM theo quý (%)**

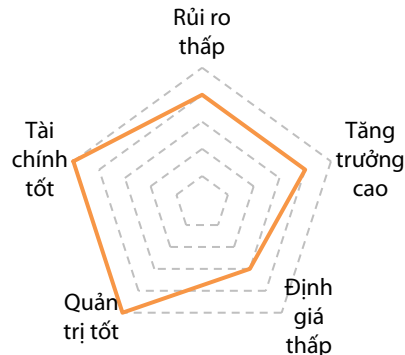
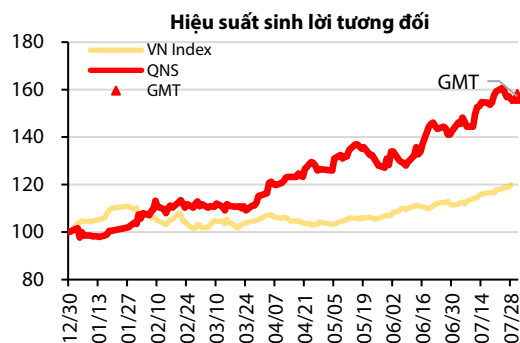
	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023F	Q4 2023F
Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	0,3	1,8	4,6	10,2
Tăng trưởng lợi nhuận gộp (% YoY)	-4,0	1,2	12,3	24,7
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ SXKD (% YoY)	-21,1	5,7	2,9	34,8
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (% YoY)	-18,1	5,6	5,9	35,8
Biên lợi nhuận gộp (%)	38,8	40,5	42,4	43,9
Biên lợi nhuận HĐ SXKD (%)	14,9	16,6	16,5	16,7
Biên lợi nhuận ròng (%)	13,3	14,5	14,5	15,3
ROE trượt (%)	22,7	21,7	24,2	25,9

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**TÍCH LŨY: +10%**

**GTT: 50.100**

**GMT: 52.800**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.347
SLCPĐLH (triệu CP)	357
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.009
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	46
SH NĐTNN còn lại (%)	32,2
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	31,2 – 55

**TÀI CHÍNH**

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.259	9.933	10.563
LNST (tỷ đồng)	1.285	1.960	1.866
ROA (%)	12,5	16,4%	14,2%
ROE (%)	17,2	23,1%	19,8%
EPS (đồng)	4.219	6.373	6.067
GTSS (đồng)	24.760	28.133	31.200
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	8,2	7,9	8,3
P/B (x)	1,4	1,8	1,6

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Giá đường tăng đột biến đã góp phần mang lại lợi nhuận 6T2023 cao kỷ lục.** Trong nửa đầu năm 2023, QNS báo cáo doanh thu thuần đạt 5.282 tỷ đồng và LNST đạt 1.028 tỷ đồng, lần lượt tăng 32% và 90% n/n. Nhờ tăng trưởng mạnh về sản lượng và giá, mảng đường đạt lợi nhuận gần gấp đôi so với cùng kỳ, trong khi doanh thu và LNST của mảng sữa đậu nành giảm nhẹ do sức tiêu thụ yếu.

**Do nhu cầu thấp và chi phí đậu nành vẫn ở mức cao, mảng sữa đậu nành khó có thể phục hồi nhanh trong nửa cuối năm 2023.** Chúng tôi dự báo doanh thu từ sữa đậu nành sẽ giảm nhẹ 5% n/n trong năm 2023 trong bối cảnh xu hướng tiêu dùng trầm lắng, và LNST của mảng này đi ngang svck nhờ tiết giảm chi phí hoạt động. Bước sang năm 2024, chúng tôi dự đoán mức tiêu thụ sữa đậu nành sẽ tăng khiêm tốn 5% n/n, cùng với đó là biên gộp cải thiện 1 pps nhờ chi phí đậu nành nguyên liệu giảm mà hiện phần lớn đã được cố định giá. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ giúp LNST mảng sữa đậu nành tăng trưởng 13% n/n trong năm 2024.

**Mảng đường vẫn thuận lợi trong nửa cuối năm 2023 nhưng giá đường có thể giảm trong năm 2024.**

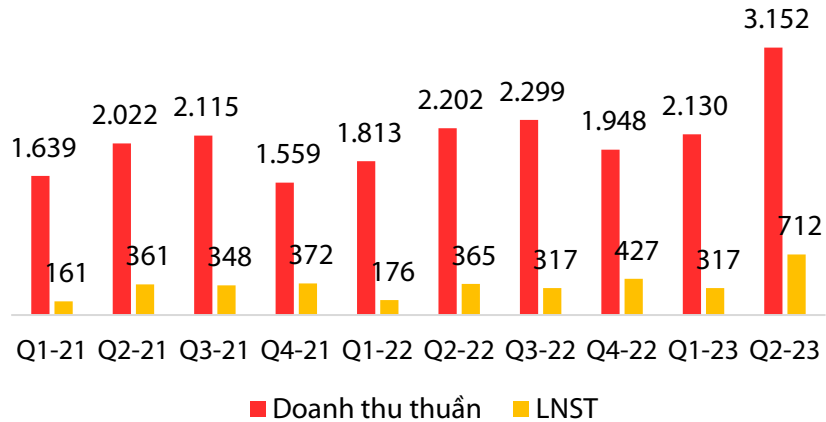
Trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi kỳ vọng giá đường sẽ duy trì ổn định ở mức 20-22 nghìn đồng/kg, giúp LNST cả năm tăng kỷ lục 225% n/n, đóng góp 45% vào tổng lợi nhuận. Hướng tới năm 2024, quan điểm của chúng tôi nghiêng về khả năng giá đường sẽ giảm. Xem xét yếu tố thời tiết xấu dẫn giảm bớt và nguồn cung đường toàn cầu dần phục hồi, chúng tôi dự đoán sản lượng tiêu thụ của QNS sẽ tăng 20% n/n, nhưng giá bán dự kiến giảm 10%, dẫn đến dự phóng LNST của mảng này giảm 30% n/n trong năm 2024.

**Về tổng thể,** chúng tôi dự phóng doanh thu thuần sẽ tăng trưởng 20% và LNST tăng 53% n/n trong năm 2023. Trong năm 2024, doanh thu thuần dự kiến tăng 6% trong khi LNST có thể giảm 5% n/n. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng tỷ lệ PE là 8,3x cho năm 2023 và 8,7x vào năm 2024, so với mức trung bình 5 năm là 8,3x.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

- Biến động của giá đậu nành/giá đường gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty.
- Mức độ phục hồi về nhu cầu tiêu thụ và mức độ cạnh tranh với các sản phẩm thay thế khác của mảng sữa đậu nành.

**LNST phá kỉ lục trong quý 2/2023 nhờ mảng đường tăng trưởng mạnh (tỷ đồng)**



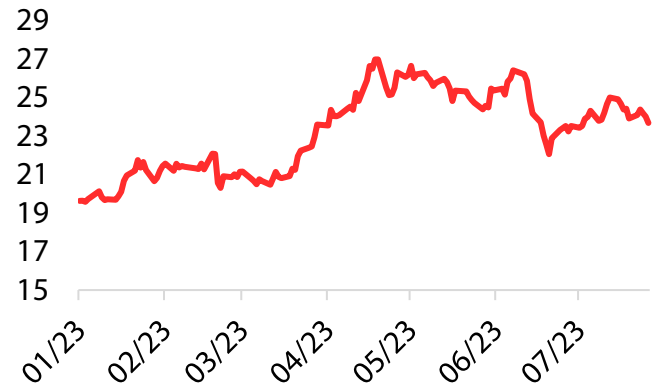
Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

**Giá đậu nành đang trong xu hướng giảm hỗ trợ cải thiện biên gộp năm 2024 (USD/BU)**



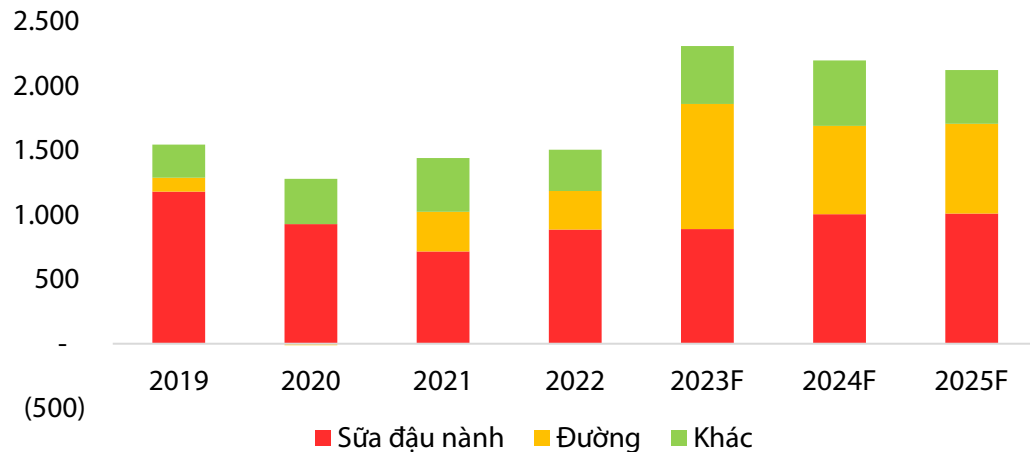
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Giá đường hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì mức cao khi nguồn cung thế giới giảm (USD/LBS)**



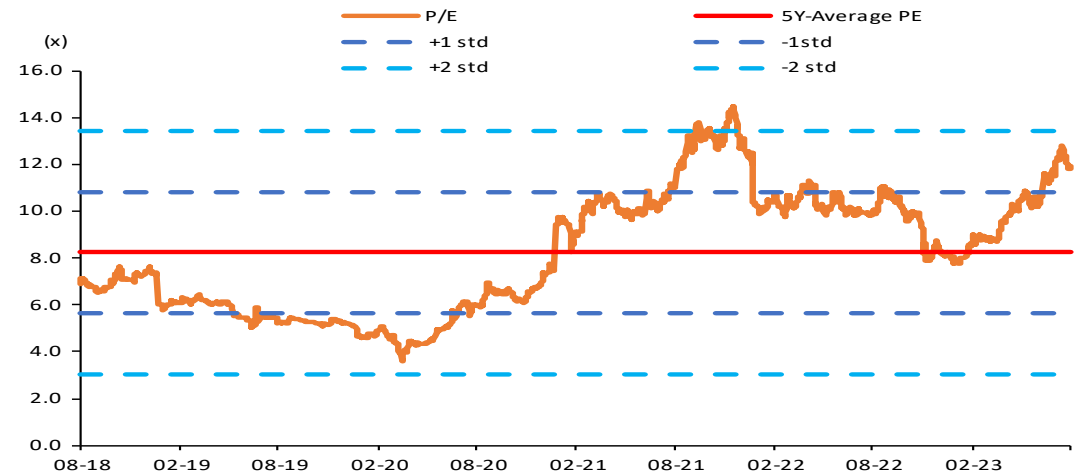
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Cơ cấu LNTT chuyển từ sữa đậu nành sang đường (Tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**PE quá khứ trong giai đoạn 2018-2023 (lần)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**TÍCH LŨY: +10%**

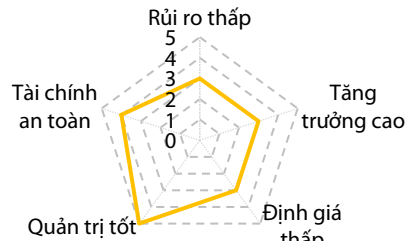
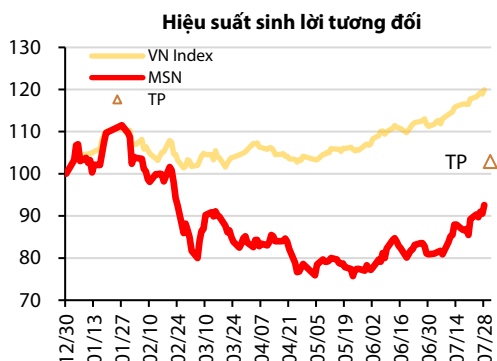
**GTT: 87.300**

**GMT: 95.700**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2022A 2023F 2024F**



Ngành	Tiêu dùng thiết yếu
Vốn hóa (triệu \$)	5.258
SLCPĐLH (triệu CP)	1.431
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.338
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	104
SH NĐTNN còn lại (%)	19
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	69,1-117

Doanh thu (tỷ đồng)	76.189	78.320	81.197
LNST (tỷ đồng)	3.567	1.228	2.255
ROA (%)	3,6	1,1	1,7
ROE (%)	9,0	4,7	6,5
EPS (đồng)	2.512	863	1.584
GTSS (đồng)	25.733	30.989	46.896
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800	0	0
P/E (x)	37,0	110,8	60,4
P/B (x)	5,0	3,0	2,0

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Tăng trưởng doanh số hữu cơ kỳ vọng sẽ hồi phục từ 2023, được thúc đẩy bởi mảng kinh doanh tiêu dùng**

Sự đầu tư vào The Crown X (TCX – mảng kinh doanh tiêu dùng & bán lẻ) kể từ năm 2020 chứng minh thành công của MSN với sự tăng trưởng doanh thu liên tục trong ba năm qua (2020 – 2023F CAGR: +3%). Được hỗ trợ bởi các chiến lược đổi mới sản phẩm của MCH và mở rộng mạng lưới bán lẻ của WCM, chúng tôi tin rằng doanh thu của TCX sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ hơn. TCX chiếm tỷ lệ lớn nhất cả về doanh thu (trên 70% trong 6 tháng đầu năm 2023) và lợi nhuận (Gross/EBITDA: lần lượt trên 80%/50% trong 6 tháng đầu năm 2023) của MSN. Do đó, hoạt động kinh doanh của TCX trở nên tốt hơn sẽ thúc đẩy kết quả kinh doanh của MSN tăng trưởng.

**Biên lợi nhuận cốt lõi kỳ vọng sẽ cải thiện theo quý nhờ lợi thế kinh tế nhờ quy mô**

Các công ty con (WCM & MML) đã đạt được điểm hoà vốn EBITDA trong Quý 1 năm 2021 và giữ vững mức EBITDA dương đến thời điểm hiện tại. Chúng tôi cho rằng giai đoạn từ năm 2020 đến 2023 là giai đoạn mở rộng quy mô của các công ty con này. Trong giai đoạn tiếp theo, lợi thế kinh tế nhờ quy mô được kỳ vọng sẽ giúp những công ty này tối ưu hóa lợi nhuận, được thể hiện qua việc cải thiện biên lợi nhuận gộp và biên EBITDA.

Bất chấp giá hàng hoá nguyên liệu tăng làm tăng các chi phí đầu vào của MCH, khả năng sinh lời của MCH vẫn mạnh mẽ nhờ vào danh mục sản phẩm đa dạng và hệ sinh thái tiêu dùng của MSN. Cùng với sự phát triển của WCM & MML, chúng tôi dự đoán rằng biên lợi nhuận của MSN sẽ cải thiện hơn trong các giai đoạn sắp tới.

**Áp lực chi phí lãi vay đất đỏ đang giảm bớt, giúp giảm áp lực lên lợi nhuận trong nửa cuối năm 2023 (2H2023) và 2024**

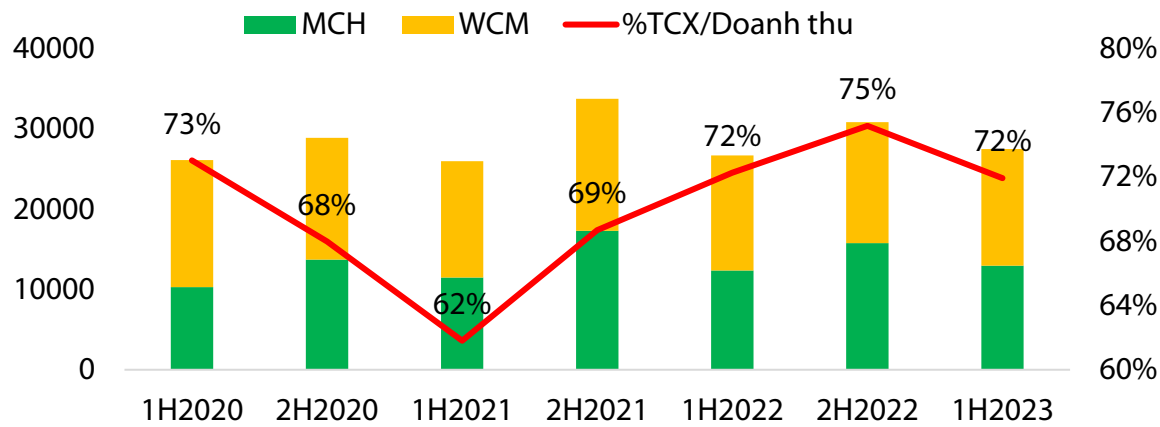
Kể từ khi MSN tái cơ cấu các khoản nợ, tổng nợ đã giảm xuống còn 68.069 tỷ đồng trong 1H2023 từ mức 70.993 tỷ đồng vào cuối năm 2022. Trong bối cảnh lãi suất đang giảm, chúng tôi dự đoán rằng khoản chi phí lãi vay sẽ thấp hơn kể từ 2H2023 trở đi.

Lợi nhuận năm 2024 được dự đoán sẽ đạt mức tăng trưởng hai chữ số, dựa trên sự cải thiện của các lĩnh vực kinh doanh chính và mức nền thấp của năm 2023.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

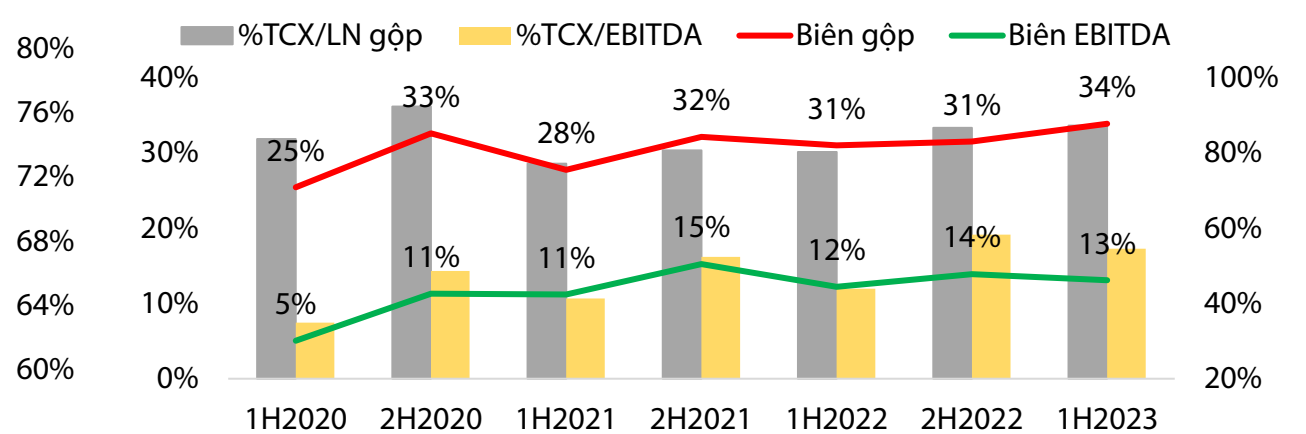
Tổng nợ của MSN có thể không giảm và duy trì ở mức cao để tài trợ cho các chiến lược mở rộng kinh doanh, gây áp lực lên bảng cân đối kế toán cũng như áp lực trả lãi vay.

**Hình 1: TCX chiếm hơn 70% tổng doanh thu của MSN (% , cột phải) – Cơ cấu doanh thu TCX (tỷ đồng, cột trái)**



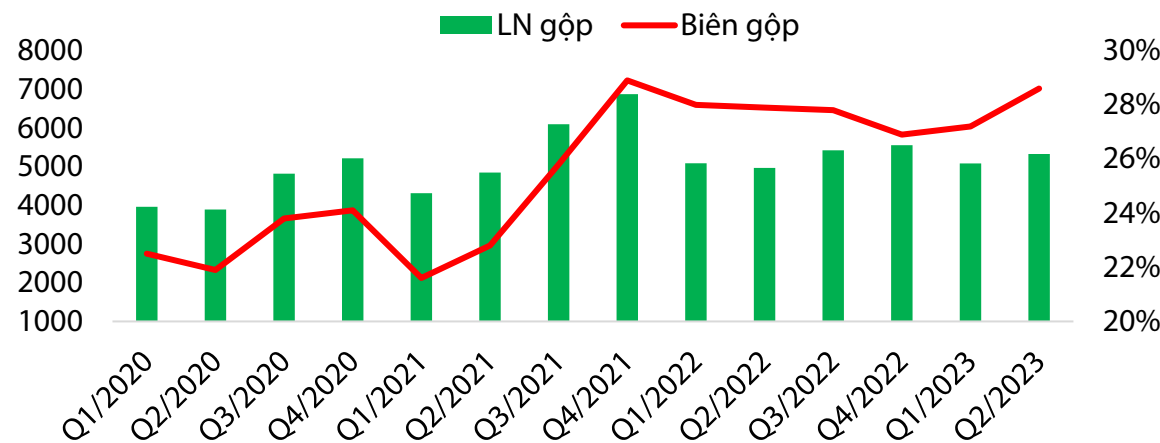
Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Sự cải thiện trong biên lợi nhuận (% , cột trái) thúc đẩy TCX tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng lợi nhuận của MSN (% , cột phải)**



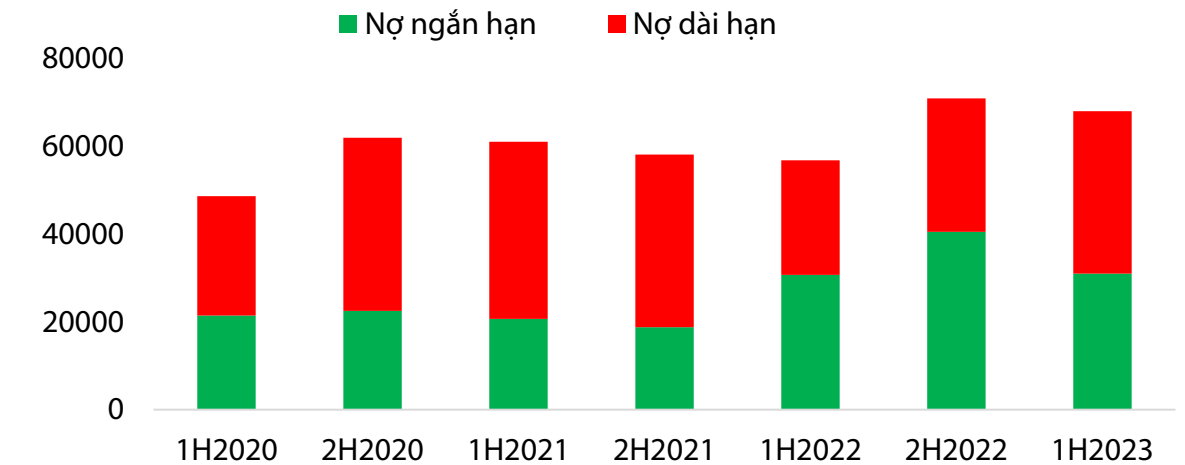
Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Lợi nhuận gộp của MSN (tỷ đồng, cột trái) cho thấy tín hiệu cải thiện theo quý – Biên lợi nhuận gộp (% , cột phải)**



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tổng nợ vay của MSN được kỳ vọng sẽ giảm trong 2H2023 (tỷ đồng)**



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

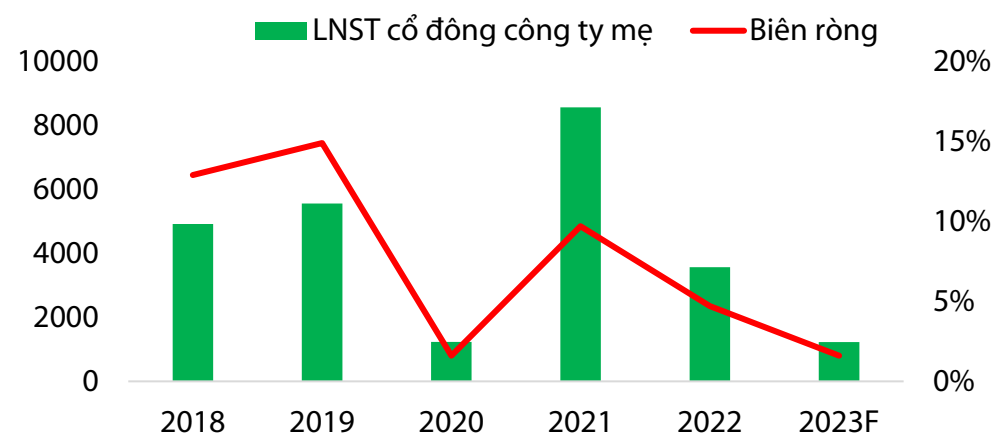


**Bảng 1: Dựa trên triển vọng tăng trưởng của các công ty con, chúng tôi cho rằng cổ phiếu MSN đang giao dịch dưới giá trị thực của công ty.**

Định giá từng phần (SoTP) (đồng)	(Đơn vị: tỷ đồng)	FY2023F	Ghi chú
<b>1) Masan Consumer (MCH)</b>			
Giá trị VCSH		104.628	Phương pháp DCF
Tỷ lệ sở hữu của Masan (%)		72,8	
Giá trị VCSH đóng góp vào Masan (A)		76.169	Bội số PE = 13x
<b>2) Masan MEATLife (MML)</b>			
Giá trị VCSH		5.550	Phương pháp bội số EV/EBITDA
Tỷ lệ sở hữu của Masan (%)		94,9	
Giá trị VCSH đóng góp vào Masan (B)		5.267	Hệ số EV/EBITDA của các đối thủ = 12x
<b>3) Masan High-tech Materials (MHT)</b>			
Giá trị VCSH		22.791	Phương pháp bội số EV/EBITDA
Tỷ lệ sở hữu của Masan (%)		86,4	
Giá trị VCSH đóng góp vào Masan (C)		19.691	Hệ số EV/EBITDA của các đối thủ = 9x
<b>4) WinCommerce (WCM)</b>			
Giá trị VCSH		36.709	Phương pháp bội số P/S
Tỷ lệ sở hữu của Masan (%)		71,5	
Giá trị VCSH đóng góp vào Masan (D)		26.247	Hệ số P/S = 1.2x
<b>5) Phuc Long Heritage</b>			
Giá trị VCSH		5.178	
Tỷ lệ sở hữu của Masan (%)		85,0	
Giá trị VCSH đóng góp vào Masan (E)		4.401	Hệ số P/E = 10
<b>6) Giá trị Các khoản đầu tư dài hạn</b>			
Techcombank (TCB)		7.631	Phương pháp DCF + P/B
Đầu tư dài hạn khác		945	
Giá trị VCSH đóng góp vào Masan (F)		8.576	
<b>7) Giá trị tài sản khác (G)</b>		<b>(4.147)</b>	
Giá trị VCSH (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) + (G)		<b>136.205</b>	
Cổ phiếu phổ thông đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		1.424	
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>		<b>95.700</b>	FY2023

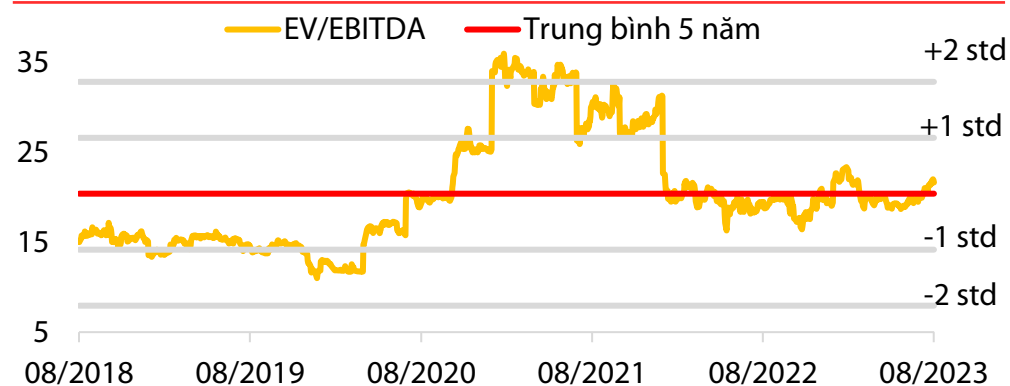
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Lợi nhuận kỳ vọng sẽ chạm đáy trong năm 2023 (tỷ đồng, cột trái) – Biên lợi nhuận ròng (% , cột phải)**



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: EV/EBITDA trượt (x) của MSN đang dao động ở mức trung bình 5 năm, cùng với triển vọng tăng trưởng 2H2023 & 2024, chúng tôi kỳ vọng mức định giá đang hấp dẫn**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

## KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**

**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Lê Tự Quốc Hưng**

**Analyst**

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Nguyễn Hà Trinh**

**Senior Consultant**

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Bùi Đặng Cát Khánh**

**Assistant**

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Trần Hà Xuân Vũ**

**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Nguyễn Hồng Loan**

**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Bernard Lapointe**

**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Đỗ Thanh Tùng**

**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Đặng Chính**

**Analyst**

chinh.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng

**Trần Thị Hà My**

**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Thị Ngọc An**

**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

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

**Cao Ngọc Quân**

**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

**Lê Kim Ngân**

**Analyst**

ngan.lk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Dầu khí
- Phân bón

**Đỗ Thạch Lam**

**Senior Analyst**

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Bất động sản

**Trịnh Thị Thu Hoài**

**Analyst**

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

**Trần Thị Ngọc Hà**

**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến 8 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

