

Báo cáo ngành  
31/05/2022

## Ngành sản xuất và chế biến thịt

### Khó khăn nổi tiếp khó khăn

- Chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi tiếp tục tăng do cuộc xung đột Nga-Ukraine đã gây áp lực lên các doanh nghiệp sản xuất thịt trong nước.
- Trong Q1/22, giá lợn hơi cải thiện 18,6% so với quý trước nhưng giảm 30,7% svck.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập cho ngành.

#### Các DN sản xuất thịt gặp khó khăn trong Q1/22

Theo ước tính, tổng DT của các công ty sản xuất thịt niêm yết giảm 39,7% svck và LN ròng giảm 37,4% svck. Biên LN góp tổng ghi nhận mức giảm mạnh trong Q1/22 bao gồm DBC (-16,3đ%) và MML (-8,3đ%). Chúng tôi cho rằng kết quả kém khả quan là do giá nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi tăng mạnh và giá lợn hơi giảm 30,7% svck trong Q1/22. Theo quan điểm của chúng tôi, giá lợn hơi không thể tăng mạnh theo giá nguyên vật liệu đầu vào do nhu cầu tiêu thụ thịt chưa phục hồi hoàn toàn so với mức trước Covid-19. Trong khi đó, nguồn cung thịt lợn vẫn ổn định và đang trên đà phục hồi sau dịch ASF.

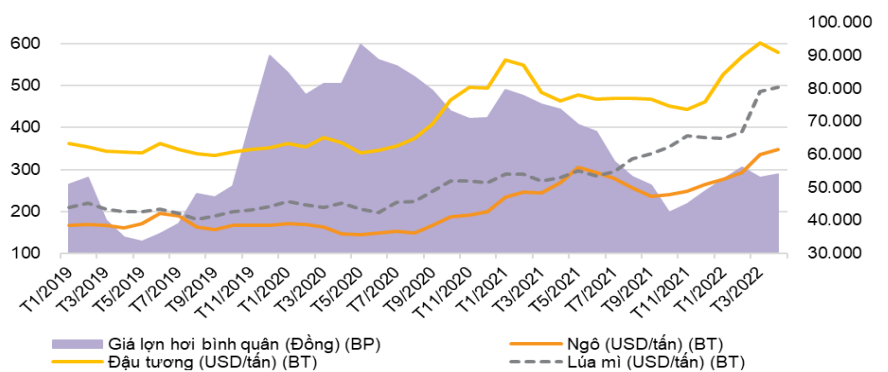
#### Áp lực 2 chiều phủ bóng lên triển vọng năm 2022

Theo World Banks, giá lúa mì, ngô và khô đậu tương sẽ tăng 42,7%/19,4%/9,7% svck trong 2022, kéo theo chi phí nguyên vật liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi tăng. Trong khi đó, giá lợn hơi trong nước dự kiến giảm 5,8% svck trong 2022 chủ yếu do mức nền cao trong 6T21 và nhu cầu tiêu thụ phục hồi chậm sau Covid-19. Do đó, chúng tôi cho rằng 2022 vẫn sẽ là năm đầy thách thức với các DN sản xuất thịt. Chúng tôi dự phóng LN ròng DBC giảm 29,6% svck trong khi LN ròng của MML giảm mạnh 66,2% svck. Chúng tôi cho rằng, kế hoạch kinh doanh của các DN sản xuất thịt khá tích cực (tăng trưởng LN ròng 10,0% svck) trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đầu vào không ổn định do cuộc xung đột trong khi giá lợn hơi khó có thể tăng mạnh vào 2022.

#### Khuyến nghị Trung lập đối với MML và DBC

Các DN sản xuất thịt (gồm DBC, MML, VSN) đang giao dịch ở mức P/E dao động trong khoảng 15-18 lần, cao hơn trung bình ngành hai năm là 16 lần. Chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với DBC và MML do triển vọng tăng trưởng LN ròng đã được phản ánh vào giá và các công ty này dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng âm trong 2022. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên thận trọng trong các quyết định đầu tư liên quan đến cổ phiếu ngành thịt trong giai đoạn này. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) giá ngũ cốc toàn cầu thấp hơn dự kiến, 2) giá lợn hơi cao hơn dự kiến và 3) nhu cầu tiêu thụ thịt mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá nguyên vật liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến và 2) giá lợn hơi thấp hơn dự kiến.

Hình 1: Giá ngũ cốc tăng 12,8% svck trong khi giá lợn hơi giảm 30,7% svck trong Q1/22



Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

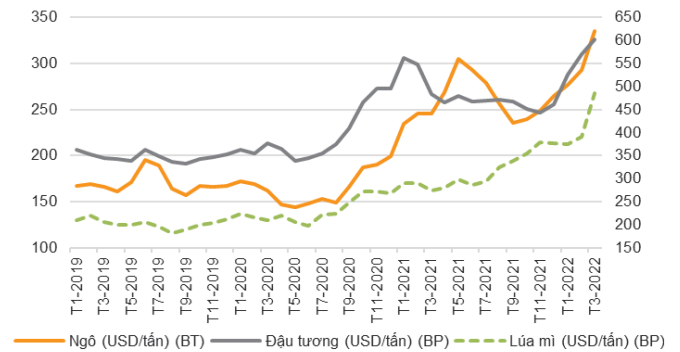
hien.hathu@vndirect.com.vn

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MUNDI INDEX

## TỔNG QUAN NGÀNH SẢN XUẤT VÀ CHẾ BIẾN THỊT

### Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh trong Q1/22

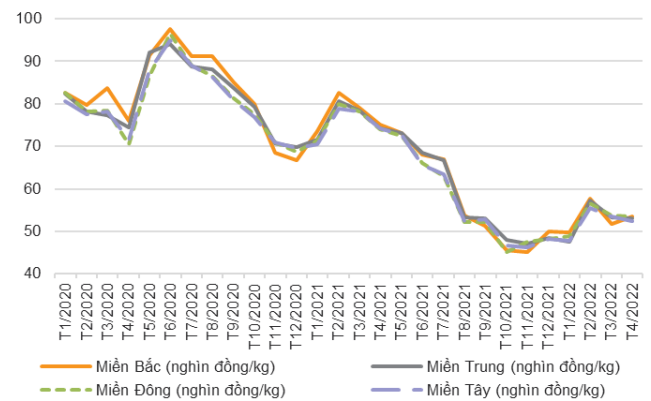
Chúng tôi nhận thấy giá ngũ cốc toàn cầu đã tiếp tục tăng mạnh trong T2-T4/22 trước lo ngại về nguồn cung bị gián đoạn do cuộc xung đột Nga-Ukraine đang diễn ra từ ngày 24/02/2022. Cụ thể, giá lúa mì tăng 32,3%/1,8%/76,3% từ đầu năm đến nay/so với tháng trước/svck trong T4/22. Theo sau là giá ngô và đậu tương lần lượt ghi nhận mức tăng 25,9%/3,8%/29,8% và 10,1%/-3,7%/24,8% svck.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INDEX MUNDI

### ... trong khi giá lợn hơi trong nước đi ngang

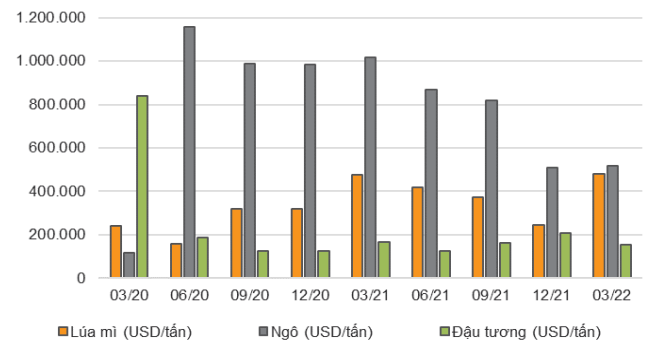
Giá lợn hơi bình quân trong nước tại các vùng miền đều tăng nhẹ trong T4/2022. Cụ thể, miền Bắc ghi nhận mức giá trung bình cao nhất là 54.400 đồng/kg trong khi miền Trung ghi nhận mức thấp nhất là 53.722 đồng/kg.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

### Sản lượng nhập khẩu nguyên vật liệu thức ăn chăn nuôi giảm

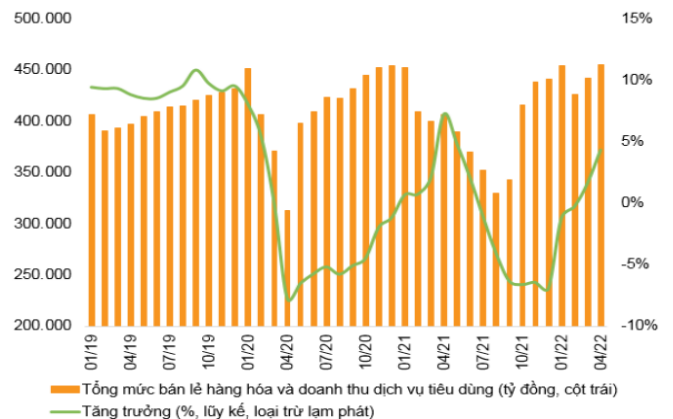
Theo Tổng cục Hải quan, Việt Nam đã nhập khẩu tổng khối lượng hơn 1,147 triệu tấn (-30,8% svck) lúa mì, ngô và đậu tương trong T3/2022. Tổng sản lượng nhập khẩu giảm chủ yếu do khối lượng nhập khẩu ngô và đậu tương giảm 49,3% svck và 9,5% svck. Theo quan điểm của chúng tôi, giá hàng hóa tăng đã buộc các công ty phải điều chỉnh giảm lượng hàng tồn kho với thời hạn hợp đồng ngắn hơn.



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

### Ngành dịch vụ tăng tốc phục hồi

Ngành dịch vụ Việt Nam đã khởi đầu mạnh mẽ trong Q2/22 với tổng mức bán lẻ hàng hóa và DT dịch vụ tiêu dùng trong T4/22 đạt 445.494 tỷ đồng, tăng 3,1% so với tháng trước và tăng 12,1% svck. Theo Tổng cục Thống kê, đây là mức tăng trưởng tháng (so với cùng kỳ) cao nhất kể từ T5/2021. Chúng tôi cho rằng dịch vụ ăn uống được cải thiện trong T4/22 đã đẩy giá lợn hơi tăng nhẹ 1,9% so với tháng trước. Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 6,9% so với tháng trước lên 45,5 nghìn tỷ đồng (+14,8% svck) vào T4/22. Theo quan điểm của chúng tôi, nhu cầu ăn uống tại chỗ ngày càng tăng sẽ tiếp tục thúc đẩy tiêu thụ thịt phục hồi, hỗ trợ giá lợn hơi trong những tháng tới.



Nguồn: GSO, VNDIRECT RESEARCH

## KHÓ KHĂN NỔ TIẾP KHÓ KHĂN

### Các DN sản xuất thịt ghi nhận kết quả kinh doanh trái chiều trong Q1/22

Dựa trên ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu của các công ty sản xuất thịt niêm yết đã giảm 39,7% svck trong Q1/22 và LN ròng cũng giảm 37,4% svck. Các công ty ghi nhận mức tăng trưởng LN âm trong Q1/22 cao nhất bao gồm DBC (-97,6% svck) và BAF (-7,8% svck). Chúng tôi cho rằng, tổng doanh thu giảm chủ yếu do giá lợn hơi giảm mạnh 30,7% svck trong Q1/22. Bên cạnh đó, BAF chủ động cắt giảm doanh thu từ mảng kinh doanh nông sản và MML không còn ghi nhận doanh thu từ mảng thức ăn chăn nuôi cũng góp phần làm sụt giảm tổng doanh thu. Trong khi đó, tổng biên LN gộp của các nhà sản xuất thịt giảm đáng kể 13,2đ % svck trong Q1/22 do giá nguyên vật liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi cao hơn trong khi giá đầu ra thấp hơn. Giá lúa mì, ngô và đậu tương tăng mạnh 46,9%/24,8%/6,5% svck trong Q1/22.

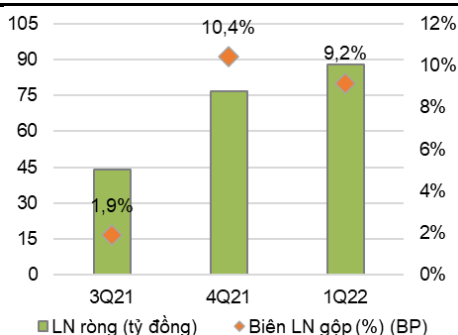
Hình 2: KQKD các doanh nghiệp sản xuất thịt trong Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)

Mã	Doanh nghiệp sản xuất thịt	Doanh thu Q1/21	Doanh thu Q1/22	Thay đổi (svck)	Biên LN gộp Q1/21 (%)	Biên LN gộp Q1/22 (%)	Thay đổi (svck)	LN ròng Q1/21	LN ròng Q1/22	Thay đổi (svck)
DBC	Công ty Cổ phần Tập đoàn DABACO Việt Nam	2.474	2.806	13,4%	25,4%	9,1%	-16,3% pts	365	9	-97,6%
BAF	Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam	2.508	1.582	-36,9%	5,3%	8,7%	3,4% pts	95	88	-7,8%
VLC	Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	622	676	8,7%	28,1%	29,7%	1,6% pts	54	60	11,7%
MML	Công ty cổ phần Masan MeatLife	4.704	931	-80,2%	14,3%	6,0%	-8,3% pts	146	244	67,2%
VSN	Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	1.200	944	-21,3%	20,7%	24,9%	4,2% pts	38	36	-3,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

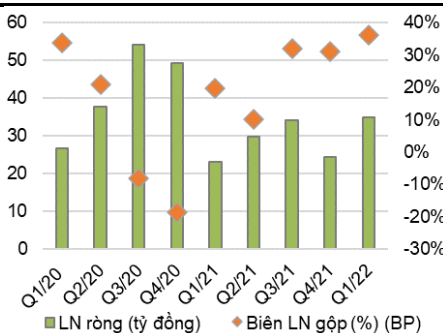
Trong Q1/22, CTCP Nông nghiệp BAF Việt Nam (BAF VN, HOSE) ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu âm 36,9% svck do công ty chủ động giảm sản lượng kinh doanh nông sản để tập trung nguồn lực cho hoạt động kinh doanh 3F. Tuy nhiên, công ty ghi nhận biên LN gộp tăng 3,8đ % svck trong Q1/22. Trong đó, biên LN gộp mảng trang trại & thực phẩm cải thiện 2,3đ % svck trong Q1/22. Chúng tôi cho rằng, BAF có lợi thế về nguyên vật liệu đầu vào so với các đối thủ cạnh tranh. Trong đó, nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi của BAF được nhập từ Tập đoàn Tân Long với giá thấp hơn 10-15% so với các công ty cùng ngành. CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG VN, HOSE) cũng ghi nhận biên LN gộp tăng 16,4đ %, cụ thể, mảng thịt lợn tăng 9,0đ % chủ yếu nhờ chi phí đầu vào thấp hơn so với các đối thủ khác. Theo ban lãnh đạo, công ty đã tận dụng sản lượng chuỗi không đạt tiêu chuẩn xuất khẩu từ mảng kinh doanh trái cây để làm nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất thức ăn chăn nuôi. Do đó, công ty ít bị ảnh hưởng bởi giá nông sản toàn cầu tăng cao trong Q1/22.

Hình 3: Biên LN gộp và LN ròng của BAF trong giai đoạn Q3/21-Q1/22



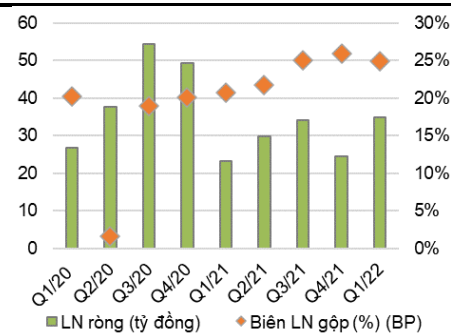
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: Biên LN gộp và LN ròng của HAG trong giai đoạn Q1/20-Q1/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Biên LN gộp và LN ròng của VSN trong giai đoạn Q1/20-Q1/22

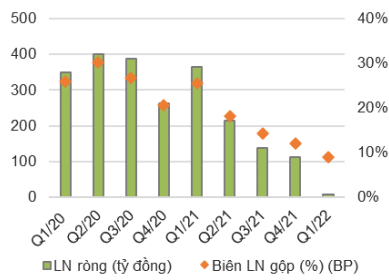


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



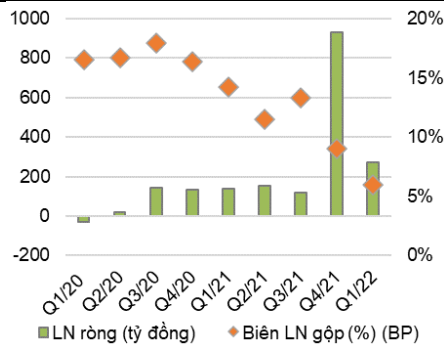
Do giá nguyên vật liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng cao, Tập đoàn Dabaco (DBC VN, HOSE) ghi nhận biên LN gộp hoạt động kinh doanh chính giảm mạnh 16,5đ %. Do đó, LN ròng của DBC giảm 97,6%, thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi. Masan MeatLife (MML VN, HOSE) cũng ghi nhận biên LN gộp giảm 8,3đ %, chủ yếu do không còn ghi nhận LN gộp từ mảng thức ăn chăn nuôi và giá lợn hơi giảm 30,7% svck trong Q1/22. Chúng tôi ước tính biên LN gộp mảng thịt lợn giảm đáng kể từ 18,1% trong Q1/21 xuống còn 12,1% trong Q1/22 trong khi mảng kinh doanh thịt gà có thương hiệu mang lại biên LN gộp âm 1,8% trong Q1/22, tăng 8,7đ % so với mức âm 10,5% trong Q1/21.

Hình 6: Biên LN gộp và LN ròng của DBC trong giai đoạn Q1/20-Q1/22



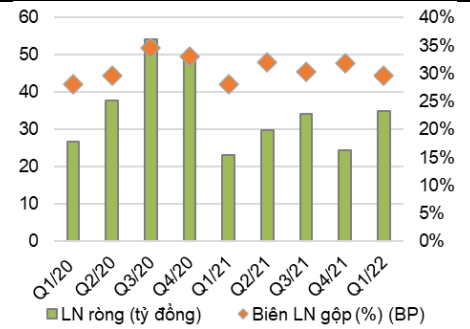
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Biên LN gộp và LN ròng của MML trong giai đoạn Q1/20-Q1/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Biên LN gộp và LN ròng của VLC trong giai đoạn Q1/20-Q1/22



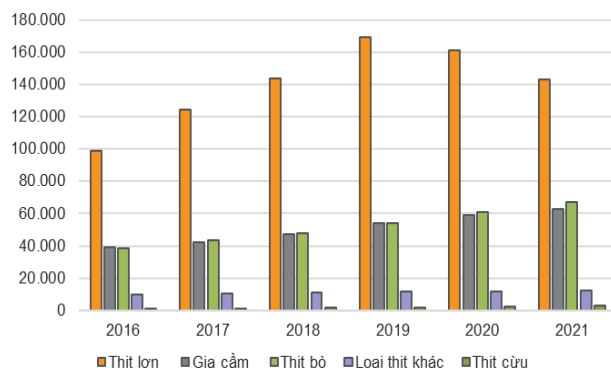
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2022: Khó khăn còn phía trước

### Áp lực cạnh tranh tăng lên

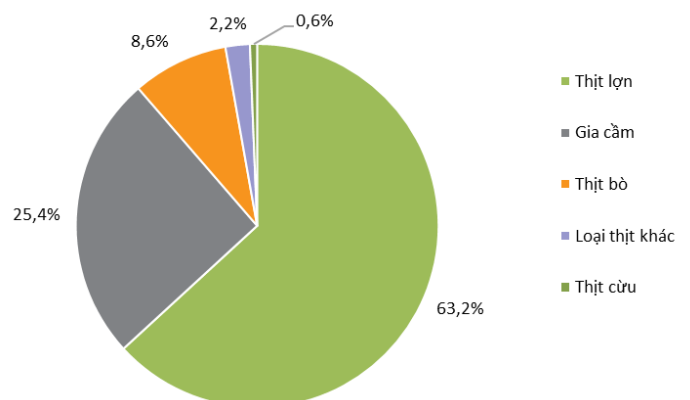
Theo Euromonitor, giá trị thị trường thịt các loại ước tính đạt khoảng 12,5 tỷ USD vào năm 2021. Trong đó, thị trường thịt lợn chiếm 49,7%, tiếp theo là thị trường gia cầm (23,4%) và thị trường thịt bò (21,7%). Chúng tôi cho rằng thị trường thịt lợn là phân khúc tiềm năng nhất vì thịt lợn chiếm 60-65% trong "giỏ thực phẩm". Theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD), Việt Nam sẽ vượt lên vị trí số 2 châu Á về tiêu thụ thịt lợn vào năm 2022, đạt 3,4 triệu tấn với tốc độ tăng trưởng kép là 3,1% trong giai đoạn 2022-2030.

Hình 9: Doanh thu bán lẻ theo các loại thịt giai đoạn 2016-2021 (đơn vị: tỷ đồng)



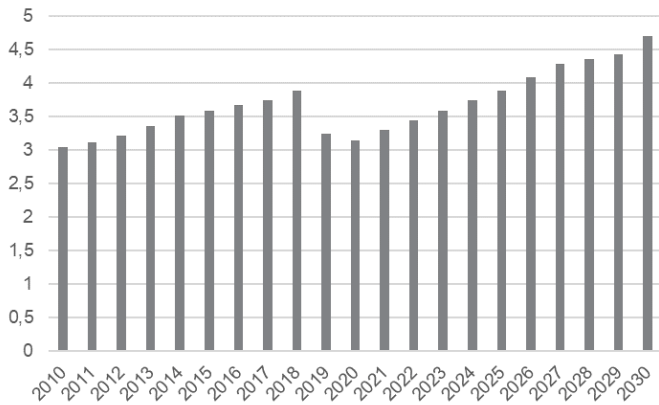
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR

Hình 10: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo các loại thịt năm 2021



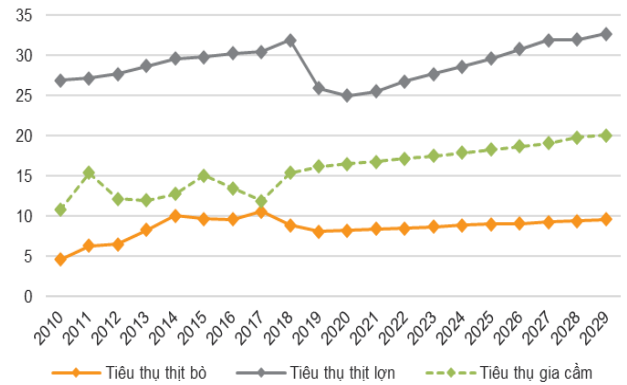
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR

**Hình 11: Lượng tiêu thụ thịt lợn của Việt Nam được dự báo sẽ đạt CAGR là 3,1% trong giai đoạn 2021-30 (đơn vị: triệu tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, OECD

**Hình 12: Sản lượng tiêu thụ thịt bình quân đầu người tại Việt Nam trong 2010-29 (đơn vị: kg/người)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, OECD

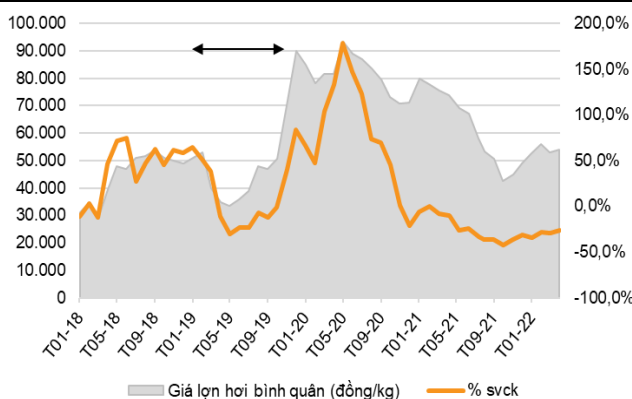
CTCP Vissan (thịt lợn và thịt bò) là doanh nghiệp chế biến thịt chiếm thị phần lớn nhất, tiếp theo là CTCP CP và Công ty TNHH San Hà. Chúng tôi cho rằng sân chơi trên thị trường thịt lợn hiện nay khá chật chội với nhiều thương hiệu quen thuộc như CP Food, Vissan, Dabaco, Green Feed, Masan MeatLife và thương hiệu mới BAF.

**Giá thịt trong nước diễn biến trái chiều trong 2022**

Trong Q1/22, giá lợn hơi được cải thiện 18,6% so với Q4/21 chủ yếu nhờ nhu cầu tiêu thụ thịt tăng khoảng 10% svck trong kỳ nghỉ Tết Nguyên đán vào cuối tháng 1 - đầu tháng 2. Tuy nhiên, giá lợn hơi có xu hướng giảm dần và đi ngang vào cuối tháng 2 do nhu cầu phục hồi chậm trong khi nguồn cung tiếp tục phục hồi sau ASF.

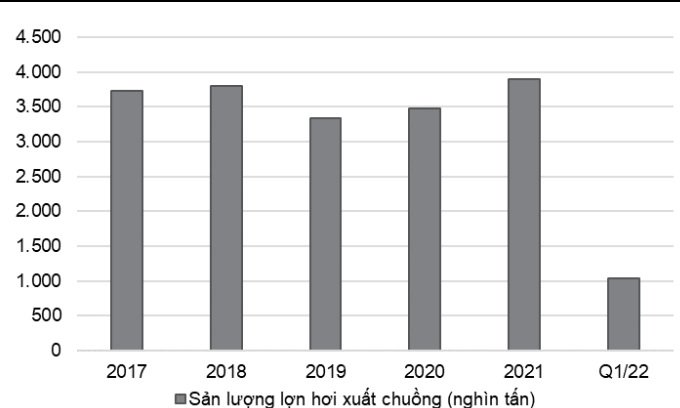
Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy rằng nguồn cung lợn hơi vẫn ổn định trong Q1/22. Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, tổng đàn lợn tăng khoảng 4,2% svck trong Q1/22. Sản lượng lợn hơi xuất chuồng trong Q1/22 ước tính đạt 1,1 triệu tấn, tăng 4,3% svck và đạt 24% kế hoạch năm 2022. Đến cuối tháng 4, tổng đàn lợn tăng 5,5% svck. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thịt trong Q2/22 khó có thể tăng đột biến khi các trường học bước vào kỳ nghỉ hè trong khi các nhà hàng và bếp ăn công nghiệp vẫn tiêu thụ với mức tương đương với Q1/22. Bên cạnh đó, Covid-19 cũng đã thay đổi thói quen của người tiêu dùng, khiến nhiều người còn e ngại với các các hoạt động ăn uống tại chỗ. Do đó, chúng tôi dự kiến giá lợn hơi trung bình sẽ giảm 5,8% svck năm 2022 so với mức 61.600 đồng/kg được ghi nhận vào năm 2021 chủ yếu do mức giá cao 73.800 đồng/kg trong 6T21.

**Hình 13: Giá lợn hơi tăng 18,6% so với quý trước trong Q1/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

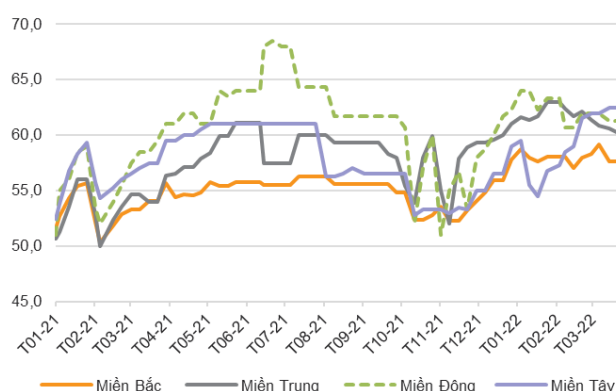
**Hình 14: Nguồn cung lợn hơi vẫn duy trì ổn định trong Q1/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GSO

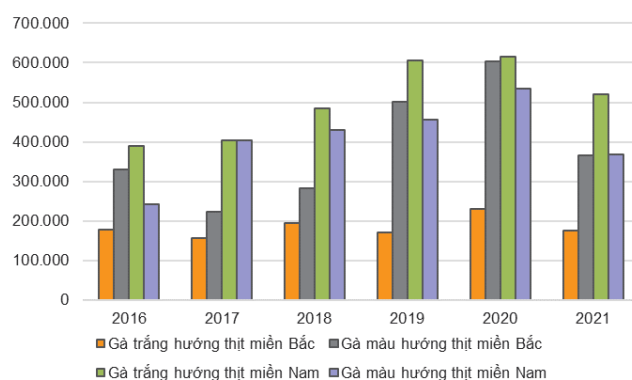
Mặt khác, giá gia cầm tăng 10,2% svck và 7,2% so với quý trước trong Q1/22. Chúng tôi cho rằng, giá gia cầm tăng do thiếu nguồn cung trong khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi sau Covid-19. Theo AgroMonitor, sản lượng gà thịt trắng của Việt Nam năm 2021 ước đạt gần 700.000 tấn, giảm 18% svck do giá bán giảm xuống dưới chi phí sản xuất từ tháng 7-10/2021. Giá thức ăn chăn nuôi tăng nhanh, khiến một số lượng lớn trứng giống được bán thương mại thay vì ấp. Cụ thể, sản lượng gà thịt trắng ở miền Nam giảm 15% svck và miền Bắc giảm 23% svck vào năm 2021. Ngoài ra, gà thịt gần như không thể nhập khẩu vào Việt Nam trong Q1/22 do chính sách "Zezo covid" của Trung Quốc, khiến giá gia cầm tăng liên tục trong thời gian gần đây. Năm 2022, chúng tôi hy vọng giá gia cầm sẽ tăng 6,0% svck do thiếu hụt nguồn cung khi nông dân bỏ tái đàn gà năm 2021 trong khi nhu cầu sẽ tiếp tục phục hồi cho đến cuối năm 2022.

Hình 15: Giá gia cầm tăng 10,2% svck trong Q1/22 (đơn vị: nghìn đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

Hình 16: Sản lượng gà thịt giảm trong năm 2021 (đơn vị: tấn)

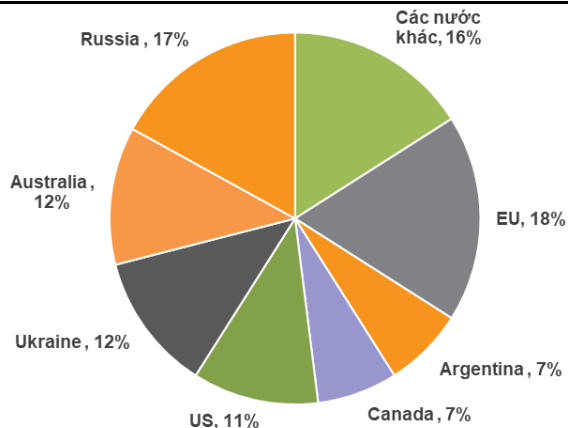


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROMONITOR

### Giá ngũ cốc toàn cầu dự kiến sẽ tiếp tục ở mức cao, tạo áp lực lên chi phí thức ăn chăn nuôi

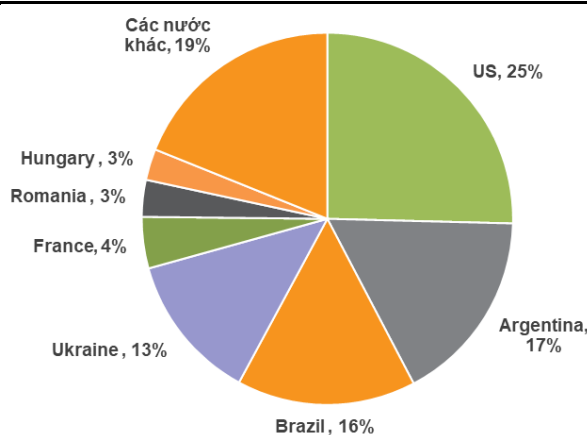
Chúng tôi nhận thấy giá ngũ cốc toàn cầu đã tiếp tục tăng mạnh trong T2-3/2022 trước lo ngại về nguồn cung bị gián đoạn do cuộc xung đột Nga-Ukraine đang diễn ra từ ngày 24/02/2022. Chúng tôi cho rằng giá ngũ cốc toàn cầu tăng đột biến chủ yếu là do 1) lo ngại về vụ thu hoạch năm nay ở Ukraine khi chiến tranh diễn ra trùng thời điểm gieo hạt và 2) các cảng của Ukraine đã bị Nga phong tỏa, dẫn đến sự gián đoạn chuỗi cung ứng ở Ukraine.

Hình 17: Các nước xuất khẩu lúa mì chính trên thế giới năm 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

Hình 18: Các nhà xuất khẩu ngô chính trên thế giới năm 2021



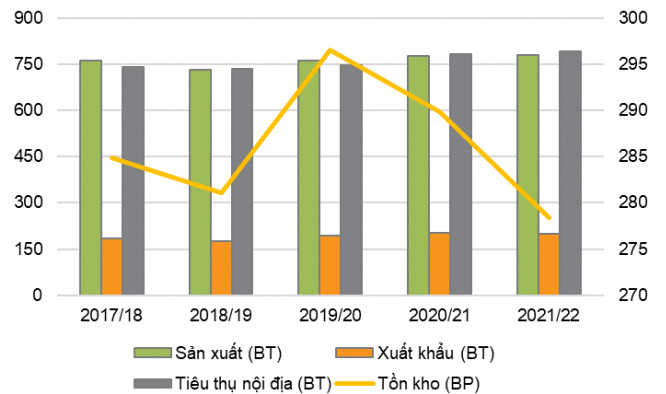
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, OECD

Hình 19: Giá lúa mì toàn cầu tăng đột biến trong T2-3/2022 do xung đột Ukraine (đơn vị: USD/giạ)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 20: Cung và cầu lúa mì trên thế giới (đơn vị: triệu tấn)

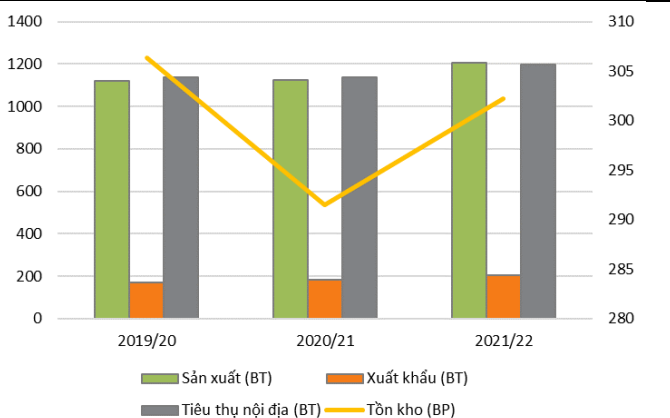


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

Theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), dự trữ lúa mì toàn cầu được dự báo sẽ giảm 3,9% svck năm 2021/22 do nhu cầu tăng cao cùng với sự gián đoạn thương mại do xung đột của hai quốc gia xuất khẩu lúa mì lớn là Nga và Ukraine. Ngoài ra, ngày 13/5, Ấn Độ - nước sản xuất lúa mì lớn thứ 2 thế giới, thông báo tạm thời cấm xuất khẩu lúa mì để đảm bảo nguồn cung lương thực trong nước. Chúng tôi cho rằng lệnh cấm trên sẽ đẩy giá lương thực toàn cầu lên mức cao mới. Bên cạnh đó, điều này cũng làm nóng lên xu hướng bảo hộ lương thực kể từ khi cuộc xung đột Nga-Ukraine xảy ra. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá lúa mì toàn cầu sẽ ở mức cao trong năm 2022. Theo World Banks, giá lúa mì dự báo sẽ tăng 42,7% svck năm 2022 và quay đầu giảm 16% svck vào năm 2023.

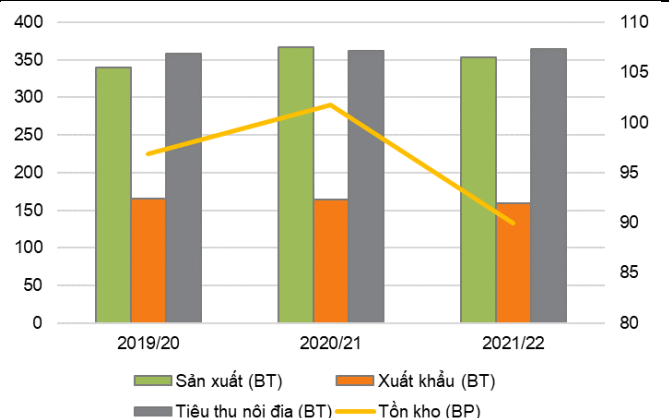
Ngoài ra, chúng tôi cho rằng xung đột có khả năng làm gián đoạn hoạt động sản xuất nông nghiệp ở Ukraine trong mùa vụ sắp tới. Do Ukraine là nhà xuất khẩu chủ chính của các mặt hàng lúa mì, ngô và lúa mạch, chúng tôi dự đoán giá ngô sẽ tiếp tục tăng trong năm 2022 trong bối cảnh lo ngại rằng suy giảm nguồn cung ngô ở Ukraine gây ảnh hưởng sản lượng ngô toàn thế giới. World Banks dự báo giá ngô và khô đậu tương dự kiến sẽ cao hơn 19,4%/22,7% svck trong năm nay và giảm 9,7%/6,8% svck vào năm 2023.

Hình 21: Dự trữ ngô toàn cầu (đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

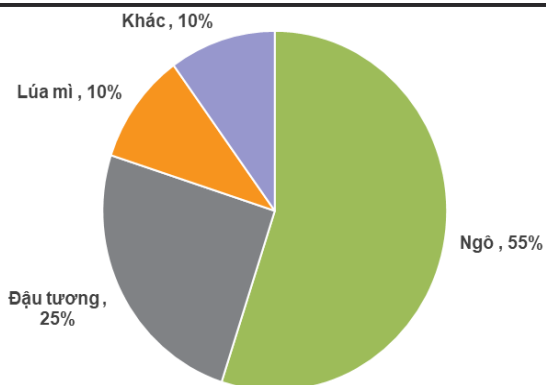
Hình 22: Dự trữ đậu tương toàn cầu (đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, USDA

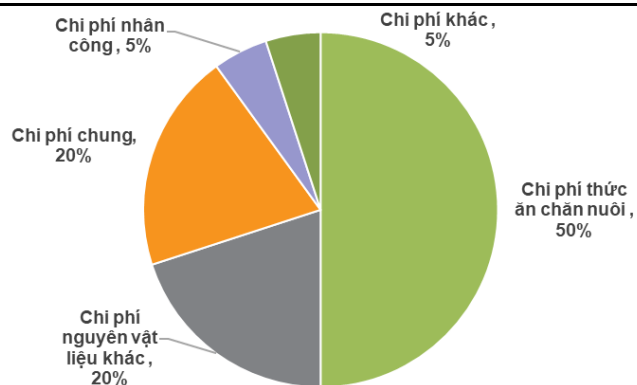
Chi phí nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi chiếm 80-85% giá thành thức ăn chăn nuôi. Trong khi đó, chi phí thức ăn chăn nuôi hiện chiếm 65 - 70% giá thành sản xuất trong chăn nuôi. Chúng tôi cho rằng giá ngũ cốc toàn cầu tăng sẽ có tác động tiêu cực đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất thịt, tăng khoảng 15-20% (theo ước tính của chúng tôi). Do đó, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này sẽ chịu thêm áp lực trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ ghi nhận biên LN gộp giảm 3,8đ % svck, trong đó biên lợi nhuận mảng thịt lợn giảm 9,3đ % svck trong 2022. Trong khi đó, biên lợi nhuận mảng thịt lợn của MML giữ nguyên ở mức 18,5% nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 22,5% svck bù đắp cho giá bán trung bình giảm 5,0% svck.

Hình 23: Tỷ lệ các thành phần nguyên liệu trong thức ăn chăn nuôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 24: Cơ cấu chi phí giá vốn sản xuất thịt lợn hơi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## Khuyến nghị Trung lập đối với MML và DBC

Kế hoạch kinh doanh năm 2022 của các doanh nghiệp sản xuất thịt tích cực hơn so với dự phóng của chúng tôi

Hình 25: Kế hoạch kinh doanh năm 2022 của các doanh nghiệp sản xuất thịt

Mã	Doanh nghiệp	Kế hoạch DT 2022 (tỷ đồng)	% sv 2021	Kế hoạch LNST 2022 (tỷ đồng)	% sv 2021	
DBC	Công ty Cổ phần Tập đoàn DABACC	22.558	12,8%	918	10,7%	
MML	Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF \ 5.000-6.500	(-7,5%)	(-65,6%)	500-670	(-62,4%)	(-49,6%)
BAF	Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	5.950	-43,0%	402	25,0%	
VLC	Công ty cổ phần Masan MeatLife	3.247	10,9%	242	-25,2%	
VSN	Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ	5.000	15,6%	186	9,4%	
HAG	Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai	4.820	120,4%	1.120	781,9%	

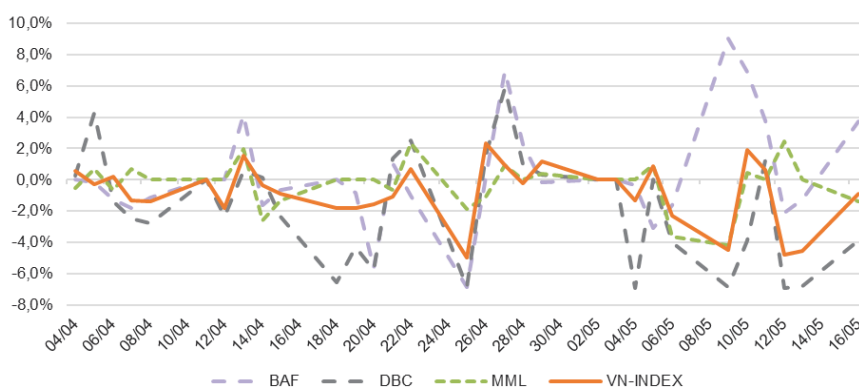
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sản xuất thịt vẫn sẽ gặp khó khăn trong 2022 do giá thức ăn chăn nuôi dự kiến tiếp tục tăng cao trong khi giá lợn hơi bình quân giảm 5,8% svck. Chúng tôi ước tính doanh số bán lợn giống và lợn hơi của DBC tăng 9,8% svck trong khi biên lợi nhuận gộp dự báo giảm 6,6đ % svck do giá thức ăn chăn nuôi tăng. Do đó, LN ròng của DBC dự kiến sẽ giảm 29,6% svck. Trong khi đó, LN ròng của MML dự kiến giảm mạnh 66,2% svck do công ty không còn ghi nhận lợi nhuận từ mảng thức ăn chăn nuôi và lợi nhuận bất thường từ việc bán lại mảng này.

DBC và MML đặt mục tiêu LNST lần lượt đạt 918 tỷ đồng và 500-670 tỷ đồng, tương đương 156%/147% dự phóng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất thịt khá khả quan (tăng trưởng LN ròng 10% svck) trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào biến động do xung đột trong khi giá lợn hơi khó tăng mạnh vào năm 2022.

Đối với các doanh nghiệp sản xuất thịt, chúng tôi kỳ vọng DBC sẽ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 7,0% svck trong năm 2022 nhờ doanh thu từ thức ăn chăn nuôi tăng 6,0% svck và doanh thu trang trại & thực phẩm tăng 11,0% svck. Trong đó, doanh thu từ lợn hơi tăng 10,3% chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 17,2% svck trong khi giá bán bình quân (ASP) giảm 5,8% svck. Ngoài ra, chúng tôi dự báo doanh thu từ thịt lợn của MML sẽ đạt 3.490 tỷ đồng (+16,4% svck) trong năm 2022 do sản lượng tiêu thụ tăng 22,5% svck trong khi giá bán bình quân giảm 5% svck. Trong năm 2022, MML đặt kế hoạch doanh thu 5.000-6.500 tỷ đồng, tương đương 105,6% dự phóng của chúng tôi.

Hình 26: Biến động giá cổ phiếu của các doanh nghiệp sản xuất thịt so với VN-INDEX từ ngày 01/04/2022 đến ngày 16/05/2022



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Thị giá cổ phiếu của các DN sản xuất thịt giảm 13,3% từ ngày 1/4 đến ngày 16/5, thấp hơn mức giảm của VN-Index là 22,7%. Cổ phiếu tăng giá nhiều nhất là BAF (+7,1%) trong khi DBC giảm nhiều nhất với mức giảm 43,7%. Chúng tôi cho rằng đà giảm giá gần đây của DBC chủ yếu do nhà đầu tư lo ngại về vấn đề giá ngũ cốc toàn cầu tăng ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty cũng như KQKD Q1/22 thấp.

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với cả DBC và MML do triển vọng tăng trưởng đã được phản ánh vào giá và các doanh nghiệp này dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng âm trong năm 2022.

### Rủi ro ngành

Xung đột ở Ukraine đã tạo ra một cú sốc lớn đối với thị trường hàng hóa, bao gồm sự đứt gãy chuỗi cung ứng cũng như việc thiếu hụt sản lượng. Chiến tranh đã dẫn đến sự gián đoạn nghiêm trọng đối với việc sản xuất và hoạt động trao đổi các mặt hàng xuất khẩu chủ chốt của cả Nga và Ukraine. Theo World Banks, xung đột sẽ tiếp diễn trong năm nay có thể làm thay đổi diễn biến giảm giá lương thực vào năm 2023.

Giá nguyên liệu đầu vào cho sản xuất thức ăn chăn nuôi đã tăng 14-30% so với đầu năm do ảnh hưởng của cuộc xung đột Nga-Ukraine vào T2/2022. Hiện giá thức ăn chăn nuôi chiếm khoảng 65-70% giá thành sản xuất thịt lợn. Trong khi giá nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi chiếm tới 80-85% giá thành sản xuất thức ăn chăn nuôi. Do đó, chi phí nguyên liệu cao sẽ dẫn đến chi phí chăn nuôi cao hơn trong năm 2022. Trong khi đó, giá lợn hơi được dự báo giảm 5,8% svck do mức giá nền cao trong 6T21, điều này dẫn đến biên LN của các doanh nghiệp sản xuất thịt giảm trong năm 2022.

Bên cạnh đó, nguy cơ dịch tả heo châu Phi (ASF) có thể ảnh hưởng đến nguồn cung thịt vào năm 2022. Theo Sở NN & PTNT An Giang, Trà Vinh, Sóc Trăng, Tiền Giang... số lượng lợn mắc bệnh và nghi nhiễm virus ASF trong Q1/22 lên đến vài nghìn con/địa phương. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hầu hết các doanh nghiệp chăn nuôi lợn hiện nay đều hoạt động theo mô hình 3F (Feed-Farm-Food), giúp tránh rủi ro dịch bệnh tốt hơn so với hộ chăn nuôi nhỏ lẻ. Ngoài ra, hiện có ba công ty đang độc lập tiến hành nghiên cứu vắc xin ASF và đã cho kết quả khả quan. Chúng tôi tin rằng vào Q4/22-Q1/23, vắc xin này có thể được sản xuất thương mại và giúp kiểm soát thành công dịch ASF vào cuối năm 2023.

Hình 27: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục		Vốn hóa	P/E (lần)	Tăng trưởng	P/B (lần)	ROA (%)		ROE (%)			
			tiêu	Giá hiện tại					TTM	2022	TTM	2022		
<b>Các doanh nghiệp sản xuất thịt</b>														
Công ty cổ phần Masan MeatLife	MML VN	Trung lập	73.400	71.800	973	15,0	50,8	170,3	3,8	3,7	9,3	4,1	19,4	7,9
DABACO Vietnam Group JSC	DBC VN	Trung lập	25.000	26.200	260	12,8	10,6	99,3	1,3	1,1	4,5	5,3	10,1	11,1
Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai	HAG VN	N/a	N/a	9.360	374	17,7	N/a	N/a	1,9	N/a	2,7	N/a	10,1	N/a
Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam	BAF VN	N/a	N/a	37.750	234	16,8	13,3	N/a	3,6	2,2	6,0	7,4	31,9	24,5
Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản	VSN VN	N/a	N/a	28.900	101	16,0	N/a	3,4	1,9	N/a	7,0	N/a	12,3	N/a
Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam	VLC VN	N/a	N/a	30.500	227	40,6	N/a	9,0	1,6	N/a	3,6	N/a	4,0	N/a
<b>Trung bình</b>					<b>389</b>	<b>19,8</b>	<b>24,9</b>	<b>91,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>
<b>Trung vị</b>					<b>260</b>	<b>16,0</b>	<b>13,3</b>	<b>99,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,1</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 30/05/2022)

## CTCP TẬP ĐOÀN DABACO VIỆT NAM (DBC) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND26.200	<b>Giá mục tiêu</b> VND25.000	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 8,77%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	---------------------------------	--------------------------------

Ngày 31/05/2022

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung lập</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung lập</b>

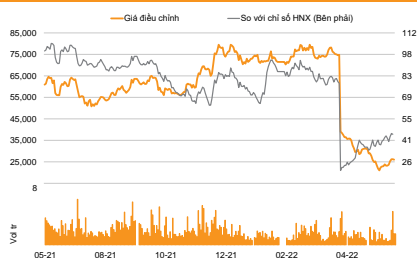
Consensus\*: Mua:0 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -32,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ giá mục tiêu 32,4%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

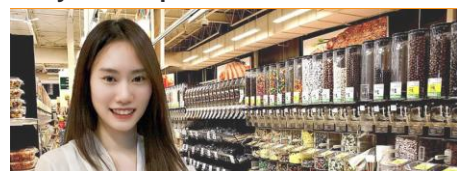
Cao nhất 52 tuần (VND)	79.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21.000
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	85.676
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.266
Free float (%)	62
P/E trượt (x)	12,8
P/B hiện tại (x)	1,3

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Như So (CT HĐQT)	18,3%
SSI	11,0%
Fraser Investment Holding	8,7%
Khác	62,0%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Còn đó những khó khăn

- Doanh thu thuần của DBC tăng 13,5% svck, hoàn thành 24,2% dự phóng cả năm của chúng tôi trong khi LN ròng giảm 97,6% svck.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 25.000đ/cp.

### KQKD Q1/22: Biên LN gộp chịu áp lực từ giá nguyên vật liệu tăng đột biến

DBC ghi nhận DT mảng kinh doanh chính trong Q1/22 (mảng Thức ăn chăn nuôi và Trang trại&Thực phẩm) tăng 14,8% svck lên 2.759 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu khác từ hoạt động thương mại và bất động sản giảm 4,1% svck xuống 162 tỷ đồng do hoạt động kinh doanh nhà hàng, khách sạn bị ảnh hưởng bởi số ca nhiễm Covid-19 tăng đột biến T2-3/2022. Biên LN gộp giảm 8,7% trong Q1/22 từ 12,1% trong Q4/21; thấp hơn nhiều so với mức 24,4% trong Q1/21. Nhìn chung, DT thuần Q1/22 tăng 13,5% svck, hoàn thành 24,2% dự báo cả năm của chúng tôi trong khi LN ròng giảm 97,6% svck.

### Đang sau đà giảm mạnh của giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu DBC đã giảm 31,7% trong tháng qua, cao hơn mức giảm 12,7% của chỉ số VNINDEX. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu của DBC giảm mạnh chủ yếu là do yếu tố tâm lý của thị trường cũng như lo ngại về việc giá ngũ cốc toàn cầu tăng ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty. Giá ngô, khô đậu tương và lúa mì đều tăng lần lượt 24,8%/6,5%/46,9% svck trong Q1/22, kéo theo giá thức ăn chăn nuôi tăng 15% svck. Trong khi đó, giá lợn hơi và giá gà giống trong Q1/22 lần lượt giảm 30,7% và 27,5% svck.

### Hạ dự phóng năm 2022 do chi phí nguyên vật liệu cao

Do xung đột Nga - Ukraine, chúng tôi kỳ vọng giá ngũ cốc toàn cầu sẽ ở mức cao trong Q2/22 và giảm dần trong 2 quý cuối năm. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá lợn hơi bình quân giảm 5,8% svck trong năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ thịt phục hồi chậm. Chúng tôi cũng giảm biên LN mảng thức ăn chăn nuôi xuống 4,0 điểm % do giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu từ Trang trại&Thực phẩm 1,9% do chi phí thức ăn chăn nuôi tăng. Dự phóng LN ròng của DBC giảm 29,6% svck trong năm 2022.

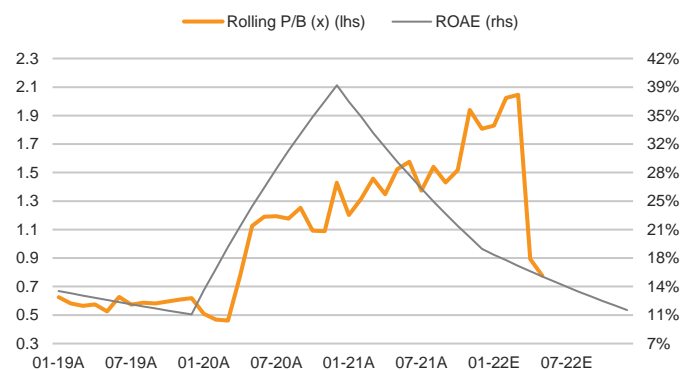
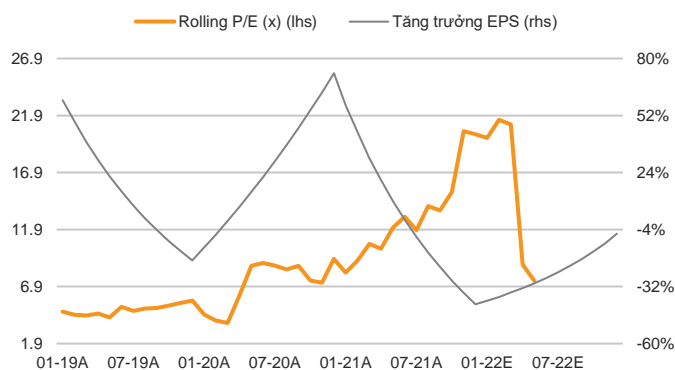
### Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 25.000đ/cp

Chúng tôi cho rằng KQKD Q1/22 kém khả quan đã được phản ánh vào đà giảm giá cổ phiếu gần đây. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng âm năm 2022. Do đó, chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu còn 25,000đ/cp (-32,4%). Rủi ro tăng giá là giá thịt lợn cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm giá thịt lợn giảm nhanh và giá đầu vào thức ăn chăn nuôi cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	10.022	10.813	11.575	12.422
Tăng trưởng DT thuần	39,4%	7,9%	7,0%	7,3%
Biên lợi nhuận gộp	25,5%	17,1%	13,4%	13,7%
Biên EBITDA	23,2%	15,3%	11,1%	11,4%
LN ròng (tỷ)	1.400	830	584	696
Tăng trưởng LN ròng	358,9%	(40,8%)	(29,6%)	19,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	6.083	3.604	3.386	3.023
EPS điều chỉnh	6.011	3.240	3.183	2.842
BVPS	40.257	40.846	25.279	27.811
ROAE	38,7%	18,6%	11,1%	11,4%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	10.813	11.575	12.422
Giá vốn hàng bán	(8.960)	(10.026)	(10.715)
Chi phí quản lý DN	(405)	(434)	(465)
Chi phí bán hàng	(344)	(370)	(398)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.103</b>	<b>745</b>	<b>845</b>
EBITDA thuần	1.595	1.257	1.387
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(492)</b>	<b>(512)</b>	<b>(542)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.103</b>	<b>745</b>	<b>845</b>
Thu nhập lãi	27	24	26
Chi phí tài chính	(199)	(131)	(110)
Thu nhập ròng khác	46	10	11
TN từ các Cty LK & LD	3	1	1
<b>LN trước thuế</b>	<b>980</b>	<b>649</b>	<b>772</b>
Thuế	(150)	(64)	(76)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>830</b>	<b>584</b>	<b>696</b>
Thu nhập trên vốn	830	584	696
Cổ tức phổ thông	(230)	(230)	(230)
<b>LN giữ lại</b>	<b>599</b>	<b>354</b>	<b>466</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	200	307	358
Đầu tư ngắn hạn	577	618	663
Các khoản phải thu ngắn hạn	547	639	686
Hàng tồn kho	4.202	3.530	4.224
Các tài sản ngắn hạn khác	89	1.089	1.238
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.615</b>	<b>6.184</b>	<b>7.169</b>
Tài sản cố định	5.051	4.900	4.736
Tổng đầu tư	105	113	121
Tài sản dài hạn khác	54	84	90
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.825</b>	<b>11.280</b>	<b>12.117</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.599	1.805	1.791
Phải trả người bán	1.392	1.491	1.600
Nợ ngắn hạn khác	1.132	1.143	1.227
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5.124</b>	<b>4.438</b>	<b>4.617</b>
Vay & nợ dài hạn	687	579	621
Các khoản phải trả khác	318	444	476
Vốn điều lệ và	1.152	2.305	2.305
LN giữ lại	606	925	1.349
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.696</b>	<b>5.820</b>	<b>6.403</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.825</b>	<b>11.280</b>	<b>12.117</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>980</b>	<b>649</b>	<b>772</b>
Khấu hao	492	512	542
Thuế đã nộp	(201)	(64)	(76)
Các khoản điều chỉnh khác	174	96	73
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(802)</b>	<b>511</b>	<b>(614)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>643</b>	<b>1.704</b>	<b>696</b>
Đầu tư TSCĐ	(319)	(386)	(386)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	0	0
Các khoản khác	(54)	(48)	(54)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	29	(30)	(4)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(340)</b>	<b>(463)</b>	<b>(443)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	7	(903)	28
Dòng tiền từ HĐTC khác	(121)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(220)	(230)	(230)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(335)</b>	<b>(1.134)</b>	<b>(202)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	233	200	307
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(32)</b>	<b>107</b>	<b>51</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	200	307	358

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7,7%	5,0%	5,6%
Vòng quay TS	1,03	1,05	1,06
ROAA	7,9%	5,3%	5,9%
Đòn bẩy tài chính	2,35	2,10	1,91
ROAE	18,6%	11,1%	11,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	9,5	9,5	9,5
Số ngày nắm giữ HTK	171,2	128,5	143,9
Số ngày phải trả tiền bán	56,7	54,3	54,5
Vòng quay TSCĐ	2,10	2,33	2,58
ROIC	10,4%	7,1%	7,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,4	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,6	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2
Vòng quay tiền	124,0	83,8	98,9
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	7,9%	7,0%	7,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(40,0%)	(32,5%)	13,5%
Tăng trưởng LN ròng	(40,8%)	(29,6%)	19,1%
Tăng trưởng EPS	(40,8%)	(6,0%)	(10,7%)

Nguồn: VND RESEARCH



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

<b>Giá thị trường</b> VND71.900	<b>Giá mục tiêu</b> VND73.400	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 0,0%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	--------------------------------

Ngày 31/05/2022

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

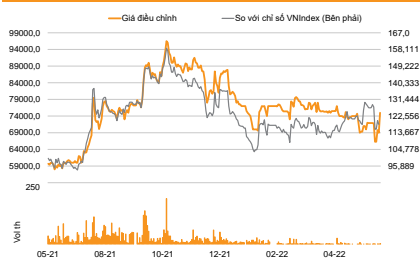
Consensus\*: Mua: 0 Giữ: 1 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: N/a

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ giá mục tiêu xuống 10,9%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	96.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	57.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	994
Thị giá vốn (tỷ VND)	23.510
Free float (%)	6
P/E trượt (x)	15,0
P/B hiện tại (x)	3,8

### 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

www.vndirect.com.vn

### Lợi nhuận tăng trưởng nhờ thu nhập tài chính bất thường

- Trong Q1/21, doanh thu của MML giảm 80,2% svck trong khi LN ròng tăng 77,5% svck nhờ khoản thu nhập tài chính bất thường.
- Doanh thu thuần và LN ròng của MML trong năm 2022 được dự báo sẽ giảm lần lượt 71,2% và 67,3% svck.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập và hạ giá mục tiêu xuống VND73.400đ/cp

### KQKD Q1/22: Chi phí đầu vào cao tạo áp lực lên biên LN gộp

MML ghi nhận DT thuần đạt 931 tỷ đồng trong Q1/22, giảm 80,2% svck, chủ yếu do thoái vốn mảng thức ăn chăn nuôi vào T11/21. Trong đó, mảng thịt lợn giảm 5,4% svck do 1) doanh thu từ thịt lợn có thương hiệu giảm 3,8% do giá bán giảm 10% svck (dựa trên ước tính của chúng tôi) trong khi sản lượng tiêu thụ tăng 7,8% svck và 2) doanh thu từ trang trại lợn giảm 57,1% svck chủ yếu do giá heo hơi giảm 30,7% svck. Trong khi đó, doanh thu từ thịt gà có thương hiệu tăng 31,4% svck nhờ 1) sản lượng tiêu thụ tăng 16,5% svck và 2) giá bán tăng 13,8% svck. Bên cạnh đó, biên LN gộp giảm 8,3 điểm % do 1) mảng thức ăn chăn nuôi ngừng hoạt động và 2) mảng thịt lợn giảm 7,9 điểm % do giá thức ăn chăn nuôi tăng.

### Thu nhập tài chính bất thường hỗ trợ KQKD Q1/22

Công ty ghi nhận doanh thu tài chính tăng 14,3 lần trong Q1/22 so với 32,3 tỷ đồng trong Q1/21 nhờ doanh thu tài chính đột biến đạt 400 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, khoản thu này liên quan đến thương vụ giữa MML và DeHeus. Nhờ vậy, MML vẫn ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 77,5% svck trong Q1/22 mặc dù doanh thu thuần giảm 80,2% svck.

### MML còn lại gì sau khi thoái vốn mảng thức ăn chăn nuôi

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ thịt lợn tăng 16,4% svck nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 22,5% svck trong khi giá bán bình quân giảm 5,0% svck. Trong khi đó, doanh thu từ gia cầm dự báo sẽ tăng 30,4% svck nhờ độ phủ sóng sản phẩm rộng hơn qua hệ thống Winmart và các kênh bán hàng B2B của 3F Việt sẽ được cải thiện. Tuy nhiên, do MML ngừng hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi, doanh thu thuần và LN ròng dự báo sẽ giảm lần lượt 71,2% svck và 66,2% svck trong năm 2022.

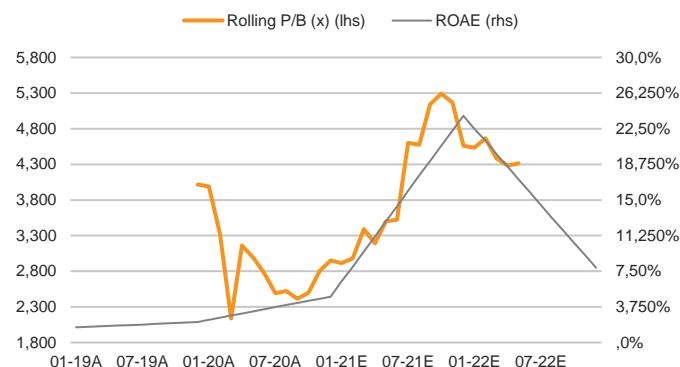
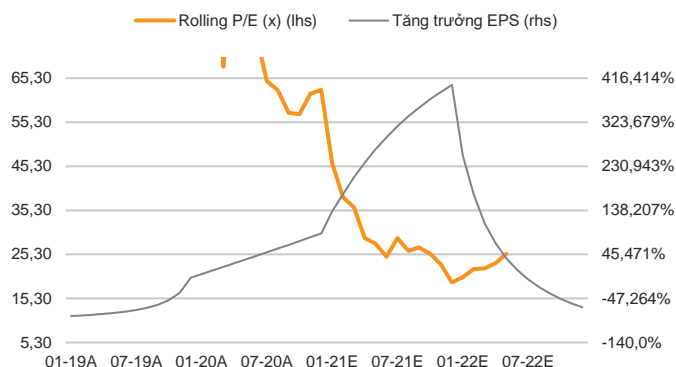
### Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 73.400 đồng/cp

Chúng tôi cho rằng định giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh triển vọng trong năm 2022-23 và chúng tôi chưa thấy động lực nào cho đến thời điểm hiện tại sau đợt tái cấu trúc lớn vào cuối năm 2021. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập MML và điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống còn 73.400đ/cp. Rủi ro tăng giá là mạng lưới bán lẻ mở rộng nhanh chóng. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) một biến thể virus khác và 2) giá lợn hơi cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	16.119	18.891	5.446	7.001
Tăng trưởng DT thuần	16,8%	17,2%	(71,2%)	28,5%
Biên lợi nhuận gộp	16,9%	12,2%	11,8%	15,4%
Biên EBITDA	11,2%	15,4%	14,0%	9,3%
LN ròng (tỷ)	263	1.329	449	336
Tăng trưởng LN ròng	128,3%	404,6%	(66,2%)	(25,0%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	138,5%	405,4%	(67,7%)	(25,0%)
EPS cơ bản	809	4.066	1.373	1.029
EPS điều chỉnh	803	4.041	1.304	977
BVPS	17.183	16.884	18.088	18.966
ROAE	4,8%	23,9%	7,9%	5,6%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	18.891	5.446	7.001
Giá vốn hàng bán	(16.588)	(4.801)	(5.922)
Chi phí quản lý DN	(753)	(202)	(259)
Chi phí bán hàng	(902)	(260)	(334)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>648</b>	<b>184</b>	<b>486</b>
EBITDA thuần	1.399	310	618
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(751)</b>	<b>(126)</b>	<b>(133)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>648</b>	<b>184</b>	<b>486</b>
Thu nhập lãi	1.519	510	110
Chi phí tài chính	(545)	(234)	(264)
Thu nhập ròng khác	75	27	5
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.697</b>	<b>486</b>	<b>337</b>
Thuế	(445)	(88)	(51)
Lợi ích cổ đông thiểu số	77	50	50
<b>LN ròng</b>	<b>1.329</b>	<b>449</b>	<b>336</b>
Thu nhập trên vốn	1.329	449	336
Cổ tức phổ thông	(3.185)	(33)	(33)
<b>LN giữ lại</b>	<b>(1.856)</b>	<b>416</b>	<b>304</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	215	754	901
Đầu tư ngắn hạn	256	74	95
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.061	670	862
Hàng tồn kho	580	167	215
Các tài sản ngắn hạn khác	261	1.205	1.665
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.373</b>	<b>2.870</b>	<b>3.737</b>
Tài sản cố định	4.652	4.921	5.132
Tổng đầu tư	2.135	2.135	2.135
Tài sản dài hạn khác	711	109	210
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.871</b>	<b>10.036</b>	<b>11.214</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.694	1.307	978
Phải trả người bán	550	436	560
Nợ ngắn hạn khác	278	387	568
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.523</b>	<b>2.130</b>	<b>2.105</b>
Vay & nợ dài hạn	3.242	1.688	2.575
Các khoản phải trả khác	355	102	132
Vốn điều lệ và	3.270	3.270	3.270
LN giữ lại	132	526	813
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.521</b>	<b>5.915</b>	<b>6.202</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	230	200	200
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.871</b>	<b>10.036</b>	<b>11.214</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.697</b>	<b>486</b>	<b>337</b>
Khấu hao	751	126	133
Thuế đã nộp	(180)	(88)	(51)
Các khoản điều chỉnh khác	(998)	303	(149)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.104)</b>	<b>2.798</b>	<b>66</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>165</b>	<b>3.626</b>	<b>336</b>
Đầu tư TSCĐ	(711)	(604)	(557)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	6	(1.164)	(37)
Các khoản khác	(4.311)	182	(21)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	205	473	(99)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(4.811)</b>	<b>(1.113)</b>	<b>(715)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	6.425	(1.941)	557
Dòng tiền từ HĐTC khác	(20)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3.185)	(33)	(33)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>3.223</b>	<b>(1.973)</b>	<b>525</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.636	215	754
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1.423)</b>	<b>540</b>	<b>146</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	213	754	901

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7,0%	8,2%	4,8%
Vòng quay TS	1,27	0,50	0,66
ROAA	8,9%	4,1%	3,2%
Đòn bẩy tài chính	2,68	1,92	1,75
ROAE	23,9%	7,9%	5,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	4,8	4,8	4,8
Số ngày nắm giữ HTK	12,8	12,7	13,2
Số ngày phải trả tiền bán	12,1	33,1	34,5
Vòng quay TSCĐ	2,86	1,14	1,39
ROIC	12,4%	4,9%	3,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,3	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,3	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,4	0,5
Vòng quay tiền	5,4	(15,6)	(16,5)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	17,2%	(71,2%)	28,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(39,6%)	(71,6%)	164,3%
Tăng trưởng LN ròng	404,6%	(66,2%)	(25,0%)
Tăng trưởng EPS	402,5%	(66,2%)	(25,0%)

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

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

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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