

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

MCH tiếp tục là trụ cột toàn tập đoàn

13/03/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

Áp lực chi phí lãi vay tiếp tục bào mòn lợi nhuận

Kết thúc 4Q2023, MSN đạt doanh thu thuần 20,781 tỷ đồng (+0.7% YoY), biên LNG đạt 27.8% giảm 1.7ppts QoQ nhưng lại tăng 0.9ppts YoY. Chi phí lãi vay tiếp tục duy trì mức cao trong kỳ, đạt 1,669 tỷ đồng tuy giảm nhẹ so với các quý trước nhưng vẫn tăng 12% YoY. NPAT Pre-MI đạt 517 tỷ đồng (-36% YoY), NPATMI đạt 50 tỷ đồng (-89% YoY).

Hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng tiếp tục ghi nhận tín hiệu tích cực

Hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng với trụ cột WCM - MCH tiếp tục ghi nhận những tín hiệu tích cực trong bối cảnh thị trường khó khăn. MCH liên tục tăng trưởng doanh thu, đạt lợi nhuận kỷ lục và là trụ cột cho toàn tập đoàn. WCM sau thời gian nâng cấp cửa hàng cũng ghi nhận các tín hiệu khả quan, cải thiện biên LNG và biên EBITDA.

Áp lực thanh khoản hạ nhiệt, cải thiện bảng cân đối kế toán

MSN cho biết đã hoàn tất thanh toán đầy đủ nghĩa vụ nợ đáo hạn trong năm 2023. Trong năm 2024, tổng nợ dài hạn đến hạn trả của MSN đã giảm mạnh so với đầu năm 2023, với dòng tiền liên tục cải thiện cùng với lượng tiền lớn lên đến 250 triệu đô từ thương vụ với Bain Capital, vấn đề thanh khoản không còn là nỗi lo trong thời gian tới đối với MSN.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 96,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của MSN với doanh thu thuần đạt 87,195 tỷ đồng (+11% YoY), NPATMI tăng trưởng mạnh trên mức nền thấp đạt 2,556 tỷ đồng (+510% YoY). Với kỳ vọng hồi phục và áp lực thanh khoản đã qua, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu 96,800 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

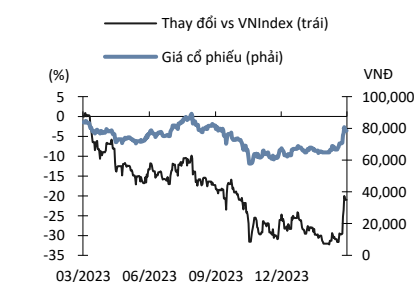
Giá mục tiêu	96,800 VND
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (13/03/2024)	80,900VND
Giá mục tiêu đồng thuận	94,331VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	112/4.5

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	45.6%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	126/5.3
Sở hữu nước ngoài	20.3%
Cổ đông lớn	MASAN JSC (31.2%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	21.0	18.6	-4.0	-6.4
Tương đối	16.2	6.9	-4.5	-21.0

Dự phóng KQKD & định giá				
	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	76,189	78,252	87,195	95,540
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,223	2,350	3,722	6,530
NPATMI (tỷ VND)	3,567	419	2,556	4,684
EPS (VND)	2505	293	1703	3121
Tăng trưởng EPS (%)	-65%	-88%	482%	83%
P/E (x)	31.7	269.9	44.2	24.1
P/B (x)	3.1	3.0	2.4	2.2
ROE (%)	12%	5%	8%	11%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%

Nguồn: MSN, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kịch bản tích cực	100,600VND (Sức mua hồi phục tích cực, biên lợi nhuận cải thiện)
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	96,800VND
Kịch bản tiêu cực	89,300VND (Sức mua tiếp tục yếu, biên lợi nhuận không duy trì tốt)
Giá hiện tại	80,900VND

- Kịch bản cơ sở:**
- 1) Tăng trưởng doanh thu 11%
 - 2) Biên LNG đạt 28.8%
- Kịch bản tích cực:**
- 1) Tăng trưởng doanh thu 15%
 - 2) Biên LNG đạt 29.3%
- Kịch bản tiêu cực:**
- 1) Tăng trưởng doanh thu 7%
 - 2) Biên LNG đạt 28.3%

Nguồn: KBSV

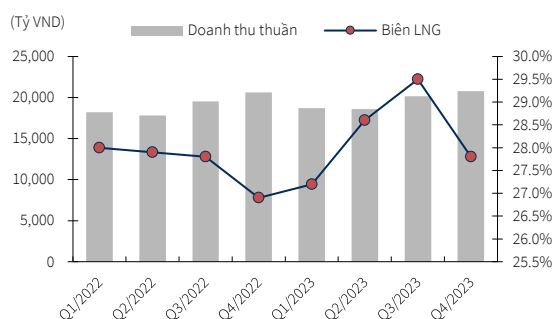
Kết quả kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	4Q2022	4Q2023	+/-%YoY	2022	2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	20,643	20,782	0.7%	76,189	78,252	2.7%	
<i>Masan Consumer Holdings (MCH)</i>	8,409	8,691	3.4%	28,104	29,066	3.4%	Giữ được tăng trưởng dương trong bối cảnh sức mua toàn thị trường suy yếu, liên tục ra mắt sản phẩm mới, đẩy mạnh xuất khẩu, nhiều ngành hàng chủ chốt giữ được tăng trưởng 2 chữ số.
<i>WinCommerce (WCM)</i>	7,433	7,653	3.0%	29,369	30,054	2.3%	Sức mua suy yếu ảnh hưởng doanh thu trên từng cửa hàng, chuỗi liên tục mở mới và cải tạo nhiều cửa hàng để duy trì doanh thu tăng trưởng dương, các cửa hàng sau cải tạo đem lại hiệu quả doanh thu tăng trưởng tích cực.
<i>Masan Meatlife (MML)</i>	1,553	1,778	14.5%	4,785	6,984	46.0%	Doanh thu tăng trưởng hầu hết các phân khúc, mảng thịt chế biến ngày càng được đẩy mạnh, cộng hưởng với chương trình hội viên WIN đưa thịt vào các chuỗi siêu thị WCM, doanh thu tại WCM tăng trưởng ấn tượng.
<i>Masan High-Tech Materials (MHT)</i>	3,898	3,188	-18.2%	15,540	14,094	-9.3%	Doanh thu giảm mạnh do nhu cầu suy yếu và tạm dừng hoạt động nổ mìn.
Lợi nhuận gộp	5,424	5,940	9.5%	21,035	22,121	5.2%	
Biên lợi nhuận gộp	27.8%	29.5%	1.7ppts	27.6%	28.3%	0.7ppts	Lợi nhuận gộp và biên LNG cải thiện mạnh mẽ nhờ đóng góp lớn từ chủ lực MCH, MCH có được biên lợi nhuận kỉ lục nhờ lợi thế thương hiệu, gia tăng sản phẩm biên lợi nhuận cao, đẩy mạnh xuất khẩu, quản trị tồn kho, vận chuyển hiệu quả. Biên lợi nhuận giảm QoQ trong quý 4 do MHT ghi nhận lợi nhuận gộp âm do nhu cầu kém là giá bán thấp.
Thu nhập tài chính	330	421	27.6%	2,576	2,405	-6.6%	
Chi phí tài chính	-1,667	-2,386	43.1%	-6,362	-8,130	27.8%	Chi phí tài chính tăng mạnh do lãi suất duy trì cao và lượng nợ vay lớn của toàn tập đoàn tài trợ cho các hoạt động kinh doanh.
SG&A	-4,269	-4,580	7.3%	-16,366	-17,942	9.6%	
Lợi nhuận từ HĐKD	963	443	-54.0%	5,223	2,350	-55.0%	
Lợi nhuận trước thuế	909	583	-35.9%	5,147	2,563	-50.2%	
Lợi nhuận sau thuế	841	485	-42.3%	4,754	1,870	-60.7%	
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	543	48	-91.2%	3,567	419	-88.3%	Dù duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp nhưng chi phí lãi vay tiếp tục là vấn đề khi ăn mòn phần lớn lợi nhuận toàn tập đoàn.

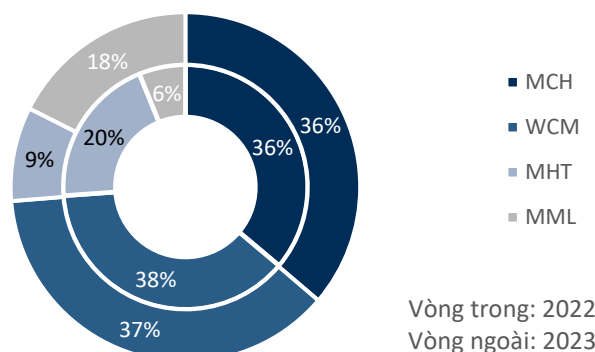
Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của MSN



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo công ty của MSN



Nguồn: MSN, KBSV

Tăng trưởng doanh thu nhờ liên tục đổi mới sáng tạo, tìm kiếm các cơ hội kinh doanh với các ngành hàng và thị trường mới.

Biên lợi nhuận gộp vượt đỉnh lịch sử. Nhờ có được biên lợi nhuận gộp cao, LNST của MCH tăng trưởng ấn tượng 30,5% YoY cùng với dòng tiền vững mạnh, tiếp tục là trụ cột cho toàn tập đoàn.

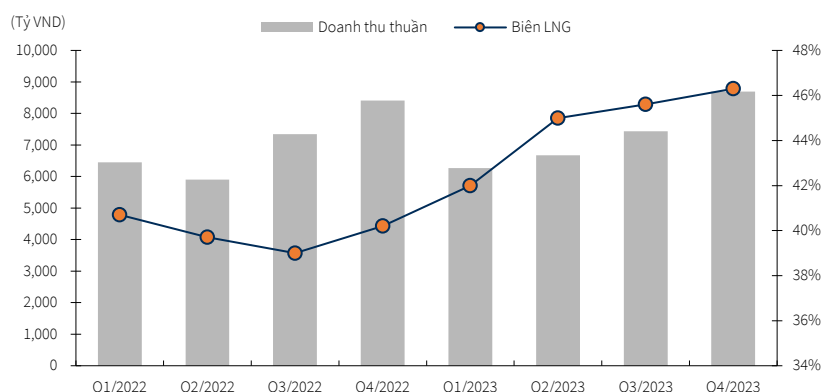
MCH tiếp đà tăng trưởng doanh thu tích cực trong năm 2024

Biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao

Trong năm 2023, WCM vẫn liên tục mở rộng mạng lưới cửa hàng, kết thúc năm 2023 WCM ghi nhận tổng cộng 3,633 cửa hàng, tăng 237 cửa hàng so với hồi đầu năm.

Bên cạnh mở mới, năm 2023 WCM đã thực hiện chiến dịch cải tạo, nâng cấp các cửa hàng với mô hình phù hợp. Cả năm nay WCM đã nâng cấp tổng cộng 1.615 cửa hàng được nâng cấp, các cửa hàng sau nâng cấp đều đưa về những con số khả quan, tăng trưởng doanh thu tốt hơn các cửa hàng thông thường.

Biểu đồ 4. Doanh thu thuần và biên LNG của MCH liên tục tăng trưởng



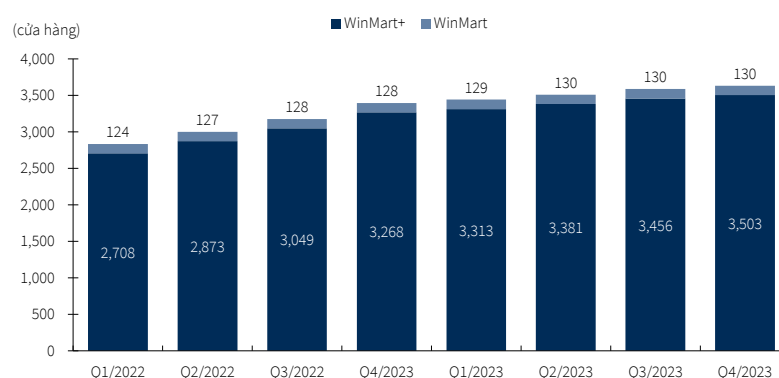
Nguồn: MSN, KBSV

Triển vọng trong năm 2024, MCH dự báo sẽ tăng trưởng doanh thu ở mức 2 chữ số nhờ (1) Sức mua phục hồi; (2) Không ngừng nghiên cứu, đổi mới, mở rộng quy mô sản phẩm rộng hơn tới toàn bộ ngành hàng FMCG thay vì chỉ là các sản phẩm thực phẩm, gia vị như trước kia; (3) Đẩy mạnh xuất khẩu với chiến lược “Go Global”.

MCH dự báo sẽ tiếp tục duy trì mức biên lợi nhuận gộp kỷ lục nhờ: (1) Giá các nguyên liệu đầu vào như bột mì, dầu ăn, đường, các loại bao bì giảm khá sâu sau thời kỳ lạm phát cuối năm 2022 đầu năm 2023; (2) Liên tục đầu tư đẩy mạnh R&D, đổi mới sáng tạo, phát triển các sản phẩm bắt kịp xu hướng, có biên lợi nhuận cao (lẩu tự sôi, các món ăn truyền thống đóng hộp, bộ sản phẩm Nhật Bản...); (3) Giá trị thương hiệu mạnh, liên tục đẩy mạnh xuất khẩu với chiến lược “Go Global”, doanh thu xuất khẩu liên tục tăng trưởng mạnh mẽ với biên lợi nhuận cao là động lực tăng trưởng cho MCH trong tương lai. Ngoài ra, MCH đã chốt phần lớn giá cho nguyên vật liệu sản xuất cho đến nửa cuối năm nay để đảm bảo sự ổn định của biên lợi nhuận trong năm 2024 vẫn duy trì ở mức cao như hiện tại.

Với doanh thu tiếp tục tăng trưởng cùng với tiếp tục giữ được mức biên lợi nhuận kỷ lục, quản trị hàng tồn kho hiệu quả, MCH sẽ tiếp tục là trụ cột lợi nhuận và đem lại dòng tiền vững mạnh cho toàn tập đoàn.

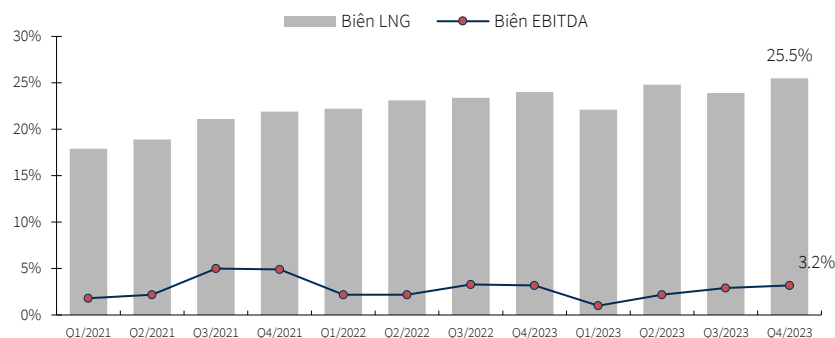
Biểu đồ 5. Số lượng cửa hàng Winmart và Winmart+



Nguồn: MSN, KBSV

Trong Q4/2023, biên LNG của WCM đạt mức kỷ lục 25.5% nhờ quản trị hàng tồn kho và logistic hiệu quả. Biên EBITDA toàn chuỗi đã được cải thiện lên 3.2%. Nhiều cửa hàng mở trước 2022 đã đem về lợi nhuận sau thuế với biên LNST của nhóm cửa hàng này đạt 3.7%.

Biểu đồ 6. Biên LNG và biên EBITDA của WCM tiếp tục cải thiện



Nguồn: MSN, KBSV

WCM tiếp tục cải thiện hiệu quả kinh doanh, tiến gần tới điểm hoà vốn

Triển vọng năm 2024, WCM sẽ tiếp tục mở cửa hàng mới nhằm gia tăng độ phủ, các cửa hàng cũ tiếp tục gia tăng doanh thu trung bình trên cửa hàng khi sức mua hồi phục. Biên lợi nhuận tiếp tục được cải thiện nhờ công ty tiếp tục tối ưu các chi phí quan trọng nhất là chi phí logistic. Nhờ công ty con Supra, khoảng 50% hàng hóa của WCM đã được xử lý, chi phí logistics trên mỗi đơn vị giảm 11% YoY trong năm 2023 và dự báo sẽ còn tiếp tục cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng WCM vẫn đang trong giai đoạn liên tục mở rộng, chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tương đối lớn do đó trong năm 2024 chuỗi WCM vẫn chưa thể đạt điểm hoà vốn.

Các công ty còn lại dự báo sẽ hưởng lợi khi kinh tế phục hồi

Doanh thu MML tiếp tục tăng trưởng doanh thu trên hầu hết các phân khúc nhờ chiến lược giá cả cạnh tranh và tích hợp với chương trình hội viên Win. Với việc tích hợp vào chương trình hội viên Win, các sản phẩm MEATDeli tại các cửa hàng của WCM đạt doanh số bán hàng hàng ngày trên mỗi điểm bán tăng từ mức 1.16 triệu đồng trong tháng 1/2023 lên mức 1.55 triệu đồng vào thời điểm cuối năm 2023. Dự báo trong năm 2024, MML sẽ tiếp đà tăng trưởng doanh thu nhờ (1) đẩy mạnh mảng thịt chế biến đến các kênh phân phối, (2) cộng hưởng với chương trình hội viên WIN kết hợp bán chéo tại chuỗi siêu thị Winmart.

Kết quả kinh doanh của MHT chịu ảnh hưởng bởi kinh tế toàn cầu giảm tốc, nhu cầu khách hàng suy yếu và việc ngừng hoạt động nổ mìn gây ảnh hưởng đến chất lượng quảng khai thác. Dự báo trong năm 2023 doanh thu và lợi nhuận sẽ phục hồi trở lại khi nhu cầu toàn cầu hồi phục và công ty cũng sẽ triển khai lại hoạt động nổ vào quý 1/2024, MHT cho biết đã ký hợp đồng nổ mìn với nhà thầu mới và đưa vào hoạt động bình thường trong năm sau. Hợp đồng nổ mìn mới này giúp MHT thuận lợi trong việc giảm chi phí nổ mìn trong dài hạn, chiếm khoảng 7% chi phí vận hành mỏ của MHT.

Trong năm 2023, PLH ghi nhận doanh thu giảm so với cùng kỳ do chịu tác động bởi môi trường vĩ mô đầy thách thức, tiêu dùng yếu, người dân có xu hướng giảm tiêu dùng các sản phẩm bên ngoài nhà. Trong năm 2023, PLH mở mới 28 cửa hàng, hiện tại PLH có 156 cửa hàng ngoài WCM. Dự kiến năm 2024 khi sức mua hồi phục doanh số sẽ tăng trưởng ở mức 2 chữ số bằng các giải pháp (1) tăng tốc mở cửa hàng; (2) tích hợp chương trình hội viên WIN giúp thúc đẩy

chéo với hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng; (3) thúc đẩy các chương trình marketing, khuyến mãi thu hút tệp khách hàng trẻ mới.

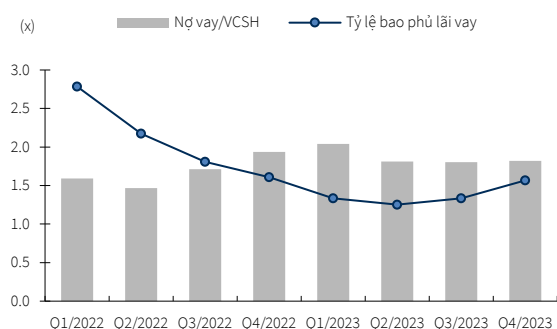
Tiếp tục củng cố bằng cân đối kế toán, áp lực thanh khoản giảm đáng kể so với 2023

Với niềm tin vào sự phát triển của MSN, Bain Capital đã gia tăng khoản đầu tư vào MSN lên mức 250 triệu USD, thương vụ dự kiến hoàn tất trong quý 1/2024. Với sự trợ lực từ thương vụ này, thanh khoản của MSN sẽ trở nên dồi dào hơn, tiến gần tới mục tiêu đạt tỷ lệ Nợ ròng trên EBITDA $\leq 3.5x$.

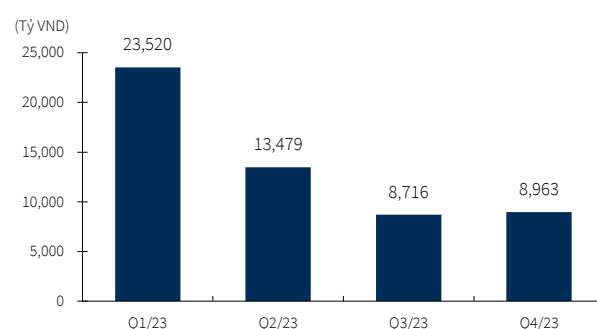
Tại đầu năm 2023, tổng lượng nợ đến hạn trả của MSN lên đến hơn 23,000 tỷ đồng, cuối năm 2023 công ty cho biết đã hoàn tất thanh toán đầy đủ nghĩa vụ nợ đáo hạn trong năm 2023, áp lực tài chính sẽ giảm đáng kể từ 2024. Bước vào năm 2024, nợ vay đến hạn trong 12 tháng tới của MSN là 8,963 tỷ đồng trong đó tổng mức trái phiếu đáo hạn chỉ rơi vào khoảng 6,000 tỷ đồng, với dòng tiền tự do liên tục cải thiện cùng với khoản đầu tư từ Bain Capital, vấn đề thanh khoản đã trở nên bớt lo ngại hơn đối với MSN.

Mặc dù không còn áp lực thanh khoản nhưng áp lực chi phí lãi vay vẫn là vấn đề rất đáng quan tâm đối với MSN dù tỷ lệ bao phủ lãi vay của MSN cũng đã cải thiện trong thời gian vừa qua. Để đề phòng sự biến động của tỷ giá và lãi suất, công ty cũng đã sử dụng các hợp đồng phái sinh để giảm thiểu rủi ro.

Biểu đồ 7. Tỷ lệ D/E và khả năng bao phủ lãi vay của MSN



Biểu đồ 8. Nợ dài hạn đến hạn trả trong 12 tháng tới của MSN giảm mạnh so với đầu năm 2023



Dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD năm 2024

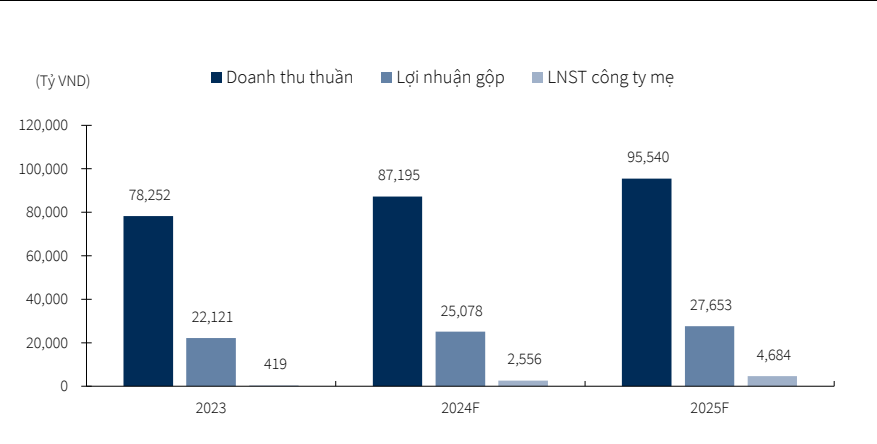
Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới khi kinh tế vĩ mô phục hồi giúp sức mua cải thiện sẽ có ảnh hưởng tích cực đến KQKD của MSN. Dự báo doanh thu thuần cả năm 2024 đạt 87,195 tỷ đồng (+11.4% YoY), biên LNG cả năm đạt 28.8%, (+0.5ppts YoY). LNST trước cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) đạt 3,195 tỷ đồng (+71% YoY). LNST cổ đông công ty mẹ đạt 2,556 tỷ đồng (+510% YoY).

Bảng 9. Dự phóng KQKD 2024

(Tỷ VND)	2023	2024F	+/-% YoY	2025F	+/-% YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	78,252	87,195	11.4%	95,540	9.6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ doanh thu so với báo cáo trước đây với các công ty thuộc ngành bán lẻ - tiêu dùng (MCH, WCM, MML) do thận trọng hơn về tốc độ hồi phục sức mua của nền kinh tế.
Masan Consumer Holdings (MCH)	29,066	32,554	12.0%	35,809	10.0%	MCH tiếp tục là chủ lực gia tăng doanh thu toàn tập đoàn, công ty liên tục tìm kiếm cơ hội, mở rộng cơ hội kinh doanh với các sản phẩm thuộc các ngành hàng khác nhau, tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu.
WinCommerce (WCM)	30,054	32,759	9.0%	36,035	10.0%	Tiếp tục gia tăng doanh thu trên các cửa hàng cũ đồng thời liên tục mở mới và chuyển đổi mô hình cửa hàng phù hợp giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh.
Masan Meatlife (MML)	6,984	7,682	10.0%	8,374	9.0%	Đẩy mạnh các sản phẩm thịt mát và thịt chế biến vào các chuỗi siêu thị, đặc biệt cộng hưởng trực tiếp với chuỗi WCM giúp thúc đẩy doanh số trong thời gian tới.
Masan High-Tech Materials (MHT)	14,094	15,081	7.0%	16,287	8.0%	Dự báo doanh thu sẽ hồi phục trong thời gian tới khi kinh tế toàn cầu dần hồi phục giúp hồi phục nhu cầu các sản phẩm của MHT.
Lợi nhuận gộp	22,121	25,078	13.4%	27,653	10.3%	Biên lợi nhuận gộp cả năm 2023 tăng trưởng nhờ cải tiến và tối ưu nhiều chi phí trong kinh doanh của các công ty chủ lực MCH và WCM. Dự báo biên lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2024 khi chuỗi WCM hoạt động ngày càng hiệu quả hơn. Lợi nhuận gộp từ đó cũng cải thiện.
Biên lợi nhuận gộp	28.3%	28.8%	1.7%	28.9%	0.6%	
Thu nhập tài chính	2,405	2,005	-16.6%	1,812	-9.6%	
Chi phí tài chính	(8,130)	(8,034)	-1.2%	(7,303)	-9.1%	Với lượng nợ vay lớn, MSN dự báo tiếp tục chịu áp lực chi phí lãi vay lớn ăn mòn phần lớn lợi nhuận.
SG&A	(17,942)	(19,927)	11.1%	(20,923)	5.0%	
Lợi nhuận HĐKD	2,350	3,722	58.4%	6,530	75.4%	
Lợi nhuận trước thuế	2,563	3,897	52.0%	6,721	72.5%	
NPAT Pre-MI	1,870	3,195	70.9%	5,511	72.5%	
NPATMI	419	2,556	510.5%	4,684	83.2%	Sức mua hồi phục dự báo sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận gộp cải thiện, tuy nhiên chi phí lãi vay lớn sẽ tiếp tục ăn mòn lợi nhuận, tuy nhiên trên mức nền thấp của năm 2022 dự kiến lợi nhuận sẽ có tăng trưởng ấn tượng trong những năm tiếp theo.

Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng KQKD của MSN



Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
96,800VND/cổ phiếu**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MSN với phương pháp Tổng các giá trị thành phần (Sum of the part) để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MSN. Chúng tôi tiến hành định giá các công ty có đóng góp phần lớn đến doanh thu bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Các công ty con có đóng góp nhỏ hơn tạm thời chúng tôi chưa đưa vào định giá này. Sau khi định giá giá trị cổ phần chúng tôi tiến hành chiết khấu 20% do đây là mô hình tập đoàn.

- (1) Với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E dự phóng ở mức 15 lần, điều chỉnh tăng nhẹ so với mức trung bình 5 năm (13 lần) nhờ tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong những năm gần đây của công ty khi mở rộng thị trường và danh mục sản phẩm.
- (2) Với WCM, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng 1.8 lần từ thương vụ SK Group mua lại cổ phần của WCM.
- (3) Với MML, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng là 1.4 lần là mức trung bình 5 năm.
- (4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH
- (5) Với MHT, chúng tôi sử dụng giá trị thị trường tại ngày báo cáo
- (6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá dự phóng của KBSV

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 96,800 VNĐ/cp, cao hơn 20% giá đóng cửa ngày 13/03/2023. Chúng tôi cho rằng những khó khăn như sức mua yếu, áp lực lãi vay, áp lực thanh khoản đã qua đi, khuyến nghị MUA dựa vào kỳ vọng về sự hồi phục của ngành bán lẻ - tiêu dùng dẫn dắt bởi trụ cột MCH - WCM.

Bảng 11. Định giá từng phần SOTP

Công ty	Phương pháp	Giá trị cổ phần (tỷ VND)	% Sở hữu	Giá trị sở hữu (tỷ VND)
MCH	P/E	122,216	72.8%	88,973
WCM	P/S	58,966	71.5%	42,161
MML	P/S	7,682	94.9%	10,207
MSR	Giá trị thị trường	16,700	86.4%	14,429
Phuc Long Heritage	Giá trị thương vụ	8,161	85.0%	6,937
TCB	KBSV định giá	158,000	21.4%	33,812
Tổng thành phần				196,519
Nợ vay ròng công ty mẹ				23,374
Giá trị cổ phần				173,145
Giá trị cổ phần sau chiết khấu				138,516
SLCP				1,430,843,406
Giá mục tiêu (VND)				96,800

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

MSN – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022 – 2025F

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2022A	2023A	2024F	2025F	(Tỷ VNĐ)	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh số thuần	76,189	78,252	87,195	95,540	Tổng tài sản	141,343	147,383	149,710	151,935
Giá vốn hàng bán	-55,154	-56,131	-62,117	-67,887	Tài sản ngắn hạn	47,675	43,763	46,853	48,840
Lãi gộp	21,035	22,121	25,078	27,653	Tiền và tương đương tiền	13,853	10,125	9,294	7,720
Thu nhập tài chính	2,576	2,405	2,005	1,812	Giá trị đầu tư ngắn hạn	3,659	6,795	4,359	4,776
Chi phí tài chính	-6,362	-8,130	-8,034	-7,303	Các khoản phải thu	13,930	11,985	16,938	18,565
Trong đó: Chi phí lãi vay	-4,848	-6,946	-6,686	-6,033	Hàng tồn kho, ròng	14,634	13,497	14,287	15,614
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	4,340	3,896	4,601	5,291	Tài sản dài hạn	93,668	103,620	102,857	103,095
Chi phí bán hàng	-12,512	-14,192	-15,762	-16,550	Phải thu dài hạn	2,114	11,211	10,650	11,183
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-3,854	-3,750	-4,165	-4,373	Tài sản cố định	30,612	30,469	29,970	29,545
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,223	2,350	3,722	6,530	Tài sản dở dang dài hạn	3,325	3,127	3,286	3,562
Thu nhập khác, ròng	-76	213	174	191	Nợ phải trả	104,706	109,146	103,029	100,493
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	5,147	2,563	3,897	6,721	Nợ ngắn hạn	65,321	50,423	54,426	53,403
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-393	-693	-701	-1,210	Phải trả người bán	7,489	6,318	7,848	8,599
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,754	1,870	3,195	5,511	Người mua trả tiền trước	16	67	22	24
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,187	1,451	639	827	Vay ngắn hạn	40,567	28,030	29,591	29,534
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,567	419	2,556	4,684	Nợ dài hạn	39,385	58,724	48,602	47,090
					Nợ dài hạn khác	8,960	17,182	9,919	10,841
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	30,426	41,542	38,683	36,249
					Vốn chủ sở hữu	36,637	38,237	46,682	51,442
					Vốn góp	14,237	14,308	15,008	15,008
					Thặng dư vốn cổ phần	8,723	8,723	14,023	14,023
					Lãi chưa phân phối	11,382	11,798	13,603	17,537
					Vốn và quỹ khác	(8,388)	(8,388)	(8,388)	(8,388)
					Lợi ích CDKKS	10,484	11,678	12,317	13,143
Chỉ số hoạt động (%)	2022A	2023A	2024F	2025F	Chỉ số chính	2022A	2023A	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.6%	28.3%	28.8%	28.9%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBITDA	18.9%	17.4%	16.7%	17.5%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	13.1%	12.2%	12.1%	13.3%	P/E	31.7	269.9	44.2	24.1
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.8%	3.3%	4.5%	7.0%	P/E pha loãng	31.7	269.9	44.2	24.1
Tỷ suất lãi hoạt động KD	6.9%	3.0%	4.3%	6.8%	P/B	3.1	3.0	2.4	2.2
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.2%	2.4%	3.7%	5.8%	P/S	1.5	1.4	1.3	1.2
					P/Tangible Book	1.9	1.4	1.4	1.3
					P/Cash Flow	(13.4)	(29.9)	(136.0)	(71.8)
					EV/EBITDA	11.6	12.3	11.5	10.0
					EV/EBIT	16.8	17.6	15.8	13.1
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	Chỉ số khả năng sinh lời				
(Tỷ VNĐ)					ROE%	12%	5%	8%	11%
Lãi trước thuế	5,147	2,563	3,897	6,721	ROA%	4%	1%	2%	4%
Khấu hao TSCĐ	4,407	4,007	4,192	4,244	ROIC%	4%	2%	3%	5%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-5,849	-5,870	0	0					
Chi phí lãi vay	5,340	7,422	6,686	6,033	Cấu trúc tài chính				
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	9,045	8,122	14,774	16,997	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.3	0.2
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-672	452	-3,840	-2,035	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.5	0.6	0.6	0.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,736	1,076	-790	-1,327	Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.7	0.9	0.9	0.9
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-1,432	-442	-4,819	-45	Vốn vay dài hạn/VCSH	0.8	1.1	0.8	0.7
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	95	426	-1,057	-338	Vốn vay dài hạn/TTS	0.3	0.2	0.2	0.2
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế, khác	-9,089	-9,134	-7,495	-7,219	Vốn vay ngắn hạn/VCSH	1.1	0.7	0.6	0.6
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐ SXKD	-3,789	500	-3,227	6,034	Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.3	0.2	0.2	0.2
Tiền mua tài sản cố định	-4,165	-2,229	-3,990	-3,949	Công nợ ngắn hạn/VCSH	1.8	1.3	1.2	1.0
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	24	17	0	0	Công nợ ngắn hạn/TTS	0.5	0.3	0.4	0.4
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-11,336	-28,674	-12,375	14,368	Tổng công nợ/VCSH	2.9	2.9	2.2	2.0
Tiền thu từ cho vay/thu từ phát hành công cụ nợ	4,750	20,544	14,810	-14,785	Tổng công nợ/TTS	0.7	0.7	0.7	0.7
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-16,636	0	0	0					
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	284	709	0	0	Chỉ số hoạt động				
Cổ tức và tiền lãi nhận được	632	1,809	0	0	Vòng quay phải thu	29	31	35	35
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-26,447	-7,824	-1,555	-4,366	Vòng quay HTK	4.0	4.0	4.5	4.5
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	-40	71	6,000	0	Vòng quay phải trả	7.4	8.0	8.9	8.4
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	78,060	91,059	49,857	51,242					
Tiền trả các khoản đi vay	-54,956	-87,325	-51,155	-53,734					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-14	-15	0	0					
Cổ tức đã trả	-1,253	-244	-750	-750					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	21,796	3,546	3,951	-3,242					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-8,440	-3,777	-831	-1,574					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	22,305	13,853	10,125	9,294					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	13,853	10,125	9,294	7,720					

Nguồn: MSN, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí 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

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@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 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, 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.