

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Dẫn dắt bởi trụ cột Bán lẻ - Tiêu dùng

12/12/2023

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

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định nhưng chi phí lãi vay ảnh hưởng lớn đến NPATMI

Kết thúc 3Q2023, MSN đạt doanh thu thuần 20,155 tỷ đồng (+3.2% YoY), biên LNG đạt 29.5% tăng 90bps QoQ và 170 bps YoY, nhờ các mảng kinh doanh chủ lực như WCM và MCH liên tục cải thiện biên lợi nhuận. Do lượng nợ vay khá lớn để duy trì và mở rộng các hoạt động kinh doanh nên chi phí lãi vay tiếp tục tăng mạnh trong kỳ, đạt 1,745 tỷ đồng (+55% YoY). NPAT Pre-MI đạt 485 tỷ đồng (-42% YoY), NPATMI đạt 48 tỷ đồng (-91% YoY).

Hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng tiếp tục có những tín hiệu tích cực

Trụ cột bán lẻ - tiêu dùng với các công ty WCM, MCH và MML đạt được nhiều kết quả khả quan. WCM giữ đà tăng trưởng doanh thu, liên tục cải thiện biên EBITDA với nhiều cửa hàng đã có được lợi nhuận và tiến gần tới hoà vốn toàn chuỗi. MCH và MML đạt tăng trưởng mạnh ở nhiều ngành hàng, biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện nhờ giá đầu vào hạ nhiệt và tối ưu tốt các chi phí tồn kho, logistic.

Áp lực thanh khoản hạ nhiệt nhờ dòng tiền cải thiện và thương vụ đầu tư của Bain Capital

MSN cho biết đã hoàn tất thanh toán đầy đủ nghĩa vụ nợ đáo hạn trong năm 2023. Trong năm 2024, tổng mức đáo hạn trái phiếu chỉ rơi vào mức 6,000 tỷ đồng, với dòng tiền cải thiện cùng với lượng tiền lớn lên đến 250 triệu đô từ thương vụ gần đây với Bain Capital, vấn đề thanh khoản không còn là nỗi lo trong thời gian tới.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của MSN với doanh thu thuần đạt 80,405 tỷ đồng (+5.5% YoY), NPATMI đạt 589 tỷ đồng (-58.7% YoY). Với những lo ngại về tình hình kinh doanh và khả năng thanh khoản đã dần qua, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	78,600 VND
Tăng/giảm (%)	19%
Giá hiện tại (12/12/2023)	66,200VND
Giá mục tiêu đồng thuận	87,389VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	89/3.7

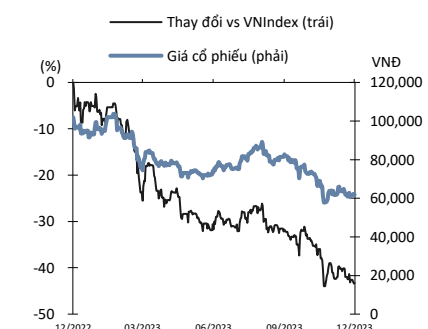
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	45.6%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	126/5.3
Sở hữu nước ngoài	20.3%
Cổ đông lớn	MASAN JSC (31.2%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.0	-24.9	-15.6	-37.9
Tương đối	-6.1	-17.0	-17.0	-42.6

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	88,629	76,189	80,405	90,451
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	11,273	5,223	2,205	5,874
NPATMI (tỷ VND)	8,563	3,567	589	4,375
EPS (nghìn VND)	7254	2505	414	2929
Tăng trưởng EPS (%)	590%	-65%	-83%	608%
P/E (x)	10.4	24.9	150.8	20.3
P/B (x)	2.1	2.4	2.4	1.9
ROE (%)	30%	12%	5%	12%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.9%	1.3%	1.6%	1.6%

Nguồn: MSN, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

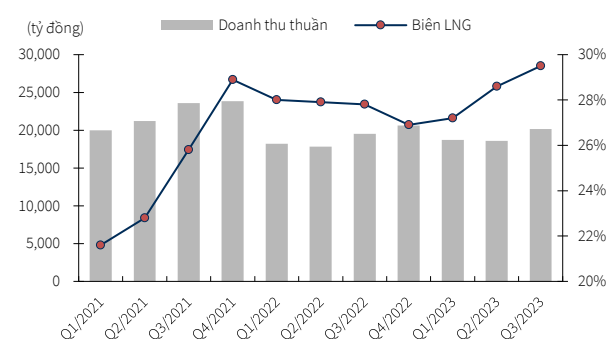
Kết quả kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật KQKD

	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	19,523	20,155	3.2%	Doanh thu vẫn duy trì mặc cho sức mua suy giảm do môi trường vĩ mô không thuận lợi ảnh hưởng trực tiếp đến ngành nghề kinh doanh chính của Masan là Bán lẻ - Tiêu dùng.
<i>Masan Consumer Holdings (MCH)</i>	7,340	7,435	1.3%	Dù doanh thu đi ngang nhưng khi bỏ qua đóng góp của mảng thịt chế biến trong năm 2022 so sánh tương đương các ngành hàng còn lại, doanh thu MCH trong 3Q2023 tăng trưởng 8.7% YoY. Sức mua dần hồi phục, nhiều ngành hàng tăng trưởng tích cực.
<i>WinCommerce (WCM)</i>	7,631	7,884	3.3%	Tâm lý người dùng đang dần hồi phục với tốc độ chậm, trong quý 3 WCM cũng thận trọng trong việc mở mới cửa hàng. Doanh thu trên cửa hàng thu hẹp đã giảm cho thấy sức mua đã có dấu hiệu chậm đáy trong nửa đầu năm 2023. Trong 9 tháng đầu năm WCM cũng thực hiện cải tạo nhiều cửa hàng Winmart+ sang các mô hình phù hợp với từng khu vực nhằm tối ưu hoá doanh thu.
<i>Masan Meatlife (MML)</i>	1,291	1,903	47.5%	Hầu hết các phân khúc sản phẩm đều có sự tăng trưởng mạnh. Mảng thịt lợn mát có thương hiệu, MML đã thu hẹp khoảng cách giá với chợ truyền thống, doanh thu theo ngày các sản phẩm MML tại WCM tăng thêm 30% so với quý 1/2023.
<i>Masan High-Tech Materials (MHT)</i>	3,528	3,590	1.8%	Doanh thu MHT giảm do nhu cầu sản phẩm của công ty giảm trên toàn cầu, giá vonfram trong 9T2023 hiện cũng đang thấp hơn 4.1% YoY. Sản lượng cũng tạm thời giảm do công ty tạm ngưng bộ phận nổ mìn, tìm kiếm đối tác có chi phí tốt nhất.
Lợi nhuận gộp	5,424	5,940	9.5%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ hầu hết các mảng kinh doanh như MCH, WCM, MML đều cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ giá bán tốt hơn đồng thời tối ưu được các chi phí đầu vào và chi phí logistic.
Biên lợi nhuận gộp	27.8%	29.5%	170bps	Lợi nhuận gộp nhờ đó cải thiện tích cực.
Thu nhập tài chính	330	421	27.6%	
Chi phí tài chính	-1,667	-2,386	43.1%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do môi trường lãi suất tiếp tục neo ở mức cao, ảnh hưởng đến lợi nhuận của toàn công ty.
SG&A	-4,269	-4,580	7.3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	963	443	-54.0%	
Lợi nhuận trước thuế	909	583	-35.9%	
Lợi nhuận sau thuế	841	485	-42.3%	
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	543	48	-91.2%	Mặc dù duy trì được doanh thu và lợi nhuận gộp nhưng lợi nhuận vẫn bị ảnh hưởng do chi phí lãi vay tăng mạnh ăn mòn phần lớn lợi nhuận, đóng góp lợi nhuận từ công ty liên kết TCB cũng giảm do khó khăn chung của nền kinh tế ảnh hưởng đến tăng trưởng tín dụng.

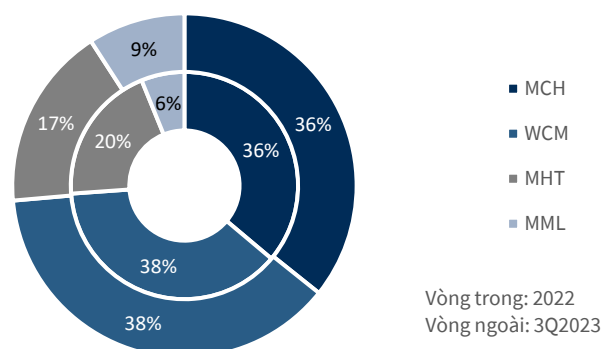
Nguồn: MSN, KBSV

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

Hệ sinh thái Bán lẻ - Tiêu dùng tiếp tục đạt được nhiều tín hiệu tích cực

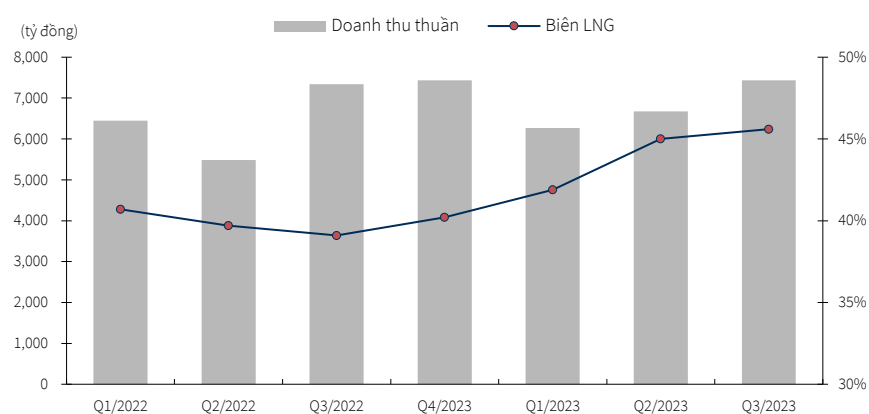
Hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng của MSN đóng góp doanh thu chính bởi các công ty MCH, WCM và MML đều ghi nhận những tín hiệu tích cực trong quý 3 dù môi trường kinh tế vĩ mô còn nhiều thách thức, sức mua phục hồi khá chậm ảnh hưởng trực tiếp lên ngành bán lẻ - tiêu dùng. Các công ty trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng còn nhiều triển vọng trong tương lai, cụ thể:

MCH tiếp tục là chủ lực dẫn dắt hệ sinh thái

(1) MCH ghi nhận doanh thu tăng trưởng 1.3% trong Q3/2023, tuy nhiên trên cơ sở so sánh tương đương khi loại bỏ mảng thịt chế biến, doanh thu tăng trưởng ở mức 8.7% YoY, đây là tín hiệu tích cực trong hoàn cảnh sức mua tiêu dùng trong nước còn khá yếu, nhiều doanh nghiệp hàng tiêu dùng ghi nhận tăng trưởng âm. Các mảng kinh doanh chính đều ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ, ngành hàng Gia vị, Thực phẩm tiện lợi và HPC (Sản phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình) ghi nhận tăng trưởng lần lượt 16,6%, 10,8% và 24,5% YoY.

Biên lợi nhuận gộp ghi nhận mức cao nhất trong lịch sử đạt mức 45,6% nhờ (1) lợi thế thương hiệu mạnh nâng giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn khi đi vào các chuỗi siêu thị, (2) các chi phí nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt, (3) tối ưu các chi phí về quản lý chuỗi cung ứng nhờ công ty con Supra.

Biểu đồ 4. Doanh thu thuần và Biên LNG của MCH liên tục cải thiện



Nguồn: MSN, KBSV

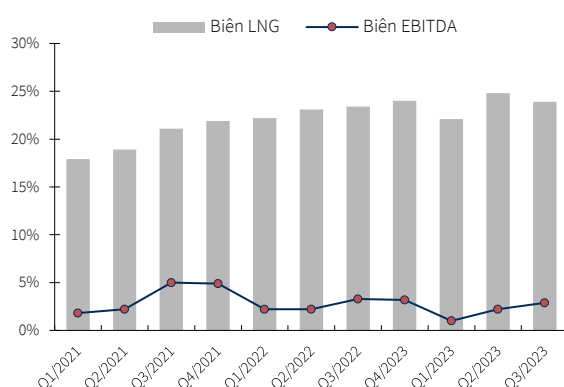
Về triển vọng tương lai, MCH sẽ tiếp tục cải tiến các sản phẩm, ngành hàng đồ uống và HPC có tốc độ tăng trưởng cao sẽ tiếp tục được tập trung, là động lực mạnh mẽ trong thời gian tới ở thị trường nội địa. Ở thị trường quốc tế, MCH cũng đang đẩy mạnh chiến lược “Go Global - mang thương hiệu Việt Nam ra thế giới”, hướng đến năm 2027 doanh thu quốc tế đóng góp 15%, mang thương hiệu gia vị Việt – Chin-Su ra thế giới. Các sản phẩm của MCH bước đầu đã đạt được những tín hiệu tích cực khi gây tiếng vang tại các thị trường khó tính như Nhật Bản, Mỹ, Châu Âu.

WCM đang dần vượt qua những thách thức của nền kinh tế

(2) WCM tương tự cũng đạt được các tín hiệu tích cực, dù sức mua yếu nhưng đã đạt được tăng trưởng doanh thu 3.3% YoY trong quý 3. Biên EBITDA liên tục tăng trưởng ổn định đạt mức 2.9% vào quý 3/2023 so với 2.2% trong quý 2 và 1% vào quý 1. Chuỗi cũng đã đạt điểm hoà vốn EBIT trong quý 3, nhiều siêu thị WCM mở trước năm 2022 đã đạt được lãi sau thuế, kỳ vọng toàn chuỗi sẽ sớm hoà vốn và sinh lợi nhuận trong thời gian tới.

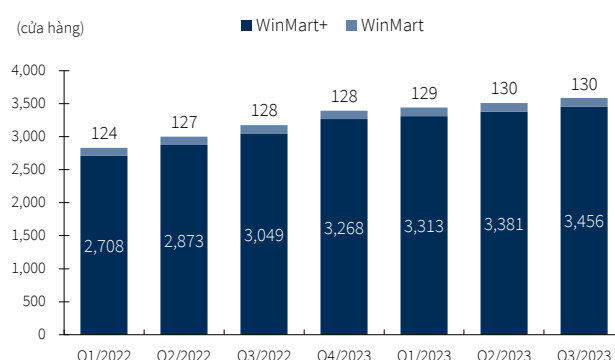
Về số lượng cửa hàng, lũy kế 9 tháng WCM đã mở mới được 245 siêu thị mini WinMart+ và 2 siêu thị WinMart, nâng tổng số cửa hàng lên 3,586 cửa hàng toàn chuỗi trên toàn quốc. Ngoài ra WCM cũng đã cải tạo nhiều cửa hàng WinMart+ thành các mô hình khác nhau phù hợp với từng khu vực, các cửa hàng sau cải tạo đều đem lại tăng trưởng doanh thu tích cực so với các cửa hàng còn lại. Với việc liên tục mở rộng và tái cơ cấu trong thời điểm kinh tế khó khăn mang lại nhiều thách thức và rủi ro cho WCM nói riêng và MSN nói chung nhưng một khi vượt qua được và đón đầu nền kinh tế và sức mua phục hồi sẽ đem lại tăng trưởng ấn tượng cho toàn tập đoàn với tiềm năng bao la của thị trường bán lẻ hiện đại.

Biểu đồ 5. Biên LNG và biên EBITDA của WCM



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 6. Số lượng cửa hàng Winmart và Winmart+



Nguồn: MSN, KBSV

MML tiếp tục tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ hệ sinh thái

(3) MML tiếp tục ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực đồng thời cải thiện cả biên lợi nhuận. Biên lợi nhuận gộp trong quý 3 cải thiện 260bps YoY đạt mức 18.6%, thúc đẩy bởi tăng giá lợn hơi và gà thịt cao hơn so với các quý trước. Chương trình hội viên WIN kết hợp với chuỗi WCM đã đem về cho MML nhiều kết quả tích cực, giá thịt lợn có thương hiệu của MML đã thu hẹp khoảng cách giá đối với thịt lợn ở chợ truyền thống, qua đó ngày càng thu hút khách hàng mua thịt lợn tại chuỗi WCM, gián tiếp tăng doanh thu cho các mặt hàng khác. Trong thời gian tới, MML sẽ tiếp tục kết hợp với WCM gia tăng doanh thu trên từng siêu thị, đặt mục tiêu doanh thu trên từng điểm bán/ngày tại WCM từ 1.6 đến 2 triệu đồng so với mức 1.2 triệu tại thời điểm đầu năm.

Thương vụ hợp tác với Bain Capital giúp cải thiện bảng cân đối kế toán, giảm bớt nỗi lo về vấn đề thanh khoản

Ngày 6/12/2023, Bain Capital đồng ý tăng thêm 50 triệu USD vào khoản đầu tư vốn cổ phần của Masan Group, nâng mức đầu tư lên 250 triệu USD so với 200 triệu USD công bố vào tháng 10/2023. Số tiền thu được từ giao dịch này sẽ giúp giảm đòn bẩy tài chính, tối ưu bảng cân đối kế toán, giảm bớt nỗi lo về vấn đề thanh khoản đặc biệt trong bối cảnh MSN sẽ phải đáo hạn lượng lớn trái phiếu trong thời gian tới.

Về thương vụ với SK Group, theo thỏa thuận, SK Group có quyền bán cổ phần sau 3 năm nắm giữ, thời gian thực hiện thương vụ bắt đầu từ tháng 10/2023 đến tháng 10/2024, điều này đã ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư trong thời gian vừa qua do lo ngại SK sẽ thoái vốn ảnh hưởng đến tình hình tài chính của MSN vì MSN sẽ phải mua lại hoặc sắp xếp chuyển nhượng cho bên thứ ba. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng SK là đối tác lâu dài đối với MSN nói riêng và thị trường Việt Nam nói chung.

chung. Cả 2 phía MSN và SK Group đều đã lên tiếng bác bỏ tin đồn về việc thoái vốn, điều này sẽ giúp củng cố niềm tin của nhà đầu tư, giảm lo ngại về vấn đề thanh khoản đối với MSN.

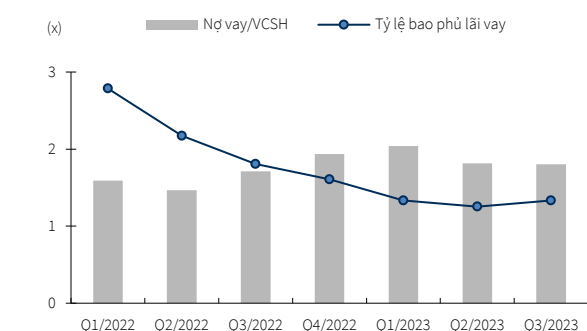
Hoàn thành các nghĩa vụ nợ trong năm 2023, dòng tiền tốt đảm bảo hoàn thành các nghĩa vụ nợ trong thời gian tới

Tại thời điểm đầu năm 2023, MSN có khoảng 1 tỷ đô (23,520 tỷ đồng) nợ sẽ đáo hạn trong năm, gây nỗi lo cho nhà đầu tư về vấn đề thanh khoản khi công ty phải thu xếp một lượng tiền rất lớn để hoàn thành nghĩa vụ nợ. Tuy nhiên ban lãnh đạo cho biết, MSN đã gần như hoàn thành đủ các nghĩa vụ thanh toán trái phiếu trong năm 2023 và trong năm 2024 tổng mức trái phiếu đáo hạn chỉ rơi vào mức khoảng 6,000 tỷ đồng.

Với khả năng thanh khoản hiện tại đã cải thiện rất nhiều so với thời điểm nửa cuối năm 2023, lượng tiền và tương đương tiền (chưa tính khoản đầu tư ngắn hạn) tại cuối quý 3 đạt gần 10,000 tỷ, lượng tiền mặt dự kiến còn tăng thêm 250 triệu đô từ Bain Capital (khoảng 6,000 tỷ đồng) cộng thêm dòng tiền tự do của MSN liên tục cải thiện trong các quý gần đây cho thấy vấn đề thanh khoản đã gần như không còn là nỗi lo của MSN trong thời gian tới.

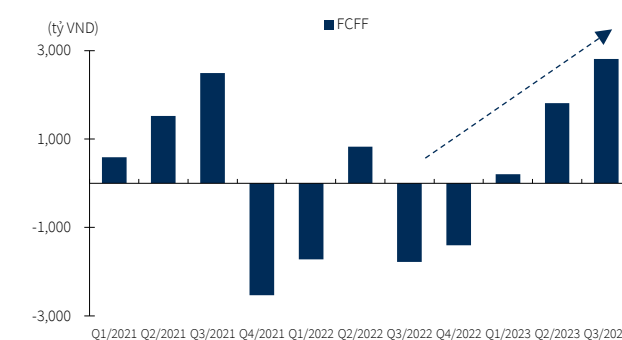
Về chi phí lãi vay, hiện tại lãi suất cho vay đã bắt đầu có dấu hiệu giảm nhẹ, tuy nhiên tổng dư nợ vay của MSN vẫn ở mức khá lớn, chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay sẽ tiếp tục là một cấu phần chi phí lớn trong năm 2024 sắp tới mặc dù đã giảm so với năm 2023.

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



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 8. Dòng tiền tự do (FCFF) của MSN cải thiện



Nguồn: MSN, KBSV

Dự phóng và định giá

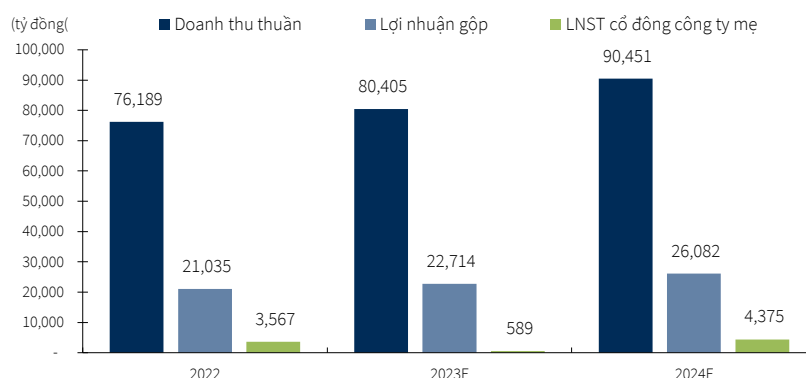
Dự phóng KQKD năm 2023

Chúng tôi cho rằng MSN sẽ tiếp tục đà hồi phục từ 3Q2023 với doanh thu tiếp tục tăng trưởng và cải thiện biên LNG nhờ đóng góp của 2 trụ cột chính là WCM và MCH. Dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 80,405 tỷ đồng (+6% YoY), biên LNG cả năm đạt 28.3%, tăng nhẹ so với cùng kỳ. LNST trước cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) chỉ đạt 2,633 tỷ đồng (-45% YoY) do áp lực từ chi phí lãi vay tăng. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1,185 tỷ đồng (-67% YoY). Dự báo khi nền kinh tế quay trở lại, với trụ cột bán lẻ - tiêu dùng, MSN sẽ quay lại đà tăng trưởng.

Bảng 9. Dự phóng KQKD 2023

(Tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	2024F	+/-% YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	76,189	80,405	6%	90,451	12%	Sức mua dần hồi phục trong nửa cuối năm giúp các công ty trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng của MSN dần hồi phục doanh thu.
<i>Masan Consumer Holdings (MCH)</i>	28,103	29,227	4%	31,565	8%	Các sản phẩm tiêu dùng của MCH không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi sức mua tuy vậy cũng sẽ hưởng lợi khi sức mua hồi phục. Nhiều dòng sản phẩm có tăng trưởng mạnh, các sản phẩm xuất khẩu đạt được nhiều tín hiệu khả quan.
<i>WinCommerce (WCM)</i>	29,369	29,956	2%	34,450	15%	Tiếp tục mở mới và chuyển đổi mô hình của hàng phủ hợp với từng khu vực nhằm tối ưu chi phí và gia tăng doanh thu. Năm 2023, doanh thu tăng trưởng chậm do sức mua chung suy yếu, năm 2024 khi các cửa hàng mở mới và sau tái cấu trúc hoạt động ổn định cùng với sức mua hồi phục sẽ đem lại tăng trưởng ổn định, chuỗi gần tiến đến điểm hoà vốn là động lực tăng trưởng trong tương lai của MSN.
<i>Masan Meatlife (MML)</i>	4,785	7,417	55%	9,271	25%	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, kết hợp với chương trình hội viên WIN sẽ giúp thúc đẩy doanh số trong thời gian tới.
<i>Masan High-Tech Materials (MHT)</i>	15,550	14,617	-6%	16,078	10%	Nhu cầu các sản phẩm của MHT tương đối yếu, dự báo sẽ hồi phục trong năm 2024 khi kinh tế toàn cầu dần hồi phục, nhu cầu các sản phẩm của MHT hồi phục và tăng trưởng.
Lợi nhuận gộp	21,035	22,714	8%	26,082	15%	Biên lợi nhuận gộp cả năm 2023 tăng trưởng nhờ cải tiến và tối ưu nhiều chi phí
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	27.6%	28.3%	2%	28.8%	2%	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.
Thu nhập tài chính	2,576	2,250	-13%	2,007	-11%	
Chi phí tài chính	(6,362)	(8,876)	40%	(8,120)	-9%	Môi trường lãi suất cao với lượng nợ vay lớn, MSN chịu chi phí lãi vay lớn ăn mòn phần lớn lợi nhuận. Kỳ vọng trong năm 2024, với lãi suất hạ nhiệt sẽ giảm phần nào áp lực chi phí lãi vay.
SG&A	(16,366)	(17,900)	9%	(18,838)	5%	
Lợi nhuận HĐKD	5,223	2,205	-58%	5,874	166%	
Lợi nhuận trước thuế	5,147	2,366	-54%	6,055	156%	
NPAT Pre-MI	4,754	1,964	-59%	5,147	162%	
NPATMI	3,567	589	-83%	4,375	642%	Mặc dù doanh thu và lợi nhuận gộp duy trì và tăng trưởng tuy nhiên trong bối cảnh lãi suất cao với lượng nợ vay lớn đã ăn mòn phần lớn lợi nhuận của tập đoàn. Kỳ vọng năm 2024 khi nền kinh tế hồi phục với trụ cột bán lẻ - tiêu dùng hồi phục theo sức mua của nền kinh tế cùng với kỳ vọng chuỗi WCM đạt điểm hoà vốn, MSN sẽ có sự hồi phục và tăng trưởng mạnh mẽ.

Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng KQKD của MSN

Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
78,600VND/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 10% 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 12 lần.
- (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 lần.
- (4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH
- (5) Với MHT, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA dự phóng là 12 lần
- (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 78,600 VNĐ/cp, cao hơn 19% giá đóng cửa ngày 12/12/2023. Chúng tôi cho rằng những khó khăn hiện tại như sức mua yếu, áp lực lãi vay, áp lực thanh khoản đã phản ánh vào giá hiện tại, khuyến nghị MUA dựa vào kỳ vọng về sự hồi phục của ngành bán lẻ - tiêu dùng và các áp lực đã giảm bớt.

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)
The CrownX		139,479	84.9%	120,267
MCH	P/E	83,692		
WCM	P/S	57,966		
MML	P/S	8,344	94.9%	7,918
MSR	EV/EBITDA	19,589	86.4%	16,925
Phuc Long Heritage	Giá trị thương vụ	8,161	85.0%	6,937
TCB	KBSV định giá	137,367	21.4%	29,397
Tổng thành phần				181,444
Nợ vay ròng				56,550
Giá trị cổ phần				124,894
Giá trị cổ phần sau chiết khấu				112,404
SLCP				1,430,843,406
Giá mục tiêu (VND)				78,600

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

MSN – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021 – 2024F

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F	(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	88,629	76,189	80,405	90,451	Tổng tài sản	126,093	141,343	144,768	147,904
Giá vốn hàng bán	-66,494	-55,154	-57,690	-64,368	Tài sản ngắn hạn	43,630	47,675	49,858	50,894
Lãi gộp	22,135	21,035	22,714	26,082	Tiền và tương đương tiền	22,305	13,853	11,142	10,870
Thu nhập tài chính	6,800	2,576	2,250	2,007	Giá trị đầu tư ngắn hạn	333	3,659	4,020	4,523
Chi phí tài chính	-5,707	-6,362	-8,876	-8,120	Các khoản phải thu	2,480	2,736	2,814	3,166
Trong đó: Chi phí lãi vay	-4,669	-4,848	-7,135	-6,493	Hàng tồn kho, ròng	12,948	14,634	14,423	15,448
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3,897	4,340	4,017	4,743	Tài sản dài hạn	82,463	93,668	94,910	97,010
Chi phí bán hàng	-11,786	-12,512	-13,684	-14,401	Phải thu dài hạn	1,878	2,114	2,748	2,610
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-4,065	-3,854	-4,216	-4,436	Tài sản cố định	31,152	30,612	30,036	29,531
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	11,273	5,223	2,205	5,874	Tài sản dở dang dài hạn	2,022	3,325	3,407	3,656
Thu nhập khác, ròng	216	-76	161	181	Nợ phải trả	83,757	104,706	107,591	101,004
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	11,489	5,147	2,366	6,055	Nợ ngắn hạn	34,548	65,321	54,426	50,954
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,387	-393	-402	-908	Phải trả người bán	7,970	7,489	8,040	8,141
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	10,102	4,754	1,964	5,147	Người mua trả tiền trước	15	16	20	23
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,538	1,187	1,375	772	Vay ngắn hạn	18,806	40,567	27,760	25,202
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	8,563	3,567	589	4,375	Nợ dài hạn	49,209	39,385	53,165	50,050
					Nợ dài hạn khác	9,837	8,960	9,212	10,279
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	39,372	30,426	43,953	39,771
					Vốn chủ sở hữu	42,337	36,637	37,177	46,900
					Vốn góp	11,805	14,237	14,237	14,937
					Thặng dư vốn cổ phần	11,084	8,723	8,723	14,023
					Lãi chưa phân phối	18,796	11,382	10,547	13,498
					Vốn và quỹ khác	(8,388)	(8,388)	(8,388)	(8,388)
					Lợi ích CDKKS	9,526	10,484	11,859	12,631
Chỉ số hoạt động (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	Chỉ số chính	2021A	2022E	2023E	2024E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.0%	27.6%	28.3%	28.8%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBITDA	23.5%	18.9%	16.6%	18.2%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	18.2%	13.1%	11.8%	13.9%	P/E	10.4	24.9	150.8	20.3
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	13.0%	6.8%	2.9%	6.7%	P/E pha loãng	10.4	24.9	150.8	20.3
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.7%	6.9%	2.7%	6.5%	P/B	2.1	2.4	2.4	1.9
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.4%	6.2%	2.4%	5.7%	P/S	1.0	1.2	1.1	1.0
					P/Tangible Book	1.2	1.5	1.2	1.1
					P/Cash Flow	6.1	(10.5)	(32.8)	(326.3)
					EV/EBITDA	7.0	10.1	10.9	8.8
					EV/EBIT	9.0	14.5	15.3	11.6
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023E	2024E	Chỉ số khả năng sinh lời				
(Tỷ VNĐ)					ROE%	30%	12%	5%	12%
Lãi trước thuế	11,489	5,147	2,366	6,055	ROA%	8%	4%	1%	4%
Khấu hao TSCĐ	4,632	4,407	4,395	4,176	ROIC%	10%	4%	2%	5%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-10,025	-5,849	0	0	Cấu trúc tài chính				
Chi phí lãi vay	5,093	5,340	7,135	6,493	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.3	0.3	0.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	11,188	9,045	13,897	16,723	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	0.5	0.7	0.7
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-801	-672	-5,172	691	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	0.7	0.9	1.0
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2,233	-1,736	212	-1,026	Vốn vay dài hạn/VCSH	0.9	0.8	1.2	0.8
(Tăng)/(giảm) các khoản phải trả	-655	-1,432	2,166	151	Vốn vay dài hạn/TTS	0.1	0.3	0.2	0.2
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	373	95	-228	-356	Vốn vay ngắn hạn/VCSH	0.4	1.1	0.7	0.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế, khác	-6,729	-9,089	-7,518	-7,378	Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.1	0.3	0.2	0.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐ SXKD	1,144	-3,789	3,357	8,806	Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.8	1.8	1.5	1.1
Tiền mua tài sản cố định	-2,805	-4,165	-2,615	-2,733	Công nợ ngắn hạn/TTS	0.3	0.5	0.4	0.3
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	19	24	0	0	Tổng công nợ/VCSH	2.0	2.9	2.9	2.2
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-9,265	-11,336	-18,924	-12,877	Tổng công nợ/TTS	0.7	0.7	0.7	0.7
Tiền thu từ cho vay/thu từ phát hành công cụ nợ	9,236	4,750	18,563	12,375	Chỉ số hoạt động				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-5,261	-16,636	-2,388	-3,681	Vòng quay phải thu	39	29	29	30
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	13,687	284	0	0	Vòng quay HTK	5.2	4.0	4.0	4.3
Cổ tức và tiền lãi nhận được	735	632	0	0	Vòng quay phải trả	9.0	7.4	7.4	8.1
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	6,346	-26,447	-5,364	-6,916					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	17,364	-40	0	6,000					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-9,777	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	60,086	78,060	59,597	47,851					
Tiền trả các khoản đi vay	-57,115	-54,956	-58,877	-54,589					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-20	-14	0	0					
Cổ tức đã trả	-3,442	-1,253	-1,424	-1,424					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	7,096	21,796	-704	-2,163					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	14,586	-8,440	-2,711	-272					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7,721	22,305	13,853	11,142					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,305	13,853	11,142	10,870					

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

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@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

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
conghth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@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.