

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Báo cáo lần đầu – Hệ sinh thái đa dạng ngành hàng tiêu dùng

30/06/2022

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

Vị thế đầu ngành hàng tiêu dùng từ MCH cùng lợi thế cạnh tranh đặc biệt nhờ cộng hưởng chuỗi bán lẻ WCM

Theo quan điểm của chúng tôi, MCH có lợi thế cạnh tranh đặc biệt so với các doanh nghiệp hoạt động cùng ngành khi tận dụng được chuỗi bán lẻ WinCommerce từ tập đoàn. Cho giai đoạn 2022-2024, dự phóng LNST của MCH tăng trưởng 2 chữ số lần lượt 10.03%/12.21%/11.0%.

WinCommerce tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động, gia tăng biên lợi nhuận

WCM sẽ tiếp tục cải thiện doanh thu cũng như biên lợi nhuận trong giai đoạn tới. Biên EBITDA ở thời điểm đầu MSN bắt đầu năm giữ chỉ đạt -5.1% trong 1Q2020 đã cải thiện đáng kể lên 2.2% trong 1Q2022. Biên EBITDA sẽ tiếp tục cải thiện nhờ (1) tận dụng được công nghệ AI và ML từ đối tác chiến lược Trusting Social sẽ giúp WCM tối ưu việc mở thêm cửa hàng, (2) năng lực đàm phán tốt với các nhà cung cấp tiếp tục đem lại tín hiệu khả quan, (3) kế hoạch mở rộng loại hình cửa hàng mini-mall, loại hình tích hợp kiosk nhỏ trong siêu thị WinMart+.

MHT kỳ vọng các mảng kinh doanh chính được thúc đẩy bởi nhu cầu ổn định và giá bán tốt

Nhìn chung, cho giai đoạn 2022-2026, chúng tôi dự phóng NPAT-MI của MHT sẽ tăng trưởng với 13.5% CAGR nhờ vào các điểm tích cực như (1) giá bán của các sản phẩm chính như Tungsten, Flourspar tiếp tục ở mức tốt, (2) nhu cầu ngày càng cao đối với hai sản phẩm này nhờ tính áp dụng tốt ở nhiều lĩnh vực như: quốc phòng, năng lượng và hoá dầu.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 165,900 VNĐ

KBSV ra báo cáo lần đầu MSN với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 165,900 VNĐ, cao hơn 45.5% so với giá đóng cửa ngày 29/06/2022. Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần MSN đạt 88,274 tỷ đồng (-0.4% YoY) và LNST đạt 6,107 tỷ đồng (-40% YoY, do loại trừ mảng MNS Feed). Năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 97,425 tỷ đồng (+10.4% YoY) và LNST ở mức 7,755 tỷ đồng (+27% YoY).

MUA

Giá mục tiêu 165,900 VNĐ

Tăng/giảm (%)	45.5%
Giá hiện tại (29/06/2022)	114,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	162/7.2

Dự phóng KQKD & định giá

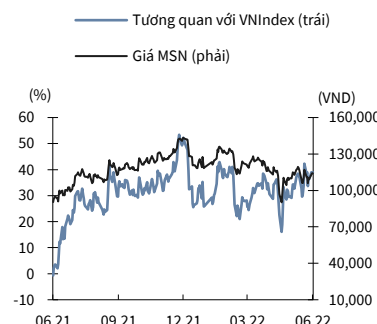
FY - end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	77,218	88,629	88,274	97,425
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,196	11,273	7,714	9,795
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	1,395	10,101	6,107	7,755
EPS (nghìn VNĐ)	1,054	7,269	4,311	5,474
Tăng trưởng EPS (%)	-77.8	+589	-40.8	26.9
P/E (x)	84.3	23.5	26.4	20.8
P/B (x)	7.4	8.4	5.6	5.5
ROE (%)	9	41	19	23
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	0	1.05	0	0

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	40.0%
GDTB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	182.6/8.1
Sở hữu nước ngoài	28.78%
Cổ đông lớn	Công ty Cổ phần Masan (31.5%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0	-11	-20	26
Tương đối	5	9	-2	39



MSN – mô hình tập đoàn hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau

Đa dạng các ngành nghề kinh doanh

Công ty cổ phần Tập đoàn Masan (MSN) là công ty hoạt động theo hình thức tập đoàn với đa dạng các ngành nghề khác nhau. Các ngành nghề kinh doanh chính có thể kể đến như: chăn nuôi & thức ăn chăn nuôi, thực phẩm, hàng tiêu dùng, siêu thị bán lẻ, khai thác tài nguyên thiên nhiên và mới đây nhất trong tháng 9/2021, thông qua Công ty TNHH The Sherpa, tập đoàn Masan đã lấn sân sang lĩnh vực viễn thông.

Hiện tại, Masan Group sở hữu 3 công ty con trực tiếp, trong đó có Công ty Cổ phần Masan MEATLife (MML – Upcom) là hoạt động trong lĩnh vực sản xuất thức ăn chăn nuôi, chế biến thịt. Hai công ty con trực tiếp (Công ty TNHH Tầm nhìn Masan và Công ty TNHH The Sherpa) còn lại hoạt động chính là tư vấn quản lý đầu tư các công ty con nhỏ hơn, gián tiếp của tập đoàn.

Thông qua hai công ty con là Công ty TNHH Tầm nhìn Masan và Công ty TNHH The Sherpa, Masan Group sở hữu gián tiếp 76 các công ty con lớn, nhỏ khác hoạt động ở đa dạng các lĩnh vực: khai thác khoáng sản, hàng tiêu dùng, chuỗi siêu thị bán lẻ, viễn thông.

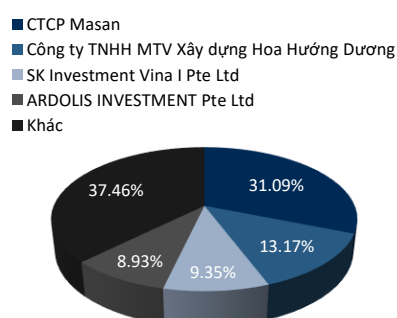
Cơ cấu doanh thu có sự thay đổi lớn qua các năm

Tính tới thời điểm cuối 2021, tỷ trọng doanh thu đến từ chuỗi siêu thị bán lẻ là cao nhất (xấp xỉ 33%), thấp nhất là doanh thu khai thác khoáng sản (14.7%). Trong các năm trước đó, doanh thu đến từ mảng hàng tiêu dùng chiếm tỷ trọng tương đối cao (45% - 50%), tuy nhiên trong 2020 đã bắt đầu có sự dịch chuyển khi có sự xuất hiện của WinCommerce (WCM).

Cơ cấu sở hữu

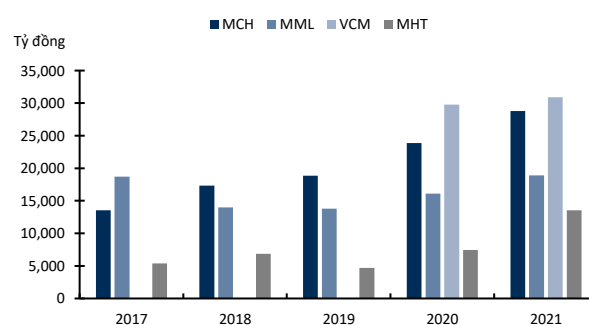
Hiện tại, nhóm cổ đông nội bộ bao gồm lãnh đạo cấp cao cũng như các bên liên quan đã sở hữu hơn 50% vốn. Trong đó, hai công ty là CTCP Masan và Công ty TNHH MTV Xây dựng Hoa Hường Dương sở hữu tổng hơn 44%; ngoài ra, các cổ đông lớn khác còn có các quỹ lớn như SK Investment Vina hay Ardolis Investment.

Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu MSN

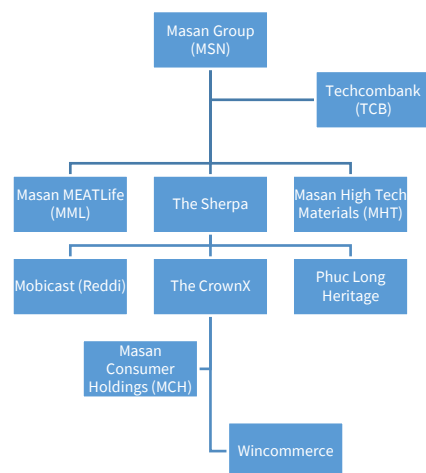


Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu MSN



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 3. Sơ đồ tổ chức của MSN

Nguồn: MSN, KBSV

Masan Consumer – mạng lưới phân phối rộng với danh mục sản phẩm đa dạng

Lĩnh vực hàng tiêu dùng (MCH) - 98% hộ gia đình Việt Nam có ít nhất 1 sản phẩm Masan (Kantar Worldpanel)

Đối với nhóm ngành gia vị, Masan tiếp tục là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường và thiết lập xu hướng chung. Các sản phẩm gia vị, nước sốt và nước sốt Salad là trụ cột chính của Masan Consumer, đây cũng là ngành hàng lớn và đem lại lợi nhuận cao cho Masan. Trong năm 2021, doanh thu thuần nhóm ngành gia vị đạt 10,028 tỷ đồng (+18.4% YoY). Các sản phẩm chính của nhóm ngành này có thể kể đến như: nước mắm Nam Ngư, Tam Thái Tử, tương ớt Chin-su, ...

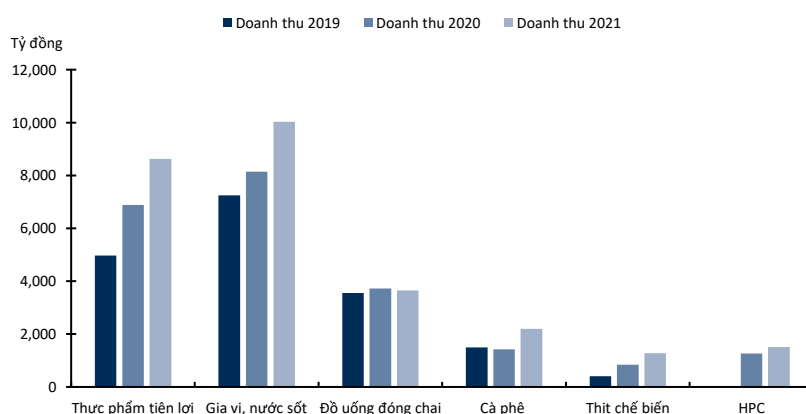
Ngành hàng thực phẩm tiện lợi kinh doanh các sản phẩm ăn liền, đóng góp 8,629 tỷ đồng doanh thu 2021. Trong đó mì Omachi thống trị phân khúc cao cấp với tăng trưởng 25.4% YoY. Trong khi đó, ở phân khúc trung cấp, mì Kokomi cũng tăng trưởng vượt trội trong 2021 (+ 33.5% YoY).

Ngành hàng đồ uống bao gồm các nhóm ngành nhỏ như đồ uống đóng chai (nước tăng lực, nước uống đóng chai), cà phê và bia. Các sản phẩm bia hiện được phát triển bởi Masan Brewery (là một công ty con của Masan Consumer Holdings, tương tự Masan Consumer – MCH). Trong các sản phẩm đồ uống, nổi bật nhất kể tới nước tăng lực vị cà phê Wake – up 247, nắm giữ 10% thị phần toàn quốc sau khi được giới thiệu ra thị trường vào năm 2015.

Đối với ngành hàng thịt chế biến, Masan cũng đã xây dựng được các sản phẩm được yêu thích như Heo cao bồi, Ponnies, ... và phân phối rộng khắp trên toàn quốc. Bắt đầu từ 2018, công ty con của Masan Consumer là Công ty cổ phần Thực phẩm dinh dưỡng Sài Gòn chính thức hợp tác chiến lược với Công ty Jinju Ham – công ty đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất thịt chế biến tại Hàn Quốc.

Cuối cùng là ngành hàng Chăm sóc cá nhân và gia đình (Home & Personal Care – HPC), đây là ngành hàng mà Masan mới đặt chân vào thị trường thông qua việc mua lại Công ty Cổ phần Bột giặt NET vào đầu năm 2020. Trong năm 2021, ngành hàng này đóng góp 1,502 tỷ đồng vào doanh thu của Masan Consumer.

Biểu đồ 4. Doanh thu của MCH theo ngành hàng



Nguồn: MCH, KBSV

Masan MEATLife – đẩy nguồn lực vào mảng thịt mát thương hiệu

Lĩnh vực thịt mát (MML) – tập trung chủ yếu mảng thịt thương hiệu trong chuỗi giá trị

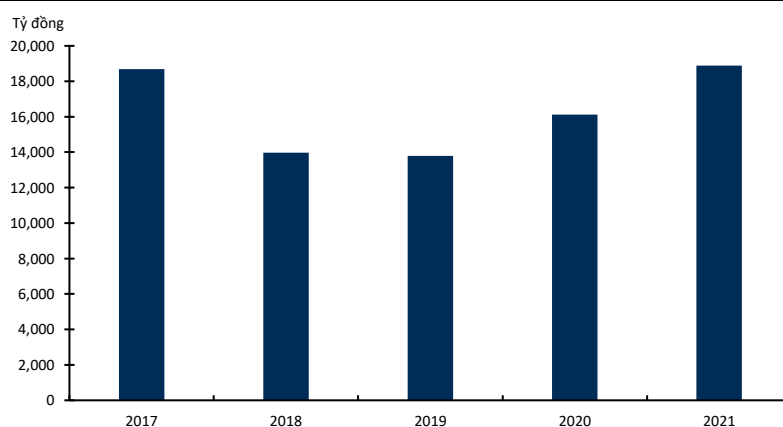
Masan MEATLife (MML) tiền thân là Công ty Cổ phần Masan Nutri – Science hiện kinh doanh trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi và thịt sống. Với mục tiêu trong tương lai trở thành nhà cung cấp thịt hàng đầu tại Việt Nam, MML đã chọn điểm xuất phát là chuỗi cung ứng thịt khép kín (3F): từ việc sản xuất và sử dụng thức ăn chăn nuôi, nuôi ở các trang trại và hoàn tất khâu chế biến thực phẩm.

Đối với các sản phẩm thức ăn chăn nuôi, MML sở hữu 13 nhà máy sản xuất với tiêu chuẩn hàng đầu. Tổng công suất của các nhà máy đến cuối năm 2020 đạt gần 3.3 triệu tấn/năm. Trong năm 2020, MML đã bán ra 1.4 triệu tấn thức ăn chăn nuôi nhờ mạng lưới phân phối hơn 2,500 đại lý dưới thương hiệu mẹ “Bio – zem”. Ngành hàng thức ăn chăn nuôi chiếm 33% trong tổng năng suất của chuỗi giá trị đậm động vật. **Trong năm 2021, Masan đã thoái vốn khỏi mảng thức ăn chăn nuôi cho De Heus. Qua đó, tập trung nguồn lực vào mảng thịt mát thương hiệu.**

Với ngành chăn nuôi và thịt mát, vào tháng 12/2018 và 10/2020 MML đưa vào vận hành 2 tổ hợp chế biến thịt tại Hà Nam và Long An được trang bị công nghệ hiện đại, kiểm định chặt chẽ. Mỗi tổ hợp có công suất 1.4 triệu con/năm, tương đương 140,000 tấn/năm; ngoài ra hai tổ hợp trên cũng sản xuất các sản phẩm khác từ thịt (giò, chả, xúc xích). Vào tháng 11/2020, MML chính thức mở rộng sang thị trường thịt gà thông qua việc góp vốn 51% vào Công ty Cổ phần 3F Việt. Tính đến tháng 12/2020, MEATDeli có mặt tại hơn 1,606 điểm bán, tập trung chủ yếu ở Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận. Dự kiến, tổng số điểm bán có bảo quản lạnh đạt 4,200 điểm cuối 12/2021.

Nhờ việc tận dụng liên kết giữa quá trình sản xuất và nhà bán lẻ hiện đại đến từ Wincommerce (Winmart, Winmart+), các sản phẩm thịt mát thương hiệu MEATDeli sẽ dễ dàng đến tay người tiêu dùng cuối. Đây cũng có thể coi là một lợi thế cạnh tranh tốt của MEATDeli trên thị trường so với các thương hiệu từ các nhà sản xuất khác.

Biểu đồ 5. Doanh thu của MML qua các năm



Nguồn: MML, KBSV

Masan High-Tech Materials – tầm nhìn vươn ra thị trường quốc tế

Lĩnh vực khai thác khoáng sản (MSR) – tận dụng lợi thế về tài nguyên và chiếm thị phần qua sáp nhập H C Starck

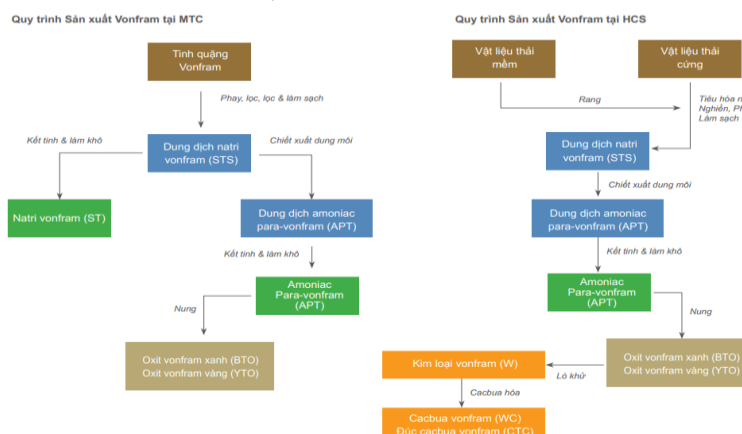
Tiền thân là một đơn vị liên doanh giữa Công ty TNHH Tinh luyện Vonfram Núi Pháo với H.C Starck GmbH của Đức (“NHTCM”). Cổ phiếu được niêm yết lần đầu trên sàn UPCOM (MSR), sau đó vào năm 2018 Masan mua lại 49% vốn góp cổ phần của H.C Starck tại NHTCM và đổi tên thành Công ty TNHH Vonfram Masan (MTC). Tới tháng 6/2020, thông qua MTC Công ty đã hoàn thành việc mua lại nền tảng kinh doanh Vonfram toàn cầu và ChemiLytics của H.C Starck GmbH, cùng với đó đổi tên thành Công ty Cổ phần Masan High-Tech Materials (MHT). Cũng trong năm 2020, MHT chào bán thành công cổ phần riêng lẻ 10% cho Mitsubishi Materials Corporation (MMC).

MHT vận hành đồng bộ 4 công ty vận hành các mảng riêng biệt trong chuỗi sản xuất các sản phẩm: Vonfram, Florit, Đồng và Bismut. Cụ thể, Công ty TNHH Khai thác Chế biến khoáng sản Núi Pháo (NPMC) sẽ tập trung khai thác mỏ Núi Pháo đa kim, các sản phẩm của mỏ sẽ được vận chuyển tới các thị trường trên toàn thế giới nhờ có vị trí địa lý thuận lợi (cảng Quảng Ninh cách mỏ Núi Pháo 197km). Các tinh quặng Vonfram này cũng có thể được chuyển tới Công ty TNHH Vonfram Masan (MTC), tiền thân là một đơn vị liên doanh với H.C Starck GmbH. Công ty chính là điểm kết nối hoạt động của NPMC với thị trường Vonfram toàn cầu cũng như tạo điều kiện chế biến sâu nguồn tài nguyên trở thành các sản phẩm có giá trị cao hơn.

Trong khi đó, H.C Starck Tungsten Powders (HCS) là nhà cung cấp các sản phẩm vonfram hàng đầu với hệ thống nhà máy sản xuất bột vonfram tại Đức, Trung Quốc và Canada. HCS cung cấp đa dạng các sản phẩm trong chuỗi sản phẩm giá trị bột vonfram (biểu đồ 5). Ngoài ra, với chiến lược phát triển bền vững, tại HCS một lượng lớn nguyên liệu sử dụng được thu lại thông qua tái chế.

Ngoài ra, ChemiLytics là công ty sở hữu một trong những phòng thí nghiệm lớn nhất về quy mô công nghiệp ở Đức. Công ty chủ yếu cung cấp dịch vụ phân tích cho nhiều phân khúc thị trường từ công nghiệp sản xuất truyền thống, ứng dụng hàng không vũ trụ hay công nghệ điện tử di động.

Biểu đồ 6. Quy trình sản xuất tại MTC và HCS



Nguồn: MSR

Các sản phẩm đều có tính ứng dụng trong nhiều lĩnh vực

Các sản phẩm như Vonfram, Florit, Đồng và Bismut đều là những kim loại chiến lược của Việt Nam, quan trọng đối với nhiều ngành công nghiệp trên thế giới hiện nay.

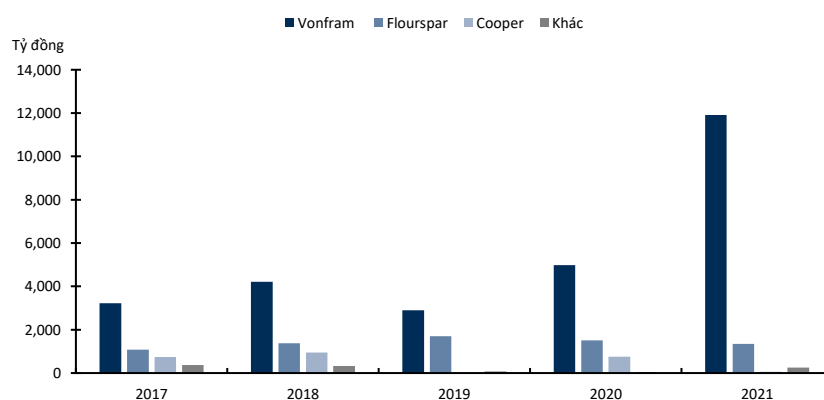
Bảng 1. Một số ứng dụng chính của các sản phẩm

Sản phẩm	Ứng dụng chính	Lợi thế sản phẩm
Vonfram	Nghành chế tạo máy & công cụ, ngành dầu khí, kỹ thuật y tế, hàng không vũ trụ, ngành hoá chất, ngành công nghiệp điện.	Thân thiện với môi trường, được đề xuất thay thế chì trong tương lai.
Florit	Sản xuất Axit flohydric, luyện kim, sản xuất kính chuyên dụng, gốm sứ, kim loại tráng men.	
Bismut	Ứng dụng y tế, dược phẩm, mỹ phẩm.	Thân thiện với môi trường, được đề xuất thay thế chì trong tương lai.
Đồng	Sản xuất cáp điện, dây dẫn (chủ yếu trong ngành xây dựng).	

Nguồn: MSR, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 7. Doanh thu theo sản phẩm MHT

Doanh thu chính của MHT đến từ các sản phẩm từ Vonfram. Trung bình trong giai đoạn 2017-2020, tỉ trọng doanh thu từ Vonfram chiếm hơn 62%. Trong năm 2021, tỉ trọng từ Vonfram tăng đáng kể (chiếm hơn 87%), nhờ đã do việc hợp nhất KQKD từ H.C.Starck sau khi MSR thực hiện mua lại mảng Tungsten.



Nguồn: MSN, KBSV

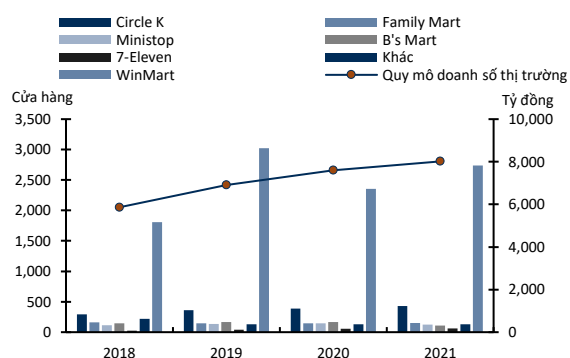
WinCommerce – chuỗi bán lẻ lớn nhất Việt Nam về số lượng điểm bán

Lĩnh vực bán lẻ WinCommerce (WCM) – vận hành với 2 loại hình WinMart+ và WinMart

Masan tham gia thị trường bán lẻ vào cuối năm 2019 thông qua việc mua lại chuỗi VinMart của Vingroup, đây được coi là một trong những trụ cột trong tương lai của Tập đoàn, được coi như một bàn đạp nhờ các cửa hàng rộng rãi giúp Tập đoàn thúc đẩy doanh số của các mảng khác.

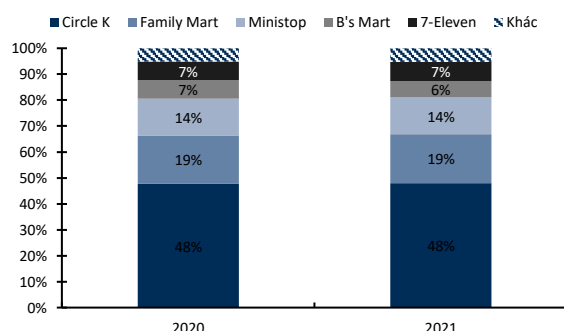
Theo chúng tôi, mô hình hoạt động của Wincommerce mang thiên hướng lai giữa cửa hàng tiện lợi (convenience store) và cửa hàng thực phẩm, tiêu dùng (grocery store). Nếu tính riêng nhóm cửa hàng tiện lợi, thị trường này hiện đang được thống trị chính bởi các doanh nghiệp nước ngoài, với 4 trên 5 thương hiệu hiện thuộc sở hữu của các công ty đa quốc gia trong năm 2021 (biểu đồ 8&9). Với năng lực tài chính dồi dào và kinh nghiệm hoạt động lâu, các doanh nghiệp nước ngoài dễ dàng thích nghi với xu hướng thị trường hơn các doanh nghiệp nội địa.

Biểu đồ 8. Số lượng & quy mô bán hàng cửa hàng tiện lợi



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 9. Thị phần các cửa hàng tiện lợi năm 2021



Nguồn: KBSV tổng hợp

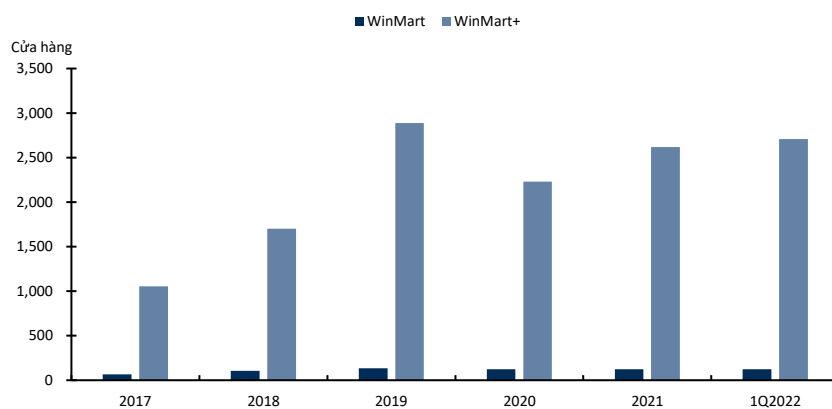
Thay đổi tên và nâng cao chất lượng dịch vụ khách hàng, cải thiện SSSG (same-store sales growth)

Trong năm 2021, chuỗi VinMart và VinMart+ đã đổi tên thành WinMart và WinMart+. Ngoài việc thay đổi tên thương hiệu, MSN cũng có nhiều thay đổi khác từ sản phẩm và cải thiện chất lượng phục vụ khách hàng, tập trung hướng đến nhóm KH trẻ tuổi.

Ngoài ra, MSN cũng không ngừng đưa vào các thử nghiệm mới nhằm gia tăng doanh số bình quân của cửa hàng (SSSG). Một trong những minh chứng rõ ràng nhất có thể kể đến việc MSN đặt các ki-ốt Phúc Long trong các cửa hàng WinMart+, các quầy này thông thường phục vụ từ 15-20 sản phẩm bán tốt nhất của Phúc Long; ngoài ra các quầy thuốc Phano hay Techcombank cũng được tích hợp bên trong (ảnh 1 phía dưới). Theo phía công ty, thử nghiệm này đã đem thêm 20% doanh thu cho các cửa hàng được thử nghiệm. Trong tương lai, MSN cũng sẽ có những kế hoạch nhằm đưa các ki-ốt Phúc Long tới toàn hệ thống Wincommerce.

Biểu đồ 10. Số lượng cửa hàng WinMart và WinMart+

Tính đến hết Q1/2022, Wincommerce vận hành hơn 2,800 cửa hàng trong đó WinMart có 124 cửa hàng và WinMart+ có 2,708 cửa hàng, tăng 89 cửa hàng so với thời điểm cuối năm 2021.



Nguồn: MSN, KBSV

Ảnh 1. Quầy hàng Phúc Long tại cửa hàng WinMart+



Nguồn: MSN, KBSV

Techcombank – ngân hàng dẫn đầu trong khối tư nhân

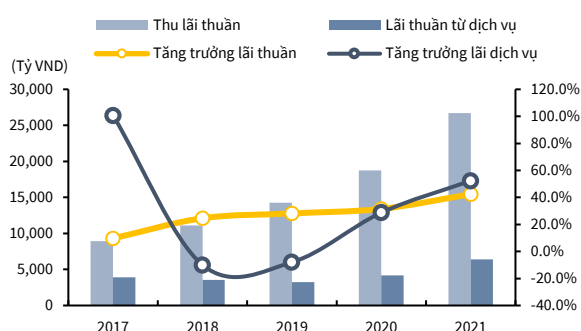
Lĩnh vực tài chính Techcombank (TCB) – hành trình số hoá ngành tài chính

Techcombank được thành lập năm 1993 khi đất nước bắt đầu công cuộc dịch chuyển từ nền kinh tế tập trung sang định hướng thị trường. Qua 28 năm hình thành và phát triển, đến nay Techcombank đã trở thành ngân hàng đứng thứ hai về lợi nhuận. Hiện tại, với mạng lưới phủ khắp 46 tỉnh thành cả nước qua 2 văn phòng đại diện và 307 điểm giao dịch, Techcombank cung cấp nhiều loại sản phẩm và dịch vụ đa dạng phục vụ hơn 9.6 triệu khách hàng cá nhân cũng như doanh nghiệp tại Việt Nam.

Tổng thu nhập hoạt động của TCB tăng trưởng ổn định, đến từ cả thu nhập lãi thuần và thu nhập từ hoạt động dịch vụ. Cụ thể, thu nhập từ lãi thuần và thu nhập hoạt động dịch vụ đều tăng trưởng ở mức ấn tượng 42.4% YoY trong 2021. Đặc biệt, tăng trưởng tốt của thu nhập lãi thuần đến từ việc mở rộng bảng cân đối kế toán, tín dụng tăng mạnh mẽ với nguồn vốn đa dạng, cụ thể là tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cũng như các khoản vay hợp vốn quốc tế từ các tổ chức lớn trên thế giới.

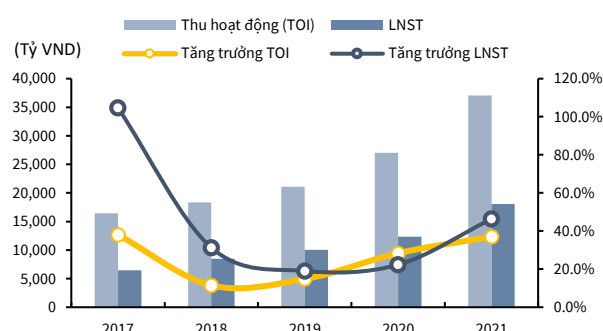
Chúng tôi cho rằng, Techcombank là một đóng góp không thể thiếu trong mô hình PoL (Point of Life) của Masan, khi mà đời sống tài chính chiếm tới 26% nhu cầu của người tiêu dùng theo “công thức PoL” của Masan. Việc đưa các quầy TCB nhỏ như một kiosk trong cửa hàng WinMart+ bước đầu cũng đã đem tới nhiều tín hiệu khả quan, khi số lượng người tiêu dùng vào WinMart+ mua sắm đồng thời mở mới tài khoản ngân hàng tăng tích cực.

Biểu đồ 11. Tăng trưởng lãi thuần & lãi thuần từ dịch vụ



Nguồn: TCB, KBSV

Biểu đồ 12. Tăng trưởng Tổng thu nhập hoạt động và LNST



Nguồn: TCB, KBSV

Mobicast/Reddi và các mảng kinh doanh khác hoàn thiện PoL (Point of Life)

Phúc Long Heritage – củng cố vị thế trong ngành hàng tiêu dùng

Vào tháng 1/2022, Masan tiếp tục thông qua công ty thành viên là The Sherpa mua thêm 31% cổ phần của Phúc Long Heritage, nâng tỉ lệ sở hữu lên 51%. Khi trở thành công ty con của MSN, Phúc Long Heritage đã phát huy tốt được sự cộng hưởng với chiến lược POL. Về dài hạn, Masan thông qua thương vụ này sẽ hướng tới phục vụ nhu cầu ăn uống tại hàng quán ngày càng gia tăng và nâng cao trải nghiệm thưởng thức trà và cà phê. Sức mạnh hiệp lực đến từ việc kết hợp bán lẻ nhu yếu phẩm WCM bởi bán lẻ trà và cà phê càng được thể hiện rõ ràng khi triển khai mô hình kiosk Phúc Long, giúp cải thiện biên lợi nhuận của các cửa hàng WCM.

Lĩnh vực viễn thông Mobicast/Reddi – mảnh ghép giúp hoàn thiện PoL

Tháng 9/2021, MSN thông qua Công ty TNHH The Sherpa mua lại 70% cổ phần của Công ty Cổ phần Mobicast với tổng giá trị tiền mặt 295.5 tỷ đồng, qua đó bước đầu lấn sân sang lĩnh vực viễn thông. Đây là một công ty trong lĩnh vực di động ảo (MVNO).

Mobicast hay các nhà mạng di động ảo (MVNO) khác đều không sở hữu cơ sở hạ tầng mạng lưới viễn thông mà thay vào đó, họ sẽ hợp tác với các nhà khai thác mạng truyền thống (MNO) nhằm sử dụng dịch vụ truyền dẫn dựa vào phổ tần sóng điện từ với cơ sở hạ tầng của các mạng di động MNO nhằm cung cấp dịch vụ viễn thông cho người tiêu dùng.

Tích hợp nền tảng Tiêu dùng – Công nghệ qua Trusting Social

Tháng 4/2022, MSN công bố thỏa thuận hợp tác qua việc đầu tư 65 triệu USD mua 25% cổ phần Công ty Cổ phần Trusting Social, công ty con tại Việt Nam của Trust IQ Pte.Ltd. Trusting Social mang đến các giải pháp ứng dụng Trí tuệ nhân tạo (“AI”) và Máy học (“ML”) giúp ngân hàng và tổ chức tài chính cung cấp các sản phẩm tài chính cho người tiêu dùng trên quy mô lớn.

Trong ngắn hạn, quan hệ hợp tác sẽ tối ưu chi phí và nâng cao hiệu quả các hoạt động kinh doanh cốt lõi của Masan, bao gồm lựa chọn vị trí cửa hàng bán lẻ, xây dựng kế hoạch cung - cầu, tối ưu hóa danh mục sản phẩm, bán hàng, tiếp thị và phát triển sản phẩm. Trong dài hạn, nền tảng bán lẻ ứng dụng AI và ML sẽ giúp Masan cung cấp các giải pháp tài chính đến đại đa số người tiêu dùng phổ thông hiện chưa có tài khoản ngân hàng.

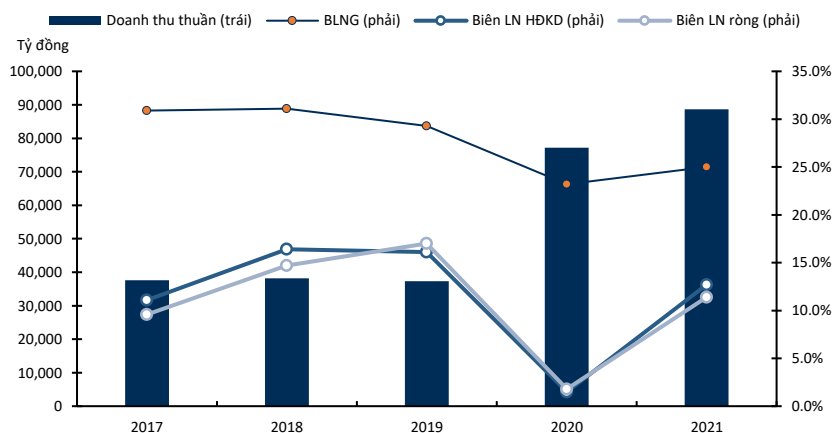
Tình hình tài chính

Biểu đồ 13. Biên lợi nhuận gộp và LN hoạt động của MSN

Giai đoạn 2017-2021, doanh thu thuần của MSN tăng trưởng tốc độ 18.7% CAGR, chủ yếu đến từ tăng trưởng của Masan Consumer và MEATLife.

Trong khi đó, biên lợi nhuận của Masan trong 5 năm qua có xu hướng giảm, phản ánh việc hợp nhất Wincommerce trong năm 2020.

Trong năm 2021, biên lợi nhuận HĐKD cũng như biên LN ròng tăng trưởng đột biến từ mức thấp trong 2020, phản ánh việc các mảng kinh doanh chính được hưởng lợi như MCH, MSR; cải thiện hiệu quả hoạt động của WCM.

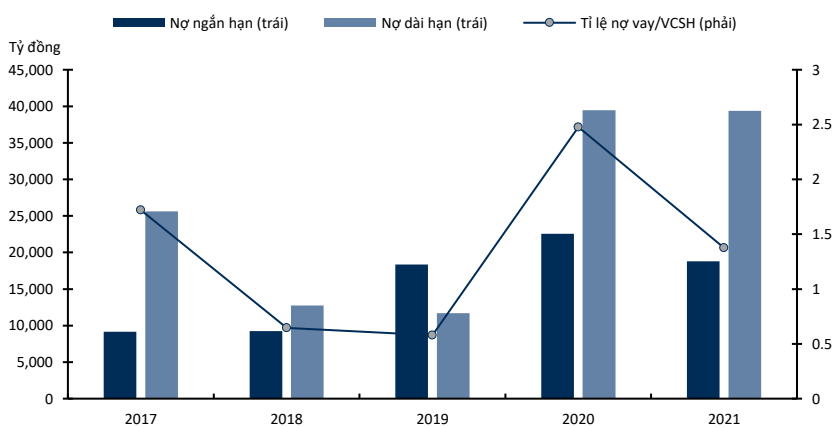


Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 14. Nợ vay ngắn hạn và dài hạn

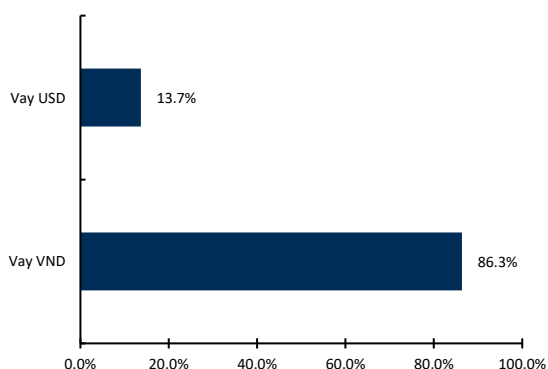
Nợ vay của MSN có xu hướng tăng trong 5 năm vừa qua, chủ yếu nhằm phục vụ đầu tư vào các công ty con của MSN.

Tỉ lệ nợ vay (ngắn hạn và dài hạn)/VCSH ở mức tương đối cao, hơn 1.3x lần ở thời điểm cuối năm 2021.



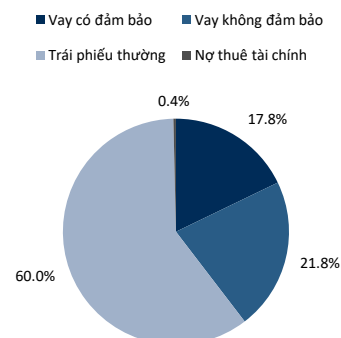
Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 15. Phần lớn các khoản nợ là VND



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 16. Cơ cấu nợ chủ yếu là trái phiếu

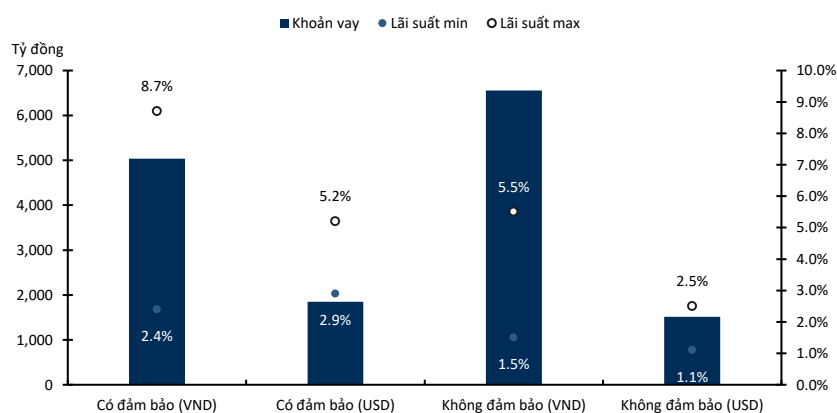


Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 17. Cơ cấu các khoản nợ vay ngắn hạn

Các khoản vay ngắn hạn được có tỉ trọng tương đối đều giữa có đảm bảo và không đảm bảo.

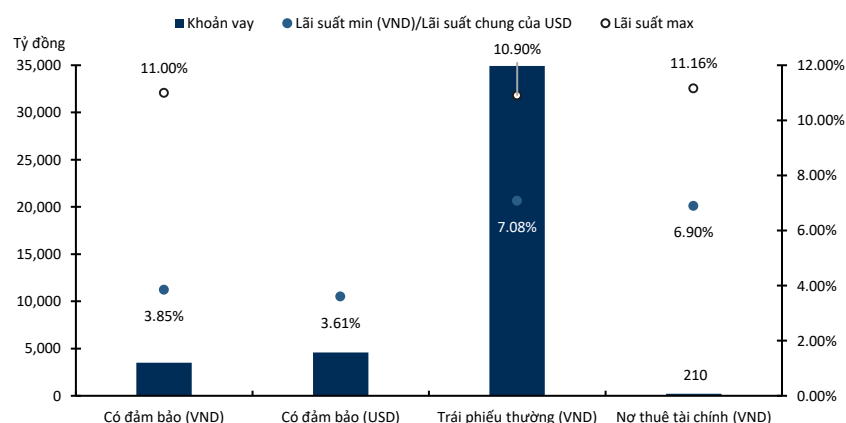
Đối với các khoản vay có đảm bảo, lãi suất dao động từ 2.4% đến 8.7%/năm. Trong khi đó, các khoản vay không đảm bảo có lãi suất từ 1.1% đến 5.5%/năm.



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 18. Cơ cấu các khoản nợ vay dài hạn & trái phiếu thường

Vay dài hạn có tỉ trọng cao đến từ trái phiếu thường, với lãi suất từ 7.08% đến 10.90%/năm. Các khoản trái phiếu thường phần lớn sẽ đáo hạn trong năm 2023.



Nguồn: MSN, KBSV

Kết quả kinh doanh 1Q2022

KQKD Q1/2022 duy trì tăng trưởng hai chữ số nếu loại trừ mảng thức ăn chăn nuôi

Kết thúc Q1/2022, doanh thu thuần hợp nhất MSN đạt 18,189 tỷ đồng – giảm nhẹ 8.9% YoY do việc ngừng hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi của MML. Nếu loại trừ mảng này, DTT tăng trưởng 11.9% YoY, chủ yếu đến từ tốc độ tăng trưởng 2 chữ số từ MCH, MHT. LNST (trước lợi ích cổ đông thiểu số) tăng trưởng 452.5% YoY, ở mức 1,895 tỷ đồng. LNST tăng trưởng mạnh mẽ một phần tới từ doanh thu tài chính đột biến (hơn 1,000 tỷ đồng so với chỉ 216 tỷ đồng trong Q1/2021).

Bảng 2. Tóm tắt KQKD Q1/2022

	1Q2022	1Q2021	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	18,189	19,977	-8.9%
The CrownX	13,450	12,533	7.3%
Masan Consumer Holdings	6,448	5,494	17.4%
WinCommerce	7,297	7,242	0.8%
Masan MEATLife	931	4,704	-80.2%
Phúc Long Heritage	257	-	-
Masan High-Tech Materials	3,930	2,963	32.6%
Biên lợi nhuận gộp	28.0%	21.6%	
The CrownX	31.2%	27.5%	
Masan Consumer Holdings	40.7%	39.7%	
WinCommerce	22.2%	17.9%	
Masan MEATLife	6.0%	14.3%	
Phúc Long Heritage	68.5%	-	
Masan High-Tech Materials	17.4%	6.4%	
Biên EBITDA	20.1%	15.7%	
The CrownX	12.2%	9.7%	
Masan Consumer Holdings	22.7%	20.8%	
WinCommerce	2.2%	1.8%	
Masan MEATLife	-3.0%	10.6%	
Phúc Long Heritage	18.3%	-	
Masan High-Tech Materials	22.3%	16.1%	

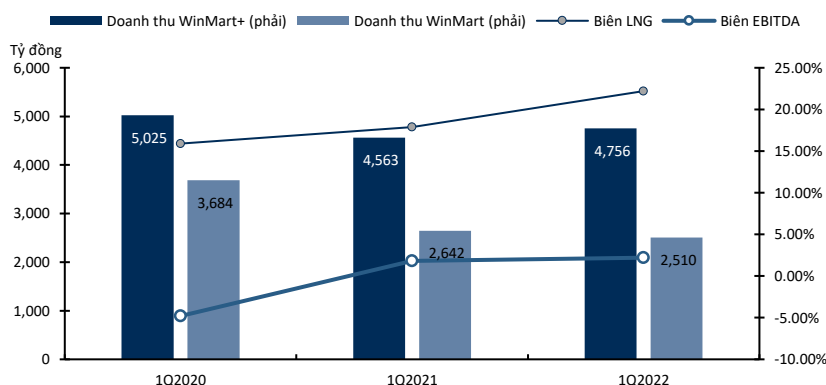
Nguồn: MSN, KBSV

WCM gia tăng số lượng cửa hàng và cải thiện biên lợi nhuận

Doanh thu WCM đạt 7,297 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 0.8% YoY và 5.7% QoQ. Tính tới hết T4/2022, WCM mở mới thêm 200 cửa hàng và BLĐ tự tin rằng trong 2022 sẽ đạt mốc mở mới thêm 1,000 cửa hàng mini. Thí điểm mô hình mini mall hiện cho nhiều tín hiệu khả quan khi lưu lượng khách trung bình tăng 30%; ngoài ra tại các đô thị loại 2 có nhu cầu mạnh về mở tài khoản ngân hàng lần đầu, cho thấy chiến lược đưa các kiosk nhỏ trong mini mall là hợp lí.

Biểu đồ 19. WinMart và WinMart+ dần cải thiện biên lợi nhuận

Tính đến hết 1Q2022, WinMart+ có 2,708 cửa hàng và WinMart có 124 cửa hàng. Biên LNG và biên EBITDA liên tục được cải thiện trong 3 năm vừa qua. Q1/2022, biên EBITDA đạt 2.2% - tăng 40bps so với cùng kỳ 2021 mặc dù mở thêm 496 siêu thị mini và 2 siêu thị lớn. Biên EBITDA cải thiện tốt nhờ công tác đàm phán với các nhà cung cấp cũng như tối ưu chi phí hậu cần.

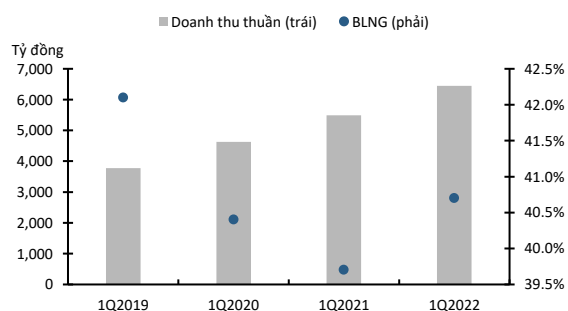


Nguồn: MSN, KBSV

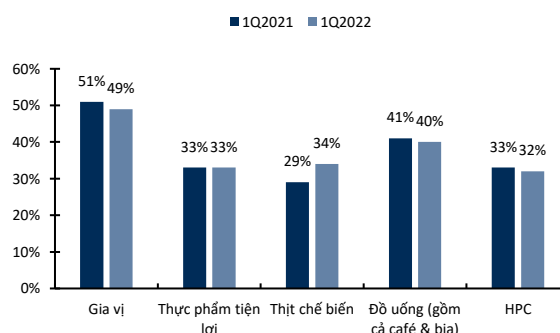
MCH duy trì đà tăng trưởng mạnh, tiếp tục đóng vai trò trụ cột lợi nhuận

Doanh thu MCH tăng trưởng 17.4%, đạt 6,448 tỷ đồng, với tăng trưởng mạnh 2 chữ số ở các ngành hàng nhỏ như thực phẩm tiện lợi (+34.5% YoY), thịt chế biến (+57.6% YoY). Sự kết nối giữa MCH và WCM tiếp tục cho thấy tín hiệu khả quan khi tỷ lệ doanh thu MCH được phân phối qua WinCommerce tăng trưởng 23% YoY.

Biên lợi nhuận gộp Q1/2022 đạt 40.7%, tăng 100bps so với cùng kỳ 2021. Tất cả các ngành hàng nhỏ đều cải thiện biên gộp ngoại trừ thức uống và HPC. Trong các quý tới, xu hướng giá hàng hoá tăng cao nhiều khả năng sẽ phản ánh lên KQKD của MCH, tạo áp lực lên biên lợi nhuận; tuy nhiên BLĐ tự tin giữ BLNG ở 40% FY2022.

Biểu đồ 20. Doanh thu & BLNG của Masan Consumer

Nguồn: MSN, KBSV

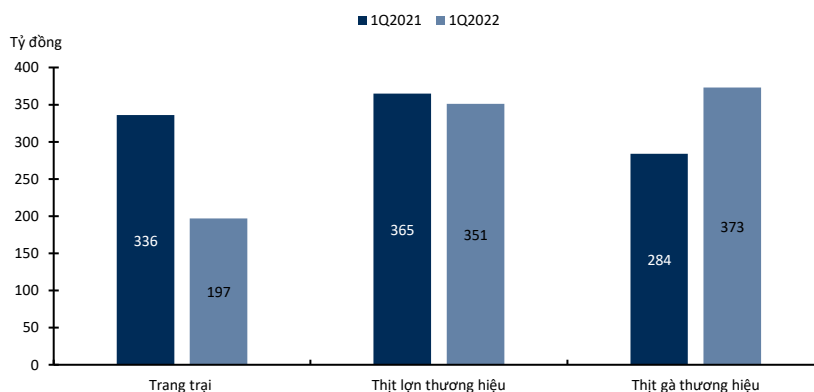
Biểu đồ 21. Biên LNG theo sản phẩm

Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 22. Doanh thu các mảng của MML

Doanh thu của MML trong 1Q2022 đạt 931 tỷ đồng – giảm 80.2% YoY do bỏ hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi. Nếu loại trừ mảng này, doanh thu giảm 5.4% YoY khi chịu tác động tiêu cực từ giá heo hơi.

Biên lợi nhuận gộp đạt 6.0%, thấp hơn so với cùng kỳ (14.3%) do ngừng hợp nhất TẮCN cũng như ảnh hưởng của giá lợn hơi. Tính riêng mảng thịt heo có thương hiệu, BLNG cải thiện tốt nhờ cộng hưởng, tăng quy mô và công suất. BLNG mảng thịt gà tuy vẫn ở mức âm nhưng đã cải thiện đáng kể so với mức -10.5% trong 1Q2021.

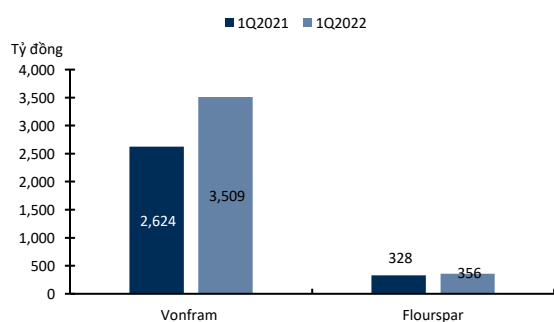


Nguồn: MSN, KBSV

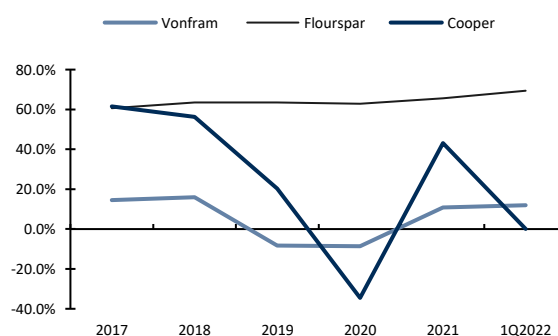
MHT tăng trưởng tốt nhờ điều kiện giá cả hàng hoá thị trường tích cực

Doanh thu thuần MHT đạt 3,930 tỷ đồng – tăng trưởng 32.6% so với cùng kỳ 2021. Tăng trưởng doanh thu tốt chủ yếu nhờ doanh thu Vonfram đạt tốc độ tăng 34% khi giá bán và sản lượng đều ra tích cực. Fluospar tăng trưởng 7.7% YoY trong bối cảnh sản lượng thấp nhưng giá bán tăng so với cùng kỳ. Trong 1Q2022, MHT vẫn chưa ghi nhận doanh thu từ đồng do tiếp tục trong quá trình tìm kiếm cơ hội thương mại lượng đồng tồn kho (hiện khoảng 3,000 tỷ đồng theo giá thị trường).

EBITDA tăng 83.7% YoY đạt 878 tỷ đồng; biên EBITDA đạt 22% so với mức 16% cùng kỳ 2021. LNST sau cổ đông thiểu số đạt 123 tỷ đồng, cải thiện đáng kể so với cùng kỳ 2021.

Biểu đồ 23. Doanh thu 2 sản phẩm chính

Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 24. Biên LNG theo sản phẩm

Nguồn: MSN, KBSV

Luận điểm đầu tư

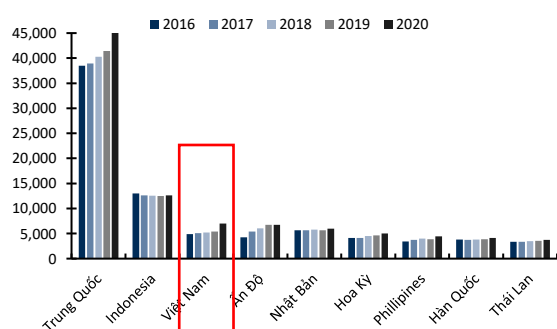
Vị thế đầu ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam từ MCH, đi kèm lợi thế cạnh tranh đặc biệt nhờ cộng hưởng với chuỗi bán lẻ WCM

MCH có lợi thế cạnh tranh đặc biệt so với các doanh nghiệp cùng ngành khi tận dụng được chuỗi bán lẻ WinCommerce từ tập đoàn. Nhờ chuỗi bán lẻ WCM, MCH sẽ được hưởng lợi nhiều từ (1) giảm chi phí bán hàng, tối ưu chi phí quảng cáo và dễ dàng đưa sản phẩm tới tay người tiêu dùng, (2) dễ dàng tiếp nhận phản hồi của khách hàng về sản phẩm, qua đó nhanh chóng đưa ra các sản phẩm thay thế/thay đổi sản phẩm phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng hơn.

Nhìn chung, cho giai đoạn 2022-2024, chúng tôi dự phóng LNST của MCH tăng trưởng 2 chữ số lần lượt 10.03%/12.21%/11.0%, chủ yếu nhờ vào tốc độ tăng trưởng ấn tượng được duy trì từ hai mảng đóng góp doanh thu chính là thực phẩm (bao gồm gia vị, thực phẩm tiện lợi và thịt chế biến) cũng như đồ uống. Đối với ngành hàng thực phẩm, chúng tôi cho rằng MCH sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt hơn toàn ngành nhờ (1) chiến lược tập trung vào cao cấp hoá sản phẩm qua đó thúc đẩy doanh thu nhờ đẩy giá bán trung bình cao, (2) số lượng mẫu mã đa dạng so với các đối thủ cạnh tranh cùng phân khúc.

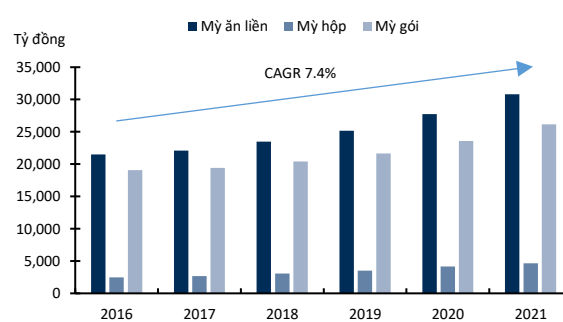
Trong ngành hàng thực phẩm tiện lợi, chúng tôi đánh giá cao vị thế của Masan Consumer trong phân khúc mì ăn liền với (1) thị phần lớn, chỉ đứng sau Acecook, (2) số lượng mẫu mã đa dạng so với các đối thủ. Ngoài ra, đây cũng là ngành hàng có biên lợi nhuận gộp tương đối cao (~35%) và nhờ tận dụng được vị thế top đầu, MCH có lợi trong định giá bán qua đó giảm gánh nặng lên biên lợi nhuận trong tương lai.

Biểu đồ 25. Nhu cầu tiêu thụ mì ăn liền toàn cầu (triệu gói)



Nguồn: WINA

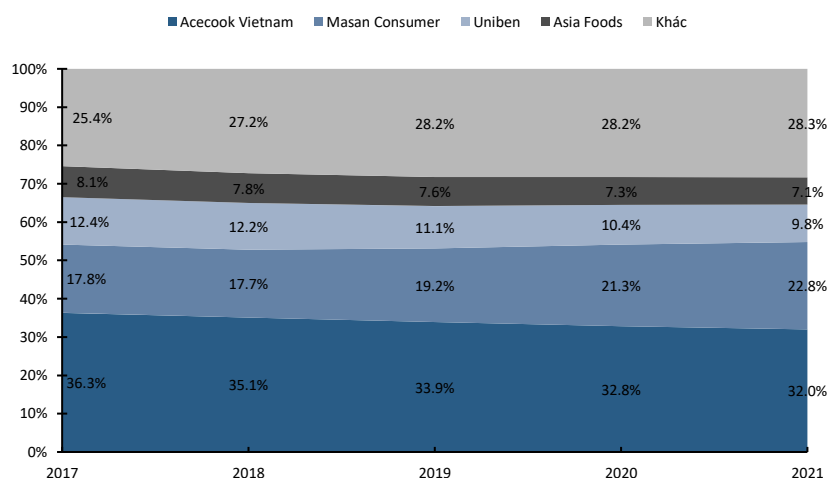
Biểu đồ 26. Thị trường mì ăn liền (hộp & gói) tại Việt Nam



Nguồn: KBSV tổng hợp

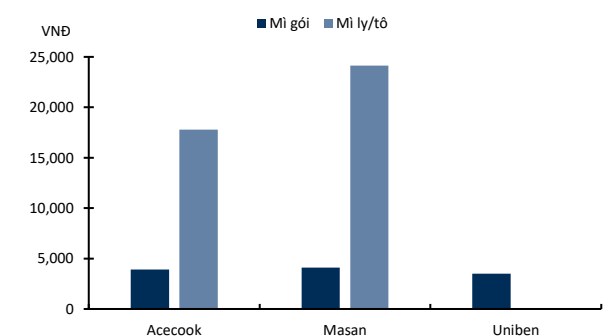
Biểu đồ 27. Thị phần các nhà sản xuất mì ăn liền tại Việt Nam

Thị trường mì ăn liền hiện tại có thể coi là tương đối tập trung khi hơn 70% thị phần toàn ngành thuộc về Acecook Việt Nam, Masan, Uniben và Asia Food. Trong những năm gần đây, Acecook Việt Nam (thương hiệu mì Hào Hào) duy trì được tốc độ tăng trưởng khá ổn định, tuy nhiên vị thế của doanh nghiệp này đã không còn vững chãi như trước đây khi Masan đang có những bước tiến đáng kể khi tận dụng được hệ thống bán lẻ từ tập đoàn. Trước năm 2010, chiếm 50% thị phần toàn ngành, tuy nhiên ở thời điểm hiện tại theo số liệu, Acecook Việt Nam nắm khoảng 1/3 thị phần toàn ngành. **Chúng tôi dự phóng rằng nhờ số mẫu mã lớn, dàn trải nhiều phân khúc, Masan Consumer sẽ đạt 25% thị phần toàn ngành trong 2025.**



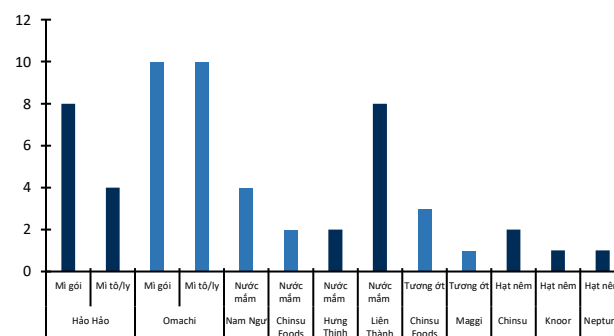
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 28. So sánh giá mì ăn liền của các nhà sản xuất



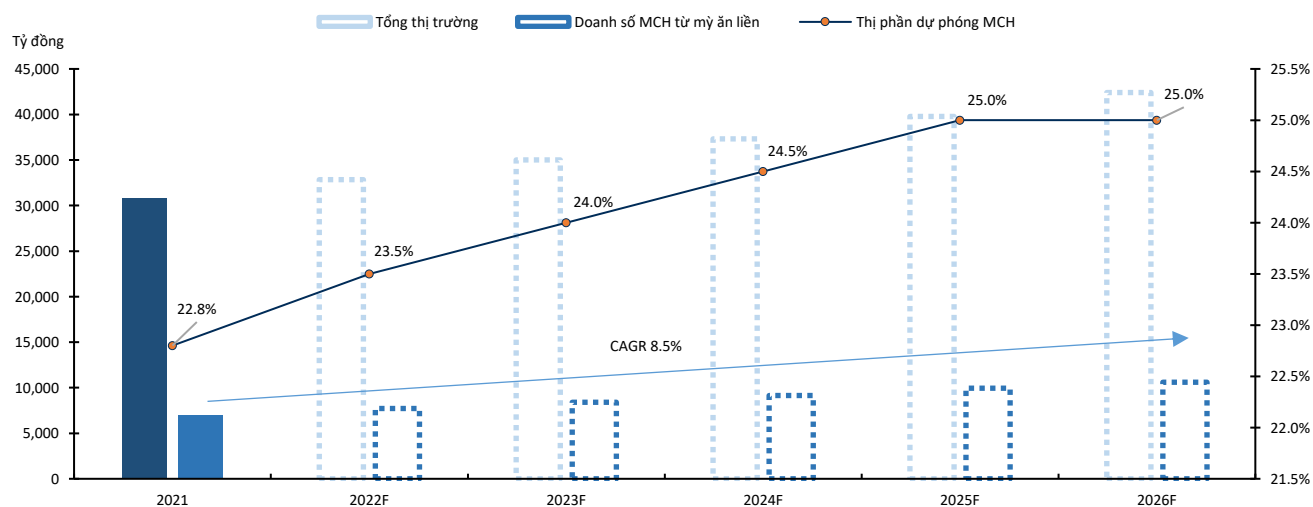
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 29. Số lượng mẫu mã của MCH với các đối thủ



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 30. Thị trường mì ăn liền dự báo tăng trưởng 6.6% CAGR, MCH sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt nhờ tăng thị phần (CAGR 8.5%)



Nguồn: MSN, KBSV

Tuy nhiên, trong năm 2022 chúng tôi cho rằng với áp lực lạm phát của chi phí nguyên liệu đầu vào thì các mảng kinh doanh chính của MCH sẽ không duy trì được mức biên lợi nhuận gộp tốt so với cùng kỳ 2021.

Bảng 3. BLNG giảm phản ánh áp lực nguyên vật liệu đầu vào tăng

Ngành hàng	2021	2022F	Thay đổi
Thực phẩm	42.6%	42.0%	-0.6%
Đồ uống	46.5%	46.0%	-0.5%
HPC	25.1%	25.0%	-0.1%
BLNG chung	42.5%	42.1%	-0.4%

Nguồn: KBSV

WinCommerce tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động, gia tăng biên lợi nhuận

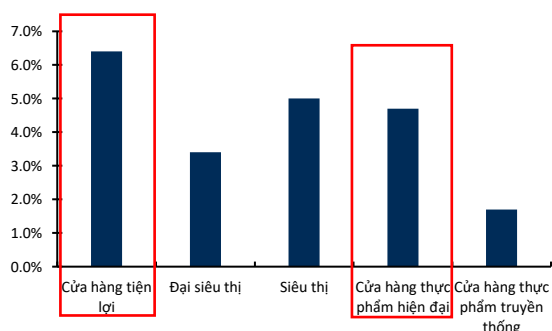
Chúng tôi cho rằng WCM sẽ tiếp tục cải thiện doanh thu cũng như biên lợi nhuận trong giai đoạn tới. Về doanh thu, chúng tôi tin rằng với việc mở rộng thêm các cửa hàng, tận dụng được công nghệ AI và ML từ đối tác chiến lược Trusting Social sẽ giúp WCM tối ưu việc mở thêm cửa hàng, tức mở các cửa hàng ở những địa điểm cần thiết với nhu cầu của người tiêu dùng. Với 200 cửa hàng mở mới kể từ đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng kế hoạch mở 1,000 cửa hàng mini của BLĐ trong năm 2022 là khả thi.

Đối với biên lợi nhuận, chúng tôi cho rằng WCM sẽ tiếp tục cải thiện được biên lợi nhuận sau khi EBITDA đạt 2.2% trong Q1/2022 – tăng 40bps so với cùng kỳ năm 2021 – nhờ (1) năng lực đàm phán tốt với các nhà cung cấp tiếp tục đem lại tín hiệu khả quan, (2) kế hoạch mở rộng loại hình cửa hàng mini-mall, loại hình tích hợp kiosk nhỏ trong siêu thị WinMart+ và (3) tối ưu chi phí hậu cần thông qua việc gia tăng tỷ lệ hàng hoá qua trung tâm phân phối (DC) của WCM.

Xu hướng dài hạn dịch chuyển sang các kênh hiện đại là động lực tăng trưởng chính

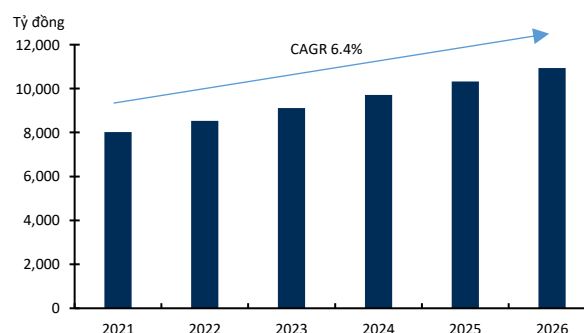
Về dài hạn, chúng tôi cho rằng WCM sẽ được hưởng lợi từ (1) xu thế chung khi doanh thu các mặt hàng thực phẩm sẽ ngày càng dịch chuyển từ kênh truyền thống (chợ tươi) sang các kênh hiện đại như cửa hàng tiện lợi, cửa hàng thực phẩm hiện đại và (2) dư địa tăng trưởng còn nhiều khi mức độ thâm nhập/người khá thấp so với các quốc gia trong khu vực.

Biểu đồ 31. Dự báo tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu thực phẩm, theo kênh bán hàng giai đoạn 2021-2026F



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 32. Doanh thu dự kiến của thị trường cửa hàng tiện lợi (convenience store) 2021-2026F



Nguồn: KBSV tổng hợp

MHT – kỳ vọng các mảng kinh doanh chính được thúc đẩy bởi nhu cầu ổn định và giá bán tốt

Chúng tôi cho rằng, **các sản phẩm từ Tungsten của MHT sẽ tiếp tục cho thấy KQKD ổn định** nhờ (1) nhu cầu của Tungsten cho ngành công nghiệp nặng cao; đặc biệt, các lĩnh vực quốc phòng, năng lượng và hoá dầu đều quay trở lại hoạt động bình thường (3 lĩnh vực này chiếm 21% sản lượng Vonfram toàn cầu), (2) việc Trung Quốc chưa hoàn toàn bỏ chính sách Zero Covid, tạo những cản trở lên quá trình sản xuất và vận chuyển của quốc gia này – quốc gia có sản lượng Vonfram lớn nhất thế giới.

Trữ lượng Tungsten toàn cầu được ước tính khoảng 3.7 triệu metric tons. Ngoài ra, khoảng 30% phế thải của Tungsten được tái chế khi các phế thải này rất giàu trữ lượng tungsten, thậm chí nhiều hơn quặng thô tungsten và điều này đã tăng nhu cầu cho thị trường tái chế tungsten. Hiện tại, Châu Á Thái Bình Dương là khu vực cung cấp cũng như tiêu thụ tungsten lớn nhất toàn cầu. Thị trường tungsten hiện khá phân mảnh, tập trung chủ yếu vào các doanh nghiệp tại Trung Quốc, cũng là quốc gia tiêu thụ lớn nhất. Theo Market Watch, tổng thị trường tungsten sẽ tăng trưởng 7.1% CAGR trong 2022F-2028F.

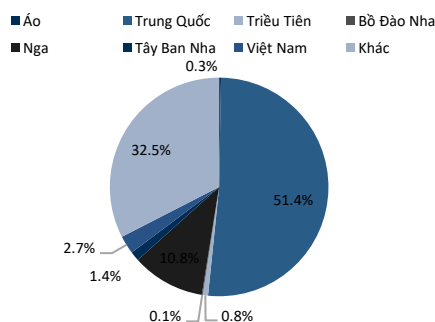
Nhìn chung, cho giai đoạn 2022-2026, chúng tôi dự phóng NPAT-MI của MHT sẽ tăng trưởng với 13.5% CAGR nhờ vào các điểm tích cực như (1) giá bán của các sản phẩm chính như Tungsten, Flourspar tiếp tục ở mức tốt, (2) nhu cầu ngày càng cao đối với hai sản phẩm này nhờ tính áp dụng tốt ở nhiều lĩnh vực.

Bảng 4. Giá một số sản phẩm của MHT

Giá hàng hoá trung bình	Đơn vị	TB1Q2022	TB1Q2021	Thay đổi
Giá APT Châu Âu mức thấp	USD/mtu	337	252	33%
Giá Bismuth mức thấp	USD/lb	3.9	3.2	22%
Giá Đồng	USD/t	9,983	8,522	17%
Flourit cấp axit	USD/t	439	423	4%
Coban	USD/lb	33.2	20.5	62%

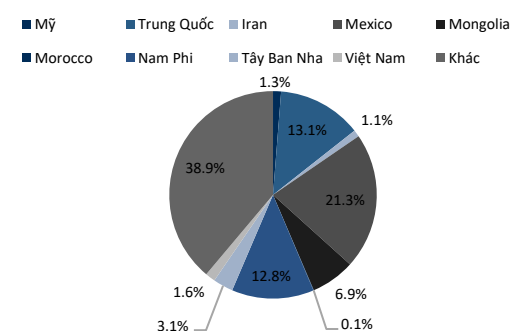
Nguồn: MSR, KBSV

Biểu đồ 33. Trữ lượng Tungsten trên thế giới



Nguồn: USGS

Biểu đồ 34. Trữ lượng Flourspar trên thế giới



Nguồn: USGS

Dự phóng KQKD, định giá và khuyến nghị

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần MSN đạt 88,274 tỷ đồng (-0.4% YoY) và LNST đạt 6,107 tỷ đồng (-40% YoY, do loại trừ mảng MNS Feed). Năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 97,425 tỷ đồng (+10.4% YoY) và LNST ở mức 7,755 tỷ đồng (+27% YoY).

Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 165,900 VNĐ/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP cho các công ty con của MSN, chúng tôi định giá MSN ở mức 165,900 VNĐ/cp (theo bảng 4 phía dưới), cao hơn 45.5% so với giá đóng cửa ngày 29/06/2022.

Đối với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với một số giả định như sau beta (0.25), lợi nhuận phi rủi ro (5.5%), phần bù rủi ro (8.0%), tăng trưởng dài hạn (1.5%). Theo đó, chúng tôi định giá giá trị VCSH của MCH 140,800 tỷ đồng.

Đối với WinCommerce, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S (giá/doanh thu) và giữ mức P/S 1.8x lần khi SK mua 16.26% của WCM với giá 410 triệu USD. Theo đó, chúng tôi định giá VCSH của WCM 61,182 tỷ đồng với doanh thu năm 2022 dự phóng ở mức 33,990 tỷ đồng.

Đối với MHT, chúng tôi áp dụng 2 phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng 50-50 giữa hai phương pháp. Chúng tôi sử dụng một số giả định như sau trong mô hình DCF của MHT, beta (1.1), lợi nhuận phi rủi ro (5.5%), phần bù rủi ro (8.0%), tăng trưởng dài hạn (2.0%).

Đối với TCB, chúng tôi sử dụng định giá gần nhất của KBSV tại ngày 09/05/2022 ([TCB](#)).

Bảng 4. Định giá từng phần SOTP

Công ty con	PP định giá	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	Lợi ích kinh tế của MSN	Giá trị VCSH đóng góp
The CrownX		201,982	84.9%	171,483
MCH	DCF	140,800		
WCM	P/S	61,182		
MML	Giá trị thị trường	21,254	87.9%	18,682
MHT	DCF & EV/EBITDA	21,831	86.4%	18,862
Phúc Long Heritage	Theo giá trị deal	8,161	51.0%	4,162
Techcombank	Theo định giá KBSV	228,209	21.5%	49,065
Tổng tài sản Masan				262,254
Nợ phải trả theo giá trị sổ sách công ty mẹ				-27,233
Giá trị VCSH MSN				235,021
SLCP lưu hành				1,416,641,576
Giá trị/CP (VNĐ)				165,900

Nguồn: KBSV

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cạnh tranh gay gắt trong ngành hàng tiêu dùng của Masan Consumer

Mặc dù hiện tại Masan Consumer đang chiếm thị phần cao trong nhiều ngành hàng nhỏ trong như gia vị, mì ăn liền, cà phê gói, tuy nhiên các đối thủ cạnh tranh trực tiếp cũng không ngừng thay đổi, đưa ra nhiều sản phẩm mới đến người tiêu dùng sẽ tạo áp lực lên Masan Consumer; trong trường hợp cạnh tranh quá gay gắt trong cùng một phân khúc, các công ty hàng tiêu dùng có thể tranh giành thị phần bằng giá bán, mở ra rủi ro về suy giảm biên lợi nhuận. Hơn nữa, Masan Consumer cũng phải đối mặt với rủi ro nếu thực hiện không thành công các đợt ra mắt sản phẩm, hay các sản phẩm bị lỗi/hỏng gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến hình ảnh thương hiệu.

Rủi ro lạm phát khiến nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng tiêu dùng giảm

Hiện nay, khi áp lực lạm phát ngày càng một lớn hơn khi giá cả nguyên vật liệu, các mặt hàng tiêu thụ chính đều có xu hướng tăng, sẽ tạo những rủi ro nhất định lên các mặt hàng của Masan Consumer do nhu cầu tiêu thụ giảm đi. Hơn nữa, việc Masan Consumer đang tập trung vào chiến lược cao cấp hoá sản phẩm cũng sẽ gặp nhiều cản trở, rủi ro nếu lạm phát tiếp tục duy trì.

Rủi ro về biến động giá hàng hoá, ảnh hưởng đến KQKD của MHT

Trong năm 2021, kết quả kinh doanh của MHT được hỗ trợ tương đối nhiều bởi sự thuận lợi của giá bán các mặt hàng như Vonfram, Fluorspar đều tăng ấn tượng. Mặc dù chúng tôi dự phóng mức giá của các mặt hàng này sẽ có lợi cho MHT trong trung và dài hạn, tuy nhiên việc Trung Quốc – quốc gia là nguồn cung cũng như tiêu thụ các sản phẩm này lớn nhất thế giới dần nới lỏng chính sách Zero Covid có thể sẽ gây những biến động lớn tới giá cả hàng hoá trên toàn cầu, trong đó bao gồm các loại khoáng sản mà MHT đang khai thác.

Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Doanh thu thuần	77,218	88,629	88,274	97,425
Giá vốn hàng bán	-59,329	-66,494	-64,184	-70,480
Lãi gộp	17,889	22,135	24,090	26,945
Doanh thu tài chính	1,431	6,800	679	496
Chi phí tài chính	-4,557	-5,707	-6,016	-6,192
Gồm: Chi phí lãi vay	-3,770	-4,669	-6,009	-6,191
Lãi/(lỗ) liên doanh	2,640	3,897	4,748	5,971
Chi phí bán hàng	-13,166	-11,786	-11,739	-12,956
Chi phí quản lý DN	-3,041	-4,065	-4,049	-4,468
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	1,986	11,273	7,714	9,795
Lãi/(lỗ) khác	1,229	216	0	0
Lãi/(lỗ) trước thuế	2,325	11,489	7,714	9,795
Thuế doanh nghiệp	-930	-1,387	-1,607	-2,040
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,395	10,101	6,107	7,755
Lợi ích của cổ đông thiểu số	161	1,538	1,538	1,538
Lợi nhuận sau CĐTTS	1,234	8,563	4,568	6,216

Chỉ số hoạt động

(%)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tăng trưởng doanh thu	107%	15%	0%	10%
Tăng trưởng EBIT	-32%	165%	-15%	16%
Tăng trưởng EBITDA	-64%	167%	-15%	17%
Tăng trưởng LN sau CĐTTS	-78%	594%	-47%	36%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23%	25%	27%	28%
Tỷ suất EBITDA	8%	11%	15%	16%
Tỷ suất EBIT	8%	11%	16%	16%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	8%	11%	16%	16%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2%	10%	5%	6%

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Lãi trước thuế	2,325	11,489	7,714	9,795
Khấu hao TSCĐ	3,242	4,632	-63	-71
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-3,236	-10,025	-10,025	-10,025
Thay đổi vốn lưu động	-7	-3,316	2,274	914
(T)/G phải thu	176	-801	437	-906
(T)/G hàng tồn kho	-1,117	-2,233	1,110	-3,541
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	12	-655	-1,945	4,374
(T)/G chi phí trả trước	449	373	2,672	987
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HKKD	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HKKD	1,351	1,144	-2,391	-1,830
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-3,678	-2,805	7,390	7,360
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	-27,213	-5,261	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-2,866	14,412	-2,881	-3,069
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-33,757	6,346	4,509	4,292
Thu các khoản đi vay	87,379	60,086	66,540	71,777
Trả các khoản đi vay	-55,031	-57,115	-70,023	-75,396
Nợ phải trả khác	-1	-20	0	0
T/(G) vốn CSH	2,386	17,364	0	0
Cổ tức đã trả	-1,402	-3,442	-4,746	-4,746
Điều chỉnh khác HĐTC	0	-9,777	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	33,331	7,096	-8,228	-8,364
Lưu chuyển tiền trong kỳ	925	14,586	-6,110	-5,902
Tiền đầu kỳ	6,801	7,721	22,305	16,195
Tiền cuối kỳ	7,721	22,305	16,195	10,292

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tổng tài sản	115,737	126,093	130,271	137,058
Tài sản ngắn hạn	29,761	43,630	37,568	36,584
Tiền & tương đương tiền	7,721	22,305	16,195	10,292
Đầu tư ngắn hạn	447	333	331	366
Khoản phải thu	2,062	2,480	2,044	2,949
Hàng tồn kho	12,730	12,948	11,838	15,380
Tài sản ngắn hạn khác	6,800	5,564	7,160	7,597
Tài sản dài hạn	85,976	82,463	92,703	100,474
Khoản phải thu dài hạn	1,592	1,878	0	0
Tài sản cố định	34,322	31,152	30,631	30,108
BĐS đầu tư	15	810	449	89
Tài sản dở dang dài hạn	2,275	2,022	4,328	6,874
Đầu tư dài hạn	20,359	24,539	29,701	32,780
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	27,392	21,853	27,593	30,624
Nợ phải trả	90,706	83,757	88,069	94,070
Nợ ngắn hạn	38,875	34,548	37,259	45,323
Phải trả người bán	6,833	7,970	6,025	10,400
KH trả tiền trước	21	15	22	25
Vay ngắn hạn	22,545	18,806	21,434	24,334
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	9,476	7,757	9,777	10,564
Nợ dài hạn	51,832	49,209	50,810	48,747
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	39,466	39,372	40,561	37,492
Nợ dài hạn khác	12,366	9,837	10,249	11,255
Vốn chủ sở hữu	15,938	32,811	32,676	33,463
Vốn góp	11,747	11,805	11,864	11,864
Thặng dư vốn cổ phần	11,084	11,084	11,084	11,084
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	2,182	18,796	18,116	18,903
Vốn và quỹ khác	(8,564)	(8,388)	(8,388)	(8,388)
Lợi ích cổ đông thiểu số	9,093	9,526	9,526	9,526
Tổng nợ & vốn	115,737	126,093	130,271	137,058

Chỉ số chính

(x, % VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Chỉ số định giá				
P/E	84.3	23.5	26.4	20.8
P/E pha loãng	84.3	23.5	26.4	20.8
P/B	4.2	4.8	3.2	3.1
P/S	1.6	1.1	1.5	1.4
EV/EBITDA	15	11	13	12
EV/EBIT	26	15	13	12
Lãi cơ bản/cp (EPS)	1,054	7,269	4,311	5,474
Cổ tức/cp (DPS)	1,199	2,930	4,020	4,020
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	35%	35%	35%
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	9%	41%	19%	23%
ROA	1%	8%	5%	6%
ROIC	2%	11%	6%	8%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	5.7	2.6	2.7	2.8
TS thanh toán hiện thời	0.8	1.3	1.0	0.8
TS khả năng trả lãi vay	1.6	3.5	2.3	2.6
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	1.0	0.7	0.7	0.7
Hệ số vòng quay phải thu	2.3	3.9	3.9	3.9
Hệ số vòng quay HTK	6.5	5.2	5.2	5.2
Hệ số vòng quay phải trả	10.0	9.0	9.0	9.0

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

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

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
 tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
 ngaphb@kbsec.com.vn

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

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
 quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
 huynd1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
 research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

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

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
 congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
 anhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

LIÊN HỆ

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

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

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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