

Ngành: Tiêu dùng bán lẻ | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI		CTCP TẬP ĐOÀN MASAN - (HSX: MSN) KẾT QUẢ KINH DOANH PHỤC HỒI TỪ ĐÁY			
Giá hiện tại:	75,200	Ngày viết báo cáo:	10/7/2023	CƠ CẤU CỔ ĐỒNG	
Giá mục tiêu trước:	87,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,423.724	CTCP Masan	25.9%
Giá mục tiêu mới:	87,000	Vốn hóa (tỷ VND)	107,064	CT TNHH MTV XD Hoa Hường	13.2%
Tỷ suất cổ tức	N/A	Thanh khoản bình quân (tỷ đồng):	97.443	Dương	
Tiềm năng tăng giá	15.6%	Sở hữu nước ngoài	30.68%	SK investment Vina	7.7%

Bộ phận Research:
Phạm Thị Minh Châu
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)
Chaupm@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu MSN với giá trị hợp lý năm 2023 là **87,000 VNĐ/CP** (Upside +15.6% so với giá đóng cửa ngày 7/7/2023). Định giá dựa trên phương pháp định giá từng phần “SOTP”

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kỳ vọng năm 2023: BSC điều chỉnh tăng nhẹ doanh thu thuần và LNST-LICĐTS năm 2023 của MSN đạt lần lượt là 83,081 tỷ VND (+9% yoy), và 3,543 tỷ VND (-0.7% yoy), EPS FW 2023 = 2,488 VND/CP, PE FW= 32 lần- tương đương 92% KH DT chặn dưới và 85% KH NPAT-MI chặn dưới.

BSC điều chỉnh tăng DTT và LNST -LICĐTS năm 2023 của MSN lần lượt 0% và 4.4% so với dự phóng trước đó do:

- (1) DTT : tăng trưởng của MCH+MML phục hồi bù đắp cho mức giảm -1.8% của WCM, do điều chỉnh chiến lược mở mới cửa hàng chú trọng vào hiệu quả và cân đối dòng tiền.
- (2) Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ -1.7% do điều chỉnh giảm nhẹ biên lợi nhuận của mảng WCM trong Q1/23
- (3) Điều chỉnh tăng đóng góp từ CTLDLK TCB +14.5% so với ước tính trước đó nhờ kỳ vọng lãi suất huy động giảm và giảm trích lập dự phòng

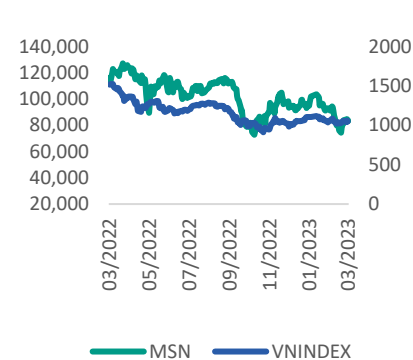
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Sở hữu chuỗi tiêu dùng (60% thị phần gia vị+30% thị phần SP tiện lợi +10% thị phần nước giải khát) và bán lẻ hiện đại có 3,268 CH rộng khắp Việt Nam, giúp MSN tận dụng cơ hội xu hướng tăng trưởng của tầng lớp trung lưu, đặc điểm dân cư.

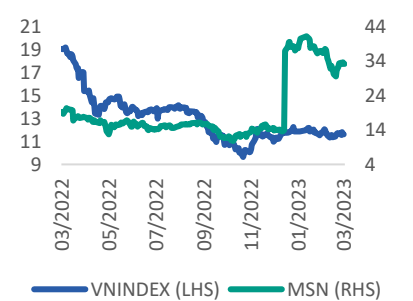
RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sức mua suy yếu gây áp lực lên các mảng kinh doanh chính và HĐKD của TCB
- Biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận
- Áp lực thanh toán các khoản nợ đến hạn và lãi vay tăng cao tác động đến KQKD.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2021	2022	2022	Peer		2020	2021	2022	2023
P/E (x)	12.5	30.0	30.2	33.2	Doanh thu thuần	77,218	88,629	76,189	83,081
P/B (x)	6.6	7.6	8.6	7.8	Lợi nhuận gộp	17,889	22,135	21,035	23,131
EV/EBITDA (x)	18.93	18.93	18.93	10.2	Lợi nhuận sau thuế	1,395	10,101	4,754	4,723
ROS (%)	11.4%	6.2%	5.7%	12.5%	EPS	1,035	6,012	2,504	2,488

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

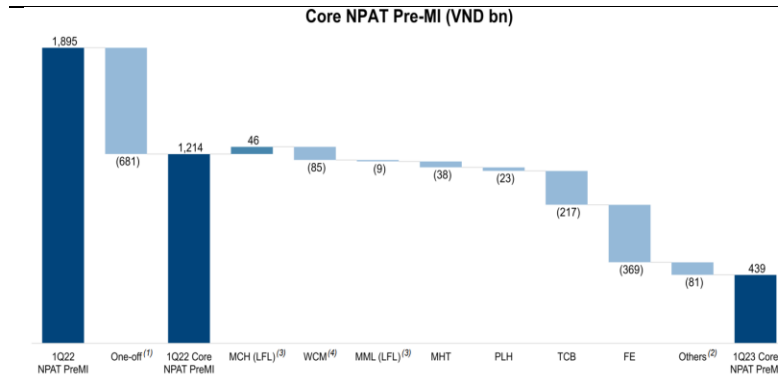
Bảng 1: Tóm tắt KQKD của MSN trong 2022

Cơ cấu doanh thu	Q1/2023	Q1/2022	%YoY	Note
MCH	6,265	6,448	-3%	- Chuyển nhượng mảng thịt chế biến sang MML hơn 500 tỷVND - Tăng trưởng hai chữ số mảng gia vị, HPC và café bù đắp sức mua suy giảm và quản trị hiệu quả hàng tồn kho trong Q1/2023
% Biên EBITDA	23.4%	22.7%		
WCM+ Phúc Long	7,746	7,653	1.2%	<u>Sức mua suy giảm tác động lên biên EBITDA</u> - WCM (-1.3 điểm %YoY): giá trị đơn hàng Winmart+/Winmart= -14%/-18%LFL và phát sinh chi phí thanh lý hàng hoá (phát sinh 1 lần) - PL (-2.8 điểm %YoY): Doanh thu/ch Flagship giảm và mô hình Kiosk chưa hiệu quả
% Biên EBITDA	1.7%	2.1%		
MML	1,600	931	72%	- Biên lợi nhuận mảng thịt chế biến và thịt mát cải thiện (thu hẹp khoảng cách giá với chợ) bù đắp cho mảng nông trại (chịu áp lực của giá heo suy giảm và TACN tăng)
% Biên EBITDA	2%	-3%		
MSR	3,787	3,930	-4%	- Doanh thu giảm do sản lượng tiêu thụ thấp và biên EBITDA giảm do áp lực từ chi phí nguyên liệu và chi phí vốn tăng - bán được 6,000/100,000 tấn tồn kho đồng cho khách hàng nội địa.
% Biên EBITDA	20.8%	22.3%		
	Q1/2023	Q1/2022	%YoY	Nhận định
Doanh thu thuần	18,706	18,189	3%	- DTT và LNST Q1/2023 thực tế chênh lệch lần lượt +2.4% và +2% so với dự phóng Q1/2023 của BSC chủ yếu do
Lãi gộp	5,086	5,089	0%	(1) mảng thịt chế biến và cafe ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn kì vọng bất chấp sức mua thị trường giảm.
GPM	27.2%	28.0%	-0.8%	(2) Ngoài ra, WCM+ PL: DT/CH cửa hàng cũ cao hơn ước tính đủ để bù đắp cho tốc độ mở cửa hàng mới chậm lại của hai chuỗi là 46%/16% ước tính của chúng tôi và chỉ đạt 5.8%/6.7% chặn dưới KH, do chiến lược chủ cân đối dòng tiền và chú trọng đến hiệu suất cửa hàng mới trong bối cảnh nhu cầu suy yếu trong Q1/23.
Chi phí bán hàng	(3,316)	(3,044)	8.9%	- Q2/2023 kì vọng tăng trưởng từ đáy Q1/2023: DT và LNST dự kiến +1.7% và +2.3% so với dự kiến trước đó nhờ: tăng kì vọng DT: MCH từ sản phẩm mới và mảng nước giải khát kì vọng phục hồi trong bối cảnh thời tiết nắng nóng và MML nhờ hỗ trợ tích cực của giá heo (+10%QoQ)
Chi phí QLDN	(860)	(921)	-7%	- Ngoài ra, Q2/23, MSN dự kiến đóng các mô hình Phúc Long (Mô hình Kiosk) chưa hiệu quả, đây là bước đi nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động của các mảng kinh doanh và dự kiến sẽ phát sinh chi phí như không đáng kể so với quy mô MSN.
SG&A/Rev	22.3%	21.8%		
Lợi nhuận HĐKD	910	1,124	-19%	
Biên LN HĐKD	4.86%	6.18%		
Thu nhập tài chính	650	1,006	-35%	
Chi phí tài chính	(1,989)	(1,296)	53%	
Thu nhập khác, ròng	34	46	-27%	
LNTT	581	2,074	-72%	
LNST	439	1,895	-76.8%	
LNST CT mẹ	215	1,596	-86.5%	
Biên LNST	1.15%	8.77%		

Nguồn: MSN, Fiinpro

Hình 1: Diễn biến LNST Q1/2023

Hình 2: Đủ năng lực thanh toán nợ trái phiếu đến hạn: tính đến tháng 6/2023: MSN đã thanh toán ~10,000 tỷ nợ trái phiếu đến hạn, bằng nguồn vốn vay dài hạn và 3,500 tỷ trái phiếu mới trong Q1/2023.



Nguồn: MSN, HNX

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2022	2023F_cũ	2023F_mới	% thay đổi	Bình luận - Điều chỉnh sau KQKD Q1/23
1. MCH	28,103	30,367	28,532	-6.0%	- Chuyển mảng thịt chế biến sang MML
GPM	39.9%	41.4%	42.7%		
2. VCM+PL	31,513	33,676	33,058	-1.8%	- Tiến độ mở CH chậm hơn kì vọng Q1/2023:
GPM	25.8%	26.5%	24.8%		
3. MML	4,785	5,337	7,697	44.2%	- Ghi nhận lợi nhuận thì mảng thịt chế biến
GPM	7.2%	10.8%	11.8%		- Giá heo hơi tích cực hơn kì vọng
4. MSR	15,550	16,083	16,137	0.3%	
GPM	15.3%	12.5%	14.9%		
DTT	76,189	83,120	83,081	0.0%	BSC điều chỉnh tăng DTT và LNST -LICĐTS năm 2023 của MSN lần lượt 0% và 4.4% so với dự phóng trước đó do:
%YoY	-14.0%	9.1%	9.0%		
Lãi gộp	21,035	23,521	23,131	-1.7%	(1) DTT : tăng trưởng của MCH+MML phục hồi bù đắp cho mức giảm -1.8% của WCM, do điều chỉnh chiến lược mở mới cửa hàng chú trọng vào hiệu quả và cân đối dòng tiền.
GPM	27.6%	28.3%	27.8%		
Chi phí bán hàng	(12,512)	(13,816)	(13,810)	0.0%	(2) Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ -1.7% do điều chỉnh giảm nhẹ biên lợi nhuận của mảng WCM trong Q1/23
Chi phí QLDN	(3,854)	(4,205)	(4,203)		
SG&A/Rev	21.5%	21.7%	21.7%	0.0%	(3) Điều chỉnh tăng đóng góp từ CTLDLK TCB +14.5% so với ước tính trước đó nhờ kì vọng lãi suất huy động giảm và giảm trích lập dự phòng
EBIT	4,669	5,500	5,118	-6.9%	
Biên EBIT	6%	7%	6%		
Thu nhập tài chính	2,576	2,282	2,289	0.3%	
Chi phí tài chính	-6,362	-6,520	-6,485	-0.5%	
Thu nhập khác + Lãi/lỗ CTLDLK	4,264	3,891	4,455	14.5%	
LNTT	5,147	5,153	5,378	4.4%	
LNST	4,754	4,525	4,723	4.4%	
LNST CT mẹ	3,567	3,395	3,543	4.4%	
%YoY	-58%	-4.8%	-0.7%		
Biên LNST	6.2%	5.4%	5.7%		
EPS Pha loãng	2,504	2,384	2,488		
P/E FW	32	33	32		
P/B FW	3.53	3.32	3.31		

Nguồn: Báo cáo tài chính MSN và BSC Research

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **MSN** với giá trị hợp lý năm 2023 là **87,000 VNĐ/CP** (Upside 15.6% so với giá đóng cửa ngày 7/7/2023) giữ nguyên giá mục tiêu so với báo cáo trước đó, với những điều chỉnh thận trọng về áp lực sức mua suy giảm tác động lên KQKD của MCH và WCM được bù đắp bởi mức tăng kì vọng KQKD của MML trong năm 2023.

Tuy nhiên, trong dài hạn MSN vẫn sở hữu nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ

- (1) Vi thế doanh nghiệp đầu ngành tiêu dùng bán lẻ hiện đại Việt Nam, trong bối cảnh thị trường còn phân mảnh và dư địa tăng trưởng đến từ cơ cấu dân số trẻ và tăng trưởng của tầng lớp trung lưu
- (2) Với nền tảng kinh doanh vững chắc và lịch sử tín dụng lành mạnh, giúp MSN có lợi thế trong việc huy động vốn và đàm phán lãi suất với các ngân hàng và tổ chức lớn trong và ngoài nước.

Hình 2: Định giá cổ phiếu

Công ty	Phương pháp	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Tỉ lệ sở hữu của MSN	Giá trị đóng góp trong MSN
MCH	DCF	85,203	68.3%	58,194
WCM	PS - 1.5x	46,895	71.5%	33,530
MML	P/B - 1.2x	21,849	99.9%	21,827
MHT	DCF, EV/EBITDA = 10x	15,257	86.4%	13,182
TCB	PB - 0.9x	121,282	19.9%	24,135
Phúc Long	P/S	7,179	85.0%	6,102
Tổng giá trị doanh nghiệp				156,970
(-) Nợ ròng				(54,779)
Giá trị doanh nghiệp				102,192
Số lượng cổ phiếu lưu hành				1.424
Giá trị cổ phần MSN				87,000
Giá hiện tại				75,200
Upside				15.69%
Khuyến nghị				Theo dõi

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	77,218	88,629	76,189	83,081	(LỖ)/LNST	2,325	11,489	5,147	5,378
Giá vốn hàng bán	(59,329)	(66,494)	(55,154)	(59,950)	Khấu hao và phân bổ	4,584	4,632	4,407	3,808
Lợi nhuận gộp	17,889	22,135	21,035	23,131	Thay đổi vốn lưu động	(7)	(3,316)	(7,047)	(1,684)
Chi phí bán hàng	(13,166)	(11,786)	(12,512)	(13,810)	Điều chỉnh khác	(5,245)	(6,726)	(5,978)	(10,962)
Chi phí QLDN	(3,041)	(4,065)	(3,854)	(4,203)	LCTT từ HĐ KD	1,351	1,144	(3,789)	2,347
Lãi/lỗ HĐKD	1,682	6,283	4,669	5,118	Tiền chi mua TSCĐ	(3,678)	(2,805)	(4,165)	(2,494)
Doanh thu tài chính	1,431	6,800	2,576	2,289	Đầu tư khác	(30,079)	9,152	(22,282)	-
Chi phí tài chính	(4,557)	(5,707)	(6,362)	(6,485)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(33,757)	6,346	(26,447)	(2,494)
Chi phí lãi vay	(3,770)	(4,669)	(4,848)	(5,753)	Tiền chi trả cổ tức	(1,402)	(3,442)	(1,253)	(1,139)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	2,640	3,897	4,340	4,470	Tiền từ vay ròng	32,348	2,971	23,104	5,069
Lãi/lỗ khác	1,129	216	(76)	(15)	Tiền thu khác	2,385	7,567	(54)	-
Lợi nhuận trước thuế	2,325	11,489	5,147	5,378	LCTT từ HĐ Tài chính	33,331	7,096	21,796	3,930
Thuế thu nhập DN	(930)	(1,387)	(393)	(655)	Dòng tiền đầu kỳ	6,801	7,721	22,305	13,853
LN sau thuế	1,395	10,101	4,754	4,723	Tiền trong kì	925	14,586	(8,440)	3,782
CĐTS	161	1,538	1,187	1,180	Dòng tiền cuối kỳ	7,721	22,305	13,853	17,624
LNST - CĐTS	1,234	8,563	3,567	3,543					
EBITDA	10,701	11,047	11,540	12,590					
EPS	1,035	6,012	2,504	2,488					

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	Chỉ số (%)	2020	2021	2022	2023
Tiền và tương đương tiền	7,721	22,305	13,853	17,624	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	447	333	3,659	3,659	Hsố TT ngắn hạn	0.8	1.3	0.7	1.1
Phải thu ngắn hạn	7,051	6,634	13,930	14,049	Hsố TT nhanh	0.4	0.8	0.5	0.8
Tồn kho	12,498	12,813	14,445	15,524					
TS ngắn hạn khác	2,043	1,545	1,787	1,866	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	29,775	44,440	48,404	52,721	Hsố Nợ/TTS	0.5	0.5	0.5	0.5
TS hữu hình	49,582	42,654	43,535	42,690	Hsố Nợ/VCSH	3.0	1.6	2.2	2.2
Khấu hao	(16,456)	(17,322)	(19,854)	(23,662)					
TS dở dang dài hạn	2,275	2,022	3,325	2,856	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	20,353	24,539	31,334	31,334	Số ngày HTK	57.8	52.1	69.0	68.0
TS dài hạn khác	12,159	10,560	12,631	12,631	Số ngày phải thu	32.6	27.0	66.6	61.6
TS dài hạn	85,961	81,653	92,938	91,625	Số ngày phải trả	42.0	43.8	49.6	43.1
Tổng TS	115,737	126,093	141,343	144,346	CCC	48.4	35.3	86.0	86.5
Nợ phải trả	6,833	7,970	7,489	7,082					
Vay ngắn hạn	22,545	18,806	40,567	26,813	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	9,460	7,736	17,233	12,757	Lợi nhuận gộp	23.2%	25.0%	27.6%	27.8%
Tổng Nợ ngắn hạn	38,875	34,548	65,321	46,685	Lợi nhuận LNST	1.8%	11.4%	6.2%	5.7%
Vay dài hạn	39,466	39,372	30,426	49,608	ROE	5.6%	23.9%	13.0%	12.1%
Nợ dài hạn khác	12,366	9,837	8,960	8,960	ROA	1.2%	8.0%	3.4%	3.3%
Tổng Nợ dài hạn	51,832	49,209	39,385	58,567					
Tổng Nợ	90,706	83,757	104,706	105,253	Định Giá				
Vốn góp	11,747	11,805	14,237	14,237	PE	72.6	12.5	30.0	30.2
Thặng dư vốn cổ phần	11,084	11,084	8,723	8,723	PB	4.8	2.9	3.4	3.1
LN chưa phân phối	2,182	18,796	11,382	13,785					
Vốn chủ khác	(8,564)	(8,388)	(8,388)	(8,388)	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	9,093	9,526	10,484	10,484	Tăng trưởng DTT	103%	14%	-15%	9%
Tổng Vốn chủ sở hữu	25,030	42,337	36,637	39,093	Tăng trưởng EBIT	-65%	274%	-26%	10%
Tổng nguồn vốn	115,737	126,093	141,343	144,346	Tăng trưởng LNTT	33%	494%	45%	104%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1.169	1.175	1.181	1.424	Tăng trưởng EPS	-71%	481%	-58%	-1%

Nguồn: BSC Research.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

