

## KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI

## CTCP TẬP ĐOÀN MASAN - (HSX: MSN) THEO DÕI XU HƯỚNG PHỤC HỒI

Giá hiện tại:	<b>73,500</b>	Ngày viết báo cáo:	27/9/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>
Giá mục tiêu trước:	<b>87,000</b>	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,423.724	CTCP Masan 25.9%
Giá mục tiêu mới:	<b>85,800</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	103,932	CT TNHH MTV XD Hoa Hường 13.2%
Tỷ suất cổ tức	<b>N/A</b>	Thanh khoản bình quân (tỷ đồng):	97.443	Dương
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>16.7%</b>	Sở hữu nước ngoài	29.83%	SK investment Vina 7.7%

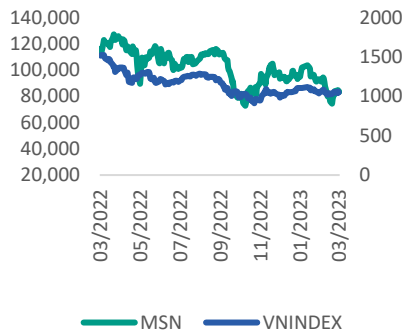
### Bộ phận Research:

Phạm Thị Minh Châu  
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)  
[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@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 1 năm là **85,800 VNĐ/CP** (Upside +16.7% so với giá đóng cửa ngày 27/9/2023). Định giá dựa trên phương pháp định giá từng phần “SOTP - Điều chỉnh giảm -1.4% so với giá mục tiêu trước đó do kì vọng tích cực của MCH và TCB chưa đủ để bù đắp cho mức giảm kì vọng KHKD MHT và áp lực từ đòn bẩy tài chính duy trì ở mức cao.

### Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

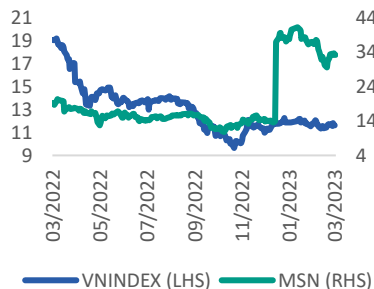
**BSC điều chỉnh giảm DTT năm 2023 của MSN là -0.2% và biên lợi nhuận sau thuế -2.5 điểm phần trăm so với dự phóng trước đó do:**

- Mức tăng doanh thu MCH đủ bù đắp cho mức giảm DT WCM và MHT do nhu cầu yếu và tái cấu trúc hoạt động Phúc Long 1H/2023.
- Biên LNST giảm -2.5 điểm phần trăm do điều chỉnh tăng chi phí tài chính và giảm lợi nhuận TCB trong bối cảnh lãi suất vay trái phiếu và dài hạn duy trì nền cao, biến động tỷ giá.

**2024F: DTT đạt 89,682 tỷ VND(+8.2%YoY) và biên LNST đạt 5.2% (+2 điểm phần trăm so với 2023E) dựa trên kì vọng**

- Kinh tế dần phục hồi hỗ trợ KQKD của các mảng kinh doanh chính
- Áp lực lãi suất suy giảm giúp giảm áp lực từ chi phí lãi vay và KQKD của TCB kì vọng phục hồi tích cực (tham khảo báo cáo TCB)

### Bảng so sánh P/E và VN index



### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kì vọng biên LNST trong 2024F +2 điểm phần trăm nhờ (1) kì vọng nhu cầu tiêu dùng phục hồi và (2) áp lực lãi suất suy giảm.
- 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
- Áp lực thanh toán các khoản nợ đến hạn và lãi vay tăng cao tác động đến KQKD.
- Rủi ro nợ tiềm tàng từ hoạt động khai thác tài nguyên

	2022	2023	2024	Peer		2021	2022	2023	2024
P/E (x)	29.4	62.8	30.1	22.5	Doanh thu thuần	88,629	76,189	82,876	89,682
P/B (x)	7.6	8.6	9.6	2.85	Lợi nhuận gộp	22,135	21,035	23,678	26,345
EV/EBITDA (x)	18.93	18.93	18.93	12.74	Lợi nhuận sau thuế	10,101	4,754	2,640	4,643
ROE (%)	13.0%	7.1%	11.7%	12.2%	EPS	6,012	2,504	1,170	2,445

## I. ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG KQKD 2023

DTT đạt 37,315 tỷ VND (+4%YoY) và biên LNST 1H.2023 2.3% (-6.3ppt YoY), tương ứng thấp hơn -1% và -2.2ppt so với kì vọng của [Q2/2023](#) của [BSC](#), chủ yếu tác động của KQKD Q2.2023 thấp hơn kì vọng do:

(1) **Hoạt động kinh doanh cốt lõi: DTT thực tế thấp hơn -2% so với dự phóng trước đó.**

- Mức tăng trưởng vượt kì vọng của MCH + 4.3ppt so với dự phóng nhờ chiến lược tối ưu hóa doanh mục sản phẩm giúp mở rộng thị phần và đưa thương hiệu MSN vươn tầm thế giới với chiến dịch “Going global”, đủ để bù đắp cho
- Mức giảm -6.6 ppt so với kì vọng của MHT do nhu cầu yếu tác động làm giảm sản lượng kinh doanh và giá bán và mức giảm -4 ppt so với dự phóng do tiến độ mở CH mới của WCM chậm lại và tái cấu trúc mô hình hoạt động của Phúc Long.

⇒ Điều này dẫn tới, Biên LNHT cốt lõi tăng 1 ppt so với ước tính trước đó nhờ thay đổi cơ cấu doanh thu.

(2) **Chi phí lãi vay tăng +13% so với ước tính** trước đó chủ yếu do lãi suất duy trì ở mức cao và tăng nhu cầu vốn vay để đảm bảo hoạt động kinh doanh và thanh toán nợ và tăng chi phí khác hơn kì vọng.

(3) **Thu nhập từ CTLK giảm -26%YoY** – lợi nhuận đóng góp từ TCB thấp hơn -8.6% so với kì vọng trước đó do NIM thu hẹp và chi phí dự phòng gia tăng (+111% YoY) dù CIR được kiểm soát tốt.

	Trước điều chỉnh				Sau điều chỉnh			
	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	18,706	19,014	21,650	23,711	18,706	18,609	21,232	24,330
%YoY	2.8%	6.6%	10.9%	14.9%	2.8%	4.3%	8.8%	17.9%
Biên LNST (%)	2.3%	4.6%	6.6%	8.3%	2.3%	2.3%	3.2%	4.6%
Đ/C DTT (%)					0.0%	-2.1%	-1.9%	2.6%
Đ/C Biên LNST (ppt)					0.0%	-2.3%	-3.4%	-3.7%

Nguồn: MSN, BSC

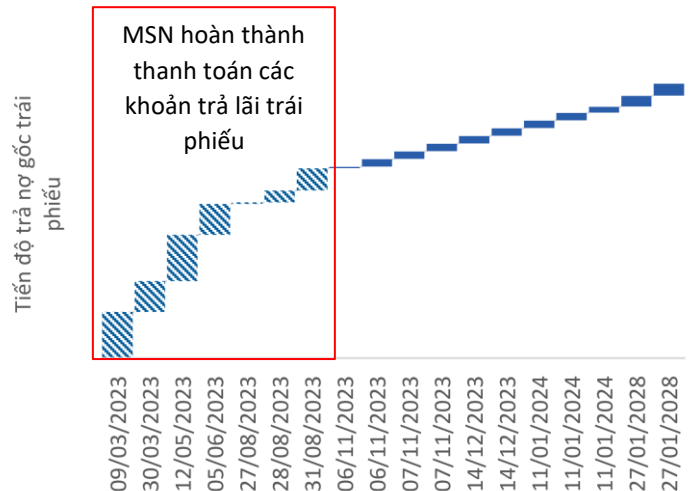
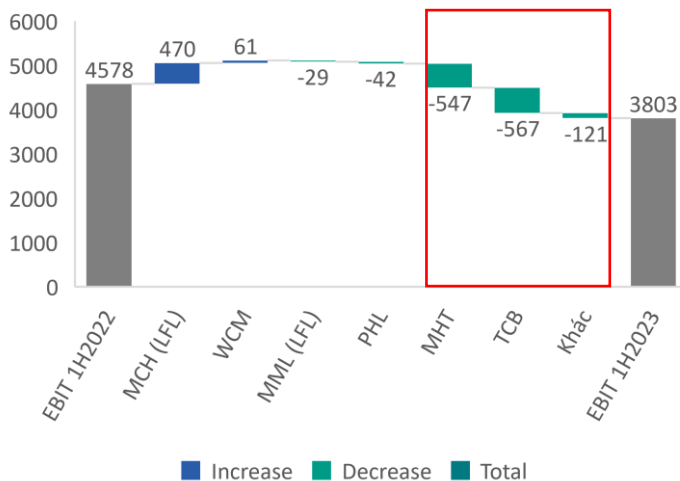
Do đó, dẫn tới những điều chỉnh kì vọng KQKD 2H/2023: DT Q3.2023/ Q4.2023 điều chỉnh giảm -1.9%/ +2.6% so với ước tính trước đó; biên LNST Q3/2023 và Q4/2023 kì vọng giảm -3.4ppt /-3.7ppt.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhận thấy một số điểm sáng trong KQKD của MSN vào Q4/2024 so với 1H/2023 dựa trên kì vọng:

- (1) Đặc điểm mùa vụ giúp nhu cầu phục hồi tiếp tục hỗ trợ KQKD MCH tích cực hơn kì vọng sau khi đã chiếm được thị phần và tối ưu hóa hiệu quả hoạt động.
- (2) Áp lực từ lãi suất suy giảm so với 1H/2023 hỗ trợ đáng kể KQKD của TCB.

Hình 1: Điều chỉnh giảm KQKD cốt lõi chủ yếu do KQKD 1h/2023 của MHT và TCB suy giảm nhiều hơn kì vọng.

Hình 2: Dòng tiền từ vay dài hạn, phát hành trái phiếu của MSN đủ để thanh toán các khoản nợ gốc vay và trái phiếu trong 8T/2023 (tỷ VND)

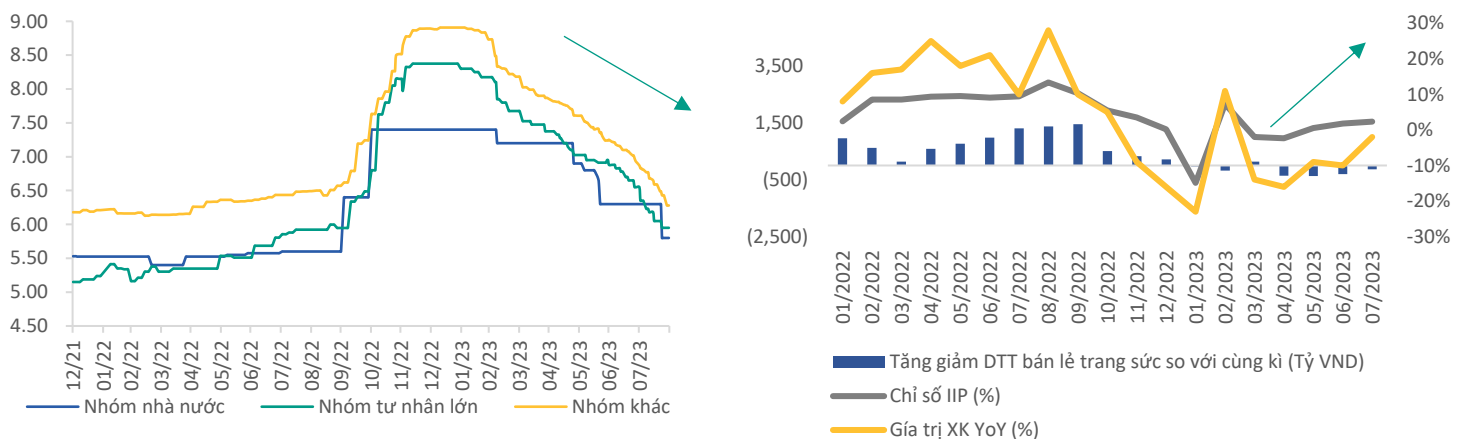


Nguồn: MSN, HNX

	2023F_ cũ	2023F_mới	% Đ/C	2024F	
1. MCH	28,532	30,264	6.1%	33,363	Nâng kì vọng tăng trưởng nhờ Chiếm thị phần nhờ dòng sản phẩm phù hợp và chiến dịch “vươn tầm thế giới”
GPM	42.7%	44.5%		44.8%	
2. VCM+PL	33,058	31,991	-3.2%	34,443	WCM: Tốc độ mở cửa chậm lại nhằm cân đối dòng tiền và tối ưu hóa hoạt động và PL: tái cấu trúc HĐKD
GPM	24.8%	26.7%		27.4%	
3. MML	7,697	7,697	0.0%	8,380	
GPM	11.8%	11.9%		13.2%	
4. MHT	16,137	15,262	-5.4%	16,025	Điều chỉnh giảm KQKD do nhu cầu yếu.
GPM	14.9%	8.7%		9.3%	
DTT	83,081	82,876	-0.2%	89,682	<b>BSC điều chỉnh giảm DTT năm 2023 của MSN là -0.2% và biên lợi nhuận sau thuế -2.5 điểm phần trăm so với dự phóng trước đó do:</b>
%YoY	9.0%	8.8%		8.2%	
Lãi gộp	23,131	23,678	2.4%	26,345	(1) Mức tăng doanh thu MCH đủ bù đắp cho mức giảm DT WCM và MHT do nhu cầu yếu và tái cấu trúc hoạt động Phúc Long 1H/2023.
GPM	27.8%	28.6%		29.4%	(2) Biên LNST giảm -2.5 điểm phần trăm do điều chỉnh tăng chi phí tài chính và giảm lợi nhuận TCB trong bối cảnh lãi suất vay trái phiếu và dài hạn duy trì nền cao, biến động tỷ giá.
Chi phí bán hàng	(13,810)	(14,524)	5.2%	(15,716)	
Chi phí QLDN	(4,203)	(4,193)		(4,537)	
SG&A/Rev	21.7%	22.6%	4.1%	22.6%	
EBIT	<b>5,118</b>	<b>4,961</b>	<b>-3.1%</b>	<b>6,091</b>	
Biên EBIT	6.0%	6.0%	0.0%	6.8%	
Thu nhập tài chính	2,289	2,350	2.7%	1,769	
Chi phí tài chính	<b>(6,485)</b>	<b>(8,251)</b>	<b>27.2%</b>	<b>(7,322)</b>	<b>2024F: DTT đạt 89,682 tỷ VND(+8.2%YoY) và biên LNST đạt 5.2% (+2 điểm phần trăm so với 2023E) dựa trên kì vọng</b>
Thu nhập khác + Lãi/lỗ CTLDLK	4,455	4,076	-8.5%	4,979	- Kinh tế dần phục hồi hỗ trợ KQKD của các mảng kinh doanh chính
LNTT	5,378	3,137	-41.7%	5,517	- Áp lực lãi suất suy giảm giúp giảm áp lực từ chi phí lãi vay và KQKD của TCB kì vọng phục hồi tích cực (tham khảo báo cáo TCB)
LNST	4,723	2,640	-44.1%	4,643	
LNST CT mẹ	3,543	1,667	-53.0%	3,483	
%YoY	-0.7%	-53.3%		109.0%	
Biên LNST	5.7%	3.2%	-2.5%	5.2%	
EPS Pha loãng	2,488	1,170		2,445	
P/E FW	32	63		30	

Nguồn: Báo cáo tài chính MSN và BSC Research

Hình 4: Tín hiệu khả quan từ vĩ mô hỗ trợ kì vọng KQKD MSN trong 2024F



Nguồn: GSO, PNJ, Fiiipro, BSC Research

## II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì quan điểm **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **MSN** với giá trị hợp lý năm 2023 là **85,800 VNĐ/CP** (Upside 16.7% so với giá đóng cửa ngày 26/9/2023)- với giá mục tiêu điều chỉnh giảm nhẹ -1.4% so với giá mục tiêu tại báo cáo trước đó do

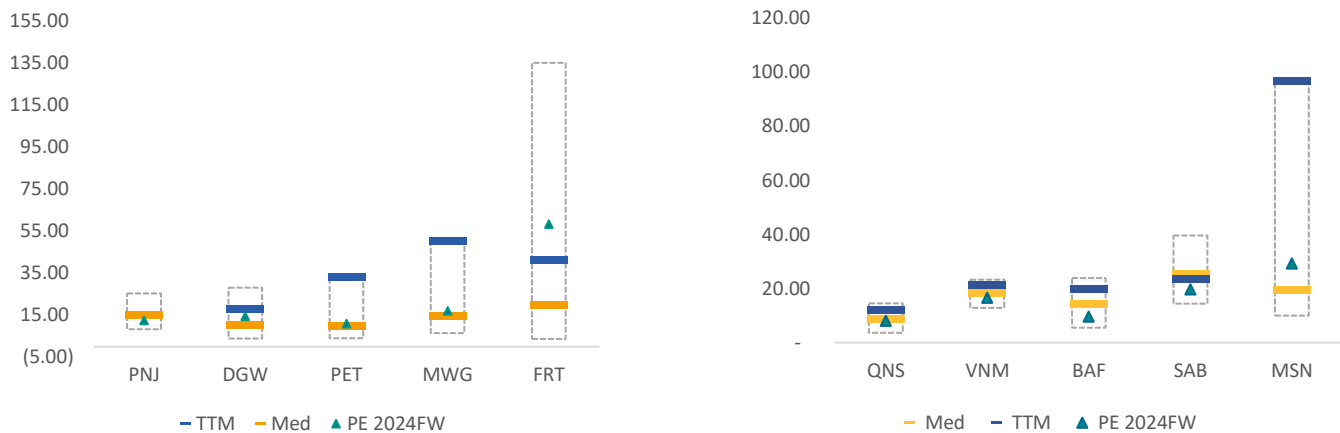
Việc nâng kì vọng định giá của MCH và TCB lần lượt +4% và +5% so với báo cáo trước, dựa trên kì vọng tích cực hơn về KQKD 2024 và áp lực về chi phí sử dụng vốn suy giảm, nhưng chưa đủ để bù đắp cho mức điều chỉnh giảm -13% dự phóng giá trị DN MHT nhằm phản ánh KQKD biến động mạnh theo giá kim loại thế giới và những áp lực đến từ đòn bẩy tài chính.

Hình 1: 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	88,426	68.3%	60,395
WCM	PS - 1.5x	46,895	71.5%	33,530
MML	P/B - 1.2x	21,849	94.9%	20,735
MHT	P/B - 0.9	13,303	86.4%	11,494
TCB (đã chiết khấu)	PB 2024 - 0.9x	127,621	19.9%	25,397
Phúc Long	P/S	5,709	85.0%	4,853
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>				<b>156,403</b>
(-) Nợ ròng				(55,672)
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>				<b>100,731</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành				1.424
<b>Giá trị cổ phần MSN</b>				<b>85,800</b>
Giá hiện tại				<b>73,500</b>
Upside				16.7%
Khuyến nghị				<b>Theo dõi</b>

Nguồn: BSC Research

### Thống kê diễn biến định giá của các công ty thuộc nhóm ngành tiêu dùng bán lẻ theo phương pháp P/E



Nguồn: BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>88,629</b>	<b>76,189</b>	<b>82,876</b>	<b>89,682</b>	(Lỗ)/LNST	11,489	5,147	3,137	5,517
Giá vốn hàng bán	(66,494)	(55,154)	(59,199)	(63,338)	Khấu hao và phân bổ	4,632	4,407	3,808	3,111
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>22,135</b>	<b>21,035</b>	<b>23,678</b>	<b>26,345</b>	Thay đổi vốn lưu động	(3,316)	(7,047)	(1,923)	(2,043)
Chi phí bán hàng	(11,786)	(12,512)	(14,524)	(15,716)	Điều chỉnh khác	(11,661)	(6,295)	(4,723)	431
Chi phí QLDN	(4,065)	(3,854)	(4,193)	(4,537)	LCTT từ HĐ KD	<b>1,144</b>	<b>(3,789)</b>	<b>299</b>	<b>7,016</b>
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>6,283</b>	<b>4,669</b>	<b>4,961</b>	<b>6,091</b>	Tiền chi mua TSCĐ	(2,805)	(4,165)	(2,304)	(3,406)
Doanh thu tài chính	6,800	2,576	2,350	1,769	Đầu tư khác	9,152	(22,282)	-	-
Chi phí tài chính	(5,707)	(6,362)	(8,251)	(7,322)	LCTT từ HĐ Đầu tư	<b>6,346</b>	<b>(26,447)</b>	<b>(2,304)</b>	<b>(3,406)</b>
Chi phí lãi vay	(4,669)	(4,848)	(6,935)	(6,225)	Tiền chi trả cổ tức	(3,442)	(1,253)	(1,139)	(1,139)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	3,897	4,340	4,092	4,996	Tiền từ vay ròng	2,971	23,104	(9,486)	(920)
Lãi/lỗ khác	216	(76)	(16)	(17)	Tiền thu khác	7,567	(54)	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>11,489</b>	<b>5,147</b>	<b>3,137</b>	<b>5,517</b>	LCTT từ HĐ Tài chính	<b>7,096</b>	<b>21,796</b>	<b>(10,625)</b>	<b>(2,059)</b>
Thuế thu nhập DN	(1,387)	(393)	(497)	(874)	Dòng tiền đầu kỳ	<b>7,721</b>	<b>22,305</b>	<b>13,853</b>	<b>1,211</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>10,101</b>	<b>4,754</b>	<b>2,640</b>	<b>4,643</b>	Tiền trong kì	<b>14,586</b>	<b>(8,440)</b>	<b>(12,630)</b>	<b>1,551</b>
CĐTS	1,538	1,187	973	1,159	Dòng tiền cuối kỳ	<b>22,305</b>	<b>13,853</b>	<b>1,211</b>	<b>2,751</b>
<b>LNST - CĐTS</b>	<b>8,563</b>	<b>3,567</b>	<b>1,667</b>	<b>3,483</b>					
EBITDA	11,047	11,540	12,055	14,198					
<b>EPS</b>	<b>6,012</b>	<b>2,504</b>	<b>1,170</b>	<b>2,445</b>					

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	22,305	13,853	1,211	2,751	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	333	3,659	4,623	4,623	H số TT ngắn hạn	1.3	0.7	0.7	0.7
Phải thu ngắn hạn	6,634	13,930	16,290	17,135	H số TT nhanh	0.8	0.5	0.4	0.4
Tồn kho	12,813	14,445	13,437	14,540					
TS ngắn hạn khác	1,545	1,787	1,861	1,924	<b>Cơ cấu vốn</b>				
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>44,440</b>	<b>48,404</b>	<b>37,423</b>	<b>40,974</b>	H số Nợ/TTS	0.5	0.5	0.5	0.5
TS hữu hình	42,654	43,535	42,681	41,507	H số Nợ/VCSH	1.6	2.2	1.9	1.8
Khấu hao	(17,322)	(19,854)	(23,662)	(26,773)					
TS dở dang dài hạn	2,022	3,325	2,675	3,338	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	24,539	31,334	31,334	31,334	Số ngày HTK	52.1	69.0	59.0	59.0
TS dài hạn khác	10,560	12,631	12,631	12,631	Số ngày phải thu	27.0	66.6	71.6	69.6
<b>TS dài hạn</b>	<b>81,653</b>	<b>92,938</b>	<b>91,434</b>	<b>90,923</b>	Số ngày phải trả	43.8	49.6	43.1	40.1
<b>Tổng TS</b>	<b>126,093</b>	<b>141,343</b>	<b>128,858</b>	<b>131,897</b>	CCC	35.3	86.0	87.5	88.5
Nợ phải trả	7,970	7,489	6,993	6,961					
Vay ngắn hạn	18,806	40,567	35,224	34,582	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	7,736	17,233	13,256	14,344	Lợi nhuận gộp	25.0%	27.6%	28.6%	29.4%
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>34,548</b>	<b>65,321</b>	<b>55,504</b>	<b>55,921</b>	Lợi nhuận LNST	11.4%	6.2%	3.2%	5.2%
Vay dài hạn	39,372	30,426	27,405	27,405	ROE	23.9%	13.0%	7.1%	11.7%
Nợ dài hạn khác	9,837	8,960	8,960	8,960	ROA	8.0%	3.4%	2.0%	3.5%
Tổng Nợ dài hạn	49,209	39,385	36,365	36,365					
<b>Tổng Nợ</b>	<b>83,757</b>	<b>104,706</b>	<b>91,869</b>	<b>92,286</b>	<b>Định Giá</b>				
Vốn góp	11,805	14,237	14,237	14,237	PE	12.2	29.4	62.8	30.1
Thặng dư vốn cổ phần	11,084	8,723	8,723	8,723	PB	2.8	3.3	3.3	3.0
LN chưa phân phối	18,796	11,382	11,909	14,251					
Vốn chủ khác	(8,388)	(8,388)	(8,388)	(8,388)	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	9,526	10,484	10,484	10,484	Tăng trưởng DTT	14%	-15%	9%	8%
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>42,337</b>	<b>36,637</b>	<b>36,989</b>	<b>39,611</b>	Tăng trưởng EBIT	274%	-26%	6%	23%
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>126,093</b>	<b>141,343</b>	<b>128,858</b>	<b>131,897</b>	Tăng trưởng LNNT	494%	45%	61%	176%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1.175	1.181	1.424	1.424	Tăng trưởng EPS	481%	-58%	-53%	109%

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>**

