

2023 年 9 月 27 日 - HSX: MSN

業界: 消費財・小売業界

## 推奨

## 観察

マッサングループ株式会社 (HSX: MSN)  
回復傾向を観察

|        |        |
|--------|--------|
| 現値:    | 73,500 |
| 前理論価格  | 87,000 |
| 新理論価格: | 85,800 |
| 配当率    | N/A    |
| 上昇率    | 16.7%  |

|              |           |
|--------------|-----------|
| レポート作成日:     | 27/9/2023 |
| 流行中株数(100 万) | 1,423.724 |
| 時価総額(10 億ドン) | 103,932   |
| 平均売買高:       | 97,443    |
| 外国人投資家保有率    | 29.83%    |

|                     |       |
|---------------------|-------|
| <b>株主構成</b>         |       |
| Masan 株式会社          | 25.9% |
| Hoa Huog Duong 有限会社 | 13.2% |
| SK investment Vina  | 7.7%  |

## 業界分析:

Phạm Thị Minh Châu  
(消費財・小売り業界)  
[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

## 評価

BSC は SOTP 方法に基づく、MSN 株の理論株価を 2023 年 9 月 27 日の終値比 16.7%増の 8 万 5,800VND/株と評価し、MSN の投資評価を「観察」と推奨しております。

## 業績予測

BSC は下記の要素に基づく、MSN の 2023 年の売上高を前レポート比-0.2%、税引後利益を同-2.5ppt と下方修正しております。

- 2023 年上半期には需要の減少及び Phuc Long カフェチェーン店の再構成により、WinCommerce 総合商社株式会社 (WCM) 及び Masan ハイテクマテリアル(MHT)の収入が減少した。マサン消費財株式会社 (MCH)の増収は WCM 及び MHT の減収を補うことができるだろう。
- 社債の貸付金利及び長期貸付金利が高い水準で維持し、為替レートが連続で変動している背景には、BSC は財務費用を増加させ、テクコムバンクからの利益を減少させた。そのために、BSC は税引後利益率を-2.5ppt と下方修正しております。

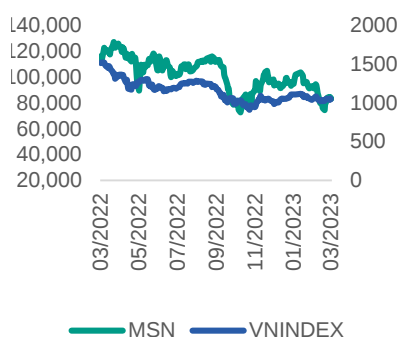
2024 年には、売上高が前年比+8.2%増の 89 兆 6,820 億ドン、税引後利益が同+2ppt 増の 5.2%に達する。この予測は下記の期待に基づく。

- 経済が徐々に回復しているのはコア事業の業績をサポートする。
- 金利圧力が緩和するのは借入コストからの圧力を低める。TCB の業績が好調に回復すると期待されている。

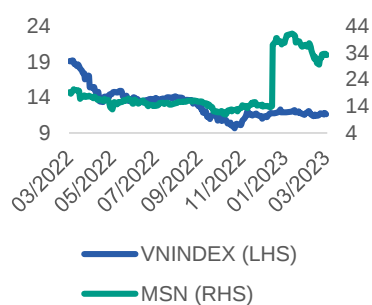
## 投資観点

- 2024 年の税引後利益率は(1)消費需要が回復する、(2)利上げの圧力が緩和するということのおかげで、+2ppt 増加すると期待されている。
- MSN は消費チェーン(調味料の市場シェアの 60%、コンビニエンス製品の市場シェアの 30%、清涼飲料水の市場シェア 10%を含む)、現代小売がベトナムにわたって 3268 店舗を保有しているというメリットとして、中所得者層の発展傾向、住民特徴を活用できるだろう。

## 株価の推移



## P/E



## リスク

- 購買力の低下により、TCB の経営活動及びコア事業に対して圧力をかける。
- 返済期限の到来する負債の返済圧力及び借入金利の上昇は業績に影響を与える。
- 資源開拓活動からの偶発債務リスク

|               | 2022  | 2023  | 2024  | Peer  |       | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)       | 29.4  | 62.8  | 30.1  | 22.5  | 売上高   | 88,629 | 76,189 | 82,876 | 89,682 |
| P/B (x)       | 7.6   | 8.6   | 9.6   | 2.85  | 売上総利益 | 22,135 | 21,035 | 23,678 | 26,345 |
| EV/EBITDA (x) | 18.93 | 18.93 | 18.93 | 12.74 | 税引後利益 | 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. 2023 年業績予測

2023 年上半期の売上高が前年比+4%増 37 兆 3,150 億ドン、税引後利益が同-6.3ppt 減の 2.3%に達した。原因は MSN の 2023 年第 2 四半期業績が期待より低いということから由来した。具体的には、

### (1) コア事業: 2023 年第 2 四半期の売上高は予測比-2%減となった。

- シェア拡大のための製品ポートフォリオ最適化戦略及び「Going global」戦略のおかげで、マサン消費財株式会社(MCH)の売上高は予測比+4.3ppt 増となった。
- MHT: 売上高が BSC の予測に比べて-6.6ppt 減となった。需要の減少は販売量及び価格を引き下げたという原因となった。
- WCM: 売上高が BSC の予測に比べて-4ppt 減となった。MWC の新規店舗開始の進捗が遅くなり、Phuc Long カフェチェーン店が再構成を実施したという原因となった。

⇒ 収入構成変更のおかげで、コア事業の利益率は予測比+1ppt 増となった。

### (2) 借入コストは予測比+13%増となった。原因は金利が高い水準で維持し、借入需要が増加し、他のコストが期待より増加したということから由来した。

### (3) 合併・関連会社からの収入が前年同期比-26%減となった。TCB からの利益が予測比-8.6%減となった。原因は CIR (Cost-Income-Ratio = 費用収益比率) が緊密にコントロールされたが、純金利マージン (NIM) が低下し、引当金コストが前年同期比+111%増となることから由来した。

|                 | 修正前    |        |        |        | 修正後    |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | Q1.23A | Q2.23E | Q3.23E | Q4.23E | Q1.23A | Q2.23E | Q3.23E | Q4.23E |
| 売上高 (10 億ドン)    | 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%  |
| 税引後利益率 (%)      | 2.3%   | 4.6%   | 6.6%   | 8.3%   | 2.3%   | 2.3%   | 3.2%   | 4.6%   |
| 売上高の修正 (%)      |        |        |        |        | 0.0%   | -2.1%  | -1.9%  | 2.6%   |
| 税引後利益率の修正 (ppt) |        |        |        |        | 0.0%   | -2.3%  | -3.4%  | -3.7%  |

ソース: MSN、BSC

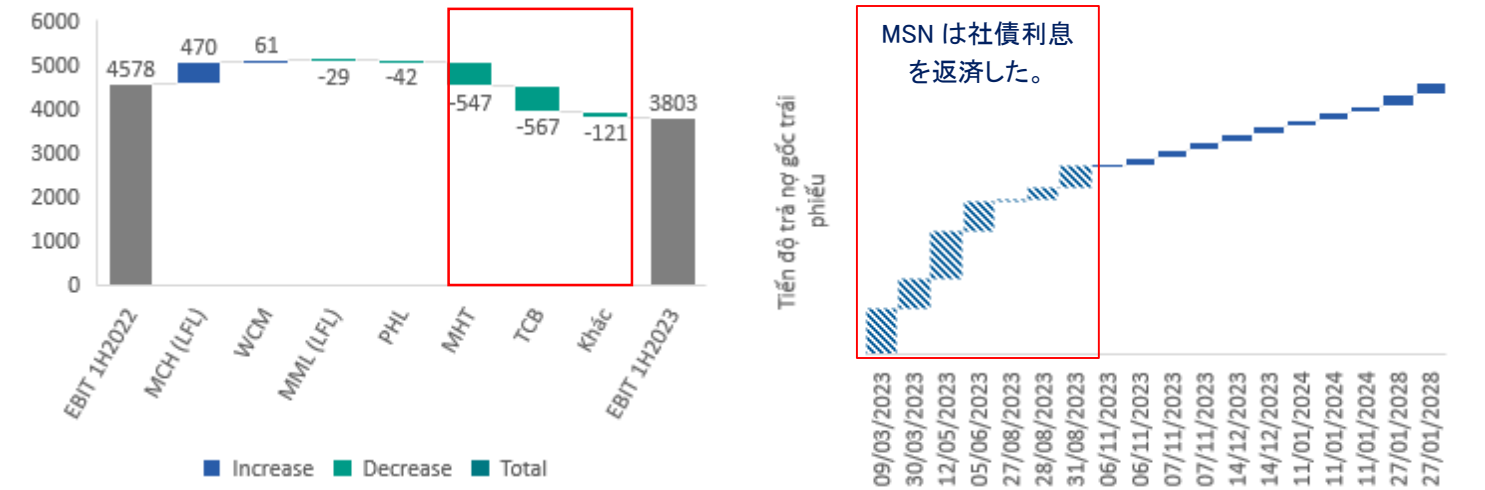
そのために、2023 年第 3 四半期及び第 4 四半期の収入をそれぞれ、前レポート比-1.9%、同+2.6%と修正しております。2023 年第 3 四半期及び第 4 四半期の税引後利益をそれぞれ、前レポート比-3.4ppt、同-3.7%と下方修正しております。

しかし、BSC は MSN の 2023 年第 4 四半期業績のポジティブなシグナルを確認しております。

- (1) MCH がシェアを占め、活動効率を最適化した後、季節性が需要を高めるのは MCH の業績をサポートし続けると期待されている。
- (2) 金利からの圧力が 2023 年上半期に比べて弱くなるのは TCB の業績をサポートするだろう。

MHT 及び TCB の 2023 年上半期業績が低下したことにより、MSN のコア業績を下方修正しております。

MSN の長期借入、社債発行からの金額は 2023 年 8 ヶ月の元借入及び社債を十分に返済できた。



ソース: MSN, HNX

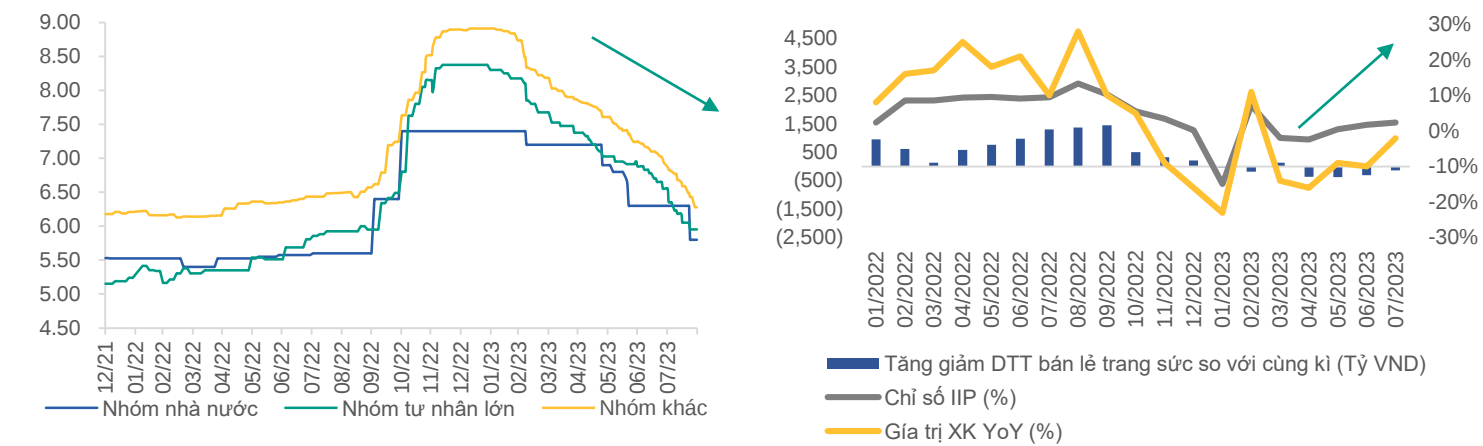
|           | 2023F_前<br>レポート | 2023F_アッ<br>プデイトレ<br>ポート | 変更<br>(%) | 2024F  |                                                           |
|-----------|-----------------|--------------------------|-----------|--------|-----------------------------------------------------------|
| 1. MCH    | 28,532          | 30,264                   | 6.1%      | 33,363 | シェア拡大及び「Going global」戦略のおかげで、業績を上方修正しております。               |
| 売上総利益率    | 42.7%           | 44.5%                    |           | 44.8%  |                                                           |
| 2. VCM+PL | 33,058          | 31,991                   | -3.2%     | 34,443 | WCM: キャッシュフローのバランスを取り、活動効率を最適化<br>する為に、新規店舗の開始進捗がゆっくりとなる。 |
| 売上総利益率    | 24.8%           | 26.7%                    |           | 27.4%  |                                                           |

2023 年 9 月 27 日 - HSX: MSN

|                    |                |                |              |                |                                                                                                                           |
|--------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3. MML             | 7,697          | 7,697          | 0.0%         | 8,380          |                                                                                                                           |
| 売上総利益率             | 11.8%          | 11.9%          |              | 13.2%          |                                                                                                                           |
| 4. MHT             | 16,137         | 15,262         | -5.4%        | 16,025         |                                                                                                                           |
| 売上総利益率             | 14.9%          | 8.7%           |              | 9.3%           | 需要の減少により、業績を下方修正しております。                                                                                                   |
| 売上高                | 83,081         | 82,876         | -0.2%        | 89,682         | <b>MSN の 2023 年売上高及び税引き後利益率をそれぞれ、前予測比-0.2%、-2.5ppt と下方修正しております。</b>                                                       |
| %YoY               | 9.0%           | 8.8%           |              | 8.2%           |                                                                                                                           |
| 売上総利益              | 23,131         | 23,678         | 2.4%         | 26,345         | (1) 2023 年上半期には需要の減少及び Phuc Long カフェチェーン店の再構成により、WCM 及び MHT の収入が減少した。しかし、MCH の増収は WCM 及び MHT の減収を補うことができるだろう。             |
| 売上総利益率             | 27.8%          | 28.6%          |              | 29.4%          |                                                                                                                           |
| 販売費用               | (13,810)       | (14,524)       | 5.2%         | (15,716)       | (2) 社債の貸付利息及び長期貸付利息が高い水準で維持し、為替レートが連続で変動している背景には、BSC は財務費用を増加させ、テクコムバンクからの利益を減少させる。そのために、BSC は税引後利益率を-2.5ppt と下方修正しております。 |
| 一般管理費用             | (4,203)        | (4,193)        |              | (4,537)        |                                                                                                                           |
| 販管費用/売上高           | 21.7%          | 22.6%          | 4.1%         | 22.6%          | <b>2024 年には、売上高が前年比+8.2%増の 89 兆 6,820 億ドン、税引後利益が同+2ppt 増の 5.2%に達する。この予測は下記の期待を基づく。</b>                                    |
| 利息及び税金控除前利益        | <b>5,118</b>   | <b>4,961</b>   | <b>-3.1%</b> | <b>6,091</b>   |                                                                                                                           |
| 利息及び税金控除前利益率       | 6.0%           | 6.0%           | 0.0%         | 6.8%           | (3) 経済が徐々に回復しているのはコア事業の業績をサポートする。                                                                                         |
| 金融活動事業による収入        | 2,289          | 2,350          | 2.7%         | 1,769          |                                                                                                                           |
| 財務費用               | <b>(6,485)</b> | <b>(8,251)</b> | <b>27.2%</b> | <b>(7,322)</b> | (4) 金利圧力が緩和するのは借入コストからの圧力を低める。TCB の業績が好調に回復すると期待されている。                                                                    |
| 他の収入 + 合併・関連会社関連損益 | 4,455          | 4,076          | <b>-8.5%</b> | 4,979          |                                                                                                                           |
| 税引前利益              | 5,378          | 3,137          | -41.7%       | 5,517          |                                                                                                                           |
| 税引後利益              | 4,723          | 2,640          | -44.1%       | 4,643          |                                                                                                                           |
| 親会社株主帰属利益          | 3,543          | 1,667          | -53.0%       | 3,483          |                                                                                                                           |
| %YoY               | -0.7%          | -53.3%         |              | 109.0%         |                                                                                                                           |
| 税引後利益率             | 5.7%           | 3.2%           | -2.5%        | 5.2%           |                                                                                                                           |
| 希薄化後 EPS           | 2,488          | 1,170          |              | 2,445          |                                                                                                                           |
| P/E FW             | 32             | 63             |              | 30             |                                                                                                                           |

ソース: MSN の財務諸表及び BSC Research

マクロ経済のポジティブなシナリオは MSN の 2024 年業績への期待を高める。



ソース: GSO, PNJ, Fiinpro, BSC Research

II. 評価及び推奨

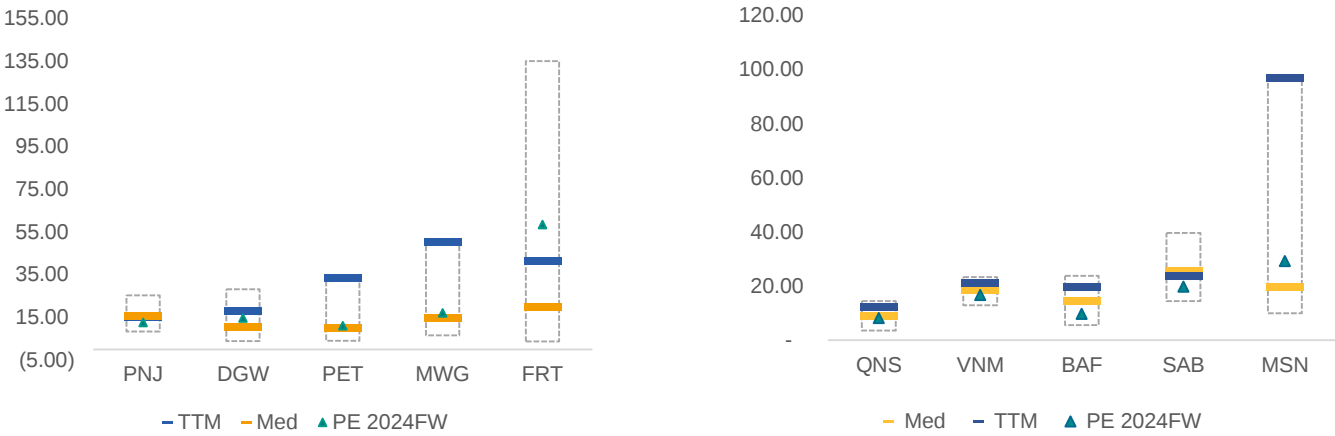
BSC は SOTP 方法に基づく、MSN 株の理論株価を 2023 年 9 月 27 日の終値比 16.7%増の 8 万 5,800VND/株と評価し、MSN の投資評価を「観察」と推奨しております。

MSN の株の評価

| 社名                 | 方法             | 株主資本<br>(10 億ドン) | MSN の外国人投資家の保有率 | MSN への寄与額 |
|--------------------|----------------|------------------|-----------------|-----------|
| 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 (割引後)          | PB 2024 – 0.9x | 127,621          | 19.9%           | 25,397    |
| Phuc Long カフェチェーン店 | P/S            | 5,709            | 85.0%           | 4,853     |
| 企業の総価値             |                |                  |                 | 156,403   |
| (-)純負債             |                |                  |                 | (55,672)  |
| 企業の価値              |                |                  |                 | 100,731   |
| 流行中株数              |                |                  |                 | 1.424     |
| MSN の株式額           |                |                  |                 | 85,800    |
| 現値                 |                |                  |                 | 73,500    |
| Upside             |                |                  |                 | 16.7%     |
| 推奨                 |                |                  |                 | 監察        |

ソース: BSC Research

P/E 方法による消費財・小売企業の評価の推移



ソース : BSC Research

## 付録

| 業績 (19 億ドン) | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | キャッシュフロー会計(10 億ドン) | 2021     | 2022     | 2023     | 2024    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|--------------------|----------|----------|----------|---------|
| 売上高         | 88,629   | 76,189   | 82,876   | 89,682   | 税引後利益              | 11,489   | 5,147    | 3,137    | 5,517   |
| 売上原価        | (66,494) | (55,154) | (59,199) | (63,338) | 原価償却及び割当て          | 4,632    | 4,407    | 3,808    | 3,111   |
| 売上総利益       | 22,135   | 21,035   | 23,678   | 26,345   | 流動資本変更             | (3,316)  | (7,047)  | (1,923)  | (2,043) |
| 販売費用        | (11,786) | (12,512) | (14,524) | (15,716) | その他                | (11,661) | (6,295)  | (4,723)  | 431     |
| 企業管理費用      | (4,065)  | (3,854)  | (4,193)  | (4,537)  | 営業活動からキャッシュフロー     | 1,144    | (3,789)  | 299      | 7,016   |
| 営業利益／損失     | 6,283    | 4,669    | 4,961    | 6,091    | 固定資産購入額            | (2,805)  | (4,165)  | (2,304)  | (3,406) |
| 金融活動収益      | 6,800    | 2,576    | 2,350    | 1,769    | 他の投資               | 9,152    | (22,282) | -        | -       |
| 金融活動費用      | (5,707)  | (6,362)  | (8,251)  | (7,322)  | 投資活動からキャッシュフロー     | 6,346    | (26,447) | (2,304)  | (3,406) |
| 借入費用        | (4,669)  | (4,848)  | (6,935)  | (6,225)  | 配当金                | (3,442)  | (1,253)  | (1,139)  | (1,139) |
| 合併・関連会社関連収益 | 3,897    | 4,340    | 4,092    | 4,996    | 借入から金額             | 2,971    | 23,104   | (9,486)  | (920)   |
| 他の収益        | 216      | (76)     | (16)     | (17)     | 他の未収金              | 7,567    | (54)     | -        | -       |
| 税引前利益       | 11,489   | 5,147    | 3,137    | 5,517    | 金融活動からキャッシュフロー     | 7,096    | 21,796   | (10,625) | (2,059) |
| 法人税額        | (1,387)  | (393)    | (497)    | (874)    | 初期キャッシュフロー         | 7,721    | 22,305   | 13,853   | 1,211   |
| 税引後利益       | 10,101   | 4,754    | 2,640    | 4,643    | 中期キャッシュフロー         | 14,586   | (8,440)  | (12,630) | 1,551   |
| 少数株主持分      | 1,538    | 1,187    | 973      | 1,159    | 最後期キャッシュフロー        | 22,305   | 13,853   | 1,211    | 2,751   |
| 少数株主利益等控除利益 | 8,563    | 3,567    | 1,667    | 3,483    |                    |          |          |          |         |
| EBITDA      | 11,047   | 11,540   | 12,055   | 14,198   |                    |          |          |          |         |
| EPS         | 6,012    | 2,504    | 1,170    | 2,445    |                    |          |          |          |         |

| バランスシート(10 億ドン) | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 指数(%)      | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 現金及び現金相当        | 22,305   | 13,853   | 1,211    | 2,751    | 支払能力       |       |       |       |       |
| 短期的な投資          | 333      | 3,659    | 4,623    | 4,623    | 流動比率       | 1.3   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 短期未収金           | 6,634    | 13,930   | 16,290   | 17,135   | 当座比率       | 0.8   | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
| 棚卸資産            | 12,813   | 14,445   | 13,437   | 14,540   | 資本構成       |       |       |       |       |
| 他の短期的な資産        | 1,545    | 1,787    | 1,861    | 1,924    | 負債比率/総資産   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 短期資産            | 44,440   | 48,404   | 37,423   | 40,974   | 負債比率/株主資本  | 1.6   | 2.2   | 1.9   | 1.8   |
| 有形固定資産          | 42,654   | 43,535   | 42,681   | 41,507   | 稼動能力       |       |       |       |       |
| 減価償却            | (17,322) | (19,854) | (23,662) | (26,773) | 棚卸資産回転期間   | 52.1  | 69.0  | 59.0  | 59.0  |
| 建設中長期資産         | 2,022    | 3,325    | 2,675    | 3,338    | 売掛金回収期間    | 27.0  | 66.6  | 71.6  | 69.6  |
| 長期資産            | 24,539   | 31,334   | 31,334   | 31,334   | 買掛金回収期間    | 43.8  | 49.6  | 43.1  | 40.1  |
| 他の長期資産          | 10,560   | 12,631   | 12,631   | 12,631   | CCC        | 35.3  | 86.0  | 87.5  | 88.5  |
| 長期投資            | 81,653   | 92,938   | 91,434   | 90,923   | 利益性        |       |       |       |       |
| 総資産             | 126,093  | 141,343  | 128,858  | 131,897  | 売上総利益率     | 25.0% | 27.6% | 28.6% | 29.4% |
| 買掛金             | 7,970    | 7,489    | 6,993    | 6,961    | 税引後利益率     | 11.4% | 6.2%  | 3.2%  | 5.2%  |
| 短期借入            | 18,806   | 40,567   | 35,224   | 34,582   | ROE        | 23.9% | 13.0% | 7.1%  | 11.7% |
| 他の短期借入          | 7,736    | 17,233   | 13,256   | 14,344   | ROA        | 8.0%  | 3.4%  | 2.0%  | 3.5%  |
| 短期借入総額          | 34,548   | 65,321   | 55,504   | 55,921   | EV/EBITDA  | 18.93 | 18.93 | 18.93 | 18.93 |
| 長期借入            | 39,372   | 30,426   | 27,405   | 27,405   | 評価         |       |       |       |       |
| 他の長期借入          | 9,837    | 8,960    | 8,960    | 8,960    | PE         | 12.2  | 29.4  | 62.8  | 30.1  |
| 長期借入総額          | 49,209   | 39,385   | 36,365   | 36,365   | PB         | 2.8   | 3.3   | 3.3   | 3.0   |
| 借入総額            | 83,757   | 104,706  | 91,869   | 92,286   | 成長率(前年同期比) |       |       |       |       |
| 出資金             | 11,805   | 14,237   | 14,237   | 14,237   | 売上高        | 14%   | -15%  | 9%    | 8%    |
| 株式会社化による資本剰余金   | 11,084   | 8,723    | 8,723    | 8,723    | 税引後利益      | 274%  | -26%  | 6%    | 23%   |
| 未処分利益           | 18,796   | 11,382   | 11,909   | 14,251   |            |       |       |       |       |
| 他の株主資本          | (8,388)  | (8,388)  | (8,388)  | (8,388)  |            |       |       |       |       |
| 少数株主持分          | 9,526    | 10,484   | 10,484   | 10,484   |            |       |       |       |       |
| 株主資本            | 42,337   | 36,637   | 36,989   | 39,611   |            |       |       |       |       |

2023 年 9 月 27 日 – HSX: MSN

|                    |         |         |         |         |       |      |      |      |      |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|-------|------|------|------|------|
| 総資本                | 126,093 | 141,343 | 128,858 | 131,897 | 税引前利益 | 494% | 45%  | 61%  | 176% |
| 流行中株数 (100 万株)     | 1.175   | 1.181   | 1.424   | 1.424   | EPS   | 481% | -58% | -53% | 109% |
| ソース: BSC Research. |         |         |         |         |       |      |      |      |      |

## 利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

### BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

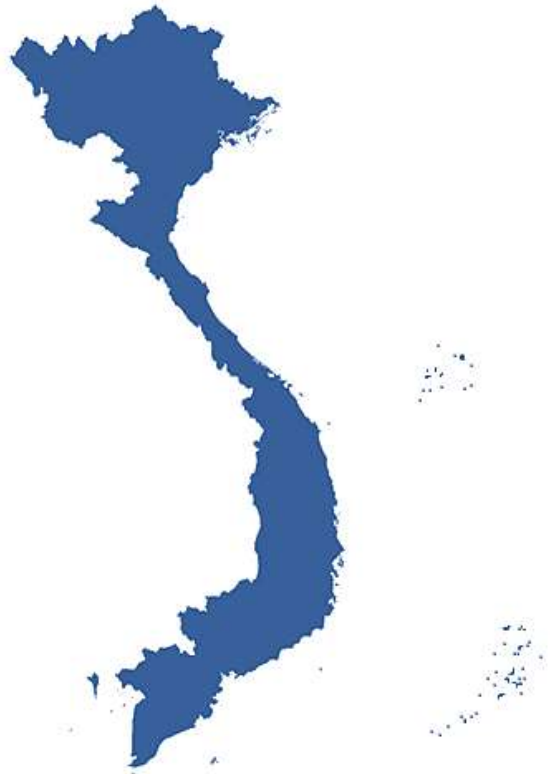
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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



Bloomberg: RESP BSCV <GO