

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	レポート作成日:	27/9/2023	株主構成					
前理論価格	87,000	流行中株数(100万)	1,423.724	Masan 株式会社	25.9%				
新理論価格:	85,800	時価総額(10 億ドン)	103,932	Hoa Huog Duong 有限会社	13.2%				
配当率	N/A	平均売買高:	97.443	SK investment Vina					
上昇率	<u>16.7%</u>	外国人投資家保有率	29.83%		7.7%				

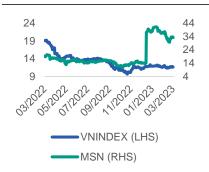
業界分析:

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

株価の推移



P/E



評価

BSC は SOTP 方法を基づく、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 は下記の要素を基づく、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 憶ドン、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。

- 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。



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
P/E (x)	29.4	62.8	30.1	22.5
P/B (x)	7.6	8.6	9.6	2.85
EV/EBITDA	18.93	18.93	18.93	12.74
(x) ROE (%)	13.0%	7.1%	11.7%	12.2%
ROE (%)	13.0%	7.1%	11.7%	12.2%

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 憶ドン、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) **合弁・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 憶ドン)	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。

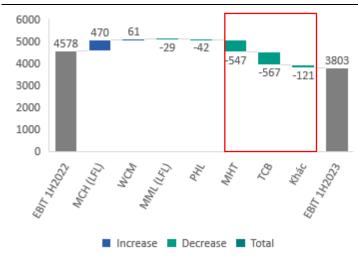
(1) MCH がシェアを占め、活動効率を最適化した後、季節性が需要を高めるのは MCH の業績をサポートし続けると期待されている。

Tiến độ trả nợ gốc trái

(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 レポート	2023F_アッ プデートレ ポート	変更 (%)	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
売上総利益 率	42.7%	44.5%		44.8%	修正しております。
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
売上総利益 率	24.8%	26.7%		27.4%	する為に、新規店舗の開始進捗がゆっくりとなる。

企業アップデート

2023 年 9 月 27 日- HSX: MSN

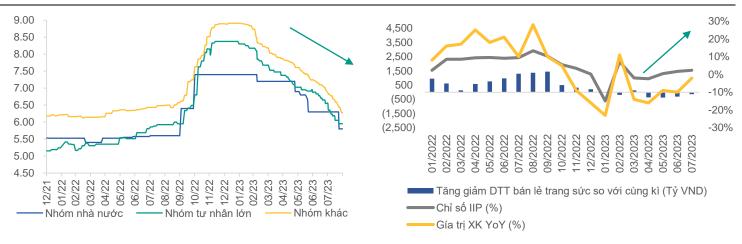


3. MML	7,697	7,697	0.0%	8,380	
売上総利益 率	11.8%	11.9%		13.2%	
4. MHT	16,137	15,262	-5.4%	16,025	
売上総利益 率	14.9%	8.7%		9.3%	需要の減少により、業績を下方修正しております。
売上高	83,081	82,876	-0.2%	89,682	MSN の 2023 年売上高及び税引き後利益率をそれぞれ、前
%YoY	9.0%	8.8%		8.2%	予測比-0.2%、-2.5pptと下方修正しております。
売上総利益	23,131	23,678	2.4%	26,345	(1) 2023 年上半期には需要の減少及び Phuc Long カフ
売上総利益 率	27.8%	28.6%		29.4%	ェチェーン店の再構成により、WCM 及び MHT の収
販売費用	(13,810)	(14,524)	5.2%	(15,716)	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。
一般管理費用	(4,203)	(4,193)		(4,537)	(2) 社債の貸付利息及び長期貸付利息が高い水準で
販管費用/ 売上高	21.7%	22.6%	4.1%	22.6%	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
利息及び税金控 除前利益	5,118	4,961	-3.1%	6,091	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。
利息及び税 金控除前利益率	6.0%	6.0%	0.0%	6.8%	2024 年には、売上高が前年比+8.2%増の 89 兆 6,820 憶ド
金融活動事業に よる収入	2,289	2,350	2.7%	1,769	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。
財務費用	(6,485)	(8,251)	27.2%	(7,322)	
他の収入 +合弁・ 関連会社関連損 益	4,455	4,076	-8.5%	4,979	(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。
一 税引前利益	5,378	3,137	-41.7%	5,517	(4) 金利圧力が緩和するのは借入コストからの圧力を
税引後利益	4,723	2,640	-41.7% -44.1%	4,643	低める。TCBの業績が好調に回復すると期待されて
親会社株主帰属利益	3,543	1,667	-53.0%	3,483	いる。
%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







ソース: GSO, PNJ, Fiinpro, BSC Research

II. 評価及び推奨

BSC は SOTP 方法を基づく、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 (10 憶 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
МНТ	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 120.00 155.00 135.00 100.00 115.00 80.00 95.00 60.00 75.00 55.00 40.00 35.00 20.00 15.00 (5.00)VNM QNS BAF SAB MSN PNJ DGW PET MWG FRT - Med - TTM ▲ PE 2024FW -TTM -Med ▲PE 2024FW

ソース:BSC Research



付録

業績 (19 憶ドン)	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					
金融活動収益	6,800	2,576	2,350	1,769	固定資産購入額	(2,805)	(4,165)	(2,304)	(3,406)
金融活動費用	(5,707)	(6,362)	(8,251)	(7,322)	他の投資	9,152	(22,282)	-	-
借入費用	(4,669)	(4,848)	(6,935)	(6,225)	投資活動からキャッシュ フロー	6,346	(26,447)	(2,304)	(3,406)
合弁·関連会社関連収益	3,897	4,340	4,092	4,996					
他の収益	216	(76)	(16)	(17)	配当金	(3,442)	(1,253)	(1,139)	(1,139)
税引前利益	11,489	5,147	3,137	5,517	借入から金額	2,971	23,104	(9,486)	(920)
法人税額	(1,387)	(393)	(497)	(874)	他の未収金	7,567	(54)	_	_
TH = 1.66 T.1.26	40.404				金融活動からキャッシュ			(40.000)	(0.000)
税引後利益	10,101	4,754	2,640	4,643	フロー	7,096	21,796	(10,625)	(2,059)
少数株主持分	1,538	1,187	973	1,159					
少数株主利益等控除利益	8,563	3,567	1,667	3,483	初期キャッシュフロー	7,721	22,305	13,853	1,211
EBITDA	11,047	11,540	12,055	14,198	中期キャッシュフロー	14,586	(8,440)	(12,630)	1,551
EPS	6,012	2,504	1,170	2,445	最後期キャッシュフロー	22,305	13,853	1,211	2,751
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					
他の短期的な資産	1,545	1,787	1,861	1,924	資本構成				
短期資産	44,440	48,404	37,423	40.974	負債比率/総資産	0.5	0.5	0.5	0.5
有形固定資産	42,654	43,535	42,681	41,507	負債比率/株主資本	1.6	2.2	1.9	1.8
減価償却	(17.322)	(19,854)	(23,662)	(26,773)					
建設中長期資産	2,022	3,325	2,675	3,338	稼動能力				
建設中安期貝库 長期資産	24,539	31,334	31,334	3,336 31,334	棚卸資産回転期間	52.1	69.0	59.0	59.0
_{民朔貝烃} 他の長期資産	10,560	12,631	12,631	12,631	売掛金回収期間 売掛金回収期間	27.0	66.6	71.6	69.6
長期投資	81,653	92,938	91,434	90,923	買掛金回収期間	43.8	49.6	43.1	40.1
総資産	126,093	141,343	128,858	131,897	CCC	35.3	86.0	87.5	88.5
買掛金	7,970	7,489	6,993	6,961	000	33.3	00.0	07.5	00.0
短期借入	18,806	40,567	35,224	34,582	利益性				
^{歴期} 恒八 他の短期借入	7,736	17,233	13,256	14,344	売上総利益率	25.0%	27.6%	28.6%	29.4%
短期借入総額	34,548	65,321	55,504	55,921	税引後利益率	11.4%	6.2%	3.2%	5.2%
及 長期借入	39,372	30,426	27,405	27,405	祝可後が 無平 ROE	23.9%	13.0%	7.1%	11.7%
_{民物値} 八 他の長期借入			8,960	8,960	ROA	8.0%	3.4%	2.0%	3.5%
	9 837	8 960			11071	0.070	0.170	2.070	18.93
	9,837 49,209	8,960 39.385		36.365	EV/EBITDA	18.93	18.93	18.93	
長期借入総額	49,209	39,385	36,365	36,365 92.286	EV/EBITDA 評価	18.93	18.93	18.93	10.95
長期借入総額 借入総額	49,209 83,757	39,385 104,706	36,365 91,869	92,286	評価				
長期借入総額 借入総額 出資金	49,209	39,385 104,706 14,237	36,365 91,869 14,237			18.93	18.93	62.8	30.1
長期借入総額 借入総額 出資金 株式会社化による資本剰	49,209 83,757	39,385 104,706	36,365 91,869	92,286	評価				
長期借入総額 借入総額 出資金 株式会社化による資本剰 余金	49,209 83,757 11,805 11,084	39,385 104,706 14,237 8,723	36,365 91,869 14,237 8,723	92,286 14,237 8,723	評価 PE	12.2	29.4	62.8	30.1
長期借入総額 借入総額 出資金 株式会社化による資本剰 余金 未処分利益	49,209 83,757 11,805 11,084 18,796	39,385 104,706 14,237 8,723 11,382	36,365 91,869 14,237 8,723 11,909	92,286 14,237 8,723 14,251	評価 PE PB	12.2	29.4	62.8	30.1
他の長期信人 長期借入総額 借入総額 出資金 株式会社化による資本剰 余金 未処分利益 他の株主資本 少数株主持分	49,209 83,757 11,805 11,084	39,385 104,706 14,237 8,723	36,365 91,869 14,237 8,723	92,286 14,237 8,723	評価 PE	12.2	29.4	62.8	30.1

企業アップデート

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 Nôi

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