

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Chi phí lãi vay ăn mòn lợi nhuận

07/09/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
 Giangnt1@kbsec.com.vn

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định nhưng chi phí lãi vay ảnh hưởng lớn đến NPATMI

Các công ty trong trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng hỗ trợ lẫn nhau đem lại nhiều kết quả tích cực bất chấp sức mua suy giảm

Áp lực đáo hạn trái phiếu vào cuối năm 2023 và đầu 2024

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 97,100 VND

Kết thúc 2Q2023, MSN đạt doanh thu thuần 18,609 tỷ đồng (+4.3% yoy), biên LNG đạt 28.6% so với 27.2% của 1Q2023 và 27.9% yoy, nhờ cải thiện hoạt động kinh doanh của các mảng kinh doanh chủ lực như WCM và MCH. Do môi trường lãi suất cao và MSN hiện đang có lượng nợ vay khá lớn để duy trì và mở rộng các hoạt động kinh doanh nên chi phí lãi vay tăng mạnh trong kỳ, đạt 1,786 tỷ đồng (+66% yoy). NPAT Pre-MI đạt 429 tỷ đồng (-65% yoy), NPATMI đạt 105 tỷ đồng (-89% yoy).

Nền tảng bán lẻ - tiêu dùng với 2 công ty trụ cột WCM - MCH đạt KQKD tích cực nhờ những chiến lược và nỗ lực tái cơ cấu hợp lý. WCM tiếp tục mở mới Winmart+ đồng thời chuyển đổi mô hình của các cửa hàng, chia thành các phân khúc khác nhau (WIN, Urban, Rural, Premium) phù hợp với từng khu vực. MCH và MML nhờ lợi thế kênh phân phối của WCM cũng đạt được KQKD khả quan với nhiều tín hiệu tích cực về doanh số.

Cuối năm 2023 và đầu năm 2024, MSN và các công ty con gặp phải áp lực đáo hạn lượng lớn trái phiếu lên đến hơn 12,000 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá với khả năng thu xếp tài chính tốt của MSN, họ sẽ đủ khả năng vượt qua áp lực này.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của MSN với doanh thu thuần đạt 81,601 tỷ đồng (+7.1% yoy), NPATMI đạt 1,185 tỷ đồng (-66.8% yoy). Chúng tôi cho rằng những khó khăn đã phản ánh vào giá hiện tại, kỳ vọng vào tương lai và đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu 97,100 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

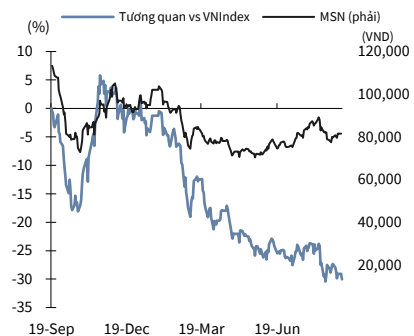
Giá mục tiêu	97,100 VND
Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (07/09/2023)	82,000VND
Giá mục tiêu đồng thuận	92,238VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	119/4.9

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	196.7/8.2
Sở hữu nước ngoài	30.1%
Cổ đông lớn	MASAN JSC (31.2%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1	-3	-16	-21
Tương đối	-2	-7	-24	-15

Dự phóng KQKD & định giá				
	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	88,629	76,189	81,601	92,910
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	11,273	5,223	2,992	8,103
NPATMI (tỷ VND)	8,563	3,567	1,185	5,785
EPS (nghìn VND)	7254	2505	832	4064
Tăng trưởng EPS (%)	590%	-65%	-67%	388%
P/E (x)	13.3	31.9	96.1	19.7
P/B (x)	2.7	3.1	3.0	2.6
ROE (%)	30%	12%	7%	17%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1%	1%	1%	1%

Nguồn: MSN, KBSV



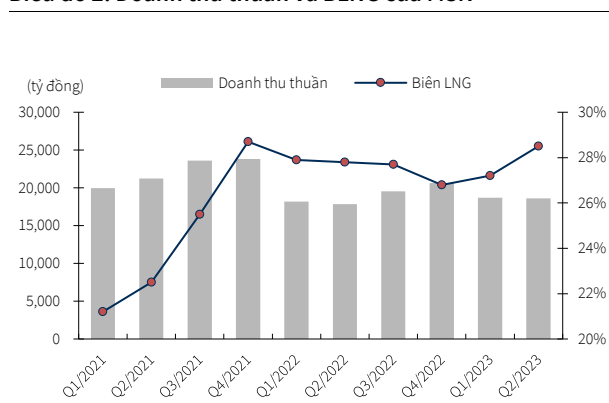
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kết quả kinh doanh

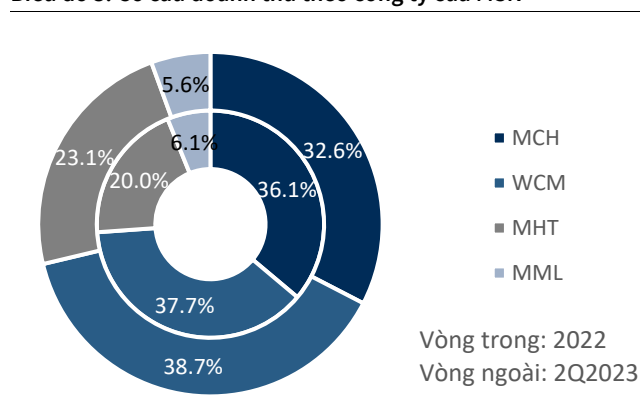
Bảng 1. Cập nhật KQKD

	2Q2022	2Q2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	17,834	18,609	4.3%	Doanh thu vẫn duy trì mặc cho sức mua suy giảm do môi trường vĩ mô không thuận lợi ảnh hưởng trực tiếp đến ngành nghề kinh doanh chính của Masan là Bán lẻ - Tiêu dùng
Masan Consumer Holdings (MCH)	5,907	6,675	13.0%	Doanh thu 2Q2023 tăng trưởng ấn tượng nhờ đóng góp của các ngành hàng chủ lực như gia vị, thực phẩm tiện lợi và HPC với mức tăng lần lượt là 29.8%, 24.6% và 73.6%. Các mặt hàng của MCH kết hợp bán trong siêu thị Winmart giúp thúc đẩy doanh thu tốt hơn
WinCommerce (WCM)	7,008	7,182	2.5%	Sức mua giảm mạnh ảnh hưởng đến ngành bán lẻ nhưng WCM vẫn duy trì doanh thu nhờ tái cấu trúc các cửa hàng cũ thành các mô hình khác nhau tối ưu với từng khu vực và mở thêm các cửa hàng mới. Chương trình hội viên Win kết hợp với TCB cũng rất thành công khi thu hút được nhiều hội viên mới đồng thời cũng giúp TCB có thêm nhiều khách hàng có lợi cho đôi bên
Masan Meatlife (MML)	1,010	1,703	68.7%	Doanh thu cải thiện nhờ thu hẹp giá với chợ truyền thống, ngoài ra còn kết hợp với chương trình hội viên Win được ưu đãi giá tốt thu hút người mua hàng. Các mặt hàng thịt chế biến mới ra mắt cũng được đẩy mạnh nhờ lợi thế hệ thống phân phối rộng lớn của WCM. Nửa đầu năm, doanh thu thịt chế biến tăng 45.5%, doanh thu hàng ngày của sản phẩm MML trong siêu thị của WCM tăng 30%.
Masan High-Tech Materials (MHT)	4,194	3,529	-15.9%	Doanh thu MHT giảm do nhu cầu sản phẩm của công ty giảm trên toàn cầu
Lợi nhuận gộp	4,967	5,327	7.2%	Lợi nhuận gộp cải thiện do các mảng kinh doanh chính của MCH và WCM cải thiện biên lợi nhuận gộp
Biên lợi nhuận gộp	27.9%	28.6%		Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ MCH và WCM cải thiện biên gộp. MCH cải thiện do tăng mạnh doanh thu ở các mảng, bao phủ được các chi phí cố định trong sản xuất. WCM cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ tối ưu hàng hoá và cải thiện logistic nhờ công ty con Supra
Thu nhập tài chính	585	690	17.9%	
Chi phí tài chính	-1,576	-2,139	35.7%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do môi trường lãi suất nửa đầu năm neo ở mức cao so với cùng kỳ, dự kiến sẽ giảm từ đầu năm sau khi đáo hạn nhiều trái phiếu và lãi suất giảm
SG&A	-3,958	-4,335	9.5%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1,270	467	-63.2%	
Lợi nhuận trước thuế	1,261	451	-64.2%	
Lợi nhuận sau thuế	1,215	429	-64.7%	Mặc dù duy trì được doanh thu và biên lợi nhuận gộp nhưng lợi nhuận vẫn bị ảnh hưởng do chi phí lãi vay tăng mạnh ăn mòn lợi nhuận
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	981	105	-89.3%	

Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của MSN


Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo công ty của MSN


Nguồn: MSN, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

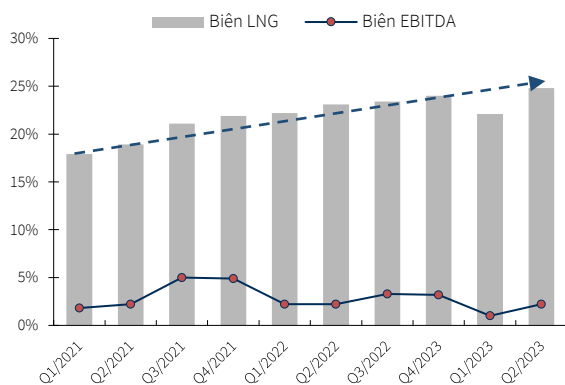
WinCommerce (WCM) tiếp tục có những thay đổi đem lại tín hiệu khả quan bất chấp thách thức từ nền kinh tế

Mặc dù sức mua ảnh hưởng lớn đến ngành bán lẻ - tiêu dùng là các ngành hàng chủ lực, doanh thu của WCM ghi nhận mức tăng 2,5% so với cùng kỳ trong 2Q2023. Việc duy trì KQKD nhờ việc (1) cải thiện doanh thu các cửa hàng cũ so với cùng kỳ, (2) mở thêm được các cửa hàng mới và (3) tái cơ cấu các mô hình cửa hàng tối ưu với nhu cầu từng khu vực.

Tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng cũ được cải thiện từ -10,1% trong tháng 3, lên mức -4,0% trong tháng 7. Biên lợi nhuận gộp và biên EBITDA của WCM cũng liên tục cải thiện theo tháng, biên lợi nhuận gộp đạt 24,8% trong 2Q2023, tăng 270bps QoQ, biên EBITDA tăng liên tục theo tháng từ 1,0% trong 1Q2023 lên 1,3% vào tháng 4, 1,6% trong tháng 5, và 3,6% vào tháng 6 năm 2023 vượt đỉnh thiết lập năm ngoái (không tính thời kỳ covid). Những tín hiệu này cho thấy nhu cầu thị trường đang dần phục hồi và WCM cũng đã có những cải thiện trong nội tại công ty để hoạt động hiệu quả hơn nhằm tăng biên lợi nhuận.

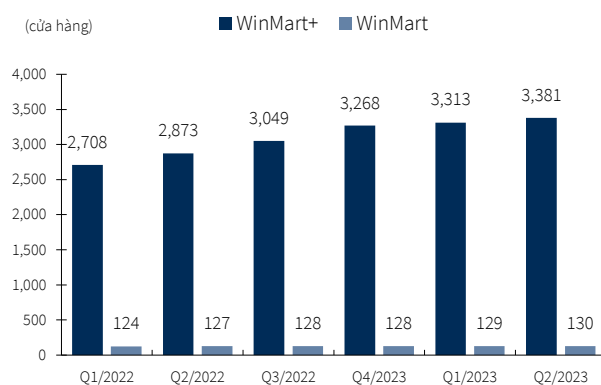
Trong 2Q2023, WCM cũng đã liên tục mở thêm cửa hàng, cụ thể mở mới 97 cửa hàng Winmart+, 1 cửa hàng Winmart, nâng tổng số cửa hàng toàn chuỗi lên mức 3,511 cửa hàng tăng 115 cửa hàng so với cuối năm 2022. Dự kiến trong nửa cuối năm, WCM sẽ mở thêm 348 cửa hàng mới, trong đó bao gồm 50 cửa hàng WIN, 200 cửa hàng WinMart+ Rural, và số còn lại là cửa hàng WinMart+.

Biểu đồ 4. Biên LNG và biên EBITDA của WCM



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 5. Số lượng cửa hàng Winmart và Winmart+



Nguồn: MSN, KBSV

Chuyển đổi cửa hàng phù hợp với tiêu dùng từng khu vực nhằm tối ưu chi phí và cải thiện doanh thu

Ngoài mở mới cửa hàng WCM cũng đã thực hiện chuyển đổi các cửa hàng Winmart+ sang các mô hình Urban, Rural, Premium phù hợp với nhu cầu từng khu vực. Cụ thể WCM đã chuyển đổi 124 cửa hàng WinMart+ ở khu vực nông thôn sang mô hình cửa hàng nông thôn WinMart+ Rural với chi phí thấp và hàng hoá phù hợp với thị trường nông thôn, tăng mật hàng FMCG giảm mật hàng tươi so với khu vực thành thị, các cửa hàng sau khi chuyển đổi đạt doanh thu mỗi ngày tăng 30% so với trước kia. Mô hình nông thôn theo chúng tôi đánh giá có chi phí khá thấp nhanh đạt điểm hoà vốn, thị trường lớn chưa chuỗi bán lẻ nào chạm đến tuy nhiên sẽ gặp cạnh tranh gay gắt với chợ và tạp hoá truyền thống khi mà thói quen tiêu dùng của thị trường này thay đổi chậm hơn thị trường thành thị cần thêm thời gian để chứng minh.

Đối với thị trường thành thị, WCM cũng mới thực hiện chuyển đổi siêu thị Winmart thành mô hình Premium và mô hình Urban hướng đến nhiều hơn các mặt hàng tươi sống, đảm bảo chất lượng, thiết kế hiện đại, thu hút, các cửa hàng sau khi chuyển đổi mô hình đều tăng trưởng doanh thu và lưu lượng khách hàng tốt hơn so với trước kia. Mô hình cửa hàng WIN tích hợp đa tiện ích cũng có những kết quả khả quan, tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng cũ đạt 4%.

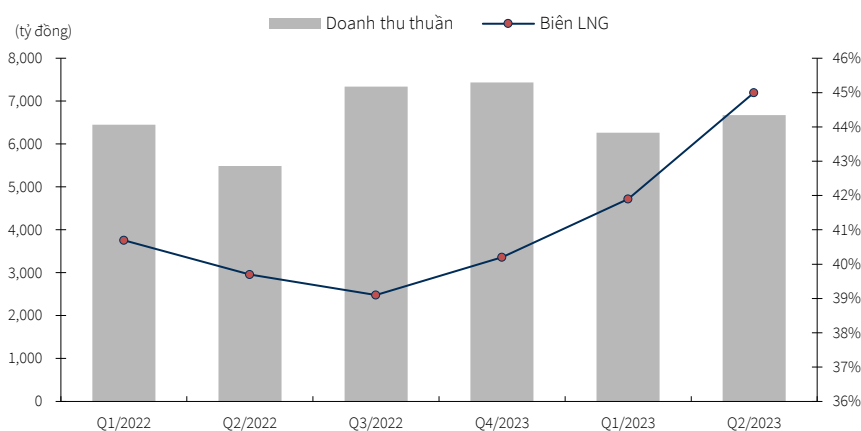
Kế hoạch 2H2023, WCM sẽ tiếp tục cải tạo 250 cửa hàng WinMart+ ở khu vực thành thị sang mô hình đa tiện ích WIN, chuyển đổi 676 cửa hàng Winmart+ ở khu vực nông thôn sang mô hình WinMart+ Rural dành riêng thị trường nông thôn, và chuyển đổi 9 WinMart tại thành thị sang mô hình mới để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Việc liên tục mở mới và cải tạo cửa hàng ngay cả trong thời kỳ kinh tế giảm tốc cho thấy sự táo bạo của WCM, họ đã có những sự chuẩn bị để đón đầu phục hồi của nền kinh tế và sẵn sàng bút tốc khi cần thiết.

MCH cải thiện tình hình kinh doanh, hưởng lợi từ hệ thống phân phối của WCM

Nhờ lợi thế độ phủ lớn với hơn 3,000 cửa hàng của chuỗi WCM, các công ty khác trong hệ sinh thái nói chung và MCH nói riêng đều hưởng lợi và đạt được nhiều kết quả tích cực, bổ trợ kinh doanh lẫn nhau.

Kết thúc 2Q2023, MCH ghi nhận mức tăng trưởng 13,0% so với cùng kỳ. Đóng góp tăng trưởng của các ngành hàng chính gia vị, thực phẩm tiện lợi, và sản phẩm chăm sóc cá nhân, gia đình (HPC) lần lượt tăng trưởng 29,8%, 24,6%, và 73,6% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp của MCH liên tục mở rộng và đạt 45,0% trong 2Q2023 tăng mạnh 5.3 ppts yoy, do nhiều chi phí nguyên vật liệu đầu vào hạ nhiệt giá. Hệ thống phân phối rộng lớn của WCM giúp các sản phẩm của MCH được phân phối hiệu quả nhằm tối ưu biên lợi nhuận (có thể dễ dàng điều chỉnh giá bán, điều khoản thanh toán, quản trị sản xuất, tồn kho và chuỗi cung ứng phù hợp với nhu cầu của từng khu vực).

Biểu đồ 6. Doanh thu thuần và Biên LNG của MCH



Nguồn: MSN, KBSV

Chương trình hội viên WIN hỗ trợ tích cực cho các mảng kinh doanh trong hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng

Chương trình hội viên WIN từ khi triển khai vào đầu năm 2023 cũng đã có nhiều tín hiệu tích cực, hỗ trợ cho các mảng kinh doanh trong hệ sinh thái. Tính đến hiện tại, chương trình hội viên WIN đã đạt 6 triệu thành viên đăng ký, trong đó có 2,4 triệu thành viên hoạt động mỗi tháng, với tần suất đến cửa hàng 3 lần/tháng. Chương trình hội viên WIN mặc dù không đóng góp nhiều về mặt tài chính nhưng hỗ trợ nhiều mặt cho các công ty khác trong hệ sinh thái.

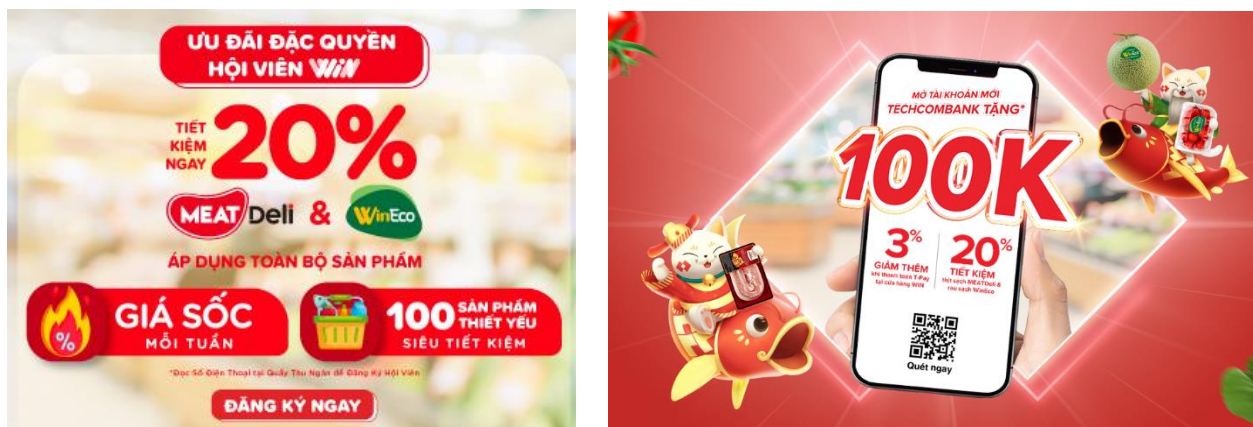
Đối với MCH, chương trình hội viên WIN giúp nắm bắt được nhu cầu sản phẩm, sản phẩm nào đang được tiêu dùng nhiều hay ít, ở khu vực nào từ đó có những kế hoạch sản xuất, phân phối phù hợp, đưa ra những khuyến mãi riêng mang tính tailor-made phù hợp với từng khách hàng. Đối với các sản phẩm mới ra mắt hoặc cần đẩy doanh số cũng có thể kết hợp ưu đãi dành riêng cho hội viên WIN để kích cầu khách hàng.

Đối với MML, chương trình hội viên WIN thúc đẩy doanh thu ở sản phẩm thịt có thương hiệu nhờ chính sách giá độc quyền ưu đãi dành riêng cho hội viên (giảm trực tiếp 20% cho hội viên WIN). Doanh thu toàn hệ thống MML đạt 1,703 tỷ đồng (+68.7% yoy), trong đó doanh thu hàng ngày của các sản phẩm MML trong chuỗi siêu thị/cửa hàng WCM đã tăng 30% lên 1.55 triệu/siêu thị vào tháng 6 năm 2023. Đối với thịt chế biến, doanh thu tăng 45.5% lên 1.108 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2023 do bắt đầu đẩy mạnh mảng này và với sự giúp sức của WCM đưa các sản phẩm của MML đến hơn 3,000 siêu thị của mình.

Chương trình hội viên WIN kết hợp với ngân hàng TCB cũng đem lại nhiều kết quả tích cực. Nửa đầu năm đã có 670,000 tài khoản được mở thông qua chuỗi WCM trong đó MSN sẽ nhận được 150,000 – 400,000 đồng cho mỗi tài khoản ngân hàng được mở. Chiến lược này đem lại lợi ích cho cả 3 bên bao gồm khách hàng, MSN và cả TCB.

Chương trình hội viên WIN giúp MSN thấu hiểu được hành vi người tiêu dùng và lấy được dữ liệu tiêu dùng ở khắp nơi, với độ phủ tốt của Winmart giúp đẩy mạnh Online to Offline, đưa ra các khuyến mãi phù hợp với từng khách hàng riêng nhằm giữ chân khách hàng lâu dài, xa hơn chương trình này kết hợp với TCB, Trusting Social giúp MSN thực hiện hoá chiến lược lâu dài Point of Life.

Hình 7. Một vài chương trình ưu đãi cho hội viên WIN



Nguồn: KBSV tổng hợp

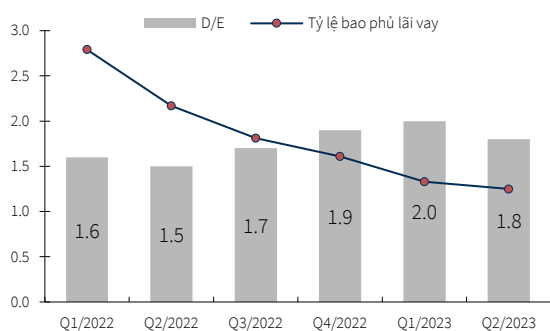
Áp lực đáo hạn trái phiếu cuối năm 2023, kỳ vọng lãi suất hạ nhiệt giảm áp lực chi phí lãi vay

Mặc dù có nhiều tín hiệu tích cực trong KQKD nhưng MSN vẫn đang gặp một vấn đề lớn là áp lực lãi vay. Với việc phải liên tục gia tăng nợ vay để đáp ứng mở rộng cửa hàng và vốn lưu động cho chuỗi WCM, cùng với đó là việc MSN liên tục thu tóm nhiều doanh nghiệp vào hệ sinh thái của mình. Với việc môi trường lãi suất duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm với lượng nợ vay lớn, chi phí lãi vay đã ăn mòn tương đối lợi nhuận của MSN. Tỷ lệ bao phủ lãi vay liên tục giảm trong những quý gần đây trong khi D/E vẫn duy trì ở mức khá cao phản ánh rủi ro trong việc sử dụng đòn bẩy của công ty.

Mặc dù gặp nhiều áp lực lãi vay trong thời gian vừa qua tuy nhiên đa số các khoản vay của MSN là khoản vay thả nổi (bình quân lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng). Trong thời gian gần đây lãi suất huy động của đa số ngân hàng đã giảm mạnh, do đó khi lãi suất trên khoản vay được tái thiết lập, chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ hưởng lợi nhờ giảm được chi phí lãi vay góp phần gia tăng lợi nhuận.

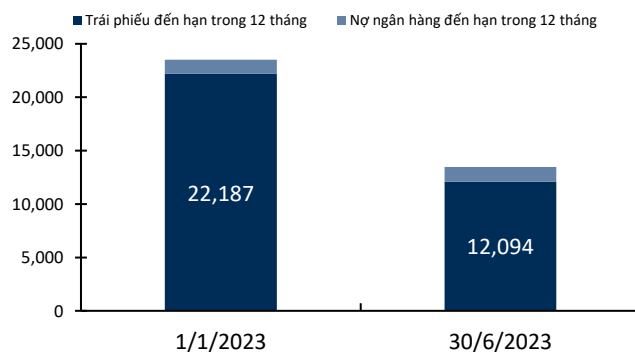
Ngoài áp lực lãi vay, MSN còn gặp áp lực đáo hạn khoản vay lớn trong năm 2023 và 2024 với hơn 13,000 tỷ nợ vay dài hạn trong đó có hơn 12,000 tỷ nợ trái phiếu đến hạn trong vào khoảng thời gian này. Chúng tôi đánh giá với kỳ vọng hồi phục sức mua, các công ty trong hệ sinh thái của MSN có khả năng tạo dòng tiền tốt cùng với đó là khả năng thu xếp vốn mạnh với nhiều thương vụ tái cơ cấu vốn thành công trước đây, MSN sẽ vượt qua được áp lực đáo hạn trái phiếu thành công.

Biểu đồ 8. Tỷ lệ D/E và khả năng bao phủ lãi vay của MSN



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 9. Nợ dài hạn đến hạn của MSN



Nguồn: MSN, KBSV

Dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD năm 2023

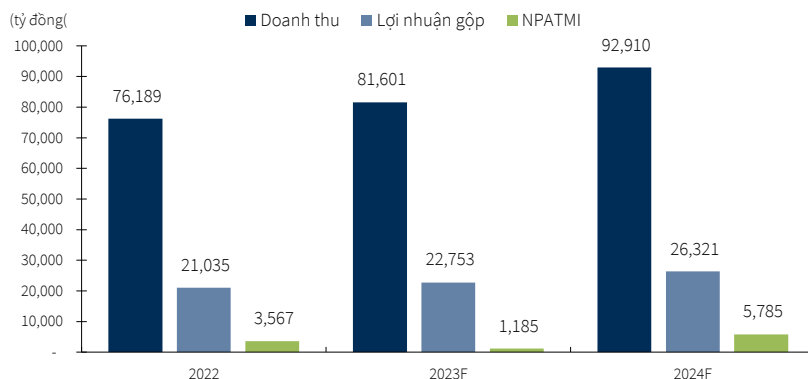
Chúng tôi cho rằng MSN sẽ tiếp tục đà hồi phục từ 2Q2023 với doanh thu tiếp tục tăng trưởng và cải thiện biên LNG nhờ đóng góp của 2 trụ cột chính là WCM và MCH. Dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 81,601 tỷ đồng (+7% yoy), biên LNG cả năm đạt 27.9%, tăng nhẹ so với cùng kỳ. LNST trước cổ đông thiểu số (NPAT Pre-MI) chỉ đạt 2,633 tỷ đồng (-45% yoy) do áp lực từ chi phí lãi vay tăng. LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1,185 tỷ đồng (-67% yoy). Dự báo khi nền kinh tế quay trở lại, với trụ cột bán lẻ - tiêu dùng, MSN sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại.

Bảng 10. Dự phóng KQKD 2023

(Tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	2024F	+/-% YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	76,189	81,601	7%	92,910	14%	Sức mua dần hồi phục đem lại ảnh hưởng tích cực lên các công ty trụ cột bán lẻ - tiêu dùng của MSN
Masan Consumer Holdings (MCH)	28,103	30,070	7%	33,679	12%	Các sản phẩm tiêu dùng của MCH dự báo hồi phục khi sức mua quay trở lại, sức tiêu thụ được hỗ trợ bởi kênh phân phối rộng lớn của WCM
WinCommerce (WCM)	29,369	30,837	5%	35,463	15%	Tiếp tục mở mới và chuyển đổi mô hình của hàng phủ hợp với từng khu vực nhằm tối ưu chi phí và gia tăng doanh thu, kỳ vọng gia tăng doanh thu và tối ưu các chi phí tiến tới điểm hoà vốn trong năm 2024
Masan Meatlife (MML)	4,785	6,699	40%	8,374	25%	Đẩy mạnh các sản phẩm thịt mát và thịt chế biến vào chuỗi WCM kết hợp với chương trình hội viên WIN nhằm thúc đẩy doanh số
Masan High-Tech Materials (MHT)	15,550	13,995	-10%	15,394	10%	Nhu cầu các sản phẩm của MHT tương đối yếu, dự báo sẽ hồi phục trong năm 2024 khi kinh tế toàn cầu dần hồi phục
Lợi nhuận gộp	21,035	22,753	8%	26,321	16%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>27.6%</i>	<i>27.9%</i>	<i>1%</i>	<i>28.3%</i>	<i>2%</i>	Biên lợi nhuận gộp cả năm 2023 tăng nhẹ, mặc dù MCH và WCM đều cải thiện biên lợi nhuận nhưng tình hình kinh doanh kém khả quan của MHT đã kéo biên gộp của toàn công ty, biên lợi nhuận dự báo sẽ duy trì và tiếp tục tăng trong năm 2024
Thu nhập tài chính	2,576	2,075	-19%	1,719	-17%	
Chi phí tài chính	(6,362)	(8,184)	29%	(6,010)	-27%	Môi trường lãi suất cao với lượng nợ vay lớn, MSN chịu chi phí lãi vay lớn ăn mòn phần lớn lợi nhuận, kỳ vọng trong năm 2024 với lãi suất và lượng nợ vay giảm sẽ giảm áp lực chi phí lãi vay
SG&A	(16,366)	(18,283)	12%	(19,520)	7%	
SG&A/Doanh thu	-21.5%	-22.4%	4%	-21.0%	-6%	
Lợi nhuận HĐKD	5,223	2,992	-43%	8,103	171%	
LNTT	5,147	2,992	-42%	8,103	171%	
NPAT Pre-MI	4,754	2,633	-45%	6,887	162%	
NPATMI	3,567	1,185	-67%	5,785	388%	Mặc dù doanh thu và lợi nhuận gộp duy trì và tăng trưởng tuy nhiên trong bối cảnh lãi suất cao với lượng nợ vay lớn đã ăn mòn phần lớn lợi nhuận của tập đoàn. Kỳ vọng năm 2024 khi nền kinh tế hồi phục với trụ cột bán lẻ - tiêu dùng và giảm áp lực lãi vay, MSN sẽ có sự hồi phục và tăng trưởng mạnh mẽ

Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 11. Dự phóng KQKD của MSN



Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
97,100**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MSN với phương pháp Tổng các giá trị thành phần (Sum of the part) để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MSN. Chúng tôi tiến hành định giá các công ty có đóng góp phần lớn đến doanh thu bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Các công ty con có đóng góp nhỏ hơn tạm thời chúng tôi chưa đưa vào định giá này.

- (1) Với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E dự phóng ở mức 14 lần.
- (2) Với WCM, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng 2.0 lần nâng định giá từ mức 1.8 lần từ thương vụ SK Group mua lại cổ phần của WCM do WCM đã có những cải tiến mạnh mẽ so với thời điểm đó.
- (3) Với MML, chúng tôi sử dụng phương pháp P/B với P/B dự phóng là 2 lần.
- (4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH
- (5) Với MHT, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA dự phóng là 12 lần
- (6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá dự phóng của KBSV

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 97,100 VNĐ/cp, cao hơn 18% giá đóng cửa ngày 07/09/2023. Chúng tôi cho rằng những khó khăn hiện tại như sức mua yếu, áp lực lãi vay đã phản ánh vào giá hiện tại, khuyến nghị MUA dựa vào kỳ vọng về sự hồi phục của ngành bán lẻ - tiêu dùng và áp lực chi phí lãi vay hạ nhiệt.

Bảng 12. Định giá từng phần SOTP

Công ty	Phương pháp	Giá trị cổ phần (tỷ VND)	Sở hữu của MSN	Giá trị MSN sở hữu
The CrownX		150,253	84.9%	127,564
MCH	P/E	88,578		
WCM	P/S	61,675		
MML	Market price	10,550	94.9%	10,012
MSR	EV/EBITDA	19,589	86.4%	16,925
Phuc Long Heritage	Giá trị thương vụ	8,161	85.0%	6,937
TCB	KBSV định giá	132,600	21.4%	28,376
Tổng thành phần				189,815
Nợ vay ròng				50,818
Giá trị cổ phần				138,997
SLCP				1,430,843,406
Giá mục tiêu (VND)				97,100

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

MSN – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021 – 2024F

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F	(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F	
Doanh số thuần	88,629	76,189	81,601	92,910	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	126,093	141,343	138,074	136,487	
Giá vốn hàng bán	-66,494	-55,154	-58,849	-66,589	Tài sản ngắn hạn	43,630	47,675	43,038	39,509	
Lãi gộp	22,135	21,035	22,753	26,321	Tiền và tương đương tiền	22,305	13,853	9,626	6,766	
Thu nhập tài chính	6,800	2,576	2,075	1,719	Giá trị đầu tư ngắn hạn	333	3,659	3,264	2,787	
Chi phí tài chính	-5,707	-6,362	-8,184	-6,010	Các khoản phải thu	2,480	2,736	2,856	3,252	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-4,669	-4,848	-7,072	-4,789	Hàng tồn kho, ròng	12,948	14,634	13,535	13,984	
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	3,897	4,340	4,631	5,594	Tài sản dài hạn	82,463	93,668	95,036	96,978	
Chi phí bán hàng	-11,786	-12,512	-13,977	-14,923	Phải thu dài hạn	1,878	2,114	2,219	2,330	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-4,065	-3,854	-4,306	-4,597	Tài sản cố định	31,152	30,612	30,050	29,559	
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	11,273	5,223	2,992	8,103	Tài sản dở dang dài hạn	2,022	3,325	3,438	3,752	
Thu nhập khác, ròng	216	-76	0	0	NỢ PHẢI TRẢ	83,757	104,706	100,228	93,178	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	11,489	5,147	2,992	8,103	Nợ ngắn hạn	34,548	65,321	61,732	56,159	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,387	-393	-359	-1,215	Phải trả người bán	7,970	7,489	8,160	8,362	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	10,102	4,754	2,633	6,887	Người mua trả tiền trước	15	16	21	23	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,538	1,187	1,448	1,102	Vay ngắn hạn	18,806	40,567	34,609	29,637	
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	8,563	3,567	1,185	5,785	Nợ dài hạn	49,209	39,385	38,497	37,019	
					Nợ dài hạn khác	9,837	8,960	9,397	10,633	
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	
					Vay dài hạn	39,372	30,426	29,099	26,386	
Chỉ số hoạt động (%)	2021	2022	2023F	2024F	VỐN CHỦ SỞ HỮU	42,337	36,637	37,846	43,309	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.0%	27.6%	27.9%	28.3%	Vốn góp	11,805	14,237	14,237	14,237	
Tỷ suất EBITDA	23.5%	18.9%	17.1%	18.1%	Thặng dư vốn cổ phần	11,084	8,723	8,723	8,723	
Tỷ suất EBIT	18.2%	13.1%	12.3%	13.9%	Lãi chưa phân phối	18,796	11,382	11,143	15,505	
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	13.0%	6.8%	3.7%	8.7%	Vốn và quỹ khác	(8,388)	(8,388)	(8,388)	(8,388)	
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.7%	6.9%	3.7%	8.7%	Lợi ích CĐKKS	9,526	10,484	11,932	13,034	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.4%	6.2%	3.2%	7.4%						
Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ	(Tỷ VNĐ)	2022	2022	2023F	2024F	Chỉ số chính				
Lãi trước thuế	11,489	5,147	2,992	8,103	(x, %, VNĐ)					
Khấu hao TSCĐ	4,632	4,407	3,933	3,992	Chỉ số định giá					
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-10,025	-5,849	0	0	P/E	13.3	31.9	96.1	19.7	
Chi phí lãi vay	5,093	5,340	7,072	4,789	P/E pha loãng	13.3	31.9	96.1	19.7	
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	11,188	9,045	13,997	16,884	P/B	2.7	3.1	3.0	2.6	
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-801	-672	-937	927	P/S	1.3	1.5	1.4	1.2	
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2,233	-1,736	1,099	-449	P/Tangible Book	1.5	2.0	1.9	1.8	
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-655	-1,432	2,807	635	P/Cash Flow	7.8	(13.5)	(26.9)	(39.8)	
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	373	95	-263	-416	EV/EBITDA	7.9	11.4	11.8	9.8	
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế, khác	-6,729	-9,089	-7,420	-5,987	EV/EBIT	10.2	16.5	16.4	12.8	
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐ SXKD	1,144	-3,789	9,282	11,594	Chỉ số khả năng sinh lời					
Tiền mua tài sản cố định	-2,805	-4,165	-2,615	-2,733	ROE%	30%	12%	7%	17%	
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	19	24	0	0	ROA%	8%	4%	2%	5%	
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-9,265	-11,336	0	0	ROIC%	10%	4%	3%	7%	
Tiền thu từ cho vay/thu từ phát hành công cụ nợ	9,236	4,750	395	477	Cấu trúc tài chính					
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-5,261	-16,636	-2,580	-3,089	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.3	0.2	0.2	
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	13,687	284	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.9	0.5	0.5	0.5	
Cổ tức và tiền lãi nhận được	735	632	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	0.7	0.7	0.7	
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	6,346	-26,447	-4,800	-5,345	Vốn vay dài hạn/VCSH	0.9	0.8	0.8	0.6	
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	17,364	-40	0	0	Vốn vay dài hạn/TTS	0.1	0.3	0.3	0.2	
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-9,777	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/VCSH	0.4	1.1	0.9	0.7	
Tiền thu được các khoản đi vay	60,086	78,060	47,761	53,629	Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.1	0.3	0.3	0.2	
Tiền trả các khoản đi vay	-57,115	-54,956	-55,045	-61,315	Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.8	1.8	1.6	1.3	
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-20	-14	0	0	Công nợ ngắn hạn/TTS	0.3	0.5	0.4	0.4	
Cổ tức đã trả	-3,442	-1,253	-1,424	-1,424	Tổng công nợ/VCSH	2.0	2.9	2.6	2.2	
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/TTS	0.7	0.7	0.7	0.7	
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	7,096	21,796	-8,709	-9,109	Chỉ số hoạt động					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	14,586	-8,440	-4,227	-2,860	Vòng quay phải thu	39	29	29	30	
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7,721	22,305	13,853	9,626	Vòng quay HTK	5.2	4.0	4.2	4.8	
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,305	13,853	9,626	6,766	Vòng quay phải trả	9.0	7.4	7.4	8.1	

Nguồn: MSN, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@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

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tiens@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 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, 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.