

15/12/2022

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

KQKD 9T2022 tăng nhẹ so với năm trước nếu điều chỉnh loại bỏ mảng thức ăn chăn nuôi

Luỹ kế 9T2022, doanh thu thuần hợp nhất của MSN đạt 55,546 tỷ đồng - giảm 14.3% so với mức nền cao của cùng kỳ năm ngoái khi không còn hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi của MML. Trên cơ sở so sánh tương đương, DTT của Masan tăng nhẹ 4.8% YoY, chủ yếu được dẫn dắt bởi tăng trưởng của MHT (+21.3% YoY) và MCH (+5.5% YoY).

Điều chỉnh kỳ vọng với MCH do bối cảnh vĩ mô không thuận lợi làm giảm nhu cầu chi tiêu

Chúng tôi nhận thấy thu nhập và chi tiêu của người tiêu dùng đang chịu ảnh hưởng áp lực lạm phát. Mức tiêu thụ chững lại sẽ ảnh hưởng đến KQKD năm 2023 nên chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng doanh thu giai đoạn 2022-2023 của MCH giảm 5% so với dự phóng trước đó.

Mô hình WINLife mới ra mắt có tín hiệu tích cực khi đang trong giai đoạn thí điểm

Trong quý 3/2022, WCM đã tiến hành chuyển đổi 30 cửa hàng Winmart+ thành các cửa hàng WIN tích hợp phục vụ các nhu cầu tiêu dùng thiết yếu. Dù trong giai đoạn thí điểm nhưng mô hình này cho thấy tín hiệu tích cực khi doanh thu/m² tăng 20% so với trước khi chuyển đổi, biên EBIT ở cấp độ cửa hàng đạt 5.1% - tăng 60 điểm cơ bản so với trước đây.

Khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 118,100 VNĐ/cp

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần MSN đạt 76,636 tỷ đồng (-13.5% YoY) và LNST đạt 4,464 tỷ đồng (-55% YoY, do loại trừ mảng MNS Feed). Năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 85,795 tỷ đồng (+11.9% YoY) và LNST ở mức 5,751 tỷ đồng (+28.8% YoY). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN, giá mục tiêu 118,100 VNĐ/cp, cao hơn 22.9% giá đóng cửa ngày 14/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu VND118,100

Tăng/giảm (%)	22.9%
Giá hiện tại (14/12/2022)	96,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	136/5.7

Dữ liệu giao dịch

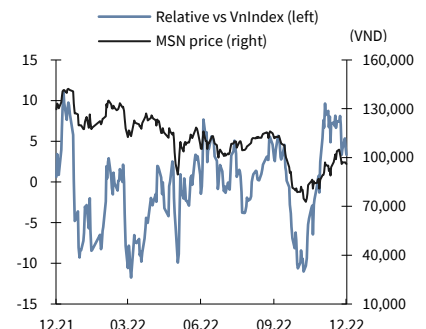
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	40.0%
GDTB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	174.7/7.4
Sở hữu nước ngoài	28.78%
Cổ đông lớn	Công ty Cổ phần Masan (31.23%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1	-11	-12	-25
Tương đối	-9	0	0	3

Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	77,218	88,629	76,636	85,795
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,196	11,273	5,638	7,264
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,395	10,101	4,464	5,751
EPS (nghìn VND)	1,054	7,269	3,135	4,039
Tăng trưởng EPS (%)	-77.8	+58.9	-56.8	+28
P/E (x)	84.3	23.5	36.4	28.2
P/B (x)	7.4	8.4	3.3	3.4
ROE (%)	9	41	19	23
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	0	1.05	0	0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Kết quả kinh doanh 9T2022

KQKD 9T2022 tăng nhẹ so với năm trước nếu điều chỉnh loại bỏ mảng thức ăn chăn nuôi

Luỹ kế 9T2022, doanh thu thuần hợp nhất của MSN đạt 55,546 tỷ đồng - giảm 14.3% so với mức nền cao của cùng kỳ năm ngoái khi không còn hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi của Masan MEATLife (MML), trong khi WinCommerce (WCM) và Masan Consumer Holding (MCH) không còn hưởng lợi từ xu hướng tăng dự trữ hàng hoá trong mùa dịch. Nếu loại trừ các yếu tố trên để so sánh tương đương, DTT của Masan tăng nhẹ 4.8% YoY, chủ yếu được dẫn dắt bởi tăng trưởng của MHT (+21.3% YoY) và MCH (+5.5% YoY).

LNST (trước lợi ích của cổ đông thiểu số) 9T2022 đạt 3,952 tỷ đồng (+32.5% YoY). Sau khi loại bỏ lợi nhuận mảng thức ăn chăn nuôi và khoản lợi nhuận bất thường từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào Phúc Long Heritage (PLH) trong quý 2, LNST ghi nhận tăng trưởng 40% so với cùng kỳ. Mức tăng trưởng này chủ yếu do lợi nhuận của MHT và WCM được cải thiện đáng kể trong năm 2022.

Doanh thu thuần quý 3/2022 của Tập đoàn giảm 17.3% YoY, đạt 19,523 tỷ đồng, trong khi LNST giảm 47% YoY do (1) LNST của MML và MHT giảm; (2) MSN ghi nhận khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện (khoảng 168 tỷ đồng) từ việc đánh giá lại khoản nợ USD trong bối cảnh tỷ giá biến động; (3) thu nhập từ TCB giảm khoảng 101 tỷ đồng.

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 9T2022

	Q32022	Q32021	+/- % YoY	9T2022	9T2021	+/- % YoY
Doanh thu thuần	19,523	23,605	-17.29%	55,546	64,801	-14.3%
The CrownX	14,696	16,012	-8.22%	40,725	41,472	-1.8%
Masan Consumer Holdings	7,340	7,218	1.69%	19,695	18,694	5.4%
WinCommerce	7,631	9,529	-19.92%	21,936	15,152	-8.6%
Masan MEATLife	1291	4,920	-73.76%	3,232	3,330	-78.7%
Phúc Long Heritage	452	-				
Masan High-Tech Materials	3,528	3,497	0.89%	11,651	9,604	21.3%
Biên lợi nhuận gộp	27.80%	25.80%		27.90%	23.50%	
The CrownX	31.10%	31.50%		31%	29.20%	
Masan Consumer Holdings	39.10%	43.30%		39.80%	41.10%	
WinCommerce	23.40%	21.10%		22.90%	19.50%	
Masan MEATLife	9.80%	13.30%		7.30%	13.00%	
Phúc Long Heritage	-	-				
Masan High-Tech Materials	16.10%	14.30%		17.20%	12.90%	
Biên EBITDA	17.90%	18.90%		19.50%	17.50%	
The CrownX	12.70%	13.00%		12.40%	11.50%	
Masan Consumer Holdings	22.20%	28.10%		22.70%	24.50%	
WinCommerce	3.30%	5.00%		2.60%	3.20%	
Masan MEATLife	1.20%	8.90%		-1%	9%	
Phúc Long Heritage	13.05%	-				
Masan High-Tech Materials	20.60%	19.30%		21.90%	19.50%	

Nguồn: MSN, KBSV

MCH - Doanh số hồi phục tích cực từ tất cả các ngành hàng

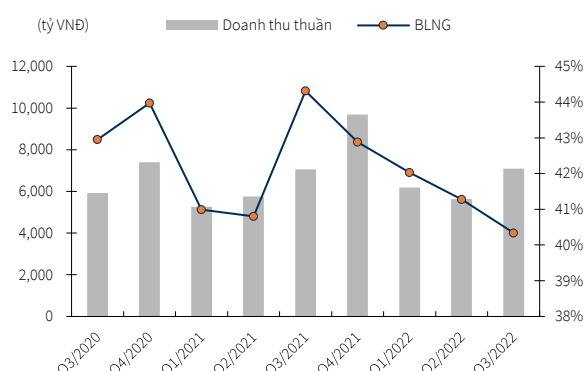
Doanh số quý 3 duy trì tăng trưởng trên mức nền so sánh cao năm 2021

Doanh thu thuần của MCH tăng trưởng 5.4% YoY trong 9T2022 và 1.7% YoY trong quý 3/2022 trên nền KQKD cao của năm ngoài khi người tiêu dùng tích trữ hàng hoá giai đoạn giãn cách xã hội. Biên lợi nhuận gộp (BLNG) có xu hướng giảm trong những quý gần đây, đạt 40.3% trong quý 3/2022 do áp lực lạm phát. Chúng tôi cho rằng tác động đến BLNG không đáng kể khi công ty đã sớm có những biện pháp phòng ngừa rủi ro, khả năng đàm phán chi phí hợp lý.

Ngành hàng thịt chế biến, Bia có mức tăng trưởng ấn tượng trong khi gia vị và thực phẩm tiện lợi bị ảnh hưởng bởi cầu suy giảm

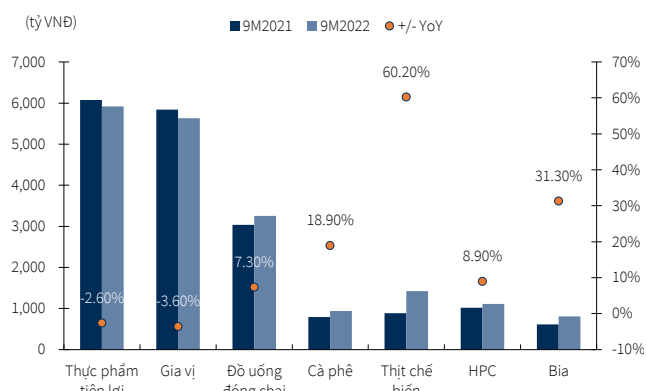
Thịt chế biến có mức tăng trưởng ấn tượng 65.8% YoY trong 9T2022, chủ yếu được hỗ trợ bởi tăng trưởng doanh thu từ thương hiệu Ponnice. Café và bia đều ghi nhận tăng trưởng hai chữ số, lần lượt là 18.9% YoY và 31.9% YoY. Doanh thu quý 3 của ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi giảm 9.2% và 17.1% so với mức cao của quý 3/2021. Một số sản phẩm cao cấp thuộc 2 ngành hàng này đã giảm tỷ trọng đóng góp doanh thu trong quý 3 cho thấy người tiêu dùng phổ thông đang thắt chặt chi tiêu. Do vậy, MCH đã chủ động điều tiết lượng hàng và hoãn kế hoạch ra mắt sản phẩm mới trong quý 2/2022.

Biểu đồ 1. Doanh thu thuần và BLNG của MCH



Nguồn: MCH, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu và tăng trưởng DT theo ngành hàng



Nguồn: MCH, KBSV

Điều chỉnh kỳ vọng với MCH do bối cảnh vĩ mô không thuận lợi làm giảm nhu cầu chi tiêu

Chúng tôi nhận thấy chi tiêu của người tiêu dùng phổ thông đang bị tác động bởi lạm phát, trong khi thu nhập khả dụng cũng bị ảnh hưởng khi một số doanh nghiệp xuất khẩu ở phía Nam đã cắt giảm nhân sự, cắt giảm giờ làm từ Q3/2022. Mức tiêu thụ chững lại sẽ ảnh hưởng đến KQKD Q4/2022 và nửa đầu năm 2023, do vậy chúng tôi điều chỉnh hạ dự phóng doanh thu giai đoạn 2022-2023 của MCH giảm 5% so với dự phóng trước đó. Dự kiến doanh thu Q4/2022 của MCH đạt 9,120 tỷ đồng (-5.8% YoY) khi người tiêu dùng chi tiêu thận trọng hơn. Doanh thu năm 2023 của MCH sẽ đạt 31,790 tỷ đồng (+13.4% YoY) dựa trên kỳ vọng cầu tiêu dùng hồi phục từ quý 3. Chúng tôi lạc quan với danh mục của MCH, mức tăng trưởng kỳ vọng cho mảng gia vị, thực phẩm tiện lợi là 10%; thịt chế biến, café, bia duy trì mức tăng trưởng 20-25% trong giai đoạn 2023-2024.

WCM - Mô hình mới WINLife bước đầu tương đối hiệu quả

Doanh thu giảm trên nền cao cùng kỳ nhưng BLNG và EBITDA tiếp tục được cải thiện

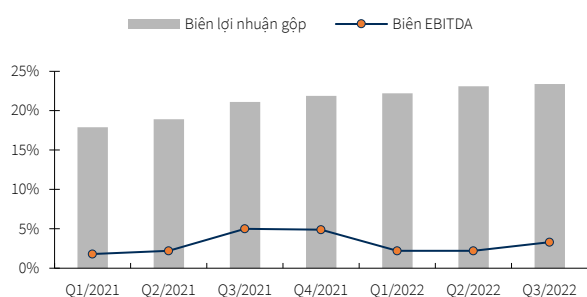
Doanh thu lũy kế 9T2022, doanh thu thuần của chuỗi WinCommerce giảm 8.6% YoY, riêng quý 3/2022 giảm gần 20% do quý 3 năm trước nhu cầu tích trữ tăng mạnh trong bối cảnh giãn cách xã hội. Trên cơ sở chuẩn hoá doanh thu 9T2022 tăng 8.1% và Quý 3/2022 tăng 17.8% YoY. BLNG và biên EBITDA lần lượt tăng 30 điểm cơ bản QoQ và 110 điểm phần trăm QoQ trong quý 3/2022 nhờ hiệu quả hoạt động của các cửa hàng được cải thiện, gia tăng lượng khách hàng đến cửa hàng.

Winmart, Winmart+ tăng số lượng cửa hàng và cải thiện hiệu quả hoạt động

WCM đã mở lần lượt 176 và 477 cửa hàng Winmart+ trong quý 3/2022 và 9T2022, qua đó giúp Winmart+ gia tăng thị phần từ 40% (cuối năm 2021) lên 48% (cuối Q3/2022). Theo MSN, 76% cửa hàng Winmart+ mở trong Q3/2022 đã có lãi EBITDA ở cấp độ cửa hàng trong vài tháng đầu hoạt động. Chúng tôi cho rằng năng lực mở rộng hệ thống và hiệu quả hoạt động các cửa hàng đã được cải thiện đáng kể, giúp WCM có khả năng mở rộng quy mô mà vẫn đảm bảo lợi nhuận.

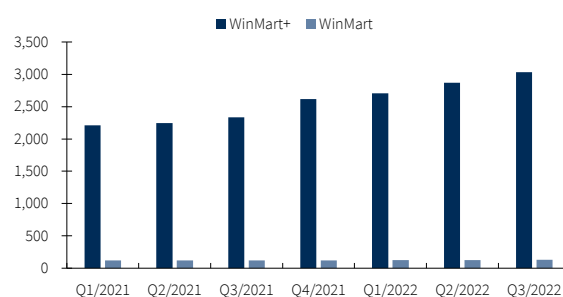
Chúng tôi nhận thấy các cửa hàng Winmart+, siêu thị Winmart chịu sự cạnh tranh tương đối gay gắt từ các chuỗi bán lẻ bách hoá khác ở khu vực phía Nam. Mặc dù doanh thu mỗi cửa hàng Winmart+ tại tp.HCM đạt 90-95% cửa hàng ở Hà Nội, nhưng doanh thu/m² cửa hàng tại HCM chỉ bằng 70-75% so với Winmart+ tại HN. WCM kỳ vọng mô hình cửa hàng mới (WINLife) tại HCM sẽ cho hiệu quả tương tự các cửa hàng Winmart+ ở HN, từ đó đẩy nhanh tốc độ thâm nhập thị trường của WCM vào thị trường phía Nam.

Biểu đồ 3. BLNG và Biên EBITDA của WCM



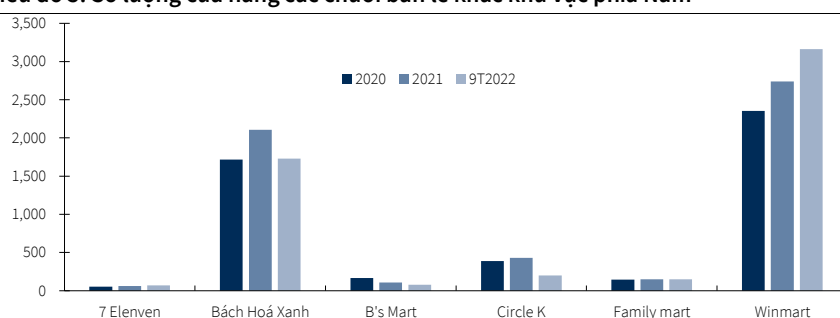
Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 4. Số lượng cửa hàng Winmart, Winmart+



Nguồn: MSN, KBSV

Biểu đồ 5. Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ khác khu vực phía Nam



Nguồn: KBSV Tổng hợp

Mô hình WINLife mới ra mắt có tín hiệu tích cực khi đang trong giai đoạn thí điểm

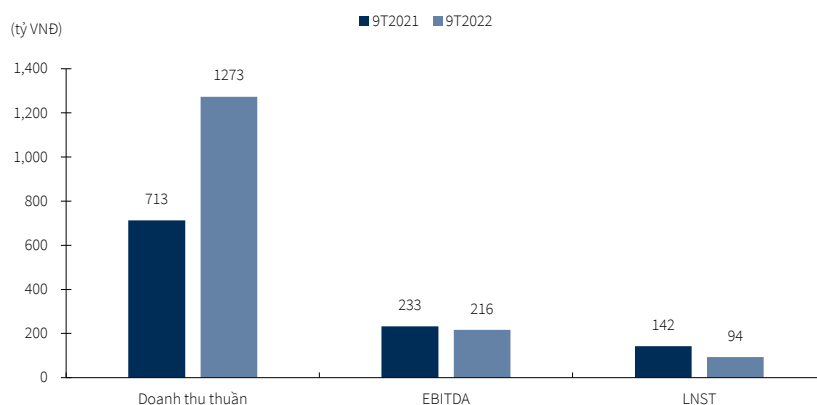
Trong quý 3/2022, WCM đã tiến hành chuyển đổi 30 cửa hàng Winmart+ thành các cửa hàng WIN tích hợp phục vụ các nhu cầu tiêu dùng thiết yếu: Winmart (nhu yếu phẩm), Phúc Long (trà và cà phê), Dr. WIN (chăm sóc sức khỏe), Techcombank (dịch vụ tài chính) và Reddi (dịch vụ viễn thông). Dù trong giai đoạn thí điểm nhưng mô hình này cho thấy tín hiệu tích cực khi doanh thu/m² tăng 20% so với trước khi chuyển đổi, biên EBIT ở cấp độ cửa hàng đạt 5.1% - tăng 60 điểm cơ bản so với trước đây.

Trong quý 4, WCM có kế hoạch tiếp tục chuyển đổi 50-90 cửa hàng sang mô hình WINLife đồng thời tiếp tục theo dõi hiệu quả của chương trình Hội viên WIN và các dịch vụ thanh toán để nâng cao trải nghiệm và sức hấp dẫn của chương trình đối với khách hàng. Chúng tôi đánh giá cao hiệu quả và triển vọng của mô hình mới này nhờ vào hệ sinh thái đa dạng của Masan sẽ mang lại cho khách hàng nhiều tiện ích tại 1 điểm đến.

Chuỗi kiosk Phúc Long đang được tối ưu hoá

Luỹ kế 9T2022, PLH đạt 1,142 tỷ đồng doanh thu, trong đó các cửa hàng flagship đóng góp 761 tỷ đồng. Các kiosk Phúc Long bên trong 27 cửa hàng WIN đầu tiên có doanh thu/ngày tăng 116% so với các kiosk tại các cửa hàng WinMart+. Bên cạnh đó, PLH cũng đã đóng cửa các kiosk hoạt động kém hiệu quả nhằm tiết kiệm chi phí và tập trung nguồn lực vào các cửa hàng flagship. Ước tính Phúc Long sẽ tăng thêm 27 tỷ đồng lợi nhuận nhờ tối ưu hoá chuỗi kiosk.

Biểu đồ 6. KQKD của chuỗi Phúc Long



Nguồn: MSN, KBSV

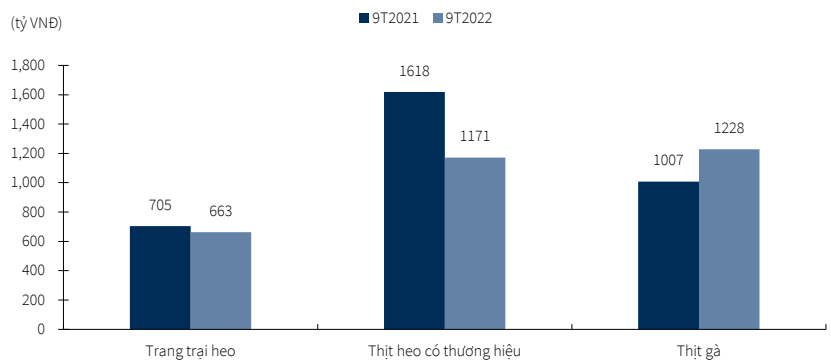
MML - Thu hẹp khoảng cách giá cả, gia tăng doanh số

Doanh số tăng nhờ hiệu ứng cộng hưởng với chuỗi bán lẻ WCM

Loại trừ mảng thức ăn chăn nuôi năm 2021, doanh thu Q3/2022 của MML tăng 2.3% YoY chủ yếu nhờ sự tăng trưởng của mảng trang trại (+53.8% YoY), mảng thịt có thương hiệu (+35.2% YoY), mảng thịt gà (+15.8% YoY). Nhờ hiệu ứng cộng hưởng giữa MML và chuỗi bán lẻ WCM, doanh số bán ra đã tăng 35% trong giai đoạn thí điểm mô hình WINLife.

Biên lợi nhuận gộp và biên EBITDA của mảng trang trại heo trong quý 3 giảm chỉ còn ở mức -4.8% và -27.8% do công ty thực hiện chiến lược giảm giá bán để thu hẹp khoảng cách giá so với chợ truyền thống. Nhờ vậy doanh số của mảng này đã tăng hơn 31% trong Q3/2022. Giá thịt gà và doanh số thịt gà cao giúp mảng kinh doanh gà của MML có lãi EBITDA 22 tỷ đồng trong Quý 3/2022.

Biểu đồ 7. KQKD của Masan MEATLife



Nguồn: MSN, KBSV

MHT- Tăng trưởng tích cực trong 9T2022

MHT tiếp tục là điểm sáng trong năm 9T2022 khi doanh thu thuần đạt 11,651 tỷ đồng (+21.3% YoY), EBITDA đạt 2,548 tỷ đồng (+36.3% YoY) nhờ giá hàng hoá tăng và nhu cầu vật liệu công nghiệp gia tăng.

Giá Vonfram trong quý 3 trung bình ở mức \$340/mtu cao hơn 26% so với mức \$266/mtu của Q3/2021. Sản lượng bán ra giảm do thay đổi vị trí mỏ đồng sang mỏ tây nên cần thời gian ổn định trước khi tiến hành khai thác mỏ sâu hơn. Doanh thu Q3/2022 của Fluorspar tăng 8.3 triệu đô so với cùng kỳ do cầu thị trường tăng mạnh. Trong khi đó, HSC có mức giảm tương đối mạnh trong quý 3 do nhu cầu của các doanh nghiệp Trung Quốc giảm.

Techcombank - Mạnh ghép tài chính của MSN

TCB công ty liên kết của Masan đóng góp 3,560 tỷ đồng EBITDA trong 9T2022, tăng trưởng 23.4% so với cùng kỳ. Thông tin chi tiết KQKD TCB xem tại báo cáo cập nhật ngày 01/11/2022. ([TCB](#))

Thông tin về khoản vay 600 triệu USD

Tháng 11 vừa qua, MSN đã công bố nhận giải ngân thành công toàn bộ khoản vay hợp vốn trị giá 600 triệu USD. Khoản vay bằng USD có thời hạn 5 năm, lãi suất 2.9% (tương đương lãi suất 6,7% mỗi năm sau khi đã cộng với lãi suất tham chiếu SOFR). Đây là mức lãi suất tương đối ưu đãi khi khoản vay này kéo dài 5 năm trong bối cảnh lãi suất đang cao.

Chúng tôi cho rằng việc tăng vay bằng USD ở thời điểm hiện tại có dẫn đến rủi ro ngoại hối lớn hơn. Theo BLĐ, Công ty sẽ chủ động theo dõi và đánh giá thời điểm thích hợp để thực hiện các giao dịch phái sinh nhằm giảm thiểu rủi ro thị trường và vẫn duy trì chi phí vốn một cách tối ưu.

Dự phóng KQKD và Định giá, Khuyến nghị

Dự phóng KQKD năm 2022 và 2023

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD cho MSN. Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần MSN đạt 76,636 tỷ đồng (-13.5% YoY) và LNST đạt 4,464 tỷ đồng (-55% YoY, do loại trừ mảng MNS Feed). Năm 2023, mức doanh thu thuần đạt 85,795 tỷ đồng (+11.9% YoY) và LNST ở mức 5,751 tỷ đồng (+28.8% YoY).

Bảng 1. Dự phóng KQKD

	2021	2022F	2023F	Đánh giá của KBSV
Masan Group (MSN)				
Doanh thu thuần	88,629	76,636	85,795	Tác động của lạm phát bắt đầu ảnh hưởng đến cầu tiêu dùng, dự báo doanh thu dưới kế hoạch đã đặt ra đầu năm
YoY (+/-%)	+14.78%	-13.53%	+11.95%	
Masan Consumer Holding (MCH)				
Doanh thu	27,710	28,027	31,790	Thu nhập khả dụng giảm, lạm phát ảnh hưởng tiêu cực đến hành vi người tiêu dùng. Doanh thu quý 4/2022 có thể không đạt kỳ vọng dù là mùa lễ tết cao điểm. Tình trạng này có thể kéo dài đến nửa đầu năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng sức mua sẽ hồi phục từ cuối năm sau và đầu năm 2024.
YoY (+/-%)	+18.7%	+1.1%	+13.4%	
BLNG	42.47%	40.20%	42.17%	BLNG bị ảnh hưởng do lạm phát gây áp lực lên giá cả hàng hóa. Kỳ vọng sẽ cải thiện năm 2023 do công ty đã có những biện pháp để đối phó với vấn đề này.
WinCommerce				
Doanh thu	30,900	28,428	31,839	Doanh thu giảm nhẹ trên nền cao năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng từ năm 2023 mô hình WINLife đi vào hoạt động ổn định với quy mô lớn hơn, các cửa hàng Winmart, Winmart+ tiếp tục hiệu quả là động lực tăng trưởng của WCM
YoY (+/-%)		-8%	+12%	
BLNG	21%	22%	23%	BLNG được cải thiện do mô hình WIN cho tín hiệu tương đối tích cực
Masan MEATLife				
Doanh thu	18,891	5,158	5,777	Tiếp tục phân phối trong các cửa hàng Winmart, Winmart+, WINLife
YoY (+/-%)	+17%	-80%	+12%	
BLNG	12.02%	7.30%	9.60%	
Masan High-Tech Materials				
Doanh thu	13,564	15,022	16,388	Đẩy mạnh chế biến sâu và ứng dụng vonfram có giá trị gia tăng cao, các mảng kinh doanh chính được thúc đẩy bởi nhu cầu ổn định và giá bán tốt
YoY (+/-%)	+86.0%	+10.8%	+9.1%	
BLNG	16.74%	17.19%	18.91%	
Chi phí bán hàng	(11,786)	(10,191)	(11,409)	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(4,065)	(3,515)	(3,935)	
Lợi nhuận sau thuế	10,101	4,464	5,751	

Nguồn: KBSV

Định giá và khuyến nghị: Khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 118,100 VNĐ/cp

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP (như trong báo cáo gần nhất) cho các công ty con của MSN, chúng tôi định giá MSN ở mức 118,100 VNĐ/cp (theo bảng 2 phía dưới), cao hơn 22.9% so với giá đóng cửa ngày 14/12/2022.

Đối với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với một số giả định được điều chỉnh lại: lợi nhuận phi rủi ro 5.5%; phần bù rủi ro thị trường 10.8% do lãi suất tăng và rủi ro đầu tư cao.

Đối với WinCommerce, Phúc Long Heritage và MHT chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá như đã đề cập trong báo cáo trước.

Đối với Techcombank, chúng tôi sử dụng định giá gần nhất của KBSV tại ngày 01/11/2022 ([TCB](#))

Bảng 2. Định giá từng phần SOTP

Công ty con	PP định giá	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	Lợi ích kinh tế của MSN	Giá trị VCSH đóng góp
The CrownX		181,089	84.9%	147,768
MCH	DCF	129,918		
WCM	P/S	51,170		
MML	Giá trị thị trường	12,987	87.9%	11,403
MHT	DCF & EV/EBITDA	21,898	86.4%	18,920
Phúc Long Heritage	Theo giá trị deal	8,161	51.0%	4,162
Techcombank	Theo định giá KBSV	120,073	21.5%	25,816
Tổng tài sản Masan				208,069
Nợ phải trả theo giá trị sổ sách công ty mẹ				-39,879
Giá trị VCSH MSN				168,190
SLCP lưu hành				1,423,724,783
Giá trị/CP (VNĐ)				181,100

Nguồn: KBSV

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Doanh thu thuần	77,218	88,629	76,636	85,795
Giá vốn hàng bán	-59,329	-66,494	-56,013	-62,572
Lãi gộp	17,889	22,135	20,622	23,223
Doanh thu tài chính	1,431	6,800	679	861
Chi phí tài chính	-4,557	-5,707	-6,705	-7,447
Gồm: Chi phí lãi vay	-3,770	-4,669	-6,699	-7,446
Lãi/(lỗ) liên doanh	2,640	3,897	4,748	5,971
Chi phí bán hàng	-13,166	-11,786	-10,191	-11,409
Chi phí quản lý DN	-3,041	-4,065	-3,515	-3,935
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	1,196	11,273	5,638	7,264
Lãi/(lỗ) khác	1,129	216	0	0
Lãi/(lỗ) trước thuế	2,325	11,489	5,638	7,264
Thuế doanh nghiệp	-930	-1,387	-1,175	-1,513
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,395	10,101	4,464	5,751
Lợi ích của cổ đông thiểu số	161	1,538	1,538	1,538
Lợi nhuận sau CĐTS	1,234	8,563	2,925	4,212

Chỉ số hoạt động

(%)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tăng trưởng doanh thu	107%	15%	-14%	12%
Tăng trưởng EBIT	-32%	165%	-24%	19%
Tăng trưởng EBITDA	-64%	167%	-24%	19%
Tăng trưởng LN sau CĐTS	-78%	594%	-66%	44%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23%	25%	27%	27%
Tỷ suất EBITDA	8%	18%	16%	17%
Tỷ suất EBIT	8%	18%	16%	17%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	8%	18%	16%	17%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2%	10%	4%	5%

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Lãi trước thuế	2,325	11,489	5,638	7,264
Khấu hao TSCĐ	3,242	4,632	-63	-71
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-3,236	-10,025	-10,025	-10,025
Thay đổi vốn lưu động	-7	-3,316	2,257	1,056
(T)/G phải thu	176	-801	1,033	-1,502
(T)/G hàng tồn kho	-1,117	-2,233	4,265	-6,798
(T)/G TS ngắn hạn khác	0	0	0	0
(T)/G khoản phải trả	12	-655	-4,458	8,368
(T)/G chi phí trả trước	449	373	1,417	988
(T)/G nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐKD	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền HĐKD	1,351	1,144	-4,054	-4,060
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Đầu tư tài sản cố định	-3,678	-2,805	7,390	6,390
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	-27,213	-5,261	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	-2,866	14,412	-2,881	-3,069
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	-33,757	6,346	4,509	3,321
Thu các khoản đi vay	87,379	60,086	72,632	64,881
Trả các khoản đi vay	-55,031	-57,115	-62,231	-71,937
Nợ phải trả khác	-1	-20	0	0
T/(G) vốn CSH	2,386	17,364	0	0
Cổ tức đã trả	-1,402	-3,442	-4,746	-4,746
Điều chỉnh khác HĐTC	0	-9,777	0	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	33,331	7,096	5,655	-11,802
Lưu chuyển tiền trong kỳ	925	14,586	6,111	-12,541
Tiền đầu kỳ	6,801	7,721	22,305	28,415
Tiền cuối kỳ	7,721	22,305	28,415	15,874

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Tổng tài sản	115,737	126,093	137,510	144,074
Tài sản ngắn hạn	29,761	43,630	50,981	50,074
Tiền & tương đương tiền	7,721	22,305	28,415	15,874
Đầu tư ngắn hạn	447	333	5,815	8,623
Khoản phải thu	2,062	2,480	1,447	2,950
Hàng tồn kho	12,730	12,948	8,683	15,481
Tài sản ngắn hạn khác	6,800	5,564	6,620	7,147
Tài sản dài hạn	85,976	82,463	86,529	94,000
Khoản phải thu dài hạn	1,592	1,878	0	0
Tài sản cố định	34,322	31,152	30,631	30,108
BĐS đầu tư	15	810	449	89
Tài sản dở dang dài hạn	2,275	2,022	4,024	6,266
Đầu tư dài hạn	20,359	24,539	25,785	28,867
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	27,392	21,853	25,639	28,671
Nợ phải trả	90,706	83,757	96,770	104,331
Nợ ngắn hạn	38,875	34,548	33,116	44,868
Phải trả người bán	6,833	7,970	3,512	11,880
KH trả tiền trước	21	15	19	22
Vay ngắn hạn	22,545	18,806	21,087	23,648
Khoản dự trữ đặc biệt	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	9,476	7,757	8,497	9,318
Nợ dài hạn	51,832	49,209	63,654	59,463
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	39,466	39,372	54,710	49,471
Nợ dài hạn khác	12,366	9,837	8,945	9,992
Vốn chủ sở hữu	15,938	32,811	31,214	30,217
Vốn góp	11,747	11,805	11,864	11,864
Thặng dư vốn cổ phần	11,084	11,084	11,084	11,084
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	2,182	18,796	16,654	15,657
Vốn và quỹ khác	(8,564)	(8,388)	(8,388)	(8,388)
Lợi ích cổ đông thiểu số	9,093	9,526	9,526	9,526
Tổng nợ & vốn	115,737	126,093	137,510	144,074

Chỉ số chính

(x, % VND)	2020A	2021A	2022E	2023E
Chỉ số định giá				
P/E	84.3	23.5	36.4	28.2
P/E pha loãng	84.3	23.5	36.4	28.2
P/B	4.2	4.8	3.3	3.4
P/S	1.6	1.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	15	11	15	13
EV/EBIT	26	15	15	13
Lãi cơ bản/cp (EPS)	1,054	7,269	3,135	4,039
Cổ tức/cp (DPS)	1,199	2,930	4,020	4,020
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	45%	35%	35%	35%
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	9%	41%	14%	19%
ROA	1%	8%	3%	4%
ROIC	2%	11%	4%	6%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	5.7	2.6	3.1	3.5
TS thanh toán hiện thời	0.8	1.3	1.5	1.1
TS khả năng trả lãi vay	1.6	3.5	1.8	2.0
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	1.0	0.7	0.6	0.6
Hệ số vòng quay phải thu	2.3	3.9	3.9	3.9
Hệ số vòng quay HTK	6.5	5.2	5.2	5.2
Hệ số vòng quay phải trả	10.0	9.0	9.0	9.0

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@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 Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannnd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

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

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

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

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@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 G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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 đọc 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.

