

**MUA [+23%]**

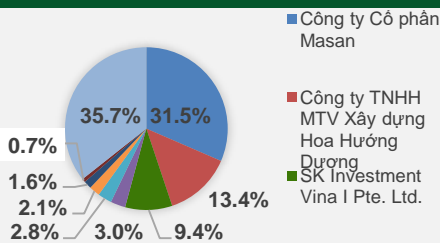
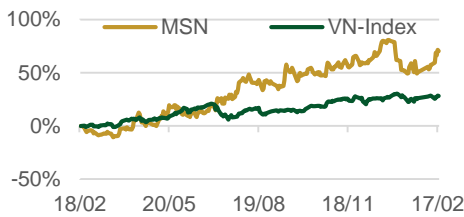
Ngày cập nhật: 21/02/2022

Giá hợp lý	197,800	VND
Giá hiện tại	160,300	VND

**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479 – [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Thông tin cổ phiếu**

CP đang lưu hành (triệu)	1,180.5
Free-float (triệu)	472.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	192,427
KLGD TB 3 tháng	3,004,800
Sở hữu nước ngoài	28.74%
Ngày niêm yết đầu tiên	05/11/2009

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**


Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

**Kỳ vọng bứt phá mạnh mẽ trong 2022**

**Cập nhật KQKD 2021:** MSN ghi nhận doanh thu thuần trong 2021 đạt 88,629 tỷ đồng (+15%YoY), hoàn thành 96% kế hoạch doanh thu, động lực tăng trưởng đến từ tất cả các mảng kinh doanh. EBITDA tăng 58.1%YoY, đạt 16,361 tỷ đồng nhờ EBITDA của Wincommerce (trước đây là Vincommerce) tăng 7.6 điểm phần trăm và các mảng kinh doanh khác có tốc độ tăng trưởng EBITDA trên 19%YoY, điều này bù đắp cho mức sụt giảm của MML do giá nguyên liệu đầu vào tăng ảnh hưởng tiêu cực đến mảng thức ăn chăn nuôi. Lợi nhuận thuần phân bổ cho Cổ đông của Tập đoàn đạt 8,563 tỷ đồng, tăng gấp 7 lần so với cùng kỳ năm ngoái do Tập đoàn ghi nhận khoản doanh thu tài chính đến từ thương vụ bán mảng thức ăn chăn nuôi cho Royal De Heus Group (doanh thu tài chính tăng 34 lần so với 2020).

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Tăng tốc xây dựng nền tảng “Point of life” – mô hình bán lẻ tích hợp đa dịch vụ:** MSN đã thực hiện ba thương vụ hợp tác trong năm 2021 và đầu 2022 nhằm hoàn thiện hệ sinh thái tiêu dùng Point of Life: **(1)** Mua lại Công ty Cổ phần Mobicast - một doanh nghiệp startup trong lĩnh vực mạng di động, giúp Masan số hóa nền tảng ở kênh offline, xây dựng nền tảng khách hàng thân thiết để mang đến giá trị vượt trội; **(2)** Hợp tác chiến lược với Lazada để thúc đẩy nhu yếu phẩm trở thành mặt hàng được mua sắm với tần suất hàng ngày trên kênh online; và **(3)** Đầu tư vào Phúc Long với tỷ lệ sở hữu 51% sau thành công bước đầu của việc triển khai mô hình kiosk Phúc Long tại các điểm bán thuộc WCM. Qua đó, MSN đã triển khai 5 thí điểm mô hình mini mall - cửa hàng tích hợp WinMart+ (nhu yếu phẩm), kiosk Phúc Long (trà và cafe), dược phẩm Phano, điểm giao dịch Techcombank và điểm giao dịch Reddi (viễn thông di động) tại một điểm phục vụ duy nhất). Kết quả là 5 cửa hàng thí điểm hoạt động theo mô hình mini-mall đã giúp gia tăng 30% lưu lượng khách hàng so với cửa hàng trước khi áp dụng mô hình này. Mini-mall còn giúp mỗi điểm bán giảm 44% mức doanh thu cần thiết để đạt điểm hòa vốn tại cửa hàng/ngày. Trong năm 2022, MSN sẽ mở 2,000 cửa hàng mini-mall.

**Tập trung phát triển mảng thịt mát có thương hiệu:** Masan đã bán mảng thức ăn chăn nuôi cho Royal De Heus Group, đồng thời Công ty được De Heus cung cấp ~2,8 triệu con heo hơi trong vòng 5 năm tới nhằm đảm bảo nguồn chất lượng và giá cả của nguồn cung heo hơi.

**Hưởng lợi từ giá vonfram tăng mạnh:** Dự kiến giá vonfram có thể tiếp tục tăng trong thời gian tới khi nguồn cung khai thác bị gián đoạn trên toàn thế giới. Ngoài ra, MHT sẽ đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm có giá trị cao nhằm cải thiện biên lợi nhuận.

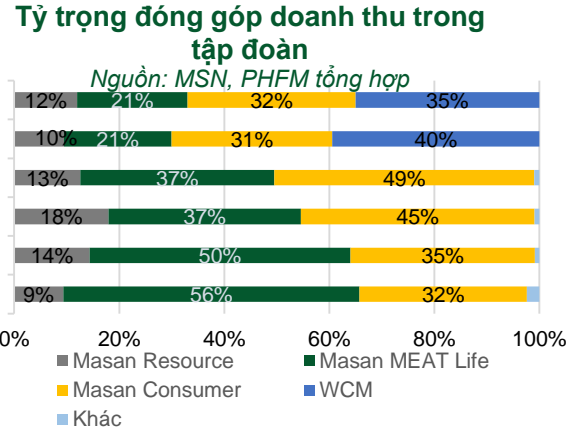
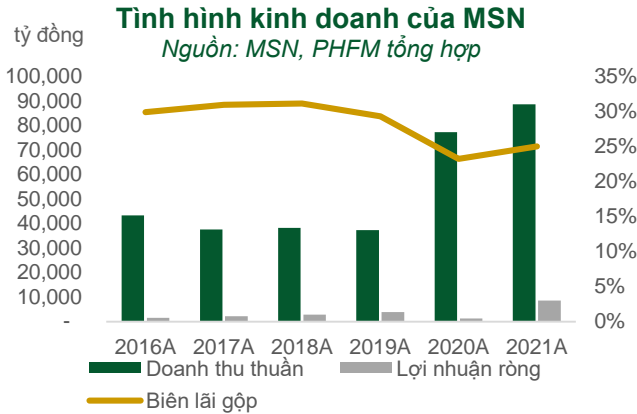
**Định giá & khuyến nghị:** Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của MSN trong 2022 lần lượt đạt 104,117 tỷ đồng (+17%YoY) và 8,969 tỷ đồng (-11%YoY), động lực tăng trưởng đến từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Bằng phương pháp SOTP (Sum-of the-part) đối với giá trị vốn chủ sở hữu đóng góp của các công ty con: MCH, MML, MHT, WCM, Reddi, Phúc Long và công ty liên kết Techcombank, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của MSN khoảng **197,800 đồng/cổ phiếu**, từ đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

**Rủi ro:** (1) Cạnh tranh khốc liệt trong ngành bán lẻ; (2) Dịch bệnh trong chăn nuôi; (3) Rủi ro biến động giá khoáng sản toàn cầu; (4) Dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp; (5) Rủi ro chu kỳ hệ thống ngân hàng; (6) Rủi ro pha loãng

Chỉ số tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	37,621	38,188	37,354	77,218	88,629	104,117
LNST (tỷ VND)	3,608	5,622	6,365	1,395	10,101	8,969
EPS (VND)	2,727	4,561	4,754	1,056	7,325	6,986
Tăng trưởng EPS (%)	11%	67%	4%	-78%	594%	-5%
Giá trị sổ sách (VND)	13,040	27,355	36,597	13,634	28,069	34,694
P/E	18.5	19.3	16.7	79.1	23.3	28.3
P/B	3.9	3.2	2.2	6.1	6.1	5.7
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	15%	45%	45%	45%	N/A

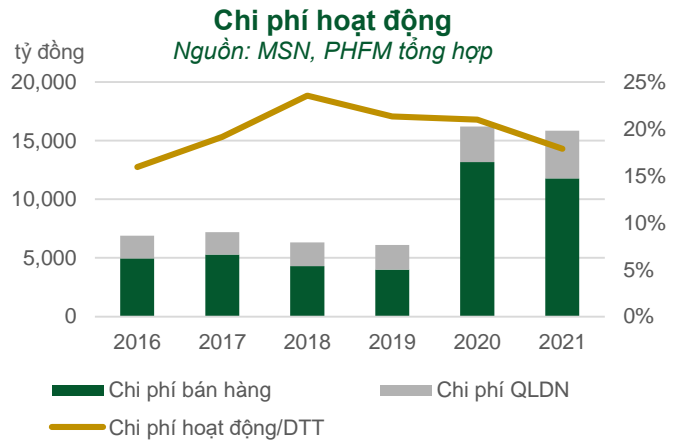
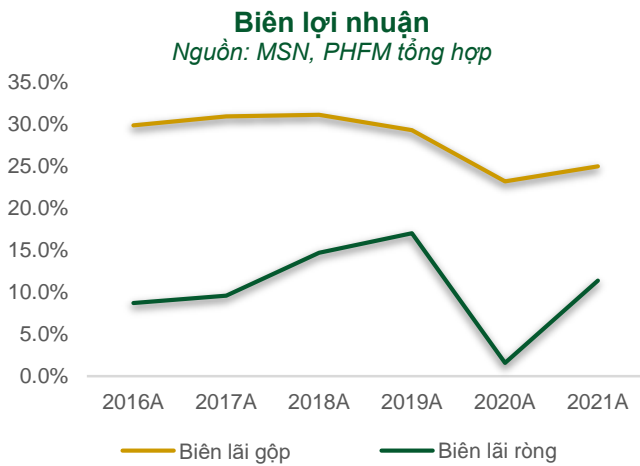
## Tình hình kinh doanh của MSN trong 2021

### (1) Doanh thu tăng nhờ M&A, nhu cầu tiêu dùng hàng thiết yếu tăng mạnh trong bối cảnh dịch bệnh bùng phát



Trong 2021, Doanh thu thuần của tập đoàn Masan tăng 14.8%YoY lên mức 88,629 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng của hầu hết ở mảng kinh doanh chính. Cụ thể, MHT mang lại cho MSN khoảng doanh thu 13,564 tỷ đồng (+82.7%YoY) sau thương vụ sáp nhập H.C.Stack (công ty con chế biến sâu vonfram) và hưởng lợi giá vonfram tăng mạnh. Dù MHT chỉ đóng góp khoảng 12% tổng doanh thu của Tập đoàn nhưng đã tạo ra 54% tổng tăng trưởng trong 2021. Bên cạnh đó, sự thành công của các phát kiến mới và nhu cầu tích trữ tăng mạnh của các sản phẩm hàng tiêu dùng trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát mạnh vào cuối quý 2 vào kéo dài hết quý 3 đã giúp doanh thu MCH tăng trưởng 20%YoY. Mảng kinh doanh thịt tích hợp và thức ăn chăn nuôi tăng trưởng ấn tượng cũng giúp doanh thu MML tăng 17.2%YoY. Riêng doanh thu WCM đi ngang so với năm 2020 do số lượng điểm bán giảm trong nửa đầu năm và chịu ảnh hưởng tiêu cực của Covid-19 đến hệ thống siêu thị Winmart.

### (2) Lợi nhuận tăng mạnh nhờ “cải tổ” hiệu quả nền tảng bán lẻ và ghi nhận khoảng thu nhập bất thường từ việc bán mảng thức ăn chăn nuôi



Lãi gộp của MSN đạt 22,135 tỷ đồng (+23.7%YoY). Biên lãi gộp ở mức 25%, tăng 1.8 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, biên lãi gộp của mảng sản xuất hàng tiêu dùng, bán lẻ và khai khoáng hỗ trợ đà sụt giảm của MML do nguyên liệu đầu vào mảng thức ăn chăn nuôi tăng mạnh.

Tập đoàn tăng trưởng EBITDA 58.1%YoY. Biên EBITDA trong 2021 đạt 18.5%, cao hơn 5.1 điểm phần trăm so với mức 13.4% của 2020. Trong đó, biên EBITDA của Wincommerce (WCM) đạt mức dương 3.6%, cải thiện vượt trội so với mức -4% của cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra, biên EBITDA của MCH, MHT cũng duy mức tương đương so với năm ngoái.

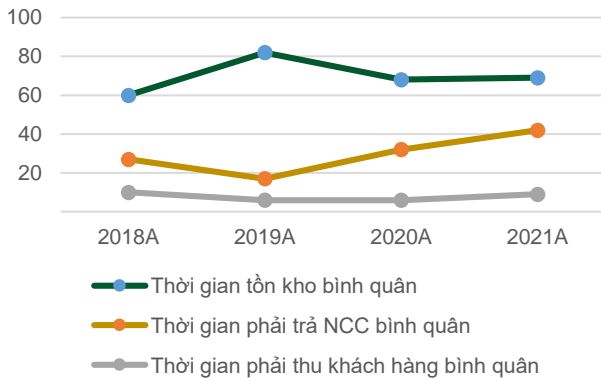
Lợi nhuận thuần phân bổ cho cổ đông của Masan đạt 8,563 tỷ đồng, tăng gấp 7 lần so với 2020 nhờ các yếu tố sau: (1) WCM cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ, biên lãi gộp và biên EBITDA lần lượt tăng 3.1 điểm phần trăm và 7.6 điểm phần trăm; (2) Tỷ lệ sở hữu cao hơn của MSN tại MCH và lợi nhuận của MCH tiếp tục duy trì mức cao; (3) Tăng trưởng vượt bậc

của mảng thịt mát và duy trì biên EBITDA của MML ở mức ~10%; (4) Biên lãi gộp của MHT tăng gấp 3.6 lần nhờ hưởng lợi từ thị trường vonfram tích cực; và (5) Tập đoàn đã ghi nhận một khoản thu nhập bất thường ~6,000 tỷ từ việc bán mảng thức ăn chăn nuôi cho Royal De Heus Group. Các yếu tố trên đã bù đắp được khoản chi phí lãi vay do Tập đoàn tăng các khoản vay để tăng tỷ lệ sở hữu tại The CrownX và WCM.

(tỷ đồng)	2020	2021	YoY	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>77,218</b>	<b>88,629</b>	<b>14.8%</b>	
- MCH	23,791	28,764	20%	Các phát kiến mới và chiến lược cao cấp hóa là động lực dẫn dắt tăng trưởng của MCH. Các phát kiến mới đóng góp 2,686 tỷ đồng (+52%YoY), đóng góp 18% tổng tăng trưởng của MCH.
- MML	16,119	18,891	17.2%	Tất cả các ngành hàng chính của MCH đều tăng trưởng dương trong 2021. Nhất là ngành thực phẩm tiện lợi và thịt chế biến tăng trưởng bứt phá 27%YoY và 52% YoY bởi nhu cầu cao hơn từ người tiêu dùng gia tăng dự trữ thực phẩm trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát từ cuối quý 2, và ngành đồ uống phục hồi với tăng trưởng 21%.
- MHT	7,426	13,564	82.7%	Tăng trưởng doanh thu đến từ cả hai mảng thịt và thức ăn chăn nuôi. Mảng thịt mát và thức ăn chăn nuôi ghi nhận mức doanh thu lần lượt ~4,500 tỷ đồng (+39%YoY) và 14,405 tỷ đồng (+12%YoY).
- WCM	30,978	30,900	-0.3%	Nhu cầu mua sắm vật liệu công nghệ cao hồi phục sau một thời gian bị gián đoạn bởi dịch Covid-19 và hưởng lợi từ giá vonfram tăng 29%YoY, bù đắp cho việc không ghi nhận doanh thu từ florit trong quý 3 do gặp phải sự cố máy móc trong quá trình khai thác.
<b>EBITDA</b>	<b>10,346</b>	<b>16,361</b>	<b>58.1%</b>	Doanh thu thuần giảm nhẹ 0.3% do do số lượng điểm bán giảm trong nửa đầu năm và chịu ảnh hưởng tiêu cực của Covid-19 đến hệ thống siêu thị Winmart. Doanh thu/m <sup>2</sup> /tháng của Winmart+ tăng 14% trong khi Winmart lại giảm 11%, động lực tăng trưởng WCM đến từ danh mục sản phẩm tập trung vào hàng tươi sống và mô hình cửa hàng cải thiện.
- MCH	5,749	6,845	19.1%	Biên lãi gộp đạt 41.1%, đi ngang so với 2020. Biên lợi nhuận gộp cao hơn trong ngành hàng gia vị, thịt chế biến bù đắp cho biên lợi nhuận thấp của mảng thực phẩm tiện lợi và tác động từ việc hợp nhất với NETCO (biên lãi gộp của NET chỉ bằng ½ so với MCH). Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức ổn định 21%-22%.
- MML	1,881	1,827	-2.9%	Biên lợi nhuận gộp ở mức 12.2%, giảm 4.7 điểm phần trăm so với cùng kỳ do nguyên liệu đầu vào của mảng thức ăn chăn nuôi tăng mạnh. Trong đó, mảng kinh doanh thịt heo lại có biên lợi nhuận gộp 18.5% nhờ mảng thịt tích hợp phát huy sức mạnh cộng hưởng, cùng với mở rộng quy mô và công suất chế biến thịt heo.
- MHT	1,433	3,070	114.2%	EBITDA tăng gấp đôi chủ yếu do tác động từ việc hợp nhất với HCS, giá bán vonfram cao hơn và doanh số tích cực từ mảng bismuth.
- WCM	(1,234)	1,100	N/A	Biên EBITDA đạt 3.6% nhờ (1) Hoàn tất đàm phán với 1,000 nhà cung cấp; (2) Giảm chi phí vận hành; (3) Các sáng kiến về chuỗi cung ứng và tối ưu hóa các điểm phân phối đang hoạt động,
<b>Đóng góp từ TCB</b>	<b>2,646</b>	<b>3,866</b>	<b>46%</b>	LN từ liên doanh tăng mạnh nhờ kết quả kinh doanh khả quan của ngân hàng Techcombank (TCB) với đạt tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 47% nhờ chiến lược dịch vụ tài chính đặt người tiêu dùng làm trọng tâm. CASA (tiền gửi không kỳ hạn) hiện chiếm 50.5% cơ cấu nguồn vốn - dẫn đầu ngành. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu 0.7%, cao hơn 0.2% so với 2020. Biên lãi ròng (NIM) đạt 5.6%.
<b>Lãi/lỗ tài chính</b>	<b>(3,216)</b>	<b>1,093</b>	<b>N/A</b>	Ghi nhận một khoản thu nhập bất thường ~6,000 tỷ từ việc bán mảng thức ăn chăn nuôi cho Royal De Heus Group
<b>LNTT</b>	<b>2,325</b>	<b>11,849</b>	<b>494%</b>	
<b>LNST</b>	<b>1,395</b>	<b>10,101</b>	<b>624%</b>	

### (3) Vốn lưu động được cải thiện

**Vốn lưu động cải thiện**  
 Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



Vòng quay tiền mặt trong 2021 giảm 5 ngày so với 2020 nhờ những cải tiến trong quản lý hàng tồn kho của MHT và số ngày phải trả nhà cung cấp của WCM.

### (4) Đòn bẩy tài chính của Tập đoàn tiến dần về mức an toàn

Cuối năm 2021, Tổng nợ hợp nhất của MSN là 58,178 tỷ đồng. Tỷ lệ Nợ ròng / EBITDA hợp nhất của Công ty đạt 2.2 lần trong 12 tháng qua, cải thiện 3 lần do nhờ mức tăng trưởng EBITDA 58.1% ở tất cả các mảng kinh doanh và số dư tiền & các khoản tương đương tiền ở mức 22.3 tỷ đồng (tăng gấp lần so với năm ngoái). Ban lãnh đạo MSN nỗ lực tăng trưởng EBITDA qua từng năm để giảm nhẹ gánh nặng nợ vay. Chúng tôi nhận định rằng dòng tiền của MSN vẫn đủ chi trả lãi vay và nợ gốc đến hạn. Kỳ vọng MSN sẽ đưa đòn bẩy tài chính về mức an toàn trong khoảng từ 2-3 năm tới khi nền tảng bán lẻ đi vào hoạt động ổn định.

### Dự báo kết quả kinh doanh 2022:

#### Kỳ vọng doanh thu đều tăng trưởng ở các mảng kinh doanh cốt lõi:

- Chúng tôi nhận định rằng năm 2021 là năm chuyển mình của MSN với những chiến lược mới, đặc biệt là “cải tổ” hiệu quả WCM với mô hình mini mall và bán máng thức ăn chăn nuôi để tập trung phát triển toàn diện mảng thịt mát. Tuy nhiên, đại dịch Covid-19 bùng phát trở lại từ cuối quý 2 và kéo dài đến hết quý 3 đã ảnh hưởng tiêu cực đến sự tăng trưởng doanh thu của MSN khi kết quả kinh doanh chuỗi siêu thị Winmart sụt giảm mạnh và Tập đoàn vẫn chưa thể triển khai tăng tốc mô hình mini mall.

Bước sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sau khi dịch bệnh được kiểm soát hoàn toàn, những cửa hàng theo mô hình mới của chuỗi bán lẻ WCM có thể được triển khai trên diện rộng, đây là động lực tăng trưởng doanh thu trong 2022. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận định giá khoáng sản và nhu cầu tiếp tục tăng mạnh trong quý 1 và sau đó có thể “hạ nhiệt” dần vào các quý sau nhưng mức tăng vẫn duy trì ở hai chữ số do nguồn cung khoáng sản đang bị gián đoạn trong khi nhu cầu các ngành công nghiệp nặng đang phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch. Chúng tôi ước tính doanh thu của Tập đoàn năm 2022 đạt 104,117 tỷ đồng (+17%YoY), thấp hơn 19% so với dự phóng trước đây của chúng tôi do đã loại trừ doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi và điều chỉnh giảm doanh thu WCM.

#### Lợi nhuận cải thiện vượt trội nhờ “cải tổ” hiệu quả WCM, hưởng lợi ngắn hạn từ giá vonfram tăng cao và chuỗi cung ứng mảng tiêu dùng phục hồi:

- Chúng tôi dự phóng biên EBITDA của WCM có thể cải thiện lên ~7-8% trong 2022 nhờ “cải tổ” hiệu quả WCM thông qua (1) Hoàn tất đàm phán với các nhà cung cấp chiến lược; (2) Triển khai thành công mô hình siêu thị và mô hình cửa hàng tích hợp tại khu vực Hà Nội và HCM nhằm kiểm soát chi phí hiệu quả và đạt được lợi nhuận bền vững; (3) Xây dựng chuỗi cung ứng trên cơ sở cơ chế đặt hàng tự động nhằm cải tiến hiệu quả và giảm phí của chuỗi cung ứng. Ngoài ra, giá bán khoáng sản vẫn tăng mạnh và chuỗi cung ứng phục hồi sau gián cách, chúng tôi điều chỉnh biên lãi gộp của MHT và MCH tăng lần lượt 3.2 điểm phần trăm và 2 điểm phần trăm so với dự phóng trước đây. Lợi nhuận sau thuế của các mảng kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn ước tính đạt 7,095 tỷ đồng (+87%YoY), tăng ~26% so với dự phóng trước đây.

(tỷ đồng)	2021	%YoY	2022F	%YoY	Điểm nhấn đầu tư
<b>Doanh thu</b>	<b>88,629</b>	<b>14.8%</b>	<b>104,117</b>	<b>17%</b>	
- MCH	28,764	20%	34,542	20%	✓ MCH vẫn được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của MSN trong 2022 với mức tăng trưởng 20% nhờ chiến lược cao cấp hóa, tăng trưởng các ngành hàng cốt lõi cùng với khả năng tiếp cận khác hàng thông qua chuỗi WCM và các nhà bán lẻ thương mại hiện đại khác.
- MML	18,891	17.2%	7,478	-60%	✓ Doanh thu của MML ước tính giảm mạnh so với 2021 do MSN đã bán mảng thức ăn chăn nuôi cho Royal De Heus Group từ cuối tháng 11/2021. Nếu so sánh mảng thịt mát thì doanh số mảng thịt mát trong 2022 ước tính tăng trưởng 66%YoY nhờ nâng công suất các nhà máy chế biến thịt lên 26% trong 2022 và gia tăng phân phối thông qua WCM)
- MHT	13,564	82.7%	17,270	27%	✓ Kỳ vọng tăng giá vonfram tiếp tục tăng hai chữ số trong 2022 do nhu cầu cao hơn và lượng đặt hàng tăng.
- WCM	30,900	-0.3%	40,612	31%	<p>✓ Kỳ vọng WCM tăng trưởng ~31% trong 2022 nhờ nhân rộng số lượng cửa hàng áp dụng các bài trí mới, tập trung vào sản phẩm tươi sống, nhãn hàng riêng và tăng tốc độ mô hình mini mall – đây sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ của WCM trong dài hạn. Bên cạnh đó, MSN cũng sẽ triển khai thêm 200 cửa hàng nhượng quyền trong 2022.</p> <p>✓ Tuy nhiên, chúng tôi hạ mức dự phóng từ 45,000 tỷ đồng xuống ~40,600 tỷ đồng do số lượng hóa đơn có thể giảm sau khi các kênh truyền thống được mở cửa trở lại sau giãn cách.</p>
- Phúc Long & Reddi	0	N/A	4,215	36%	<p>✓ Các mảng kinh doanh mới của MSN là Phúc Long và Reddi ước tính sẽ đóng góp hơn 4,000 tỷ đồng trong 2022. Trong đó, doanh thu Phúc Long ước tính đạt 3,555 tỷ đồng, tăng gấp 2.4 lần nhờ mở rộng mạng lưới cửa hàng riêng và kiosk thuộc WCM, đồng thời Phúc Long sẽ đa dạng hóa danh mục sản phẩm trà và cà phê.</p> <p>✓ Mạng di động ảo Reddi đạt mục tiêu sẽ thu hút từ 500 nghìn - 1 triệu thuê bao trong 2022.</p>
<b>EBIT</b>	<b>10,180</b>	<b>121%</b>	<b>14,334</b>	<b>41%</b>	
- MCH	5,769	22%	7,241	26%	✓ Biên lãi gộp trong quý 2022 có thể duy trì mức ~42% khi tung ra thị trường các sản phẩm cao cấp có biên lãi gộp cao hơn trong danh mục chăm sóc cá nhân, thịt chế biến,...
- MML	648	-40%	241	-63%	✓ Lãi gộp mảng thịt mát kỳ vọng tăng 2.4 lần. Biên lãi gộp mảng thịt mát trong 2022 nhờ công suất nhà máy cao hơn lên 26% từ mức 20% trong năm 2021 và đẩy mạnh doanh số từ thịt chế biến – sản phẩm có biên lãi gộp tốt.
- MHT	1,186	N/A	1,715	45%	✓ Biên lãi gộp cải thiện ~16-17% nhờ đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao và hưởng lợi từ giá vonfram tăng mạnh
- WCM	(506)	N/A	1,577	N/A	✓ Biên lãi gộp và chi phí hoạt động cải thiện qua từng năm nhờ đàm phán thành công với nhà cung cấp và thử nghiệm thành công chuỗi siêu thị với mô hình kinh doanh mới.
- Phúc Long & Reddi			170		✓ Ước tính biên lãi gộp 40-50%
- Công ty liên kết	3,083	30%	3,560	15%	
<b>Lãi/lỗ tài chính</b>	<b>1,093</b>		<b>(3,436)</b>		✓ Chi phí lãi vay cao do Tập đoàn tăng các khoản vay để tăng tỷ lệ sở hữu tại The CrownX từ 70% lên 81.7% và tăng sở hữu tại WCM.
<b>LNST của các mảng kinh doanh cốt lõi</b>	<b>3,805</b>	<b>189%</b>	<b>7,095</b>	<b>87%</b>	✓ Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng nhanh hơn doanh thu, nhờ vào cải thiện lợi nhuận thương mại tại WCM, biên lợi nhuận ổn định của MCH và lợi nhuận tăng từ MML và MHT

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Chúng tôi điều chỉnh DTT của MSN từ mức 129,101 tỷ đồng xuống còn 104,117 tỷ đồng (loại trừ doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi và điều chỉnh giảm doanh thu WCM do Tập đoàn có thể tập trung mở mới Winmart+ trong 2022 và số lượng hóa đơn ở mỗi siêu thị có thể tăng giảm khi kênh truyền thống được mở lại sau giãn cách xã hội). Bên cạnh đó, MSN tiếp tục kiểm soát chi phí hiệu quả và khoản nợ ròng hạn của Tập đoàn cũng giảm đáng kể nhờ những cải tiến trong quản lý hàng tồn kho của MHT và số ngày phải trả nhà cung cấp của WCM. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh mức nợ ròng trong 2022 xuống còn 35,508 tỷ đồng, giảm 25% so với dự phóng trước đây. Lợi nhuận sau thuế của các mảng kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn ước tính đạt 7,095 tỷ đồng (+87%YoY). Bằng phương pháp SOTP, chúng tôi ước tính tổng giá trị vốn hóa của Tập đoàn từ mức 228,197 tỷ đồng lên 233,488 tỷ đồng, tương ứng với giá trị mỗi cổ phần sẽ vào khoảng **197,800 đồng/cổ phiếu** (+23% mức giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

### Phương pháp SOTP

	Phương pháp định giá	EV (tỷ đồng)	Lợi ích kinh tế	Giá trị đóng góp vào MSN
MCH	EV/EBITDA (~20x)	159,027	70%	111,319
MHT	DCF	31,539	86.4%	30,421
MML	DCF	26,954	87.90%	25,769
TCB	P/B (~2x)	232,800	21.5%	50,052
WCM	P/S (~1.5x)	60,918	68.6%	41,790
Phúc Long	EV/EBITDA (~9x)	7,758	51%	3,957
Reddi	P/S (~7x)	4,620	70%	3,234
Các khoản đầu tư dài hạn khác				2,454
Nợ ròng 2022E				(35,508)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)				233,488
Số lượng cổ phiếu (triệu)				1,180,534,692
<b>Giá hợp lý</b>				<b>197,800</b>

## Sơ lược công ty

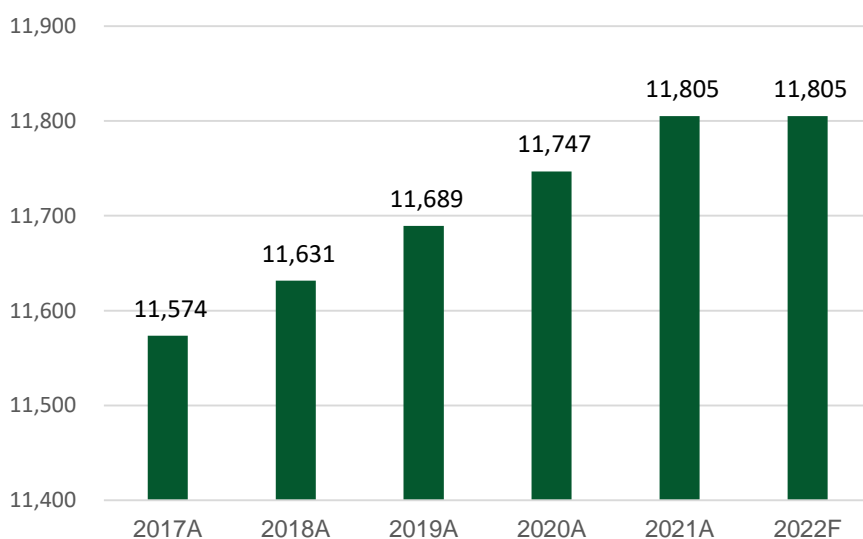
Masan là một trong những tập đoàn kinh doanh hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu những danh mục đầu tư và những ngành nghề kinh doanh thuộc loại đứng đầu về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Hoạt động chính của Công ty là xây dựng phát triển các ngành kinh doanh mà Công ty đã đầu tư, bao gồm việc tuyển dụng đội ngũ quản lý nội địa có kinh nghiệm, hiểu biết về những tập tục, thông lệ quốc tế để quản lý các công ty nằm trong danh mục đầu tư. Ngoài ra, Công ty cũng chủ động tìm kiếm, đánh giá các cơ hội mở rộng kinh doanh nhằm củng cố danh mục đầu tư và tăng nguồn vốn hỗ trợ cho hoạt động đầu tư của mình.

**MASAN**  
GROUP



Hiện tại, công ty đang sở hữu gián tiếp 72.7% cổ phần tại Masan Cosumer Holding (MCH) – đây là công ty đứng đầu trong lĩnh vực hàng tiêu dùng, nhất là sản phẩm hàng nước mắm, nước tương và tương ớt. Bên cạnh đó, công ty cũng sở hữu gián tiếp 86% *Masan High-Tech Materials (MHT)* – nhà cung cấp vonfram, bismut và florit lớn thứ 2 thế giới, sau Trung Quốc. Công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực chăn nuôi và chế biến thịt lợn, sản xuất thực phẩm chăn nuôi thông qua sở hữu gián tiếp CTCP Masan MEAT Life (87.9%). Vào cuối 2019, MSN đã hợp nhất với VCM và sở hữu gián tiếp 71.3%.

## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: MSN, PHFM tổng hợp

**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>
Doanh thu thuần	38,188	37,354	77,218	88,629	104,117
Giá vốn hàng bán	(26,306)	(26,413)	(59,329)	(66,494)	(74,793)
Lợi nhuận gộp	11,881	10,941	17,889	22,135	29,324
Chi phí bán hàng	(4,314)	(3,995)	(13,166)	(11,786)	(14,460)
Chi phí QLDN	(2,015)	(2,103)	(3,041)	(4,065)	(5,206)
Lợi nhuận từ HĐKD	5,552	4,843	1,682	6,283	9,658
Lợi nhuận tài chính	(1,189)	(1,012)	(3,126)	1,093	(3,436)
Chi phí lãi vay	(2,668)	(1,866)	(3,770)	(4,669)	(4,398)
Lợi nhuận trước thuế	6,244	7,105	2,325	11,489	11,211
Lợi nhuận sau thuế	5,622	6,365	1,395	10,101	8,969
LNST của cổ đông Công ty mẹ	4,916	5,558	1,234	8,563	8,166
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>12,500</b>	<b>24,262</b>	<b>29,761</b>	<b>43,630</b>	<b>45,029</b>
Tiền và tương đương tiền	4,586	6,801	7,721	22,305	20,823
Đầu tư tài chính ngắn hạn	376	784	447	333	603
Phải thu ngắn hạn	2,413	5,418	7,051	6,634	7,888
Hàng tồn kho	4,333	9,622	12,498	12,813	13,151
Tài sản ngắn hạn khác	792	1,637	2,043	1,545	2,563
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>52,079</b>	<b>73,035</b>	<b>85,954</b>	<b>82,463</b>	<b>90,653</b>
Phải thu dài hạn	1,377	1,600	1,592	1,878	2,082
Tài sản cố định	29,204	40,792	49,560	42,654	43,916
Bất động sản đầu tư	-	-	15	810	806
Chi phí xây dựng dở dang	2,171	3,279	2,275	2,022	2,022
Đầu tư tài chính dài hạn	15,348	17,506	20,353	24,539	26,993
Tài sản dài hạn khác	3,459	5,874	8,328	7,203	11,380
Lợi thế thương mại	520	3,985	3,832	3,357	3,454
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>64,579</b>	<b>97,297</b>	<b>115,737</b>	<b>126,093</b>	<b>135,682</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>30,499</b>	<b>45,409</b>	<b>90,706</b>	<b>83,757</b>	<b>85,037</b>
Nợ ngắn hạn	15,796	30,492	38,875	34,548	37,441
Nợ dài hạn	14,703	14,917	51,832	49,209	47,595
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>34,080</b>	<b>51,888</b>	<b>25,030</b>	<b>42,337</b>	<b>50,646</b>
Vốn góp	11,631	11,689	11,747	11,805	11,805
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>64,579</b>	<b>97,297</b>	<b>115,737</b>	<b>126,093</b>	<b>135,682</b>



Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	4,391	5,104	1,351	1,144	6,013
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(3,867)	(6,011)	(33,757)	6,346	(3,962)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(3,357)	3,117	33,331	7,096	(3,532)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(2,832)	2,210	925	14,586	(1,481)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	7,417	4,586	6,801	7,721	22,305
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	4,586	6,801	7,721	22,305	20,823
Chỉ số tài chính (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
Tăng trưởng					
Doanh thu	1.5%	-2.2%	106.7%	15%	17%
Lợi nhuận sau thuế	55.8%	13.2%	-78.1%	624.1%	-11.2%
Tổng tài sản	1.7%	50.7%	19.0%	8.9%	7.6%
Tổng vốn chủ sở hữu	69%	52%	-52%	69%	20%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	31.1%	29.3%	23.2%	25.0%	28.2%
Tỷ suất EBIT	14.5%	13.0%	2.2%	7.1%	9.3%
Tỷ suất lãi ròng	14.7%	17.0%	1.8%	11.4%	8.6%
ROA	8.7%	6.5%	1.2%	8.0%	6.6%
ROE	16.5%	12.3%	5.6%	23.9%	17.7%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	14.4	12.0	9.6	8.1	8.3
Số ngày tồn kho	60.1	132.1	59.4	52.6	46.3
Số ngày phải trả	36.5	64.0	41.5	43.2	36.3
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.79	0.80	0.77	1.26	1.20
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.52	0.48	0.44	0.89	0.85
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.47	0.47	0.78	0.67	0.63
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.89	0.88	3.62	1.98	1.68
Vay ngắn hạn/VCSH	0.27	0.35	0.90	0.44	0.34
Vay dài hạn/VCSH	0.37	0.23	1.58	0.93	0.77

Nguồn: PHFM

## **Đảm bảo phân tích**

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## **Định nghĩa xếp loại**

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## **Miễn trách**

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### **© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).**

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 08 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### **PGD Phú Mỹ Hưng**

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### **Chi nhánh Quận 3**

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### **Chi nhánh Thanh Xuân**

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

### **Chi nhánh Tân Bình**

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### **Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

### **Chi nhánh Hải Phòng**

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

### **Chi nhánh Quận 1**

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912