

**MUA [+26%]**

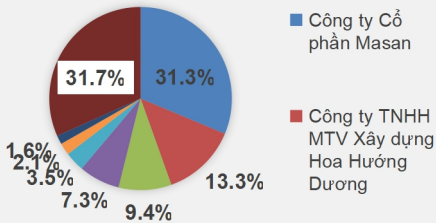
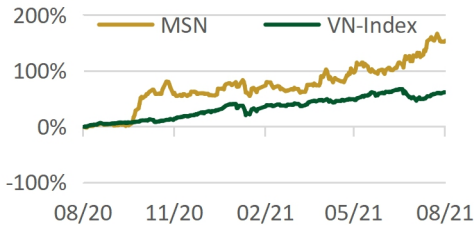
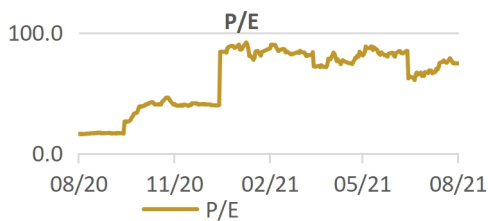
Ngày cập nhật: 19/08/2021

Giá hợp lý	171,800 VNĐ
Giá hiện tại	136,300 VNĐ

**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)	413.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	157,601
KLGD TB 3 tháng	1,715,947
Sở hữu nước ngoài	33.47%
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

**“Cải tổ” hiệu quả Vincommerce**

**Cập nhật KQKD 1H2021:** MSN ghi nhận doanh thu trong 1H2021 đạt 41,196 tỷ đồng (+16.4%YoY), hoàn thành 44.7% kế hoạch doanh thu, được thúc đẩy bởi i) tăng trưởng hai chữ số ở mảng kinh doanh thịt mát và hàng tiêu dùng có thương hiệu và ii) hợp nhất các mảng kinh doanh mới sáp nhập. Lợi nhuận thuần phân bổ cho cổ đông của Masan đạt 979 tỷ đồng, tăng 8.4 lần so với 1H2020 nhờ (1) VCM cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ; (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 thực ăn chăn nuôi và duy trì biên EBITDA ở mức 9%. 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 VCM.

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Masan Consumer Holding - nhu cầu tiêu dùng tăng mạnh trong Q3:** Chúng tôi ước tính doanh thu thuần MCH tăng ~40% trong Q3/2021 hưởng lợi từ tăng nhu cầu tiêu dùng tại nhà đối với thực phẩm tiện lợi, gia vị và thịt chế biến. Biên lãi gộp ước tính ở mức ~40%, thấp hơn mức 42.9% do giá cả hàng hóa đầu vào tăng mạnh. MCH vẫn được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của MSN với mức tăng trưởng hơn 20% trong 2022 nhờ vào các phát kiến mới và chiến lược cao cấp hóa danh mục.

**Masan MEAT Life – tăng tốc phát triển mảng thịt mát:** Masan đặt mục tiêu nâng công suất các nhà máy chế biến thịt lên 25%-30% trong Q4/2021 so với hiện tại là 11%. Ước tính doanh thu từ thịt mát sẽ đạt ~220 triệu USD trong năm 2021. Bên cạnh đó, mảng thực ăn chăn nuôi tăng trưởng trở lại nhờ quá trình tái đàn vẫn đang diễn ra ổn định. MML có thể đạt ~30% doanh thu trong 2022 nhờ khả năng thâm nhập thị trường sâu hơn của mảng thịt mát.

**Đẩy mạnh “cải tổ” Vincommerce:** Doanh thu VCM giảm 8.5%YoY do số lượng điểm bán giảm và ảnh hưởng tiêu cực từ Covid-19 đến hệ thống siêu thị Vinmart. Tuy nhiên, biên EBITDA dương trong 3 quý liên tiếp, đạt 2.1% trong 1H2021 nhờ cải thiện biên lợi nhuận thương mại, tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng và cải thiện hiệu quả chuỗi cung ứng. Ngoài ra, VCM cũng tăng tốc đẩy mạnh hợp tác với Lazada để thúc đẩy nhu yếu phẩm trở thành mặt hàng được mua sắm với tần suất hàng ngày trên kênh online.

**Masan Resource - trở thành nhà chế biến vật liệu công nghiệp cận sâu:** Với việc sáp nhập mảng kinh doanh vonfram của HCS, các sản phẩm chế biến sâu như hóa chất vonfram và vonfram cacbua có vai trò quan trọng trong các tiến bộ công nghệ mới nhất trên thế giới, hiện chiếm 68% doanh thu. MHT tiếp tục đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm có giá trị cao trong năm 2022, ước tính doanh thu tăng 40%YoY.

**Định giá & khuyến nghị:** Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của MSN trong 2022 lần lượt đạt 122,051 tỷ đồng (+32%YoY) và 7,375 tỷ đồng (+141%YoY) nhờ 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, VCM và công ty liên kết Techcombank, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của MSN khoảng 171,800 đồng/ cổ phiếu, từ đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

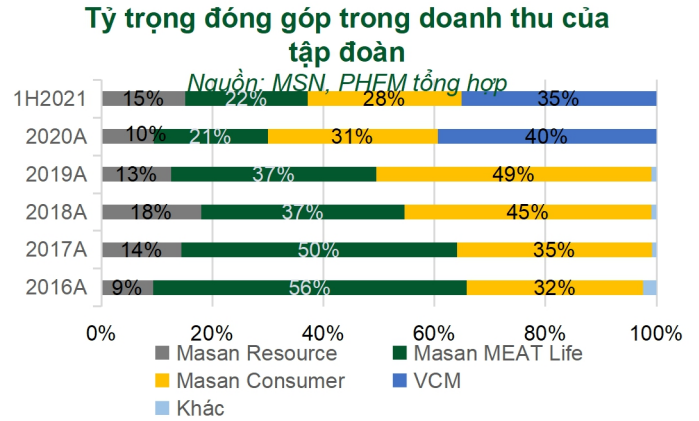
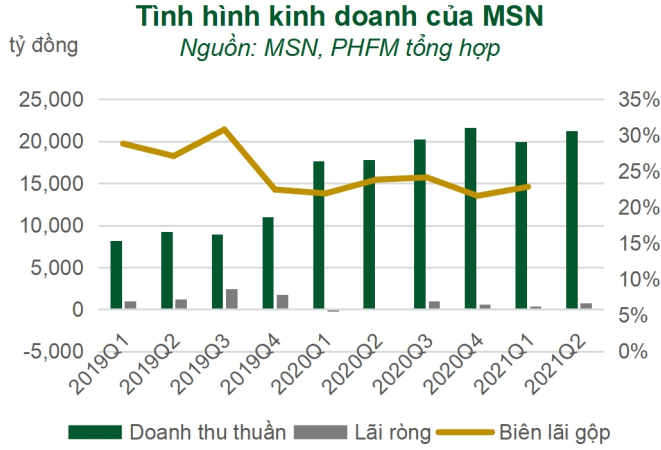
**Rủi ro:** (1) Cạnh tranh khốc liệt trong ngành bán lẻ; (2) Dịch bệnh trong chăn nuôi; (3) Rủi ro biến động giá khoáng sản toàn cầu; (4) Dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp; (5) Rủi ro chu kỳ hệ thống ngân hàng.

Chỉ số tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	37,621	38,188	37,354	77,218	92,553	122,051
LNST (tỷ VND)	3,608	5,622	6,365	1,395	3,056	7,375
EPS (VND)	2,727	4,561	4,754	1,056	2,383	6,059
Tăng trưởng EPS (%)	11%	67%	4%	-78%	126%	154%
Giá trị sổ sách (VND)	13,040	27,355	36,597	13,634	15,728	20,833
P/E	18.54	19.29	16.69	79.10	43.78	28.35

P/B	3.88	3.22	2.17	6.12	6.63	8.25
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	15%	45%	45%	45%	45%

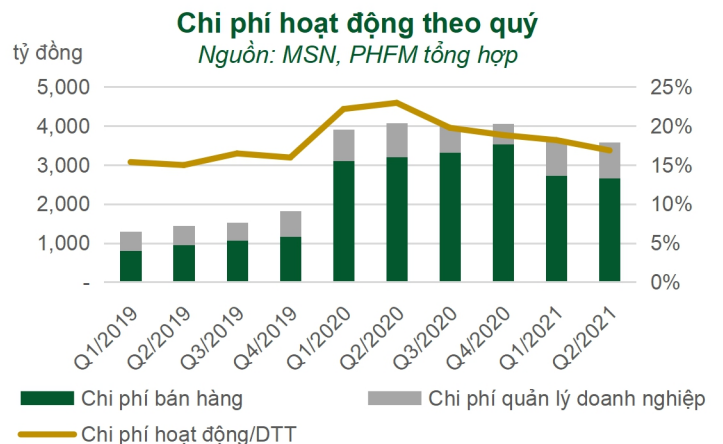
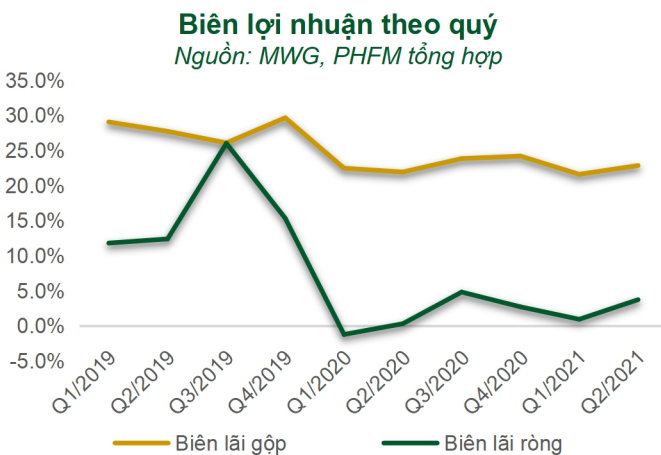
## Tình hình kinh doanh của MSN trong 1H2021

### (1) Doanh thu tăng nhờ M&A, những phát kiến mới



### trong phân khúc hàng tiêu dùng và thịt mát

Trong 1H2021, Doanh thu thuần của tập đoàn Masan (MSN) tăng 16.4%YoY lên mức 41,196 tỷ đồng; được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng vượt trội của MCH, MML và MHT; bù đắp cho sự sụt giảm của VCM do số lượng điểm bán giảm và chịu ảnh hưởng tiêu cực của Covid-19 đến hệ thống siêu thị Vinmart. Trong đó, MHT mang lại cho MSN khoảng doanh thu 6,107 tỷ đồng (+137.6%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 15% tổng doanh thu của Tập đoàn nhưng đã tạo ra 61% tổng tăng trưởng trong 1H2021. 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 của Masan trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát mạnh vào cuối quý 2 đã giúp doanh thu MCH tăng trưởng 12%YoY lên 11,476 tỷ đồng, đóng góp 28% vào tổng doanh thu. Mảng kinh doanh thịt tích hợp và thức ăn chăn nuôi tăng trưởng ấn tượng cũng giúp doanh thu MML tăng 42.1%YoY.



### (2) Lợi nhuận được cải thiện nhờ “cải tổ” hiệu quả nền tảng bán lẻ.

Trong 1H2021, lãi gộp của MSN đạt 9,161 tỷ đồng (+ 16.6%YoY). Biên lãi gộp ở mức 22%, đi ngang so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, biên lãi gộp của MML sụt giảm mạnh, chỉ đạt 12.8% do nguyên liệu đầu vào mảng thức ăn chăn nuôi tăng mạnh. MCH cũng có biên lãi gộp thấp hơn so với cùng kỳ do tác động từ việc hợp nhất với NET trong khâu chăm sóc gia đình và giá đầu vào nguyên liệu tăng cao của mảng thực phẩm tiện lợi.

Masan Group tăng trưởng EBITDA 84.1%YoY. Biên EBITDA của Masan Group trong 1H2021 đạt 16.7%, cao hơn so với mức 10.6% của 1H2020. Trong đó, biên EBITDA của VinCommerce (“VCM”) cải thiện đạt mức 2.1% từ mức 0.2% của Q4/2020. Ngoài ra, biên EBITDA của MCH và cũng duy trì ổn định so với năm ngoái.

Lợi nhuận thuần phân bổ cho cổ đông của Masan đạt 979 tỷ đồng nhờ các yếu tố sau: (1) VCM cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ, biên lãi gộp và biên EBITDA lần lượt tăng 2.9 điểm phần trăm và 8.5 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 thức ăn chăn nuôi và duy trì biên EBITDA ở mức 9%. 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 VCM.

(tỷ đồng)	1H2020	1H2021	YoY	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	35,404	41,196	16.4%	
- MCH	10,275	11,476	11.7%	Các phát kiến mới và chiến lược cao cấp hóa là động lực dẫn dắt tăng trưởng của MCH. 16 phát kiến mới được ra mắt đóng góp tăng trưởng 32%. Tất cả các ngành hàng chính của MCH đều tăng trưởng dương trong 1H2021. Nhất là ngành thực phẩm tiện lợi bắt đầu ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số trong quý 2 bởi nhu cầu cao hơn từ người tiêu dùng gia tăng dữ trữ thực phẩm trong bối cảnh dịch Covid-19; và ngành đồ uống phục hồi mạnh với tăng trưởng 16.8%.
- MML	7,202	10,232	42.1%	Tăng trưởng doanh thu chủ yếu nhờ mảng thịt tích hợp (thịt heo) tăng trưởng 36.3%, thức ăn chăn nuôi tăng trưởng 32.8% và đóng góp 630 tỷ đồng từ 3F Việt (thịt gà).
- MHT	2,570	6,107	137.6%	Động lực thúc đẩy tăng trưởng đến từ nhu cầu mua sắm vật liệu công nghiệp công nghệ cao hồi phục sau một thời gian bị gián đoạn bởi dịch Covid-19, giá hàng hóa cao hơn và tác động từ việc hợp nhất H. C. Starck (“HCS”)
- VCM	15,813	14,468	-8.5%	Doanh thu thuần giảm 8.5% do số lượng điểm bán ít năm trước và tác động của đại dịch Covid-19 đến hệ thống siêu thị VinMart. Doanh thu/m <sup>2</sup> /tháng của Vinmart+ tăng 12.3% trong khi Vinmart lại giảm 14.2%, động lực tăng trưởng Vinmart đến từ danh mục sản phẩm tập trung vào hàng tươi sống, thay đổi mô hình bày trí cửa hàng
<b>EBITDA</b>	3,744	6,891	84.1%	
- MCH	2,320	2,557	10.2%	Biên lãi gộp đạt 39.6%, giảm nhẹ so với mức 40% của 1H2020. 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 22%.
- MML	769	920	19.6%	Biên lợi nhuận gộp ở mức 12.8%, giảm 3.8 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 mang lại biên lợi nhuận gộp trên 24% nhờ sự hiệp lực mạnh mẽ hơn từ mảng thịt tích hợp, cùng với mở rộng quy mô và chất lượng heo đầu vào tốt hơn.
- MHT	639	1,194	86.9%	EBITDA tăng 86.9% chủ yếu do tác động từ việc hợp nhất với HCS và sản lượng bán của vonfram tăng, tác động tích cực từ bismuth. Ngoài ra, đơn giá đầu vào của vonfram và florit tại mỏ thấp hơn 6% và 14% so với nửa đầu năm 2020.
- VCM	(1,014)	298		Biên EBITDA dương trong 3 quý liên tiếp nhờ (1) Hoàn tất đàm phán với các nhà cung cấp giúp lợi nhuận thương mại cải thiện 2.4% trong nửa đầu năm 2021; (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.

(tỷ đồng)	2H2021F	%YoY	2022F	%YoY	Điểm nhấn đầu tư
<b>Doanh thu</b>	<b>51,357</b>	<b>20%</b>	<b>122,051</b>	<b>32%</b>	
- <b>MCH</b>	17,410	27%	35,063	21%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ước tính tăng trưởng vượt bậc ~27% trong 2H2021 nhờ nhu cầu tích trữ hàng hóa thiết yếu tăng mạnh trong Q3/2021 trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát và lan rộng, doanh thu Q4 sẽ "hạ nhiệt" so với Q3 nhưng tăng trưởng vẫn được thúc đẩy bởi mặt hàng thiết yếu.</li> <li>✓ MCH vẫn được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của MSN trong 2022 với mức tăng trưởng 21% nhờ vào các phát kiến mới và chiến lược cao cấp hóa danh mục</li> </ul>
- <b>MML</b>	9,917	11%	26,193	30%	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Gia tăng doanh thu thịt mát do nâng công suất các nhà máy chế biến thịt lên 25%-30% trong Q4. Màng thức ăn chăn nuôi có sự sụt giảm nhẹ (~9-10%) so với 1H2021 do dịch bệnh khiến quá trình tái đàn và chăn nuôi thủy hải sản gặp khó khăn.</li> <li>✓ MML có thể đạt ~30% doanh thu trong 2022 nhờ khả năng thâm nhập thị trường sâu hơn của màng thức ăn và sự hồi</li> </ul>
<b>Đóng góp từ TCB</b>	1,132	1,953	72.5%		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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 71.2% nhờ chiến lược dịch vụ tài chính đặt người tiêu dùng làm trọng tâm. CASA (tiền gửi không kỳ hạn) hiện chiếm 46.1% cơ cấu nguồn vốn, giúp mang lại biên độ lãi ròng (NIM) 5.6%</li> </ul>
<b>Lãi/lỗ tài chính</b>	(764)	(2,317)	2033%		
<b>LNTT</b>	(162)	1,396			
<b>LNST</b>	117	979	736.8%		

### (3) Đòn bẩy tài chính của Tập đoàn vẫn ở mức cao

Cuối 1H2021, tổng nợ hợp nhất của MSN là 61,119 tỷ đồng trong khi số dư tiền và các khoản tương đương tiền chỉ chiếm 1/5, đạt 11,982 tỷ đồng. Nếu loại trừ đóng góp EBITDA và nợ của VCM, tỷ lệ Nợ ròng / EBITDA hợp nhất của Công ty đạt 3.7 lần vào nửa đầu năm 2021, cải thiện nhẹ ở mức 0.9 lần do EBITDA trong 12 tháng gần nhất (EBITDA LTM) tăng 22%YoY lên 13,415 đồng. Ban lãnh đạo MSN cho biết với EBITDA dự kiến tăng 60% so với năm 2020 và không có sự thay đổi nào về tỷ lệ tiền mặt/nợ so với hiện tại, tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA của Masan dự kiến dưới 3.5 lần vào cuối năm 2021 như mục tiêu đã đề ra. Dòng tiền hoạt động kinh doanh của Tập đoàn tại thời điểm 30/06/2021 đạt 2,596 tỷ đồng, cải thiện vượt trội so với mức 232 tỷ của 2020. Chúng tôi nhận định rằng dòng tiền của MSN vẫn đủ chi trả lãi vay và nợ gốc đến hạn. Kỳ vọng MSN sẽ giảm đòn bẩy tài chính từ mức 3.7 xuống còn ~2.5 trong khoảng từ 2-3 năm tới khi nền tảng bán lẻ đi vào hoạt động ổn định.

### Dự báo kết quả kinh doanh 2H2021 và 2022:

**Kỳ vọng doanh thu đều tăng trưởng ở các mảng kinh doanh cốt lõi:** Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của MSN đến từ mọi mảng kinh doanh trong năm 2021 và 2022. Tổng doanh thu ước tính đạt 92,553 tỷ đồng (+20%YoY), tương đương với dự phóng của MSN là 92,000 tỷ đồng trong 2021. 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 VCM. Tuy nhiên, đại dịch Covid-19 vẫn chưa được kiểm soát triệt để cũng ảnh hưởng tiêu cực đến sự tăng trưởng doanh thu của MSN khi kết quả kinh doanh chuỗi siêu thị Vinmart sụt giảm mạnh và Tập đoàn vẫn chưa thể triển khai tăng tốc mở cửa hàng mới tại TP HCM và Hà Nội. 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 VCM có thể được triển khai trên diện rộng, đây là động lực tăng trưởng doanh thu trong 2022. Ước tính doanh thu tăng trưởng ~32%YoY.

**Lợi nhuận cải thiện vượt trội nhờ "cải tổ" hiệu quả VCM:** Chúng tôi dự phóng biên EBITDA của VCM có thể cải thiện lên ~4% trong 2022 nhờ "cải tổ" hiệu quả VCM thông qua (1) Hoàn tất đàm phán với các nhà cung cấp chiến lược; (2) Triển khai thành công mô hình siêu thị và cửa hàng tiện lợi tại khu vực Hà Nội và HCM nhằm kiểm soát chi phí hiệu quả và đạt được lợi nhuận bền vững; và (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.



						phục của mảng thức ăn chăn nuôi.
- MHT	5,032	5%	15,595	40%		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Kỳ vọng tăng giá vonfram tiếp tục tăng trong 2H2021 và 2022 do nhu cầu cao hơn và lượng đặt hàng tăng.</li> <li>✓ MHT tập trung sản xuất các sản phẩm chế biến sâu như hóa chất vonfram và vonfram cacbua – sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn, hướng đến mục tiêu dài hạn trở thành nhà chế biến vật liệu công nghiệp cận sâu ở quy mô toàn cầu.</li> </ul>
- VCM	18,997	18%	45,200	40%		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Tăng trưởng doanh thu 2H2021 chủ yếu đến từ tăng trưởng Vinmart+ (ước tính ~59%YoY) nhờ tập trung phát triển danh mục hàng hóa (nhất là sản phẩm tươi sống), mô hình tích hợp với Phúc Long và mở cửa hàng mới.</li> <li>✓ Kỳ vọng VCM tăng trưởng ~40% trong 2022 nhờ đẩy mạnh mở rộng cửa hàng trong chuỗi Vinmart và Vinmart+ theo mô hình kinh doanh mới, gia tăng bán hàng online qua Lazada và triển khai mô hình tích hợp với Phúc Long trên diện rộng.</li> </ul>
<b>EBIT</b>	<b>2,922</b>	<b>1%</b>	<b>8,544</b>	<b>38%</b>		
- MCH	2,849	-2%	6,841	23%		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Biên lãi gộp trong 2H2021 có thể duy trì mức ~39.3%, sụt giảm nhẹ so với 1H2021 do gia tăng tỷ trọng doanh thu các danh mục có biên lãi gộp thấp hơn như thực phẩm tiện lợi, thịt chế biến. Bước sang 2022, chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp MCH cải thiện ở mức 40.4% nhờ danh mục sản phẩm có biên lãi gộp cao như đồ uống, gia vị phục hồi sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát tốt.</li> </ul>
- MML	916	29%	1,990	42%		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Biên lãi gộp trong 2H2021 kỳ vọng ~17%% nhờ gia tăng doanh thu của mảng thịt mát và “hạ nhiệt” của nguyên vật liệu đầu vào của mảng thức ăn chăn nuôi từ đầu Q3. Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp MML duy trì ở mức 17-18% năm 2022, được thúc đẩy từ tăng trưởng kinh doanh thịt mát.</li> </ul>
- MHT	158	N/A	547	34%		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Biên lãi gộp cải thiện ~11%-12% nhờ đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao.</li> </ul>
- VCM	(1,000)	N/A	(834)	N/A		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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.</li> </ul>
<b>LN từ công ty khiên kết</b>	<b>1,731</b>	<b>15%</b>	<b>4,272</b>	<b>15%</b>		
<b>Lãi/lỗ tài chính</b>	<b>(1,754)</b>		<b>(3,250)</b>			<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Chi phí lãi vay cao hơn do Tập đoàn tăng các khoản vay để tăng tỷ lệ sở hữu tại The CrownX từ 70% lên 85% và tăng sở hữu tại VCM.</li> </ul>
<b>LNST</b>	<b>2,078</b>	<b>33%</b>	<b>7,375</b>	<b>141%</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng nhanh hơn doanh thu, nhờ vào cải thiện lợi nhuận thương mại tại VCM, biên lợi nhuận ổn định của MCH và lợi nhuận tăng từ MML và MHT</li> </ul>

## Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Chúng tôi kỳ vọng rằng MSN sẽ đạt được mức tăng trưởng vượt trội trong năm 2022 sau khi đại dịch Covid-19 được kiểm soát triệt để. Bằng phương pháp SOTP, chúng tôi nâng tổng giá trị vốn hóa của Tập đoàn từ 122,726 tỷ đồng lên 202,477 tỷ đồng, tương ứng với giá trị mỗi cổ phần sẽ vào khoảng **171,800 đồng/ cổ phiếu** (+29% 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)	156,844	72.7%	114,025
MHT	DCF	41,855	86%	36,162
MML	EV/EBITDA (~12x)	31,090	87.90%	27,328
TCB	P/B (~1.2x)	154,463	20%	30,893
VCM	P/S (~1.5x)	67,800	71.3%	48,342
Các khoản đầu tư dài hạn khác				2,341
Nợ ròng 2022E				(56,272)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)				202,477
Số lượng cổ phiếu (triệu)				1,180,534,692
<b>Giá hợp lý</b>				<b>171,800</b>

## Sơ lược công ty

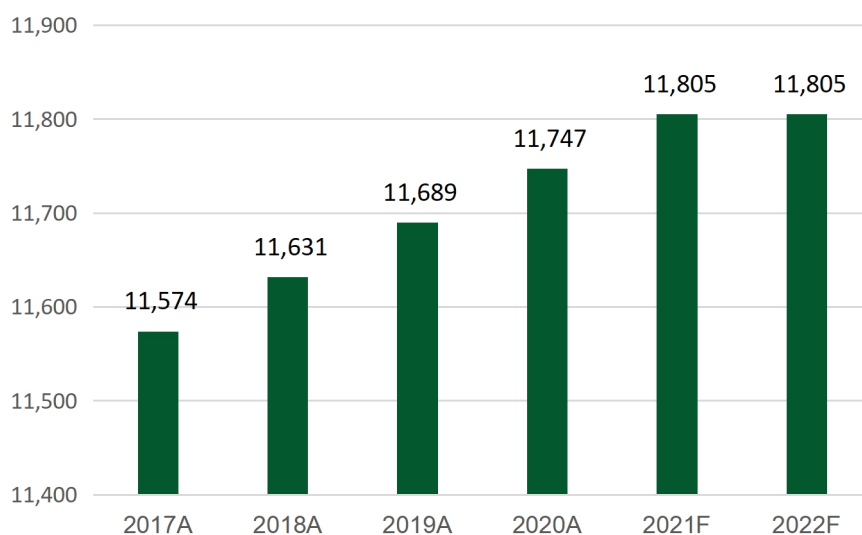
Masan là một trong những tập đoàn kinh doanh hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu những danh mục đầu tư và những ngành nghề kinh doanh thuộc loại đứng đầu về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Hoạt động chính của Công ty là xây dựng phát triển các ngành kinh doanh mà Công ty đã đầu tư, bao gồm việc 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.

**M A S A N**  
G R O U P



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>2021E</b>	<b>2022E</b>
Doanh thu thuần	38,188	37,354	77,218	92,553	122,051
Giá vốn hàng bán	(26,306)	(26,413)	(59,329)	(70,167)	(91,538)
Lợi nhuận gộp	11,881	10,941	17,889	22,386	30,513
Chi phí bán hàng	(4,314)	(3,995)	(13,166)	(14,808)	(17,087)
Chi phí QLDN	(2,015)	(2,103)	(3,041)	(3,998)	(4,882)
Lợi nhuận từ HĐKD	5,552	4,843	1,682	3,580	8,544
Lợi nhuận tài chính	(1,189)	(1,012)	(3,126)	(4,073)	(3,250)
Chi phí lãi vay	(2,668)	(1,866)	(3,770)	(4,806)	(5,907)
Lợi nhuận trước thuế	6,244	7,105	2,325	3,822	10,535
Lợi nhuận sau thuế	5,622	6,365	1,395	3,056	7,375
LNST của cổ đông Công ty mẹ	4,916	5,558	1,234	2,785	7,083
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>12,500</b>	<b>24,262</b>	<b>29,761</b>	<b>34,616</b>	<b>43,788</b>
Tiền và tương đương tiền	4,586	6,801	7,721	11,106	14,645
Đầu tư tài chính ngắn hạn	376	784	447	536	707
Phải thu ngắn hạn	2,413	5,418	7,051	8,452	10,453
Hàng tồn kho	4,333	9,622	12,498	12,525	14,978
Tài sản ngắn hạn khác	792	1,637	2,043	1,998	3,004
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>52,079</b>	<b>73,035</b>	<b>85,954</b>	<b>86,527</b>	<b>92,339</b>
Phải thu dài hạn	1,377	1,600	1,592	1,851	2,441
Tài sản cố định	29,204	40,792	49,560	48,417	44,216
Bất động sản đầu tư	-	-	15	11	7
Chi phí xây dựng dở dang	2,171	3,279	2,275	2,946	2,946
Đầu tư tài chính dài hạn	15,348	17,506	20,353	23,413	25,754
Tài sản dài hạn khác	3,459	5,874	8,328	6,255	13,341
Lợi thế thương mại	520	3,985	3,832	3,635	3,635
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>64,579</b>	<b>97,297</b>	<b>115,737</b>	<b>121,166</b>	<b>136,149</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>30,499</b>	<b>45,409</b>	<b>90,706</b>	<b>92,690</b>	<b>101,706</b>
Nợ ngắn hạn	15,796	30,492	38,875	40,230	45,092
Nợ dài hạn	14,703	14,917	51,832	52,460	56,614
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>34,080</b>	<b>51,888</b>	<b>25,030</b>	<b>28,475</b>	<b>34,443</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>121,166</b>	<b>136,149</b>



Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	4,391	5,104	1,351	4,096	10,418
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(3,867)	(6,011)	(33,757)	(3,522)	(4,644)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(3,357)	3,117	33,331	2,811	(2,235)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(2,832)	2,210	925	3,384	3,540
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	7,417	4,586	6,801	7,721	11,106
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	4,586	6,801	7,721	11,106	14,645
Chỉ số tài chính (%)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Tăng trưởng					
Doanh thu	1.5%	-2.2%	106.7%	20%	32%
Lợi nhuận sau thuế	55.8%	13.2%	-78.1%	119.2%	141.2%
Tổng tài sản	1.7%	50.7%	19.0%	4.7%	12.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	69%	52%	-52%	14%	21%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	31.1%	29.3%	23.2%	24.2%	25.0%
Tỷ suất EBIT	14.5%	13.0%	2.2%	3.9%	7.0%
Tỷ suất lãi ròng	14.7%	17.0%	1.8%	3.3%	6.0%
ROA	8.7%	6.5%	1.2%	2.5%	5.4%
ROE	16.5%	12.3%	5.6%	10.7%	21.4%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	14.4	12.0	8.3	8.3	7.8
Số ngày tồn kho	60.1	132.1	59.4	49.6	45.0
Số ngày phải trả	36.5	64.0	41.5	37.6	32.2
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.79	0.80	0.77	0.86	0.97
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.52	0.48	0.44	0.55	0.64
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.47	0.47	0.78	0.77	0.75
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.89	0.88	3.62	3.26	2.95
Vay ngắn hạn/VCSH	0.27	0.35	0.90	0.86	0.74
Vay dài hạn/VCSH	0.37	0.23	1.58	1.48	1.32

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

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

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

Fax: (+84-28) 5 413 5472

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

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