

CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (MSN – HoSE)

MSN – KỶ VỌNG TIÊU DÙNG PHỤC HỒI

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:

- Trải qua hơn 28 năm hình thành và phát triển, CTCP Tập đoàn Masan (MSN) hiện đang giữ vị trí dẫn đầu Việt Nam trong ngành bán lẻ, tiêu dùng.
- MSN là một tập đoàn sở hữu hệ sinh thái tiêu dùng bao gồm những mảng kinh doanh chính như sau: The CrownX (gồm Masan Consumer Holding (MCH) tập trung vào các sản phẩm Chăm sóc sức khỏe gia đình, Gia vị & thực phẩm và WinCommerce (WCM) là chuỗi siêu thị và cửa hàng tiện lợi); Masan Meatlife gồm các sản phẩm về thịt chế biến và gà trang trại; Masan Hightech Material – nhà cung cấp vật liệu Vonfram và Phúc Long Heritage phục vụ các sản phẩm trà và café.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- Chiến dịch “Go Global” đã giúp MCH quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng.
- Chuyển đổi thành công mô hình các cửa hàng là động lực chính giúp WCM cải thiện doanh thu & Chương trình hội viên Win giúp kết nối với người tiêu dùng.
- Kỳ vọng phục hồi kinh tế vào năm 2024 sẽ hỗ trợ ngành bán lẻ, tiêu dùng và với vị thế là một doanh nghiệp lớn trong ngành thì MSN chắc chắn được hưởng lợi.
- Kỳ vọng lãi suất giảm và giữ ở mặt bằng thấp sẽ giảm bớt áp lực chi phí lãi vay lên những doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao như MSN.

RỦI RO:

- MSN hiện đang có tỷ trọng đòn bẩy cao trong cơ cấu vốn và khả năng trả lãi vay đang giảm dần trong giai đoạn 5 năm từ 2019 – 2023.

ĐỊNH GIÁ:

- Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá gồm P/E, P/B và FCFF, với trọng số tương đương nhau. Giá trị cổ phiếu MSN được xác định ở mức 98.000 đồng/cổ phần.

Đồ thị giá 52 tuần của MSN



Nguồn: CafeF tổng hợp

Khuyến nghị*	MUA
Giá đóng cửa (13/03/2024):	80.900
Giá mục tiêu*	98.000
Upside	21%
Ngành	Tiêu dùng
Vốn hóa thị trường	115.755 tỷ đồng
Biến động giá 52T	-4,26%
Khối lượng GDBQN	2.024.446
KLCP đang lưu hành	1,43 tỷ cp
Tỷ lệ free-float	~100%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	~30%

* Cập nhật: 13/03/2024

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu	77.218	88.629	76.189	78.252	89.225
LN gộp	17.889	22.135	21.035	22.121	23.789
LN ròng	1.395	10.101	4.754	1.870	3.078
Tổng tài sản	115.737	126.093	141.343	147.383	180.679
Vốn CSH	25.030	42.337	36.637	38.237	44.177
EPS cuối kỳ (VNĐ/CP)	1.050	7.253	2.505	293	1.540
Giá trị sổ sách	13.568	27.793	18.369	18.562	30.872

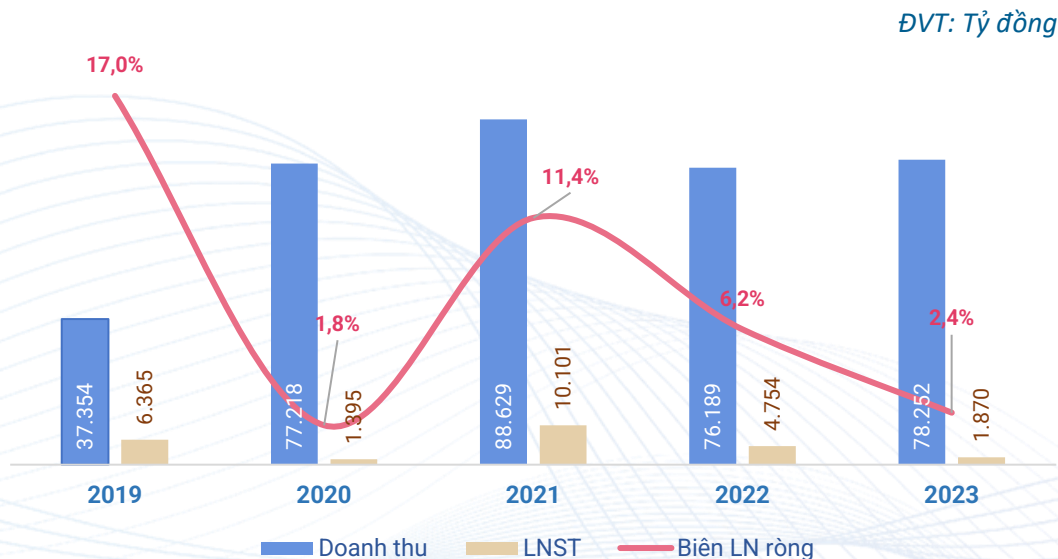
Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023	2024F
% Doanh thu	107%	15%	-14%	3%	14%
% LNST	-78%	624%	-53%	-61%	65%
Tỷ suất LN gộp	23%	25%	28%	28%	27%
ROA	1%	7%	3%	0%	1%
ROE	3%	25%	9%	1%	5%
P/E	135,3	13,1	26,2	242,0	63,6
P/B	10,5	3,4	3,6	3,8	3,2

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

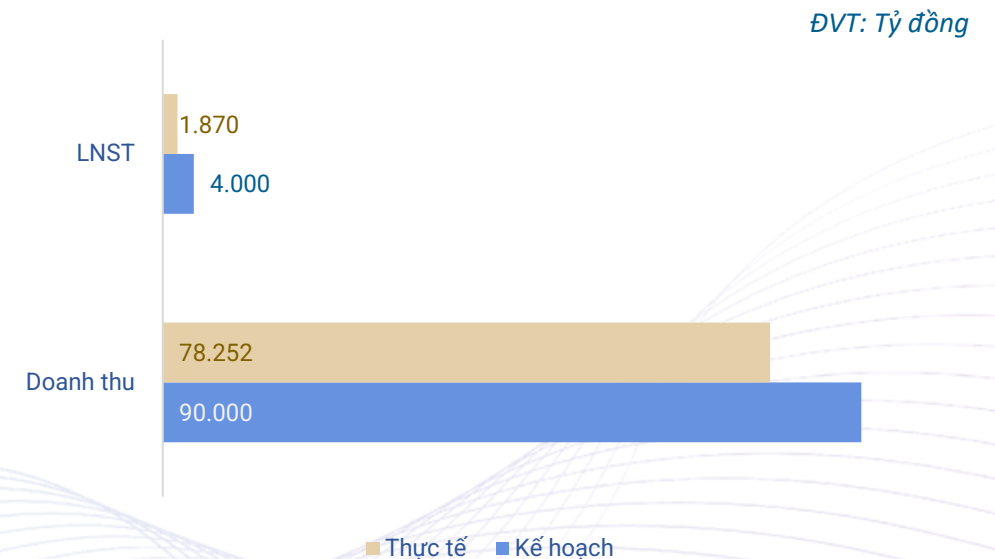
- Năm 2023, doanh thu thuần của công ty đạt 78.252 tỷ đồng, tăng 3% svck và hoàn thành 87% kế hoạch năm. Trái ngược với doanh thu, LNST chỉ đạt 1.870 tỷ đồng, giảm 61% svck, và đạt 67% kế hoạch năm.
- Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận:
 - Trong năm 2022, Tập đoàn có ghi nhận khoản lãi phát sinh một lần liên quan đến việc hợp nhất một công ty con mới. Do đó, mức nền cùng kỳ về lợi nhuận năm 2022 tương đối cao.

- Khoản lợi nhuận từ các công ty liên kết trong năm 2023 thấp hơn 444 tỷ đồng, tương đương 10% so với năm 2022.
- Chi phí bán hàng năm 2023 tăng 1.681 tỷ đồng (~13%) svck do công ty chú trọng vào việc đẩy mạnh doanh số bán hàng.
- Các yếu tố tiêu cực trên được bù trừ một phần bởi tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh tiêu dùng.

BIỂU ĐỒ 1: DOANH THU & LNST GIAI ĐOẠN 2019 – 2023



BIỂU ĐỒ 2: MỨC ĐỘ HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH NĂM 2023



CƠ CẤU DOANH THU & LỢI NHUẬN

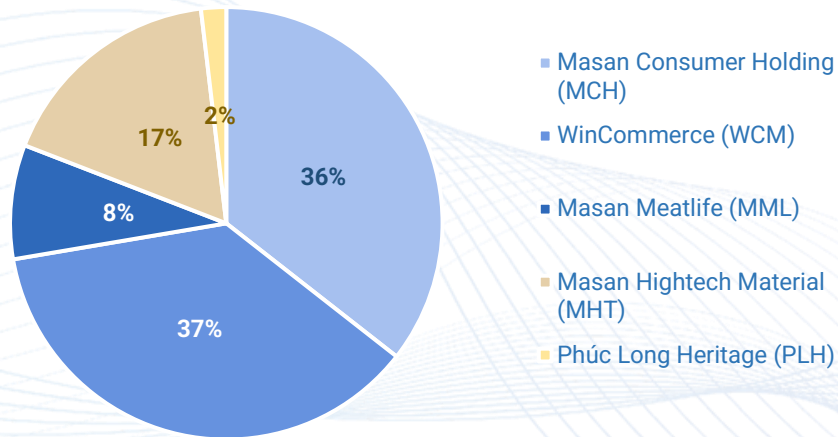
• Cơ cấu doanh thu:

- ✓ Mảng tiêu dùng cốt lõi (bao gồm Masan Consumer Holding (MCH) và WinCommerce (WCM)) vẫn là nhân tố chính đóng góp cho sự tăng trưởng doanh thu của toàn công ty với tỷ trọng lên tới 73%. Năm 2023, the CrownX, hợp nhất MCH và WCM ghi nhận doanh thu 57.684 tỷ đồng, tăng trưởng 2,6% svck bất chấp sự suy yếu của tiêu dùng do suy thoái kinh tế.
- ✓ Kế tiếp phải kể đến Masan Hightech Material (MHT) và Masan Meatlife (MML) với lần lượt là 14.093 và 6.984 tỷ đồng, tương đương với 17% và 8% trong cơ cấu doanh thu.
- ✓ Trong khi đó, Phúc Long Heritage chỉ chiếm tỷ trọng không đáng kể.

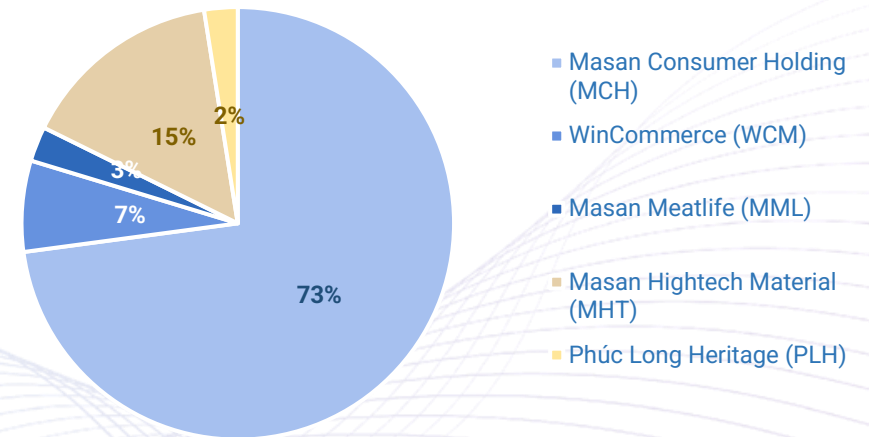
• Cơ cấu lợi nhuận:

- ✓ MCH ghi nhận 7.431 tỷ đồng EBITDA và trở thành cấu phần quan trọng nhất trong cơ cấu lợi nhuận của công ty với tỷ lệ áp đảo lên tới 73%.
- ✓ Mặc dù đóng góp khá nhiều cho doanh thu, nhưng WCM chỉ mới đạt mức hòa vốn EBIT trong Quý 3/2023 nên tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu lợi nhuận chỉ chiếm phần nhỏ với 7%.
- ✓ Tiếp theo là MHT với mức EBITDA đạt 1.550 tỷ đồng, giảm 51,6% svck nhưng vẫn chiếm tới 15% cơ cấu lợi nhuận toàn công ty.
- ✓ MML và PLH là những nhân tố cuối cùng hoàn thiện cơ cấu lợi nhuận với lần lượt là 3% và 2%.

BIỂU ĐỒ 3: CƠ CẤU DOANH THU MSN 2023



BIỂU ĐỒ 4: CƠ CẤU LỢI NHUẬN MSN 2023

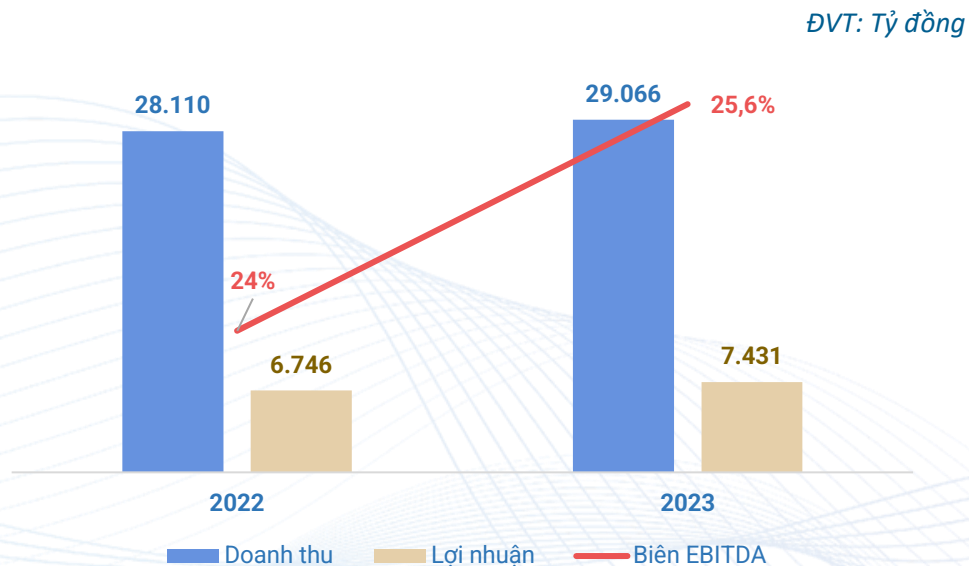


MCH QUAY TRỞ LẠI QUỸ ĐẠO TĂNG TRƯỞNG

- Năm 2023, MCH ghi nhận 29.066 tỷ đồng doanh thu và 7.431 tỷ đồng EBITDA, tăng lần lượt là 3,4% và 10,2% svck, trong khi vẫn duy trì mức hàng tồn kho lành mạnh. Biên lợi nhuận EBITDA cũng được cải thiện từ 24% trong năm 2022 lên tới 25,6% trong năm 2023. Đây là thành quả của việc luân chuyển sản phẩm có biên lợi nhuận cao hợp lý, chiến lược giá củng cố bởi thương hiệu mạnh và vận hành hiệu quả.

- MCH hiện đang đẩy mạnh chiến lược “Go Global - mang thương hiệu Việt Nam ra thế giới”, hướng đến hai mục tiêu quan trọng: (i) năm 2027, đóng góp 15% doanh số đến từ hoạt động kinh doanh quốc tế và (ii) phát triển Chin-su - thương hiệu gia vị hàng đầu Việt Nam, trở thành thương hiệu quốc tế mang gia vị Việt ra thế giới. Doanh thu xuất khẩu tăng lên 1.005 tỷ đồng, tăng 13,6% svck. Đặc biệt, tại thị trường Mỹ, tương ớt Chinsu giữ vị trí top 8 sản phẩm bán chạy nhất trên Amazon.

BIỂU ĐỒ 5: DOANH THU & LỢI NHUẬN CỦA MCH



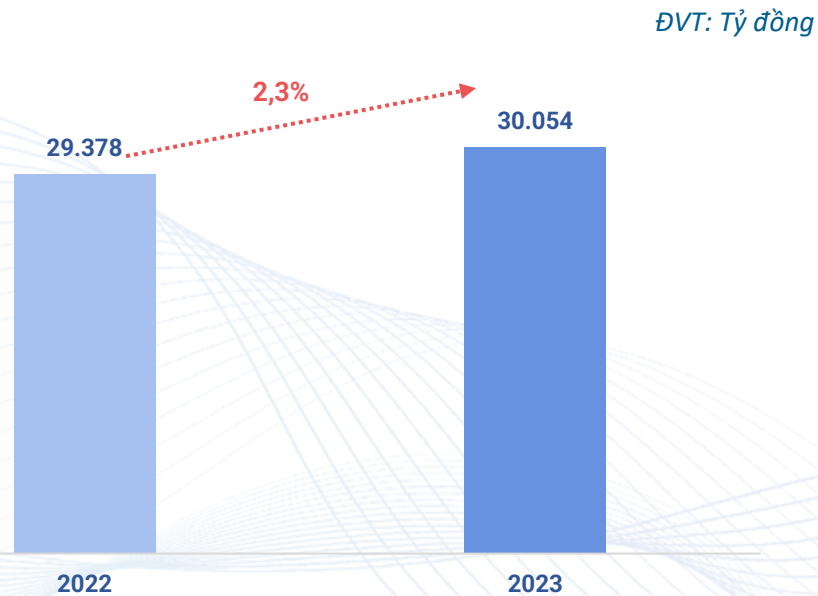
HÌNH 1: CHIẾN DỊCH GO GLOBAL



WCM – CHƯƠNG TRÌNH HỘI VIÊN WIN GIÚP KẾT NỐI VỚI NGƯỜI TIÊU DÙNG

- Bất chấp môi trường vĩ mô đầy thách thức, WCM vẫn ghi nhận 30.054 tỷ đồng doanh thu, tăng trưởng 2,3% svck nhờ tác động tích cực của việc mở cửa hàng mới, tăng trưởng mạnh mẽ của các cửa hàng chuyển đổi và thành công trong việc nâng cấp mô hình cửa hàng. Sau khi đạt mức hòa vốn EBIT vào quý 3/2023, WCH đã thành công mang lại 694 tỷ đồng EBITDA, đóng góp 7% vào cơ cấu lợi nhuận của Tập đoàn.
- MSN bắt đầu triển khai chương trình hội viên Win từ tháng 01/2023, giúp người tiêu dùng tiết kiệm 20% khi mua thịt mát MEATDeli và rau sạch WinEco. Trong năm 2023, số lượng Hội viên WIN trên toàn quốc hiện đã đạt con số 8 triệu và đóng góp lên tới 55% tổng doanh thu của WCM. Năm 2024, chương trình hội viên Win sẽ tiếp tục mang lại những sản phẩm giá trị, uy tín, phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng.

BIỂU ĐỒ 6: TĂNG TRƯỞNG DOANH THU WCM



Nguồn: MSN, CTS tổng hợp

HÌNH 2: CHƯƠNG TRÌNH HỘI VIÊN WIN THÚC ĐẨY TIÊU DÙNG



WCM - CHUYỂN ĐỔI THÀNH CÔNG CÁC CỬA HÀNG GIÚP CẢI THIỆN DOANH THU

- Ngoài việc mở mới 312 cửa hàng tiện lợi (Winmart+) năm 2023, WCM còn tập trung vào việc chuyển đổi cửa hàng theo 3 mô hình: “Premium – Urban – Rural” để tập trung vào từng đối tượng khách hàng.
- ✓ WinMart Premium là mô hình siêu thị cao cấp với diện tích trung bình từ 500 – 800m² mà WCM triển khai nhằm thực hiện chiến lược nâng cao trải nghiệm mua sắm cho những người có thu nhập trung và cao. Với thiết kế sang trọng hiện đại, nhiều điểm nhấn khác biệt cùng hàng hoá cao cấp, đa dạng chủng loại, WinMart Premium nhanh chóng chinh phục được những cư dân ở vùng lõi đô thị.
- ✓ Mô hình Urban chủ yếu được triển khai tại các khu vực thành thị tập nập, hướng đến mục tiêu phục vụ đa dạng nhóm khách hàng.
- ✓ Trong khi đó, mô hình Rural là "át chủ bài" trong chiến lược chinh phục thị trường nông thôn với danh mục gồm hàng hóa nội địa giá tốt, hoa quả nhập khẩu phân khúc trung bình, tập trung mạnh vào các chương trình khuyến mãi.
- Năm 2023, WCM có tổng cộng 1.615 cửa hàng được nâng cấp, chiếm 46% mạng lưới cửa hàng tiện lợi, cho thấy hiệu quả của mô hình này. Ngoài ra, mô hình mới cũng giúp giảm chi phí vận hành và chi phí vốn, góp phần cải thiện lợi nhuận của WCM.

HÌNH 3: WINMART PREMIUM



HÌNH 4: WINMART URBAN



HÌNH 5: WINMART+ RURAL

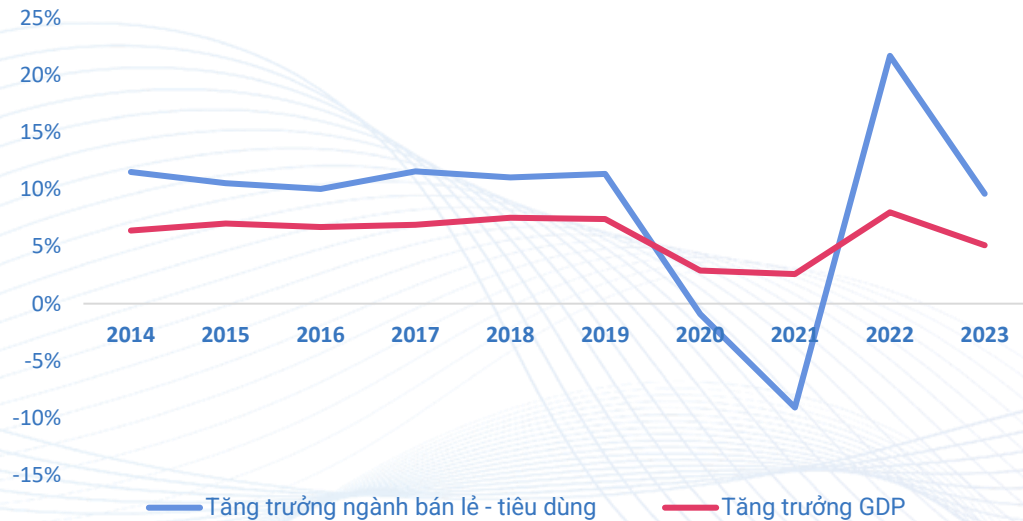


KỶ VỌNG PHỤC HỒI KINH TẾ SẼ HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG TIÊU DÙNG

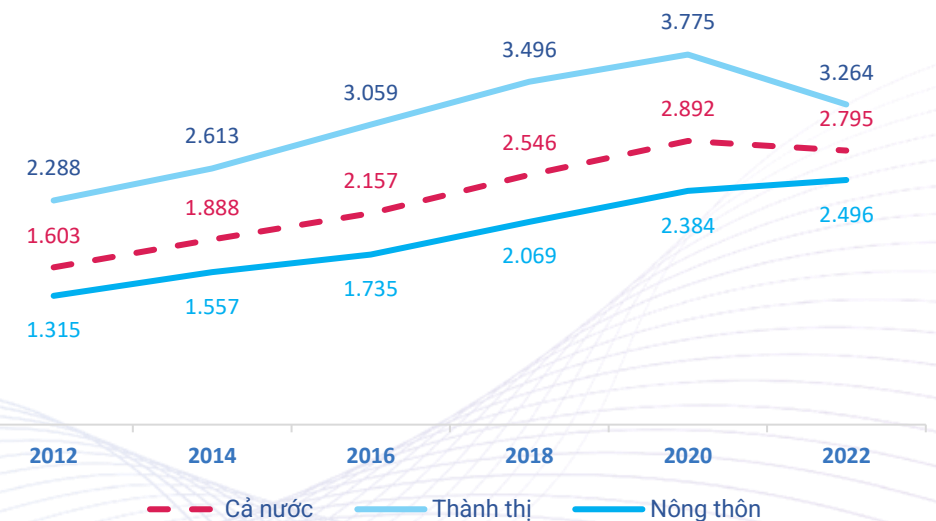
- Trong giai đoạn từ năm 2014 – 2023, tốc độ tăng trưởng ngành bán lẻ - tiêu dùng luôn tăng từ gấp rưỡi đến gấp đôi tốc độ tăng trưởng GDP toàn quốc ngoại trừ trong giai đoạn Covid 19 (2020 – 2021). Cũng trong năm 2023, tốc độ tăng trưởng bán lẻ - tiêu dùng đạt 10%, gấp đôi so với tăng trưởng GDP là 5%.
- Do vậy, bước sang 2024 với kỳ vọng kinh tế phục hồi và tốc độ tăng trưởng GDP được dự báo từ 6% - 6,5% thì chúng tôi hoàn toàn có thể kỳ vọng vào sự tăng trưởng vượt trội của ngành bán lẻ - tiêu dùng, và MSN cũng sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng đó.

- Năm 2022 chi tiêu bình quân đầu người một tháng xấp xỉ 2,8 triệu đồng, giảm 3,3% so với 2020. Có thể thấy dưới tác động của dịch Covid-19 các hộ gia đình có xu hướng thắt chặt chi tiêu, đặc biệt là các hộ sống ở khu vực thành thị. Chi tiêu bình quân đầu người một tháng ở thành thị là 3,3 triệu đồng (giảm 13,6 % so với năm 2020), ở khu vực nông thôn là gần 2,5 triệu đồng/người/tháng (tăng 4,7 % so với năm 2020).
- Tuy nhiên, nhìn chung thì chi tiêu bình quân đầu người tăng theo thời gian. Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu bình quân sẽ tiếp tục xu hướng tăng cùng với sự phục hồi kinh tế, sẽ là động lực tích cực cho sự tăng trưởng của MSN.

BIỂU ĐỒ 7: TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG GDP & NGÀNH BÁN LẺ - TIÊU DÙNG



BIỂU ĐỒ 8: CHI TIÊU BQ ĐẦU NGƯỜI TỪ 2012 – 2022 (NGHÌN ĐỒNG)



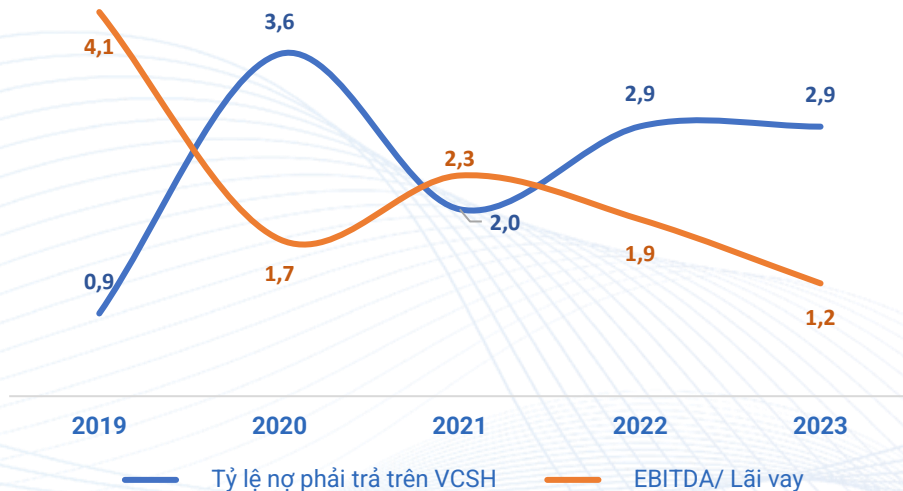
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTS tổng hợp

RỦI RO TIỀM ẨN

- Với việc liên tục mở rộng chuỗi cửa hàng WCM và thu tóm thêm các doanh nghiệp nhằm mở rộng hệ sinh thái, MSN đang có xu hướng sử dụng tỷ lệ đòn bẩy cao trong cơ cấu vốn. Trong giai đoạn 2019 – 2023, tỷ lệ nợ phải trả/ VCSH có xu hướng tăng gấp 3 lần, trong khi đó khả năng trả lãi vay thể hiện qua chỉ số EBITDA/ Lãi vay lại đang giảm sút một cách nghiêm trọng. Chi phí lãi vay cao hơn khoảng 50% svck cũng là một trong các yếu tố ăn mòn lợi nhuận của MSN năm 2023.

- Tính đến 31/12/2023, các khoản nợ ngắn hạn cần phải thanh toán trong vòng một năm của MSN là 28.030 tỷ đồng. Trong đó, bao gồm 15.473 tỷ đồng vay ngắn hạn không có đảm bảo; 3.594 tỷ đồng vay ngắn hạn có đảm bảo và 8.963 tỷ đồng trái phiếu dài hạn đến hạn trả. Chúng tôi kỳ vọng năm 2024, xu hướng giảm lãi suất và giữ ở mặt bằng thấp sẽ giảm bớt áp lực chi phí lãi vay lên những doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao như MSN.

BIỂU ĐỒ 8: SỨC KHỎE TÀI CHÍNH



BẢNG 1: CƠ CẤU NỢ NGẮN HẠN

Khoản mục	Giá trị (tỷ đồng)
Vay ngắn hạn không có đảm bảo	15.473
Vay ngắn hạn có đảm bảo	3.594
Vay, trái phiếu phát hành và nợ thuê tài chính đến hạn trả	8.963
Tổng cộng	28.030

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 & ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

➤ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- ✓ Doanh thu của MSN năm 2024 chúng tôi ước tính đạt 89.225 tỷ đồng, với kỳ vọng là kinh tế phục hồi hỗ trợ ngành tiêu dùng và mặt bằng lãi suất giảm & giữ ở mức thấp.
- ✓ Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 3.078 tỷ đồng trên cơ sở doanh thu như kỳ vọng và chi phí lãi vay giảm do chính sách giảm lãi suất.

➤ ĐỊNH GIÁ

- ✓ Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp định giá bao gồm phương pháp so sánh chỉ số P/E, P/B & phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF. Giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 98.000 đồng.

Định giá	ĐVT	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp P/E Forward	Đồng / CP	94.713	33,3%
Phương pháp P/B Forward	Đồng / CP	95.702	33,3%
Phương pháp FCF	Đồng / CP	103.337	33,3%
Giá mục tiêu trung bình trọng số	Đồng / CP	97.917	100,0%
Làm tròn	Đồng / CP	98.000	

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	37.354	77.218	88.629	76.189	78.252	89.225
Giá vốn hàng bán	(26.413)	(59.329)	(66.494)	(55.154)	(56.131)	(65.436)
Lợi nhuận gộp	10.941	17.889	22.135	21.035	22.121	23.789
Chi phí bán hàng	(3.995)	(13.166)	(11.786)	(12.512)	(14.192)	(16.182)
Chi phí QLDN	(2.103)	(3.041)	(4.065)	(3.854)	(3.750)	(4.284)
Chi phí tài chính	(2.201)	(4.557)	(5.707)	(6.362)	(8.130)	(6.547)
Chi phí lãi vay	(1.866)	(3.770)	(4.669)	(4.848)	(6.946)	(5.381)
Thu nhập tài chính	1.188	1.431	6.800	2.576	2.405	2.405
Phần lãi trong công ty liên kết	2.182	2.640	3.897	4.340	3.896	4.124
Lợi nhuận thuần từ hkd	6.013	1.196	11.273	5.223	2.350	3.306
Lợi nhuận khác	1.092	1.129	216	(76)	213	515
Lợi nhuận trước thuế	7.105	2.325	11.489	5.147	2.563	3.821
Thuế TNDN	(740)	(930)	(1.387)	(393)	(693)	(742)
Lợi nhuận sau thuế	6.365	1.395	10.101	4.754	1.870	3.078
Lợi ích của CĐ thiểu số	807	161	1.538	1.187	1.451	874
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	5.558	1.234	8.563	3.567	419	2.204

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2024 thuộc về tác giả. Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và tác giả không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của nhà đầu tư. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của tác giả.

NGUYỄN VIỆT HẰNG
Chuyên viên phân tích

Tòa nhà N02-T2 Khu Đoàn ngoại giao, Phường Xuân Tảo, Quận Bắc Từ Liêm

hangnv@cts.vn

+84-32-667-4714