

Mua vào (giữ nguyên)

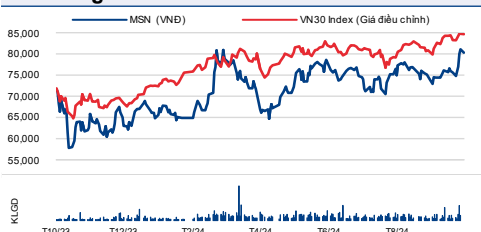
Giá mục tiêu: VNĐ97,200 (từ VNĐ92,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2024)	80,300
Mã Bloomberg	MSN VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	57,800-81,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	80,467
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	115,500
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,648
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,438
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	705
Slg CP NN được mua (tr.đv)	315
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.1%
Tỷ lệ freefloat	42.6%
Cổ đông lớn	ng ty cổ phần Masan (25.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.22	7.35	10.5
So với chỉ số	3.09	2.85	(5.16)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,668	1,643	1.5
2025F	2,532	2,768	(8.5)
2026F	3,664	3,756	(2.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Masan thông qua các công ty con và công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, sản phẩm tiêu dùng nhanh có thương hiệu, thịt mát có thương hiệu, nguyên liệu cơ bản và dịch vụ tài chính.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Lợi nhuận tiếp tục cải thiện; tăng 5% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MSN nhưng tăng 5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 97.200đ nhờ tăng định giá MCH, WCM, và TCB.
- Chúng tôi giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 do giảm tỷ lệ sở hữu tại TCB và lỗ tại các mảng kinh doanh nhỏ (mặc dù tăng 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 do lợi nhuận bất thường từ bán H.C.Starck). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận có tốc độ tăng trưởng mạnh, nhờ KQKD của MCH/WCM cải thiện và chi phí tài chính giảm.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,4 lần, vẫn thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 45,1 lần. Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu MSN nhờ triển vọng lợi nhuận tươi sáng hơn do những cải thiện ở MCH, WCM và nợ vay giảm.

Sự kiện: Xem xét lại triển vọng

Sau khi xem xét lại các mảng kinh doanh và triển vọng lợi nhuận, đặc biệt sau khi Công ty thực hiện một số giao dịch trong thời gian gần đây, HSC cập nhật mô hình dự báo lợi nhuận và định giá cũng như khuyến nghị đối với MSN.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026, tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhờ thu nhập bất thường

HSC giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 do MSN giảm tỷ lệ sở hữu tại Techcombank (TCB; Mua vào, giá mục tiêu 28.250đ) xuống còn 19,9% từ 21,4% và lỗ tại các mảng kinh doanh thử yếu. Tuy nhiên, chúng tôi tăng 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 2,5 nghìn tỷ đồng do ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán công ty sản xuất sản phẩm vonfram có trụ sở tại Đức - H.C. Starck thông qua Masan High-Tech Materials (MHT; chưa khuyến nghị; MSN nắm giữ 86,4% cổ phần).

Quan trọng hơn, triển vọng lợi nhuận mảng tiêu dùng và bán lẻ cốt lõi của MSN vẫn vững chắc. Trên thực tế, chúng tôi giảm bình quân 87% dự báo lỗ trong giai đoạn 2024-2026 đối với WinCommerce (WCM; chưa niêm yết; MSN đang nắm giữ 78,6% cổ phần), và tăng bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần đối với Masan Consumer Corp. (MCH; Mua vào, giá mục tiêu 268.200đ; MSN nắm giữ 68,3% cổ phần).

Nhìn chung, các dự báo lợi nhuận mới – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng mạnh lần lượt 335%, 110%, và 45% trong năm 2024, 2025, và 2026.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 97.200đ sau khi tăng định giá của các công ty thành viên chủ chốt của MSN, bao gồm MCH, WCM, và TCB. Với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,4 lần, chỉ thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 45,1 lần và thấp hơn nhiều so với mức 42,5 lần chúng tôi ghi nhận trong tháng 3/2024. Tuy nhiên, xin lưu ý rằng định giá của MSN vẫn còn cao hơn so với các công ty bán lẻ và hàng tiêu dùng khác, với P/E dự phóng năm 2024 ở mức 48,2 lần, cao hơn 158% so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 18,7 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	9,076	8,302	10,150 ▲	11,896	13,226
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	3,567	419	2,474 ▲	3,831 ▼	5,544 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,505	294	1,668 ▲	2,532 ▼	3,664 ▼
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	18,369	18,647	21,369 ▼	24,159 ▼	28,033 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.9	20.9	16.9	14.1	12.4
P/E ĐC (lần)	32.1	273	48.2	31.7	21.9
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	4.37	4.31	3.76	3.32	2.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(58.6)	(88.3)	467	51.8	44.7
ROAE (%)	12.1	1.59	8.64	11.7	14.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lợi nhuận các mảng kinh doanh chính vẫn vững chắc; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 (ảnh hưởng từ việc giảm tỷ lệ sở hữu tại TCB và thua lỗ tại các mảng kinh doanh nhỏ) nhưng vẫn tăng 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 2,5 nghìn tỷ đồng nhờ lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán tài sản trong thời gian gần đây. Điều quan trọng, triển vọng lợi nhuận của mảng tiêu dùng và bán lẻ cốt lõi vẫn vững chắc. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 87% dự báo lỗ trong giai đoạn 2024-2026 đối với WCM trong khi đó tăng 10% dự báo lợi nhuận thuần đối với MCH trong thời gian gần đây. Dựa trên ảnh hưởng của các yếu tố trên, (và chi phí tài chính thuần thấp hơn), dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 335%, 110%, và 45% trong năm 2024, 2025, và 2026. Chúng tôi điều chỉnh tăng định giá của các công ty có liên quan đến MSN bao gồm MCH, WCM, and TCB, và do đó tăng 5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP đối với MSN lên 97.200đ, với tiềm năng tăng giá là 21%. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cập nhật dự báo lợi nhuận thuần năm 2024, nhờ thu nhập bất thường, nhưng giảm dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026

HSC đã cập nhật mô hình dự báo lợi nhuận của MSN sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận của các công ty chủ chốt và các công ty con, cũng như đánh giá tác động của các giao dịch gần đây lên tình hình tài chính của Tập đoàn.

Cho năm 2024, chúng tôi tăng 18% dự báo lợi nhuận thuần lên 2.474 tỷ đồng do chúng tôi kỳ vọng khoản thu không thường xuyên từ doanh thu HĐ tài chính (trước thuế) sẽ đạt 814 tỷ đồng từ việc bán 100% cổ phần của H.C. Starck Holding, công ty con có trụ sở tại Đức của MHT. Trong khi đó, chúng tôi giảm 13% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2024 xuống còn 1.822 tỷ đồng. Cho năm 2025-2026, chúng tôi cũng giảm lần lượt 18% và 17% dự báo lợi nhuận thuần (bằng với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi) xuống còn 3.831 tỷ đồng và 5.544 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 16% lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026.

Những nguyên nhân dẫn đến việc giảm dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giai đoạn 2024-2026 là:

- Giảm tỷ lệ sở hữu tại TCB (hiện tại còn 19,9% so với 21,4% trước đó)
- Lỗ tại các mảng kinh doanh thứ yếu như Mobicast (MSN nắm giữ 70% cổ phần), mạng di động ảo (MVNO), và mảng trồng rau công nghệ cao WinEco (MSN nắm giữ 100% cổ phần), chưa được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận trước đó.

Năm 2023, thua lỗ tại Mobicast và WinEco được ghi nhận lần lượt ở mức 273 tỷ đồng và 318 tỷ đồng, và chúng tôi dự báo hai công ty này sẽ tiếp tục thua lỗ trong giai đoạn 2024-2026.

Trong khi đó, chúng tôi có quan điểm tích cực hơn đối với triển vọng lợi nhuận của mảng tiêu dùng và bán lẻ cốt lõi. Các điều chỉnh của chúng tôi bao gồm:

- Chúng tôi giảm mạnh dự báo lỗ giai đoạn 2024-2026 đối với WCM – bình quân 87% – nhờ mức tăng trưởng doanh thu cửa hàng (tính trên cùng một cửa hàng) cải thiện đáng kể và đạt mức 7,4% trong tháng 7, 10,6% trong tháng 8, và dự kiến sẽ duy trì ở mức 8% trong những tháng còn lại của năm 2024.
- Gần đây, chúng tôi tăng bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần của MCH cho giai đoạn 2024-2026 và dự báo lợi nhuận thuần của Công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2026 là 12% nhờ chiến lược đổi mới sản phẩm, cao cấp hóa sản phẩm, cũng như mạng lưới phân phối rộng khắp của Công ty.

- Nhờ tác động tích cực của các yếu tố trên, HSC giảm bình quân 8% dự báo dư nợ thuần, dẫn đến việc điều chỉnh giảm bình quân 5% lỗ tài chính giai đoạn 2024-2026.

Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của MSN tăng trưởng mạnh lần lượt 335%, 110%, và 45% trong năm 2024, 2025, và 2026.

Khi xem xét lợi nhuận thuần, dự báo mới của chúng tôi phản ánh tác động của ba giao dịch:

- Bán toàn bộ cổ phần tại H.C. Starck Holdings (HCS) cho Mitsubishi Materials Corp. (MMC) của Nhật Bản với giá 134,5 triệu USD (dự kiến thương vụ sẽ hoàn tất vào cuối năm nay). Như đã đề cập, chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ ghi nhận khoản thu nhập không thường xuyên từ doanh thu HĐ tài chính (trước thuế) khoảng 814 tỷ đồng từ giao dịch trên.
- Giao dịch mua lại thêm 7,1% cổ phần tại WCM từ SK Group với giá 200 triệu USD (đẩy tỷ lệ sở hữu của MSN tại WCM lên 78,6% từ mức 71,5%) đã hoàn tất trong tháng 9/2024.
- Giao dịch mua lại thêm 8,6% cổ phần tại MHT với mức giá giả định 1.391 tỷ đồng vào tháng 10/2024, đẩy tỷ lệ sở hữu của MSN tại MHT lên 94,9% từ mức 86,4%. Chúng tôi kỳ vọng các giao dịch trên sẽ tạo ra lợi thế thương mại 296 tỷ đồng trong 10 năm tới.

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, MSN

HSC tăng 18% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 nhờ khoản thu nhập bất thường nhưng giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận cốt lõi cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	78,252	83,714	89,664	94,911	84,363	84,013	89,722	1%	-6%	-5%
Tăng trưởng	3%	7%	7%	6%	8%	0%	7%			
Lợi nhuận thuần	419	2,088	4,680	6,696	2,474	3,831	5,544	18%	-18%	-17%
Tăng trưởng	-88%	399%	124%	43%	491%	55%	45%			
Lợi nhuận thuần trừ thu nhập bất thường	419	2,088	4,680	6,696	1,822	3,831	5,544	-13%	-18%	-17%
Tăng trưởng	-84%	399%	124%	43%	335%	110%	45%			

Nguồn: MSN, HSC ước tính

Bảng 2: Dự báo doanh thu thuần cũ & mới theo mảng kinh doanh, MSN

HSC nâng dự báo đối với mảng hàng tiêu dùng & bán lẻ (MCH, WCM & MML) trong khi hạ dự báo đối với MHT và PLH

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
MCH	28,241	31,135	33,424	35,671	31,943	35,907	39,846	3%	7%	12%
Tăng trưởng	0.5%	10%	7%	7%	13%	12%	11%			
WCM	29,961	32,359	35,218	37,596	33,151	36,131	38,482	2%	3%	2%
Tăng trưởng	2%	8%	9%	7%	11%	9%	7%			
MHT	14,093	14,462	15,131	15,341	14,080	7,657	7,835	-3%	-46%	-46%
Tăng trưởng	-9%	3%	5%	1%	0%	-46%	2%			
MML	6,984	6,800	7,072	7,610	7,003	7,216	7,720	3%	2%	1%
Tăng trưởng	46%	-3%	4%	8%	0%	3%	7%			
PLH	1,535	1,835	2,098	2,439	1,696	1,791	2,055	-8%	-15%	-16%
Tăng trưởng	-3%	19.5%	14.4%	16.2%	10%	6%	15%			

Ghi chú: MML = Masan MEATLife (Chưa khuyến nghị); PLH = Phúc Long Heritage (tự nhân)
 Nguồn: MSN, HSC ước tính

Bảng 3: Dự báo EBITDA* cũ và mới theo mảng kinh doanh, MSN

HSC nâng dự báo đối với MCH & WCM trong khi hạ dự báo của MHT, MML và PLH. Đáng lưu ý, lợi nhuận từ TCB giảm do MSN giảm tỷ lệ sở hữu từ 21,4% xuống còn 19,9% từ ngày 31/12/2023

Tỷ đồng	Thực tế 2023	2024F	Dự báo cũ 2025F	2026F	Dự báo mới 2024F	2025F	2026F	Điều chỉnh 2024F	2025F	2026F
MCH	7,377	8,438	9,112	9,772	8,811	10,138	11,295	4%	11%	16%
Tăng trưởng	12%	12.1%	7.8%	7.0%	19%	15%	11%			
WCM	731	793	882	1,117	1,220	1,489	1,682	54%	69%	51%
Tăng trưởng	-9%	14.3%	11.2%	26.6%	67%	22%	13%			
MHT	1,218	1,482	2,244	2,706	1,388	1,713	2,069	-6%	-24%	-24%
Tăng trưởng	-62%	21.7%	51.4%	20.6%	14%	23%	21%			
MML	266	234	491	632	239	445	507	2%	-9%	-20%
Tăng trưởng	NA	-12.1%	110.0%	28.6%	-10%	87%	14%			
PLH	255	272	286	305	154	159	183	-43%	-45%	-40%
Tăng trưởng	NA	6.5%	0	0	-39%	3%	16%			
TCB*	3,826	4,864	5,970	7,199	4,557	5,393	6,388	-6%	-10%	-11%
Tăng trưởng	-11%	26.3%	22.7%	20.6%	19%	18%	18%			

Ghi chú: *Tỷ lệ sở hữu của MSN là 100%, ngoại trừ TCB (hiện tại MSN sở hữu 19%)
Nguồn: MSN, HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới* theo mảng kinh doanh, MSN

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần đối với MCH & hạ giả định lỗ thuần của WCM

Tỷ đồng	Thực tế 2023	2024F	Dự báo cũ 2025F	2026F	Dự báo mới 2024F	2025F	2026F	Điều chỉnh 2024F	2025F	2026F
MCH	7,085	7,387	7,965	8,684	8,034	8,556	9,954	9%	7%	15%
Tăng trưởng	51%	4%	8%	9%	13%	7%	16%			
WCM	(457)	(631)	(527)	(195)	(315)	(64)	48	-50%	-88%	-125%
Tăng trưởng	3%	-9%	-6%	-51%	-31%	-90%	-109%			
MHT	(1,576)	(1,087)	(322)	102	(922)	(625)	(353)	-15%	94%	-43%
Tăng trưởng	-2383%	-31%	-53.6%	N/m	-42%	-43%	N/m			
MML	(386)	(237)	(74)	52	(142)	(141)	(93)	-40%	90%	-278%
Tăng trưởng	165%	-39%	-74%	N/m	-63%	-40%	N/m			
PLH	27	81	93	108	51	67	86	-37%	-28%	-20%
Tăng trưởng	-48%	19.5%	14.4%	16.2%	91%	31%	30%			
TCB*	3,826	4,864	5,970	7,199	4,557	5,393	6,388	-6%	-10%	-11%
Tăng trưởng	-11%	26.3%	22.7%	20.6%	19%	18%	18%			

Ghi chú: *Tỷ lệ sở hữu của MSN là 100%, ngoại trừ TCB (hiện tại MSN sở hữu 19%)
Nguồn: MSN, HSC ước tính

Bảng 5: Dự báo nợ & chi phí tài chính thuần cũ và mới, MSN

HSC nâng giả định nợ & chi phí tài chính thuần cho năm 2024 nhưng hạ dự báo đối với năm 2025-2026

Tỷ đồng	Thực tế 2023	2024F	Dự báo cũ 2025F	2026F	Dự báo mới 2024F	2025F	2026F	Điều chỉnh 2024F	2025F	2026F
Nợ	69,572	65,028	62,547	60,937	67,082	59,853	59,100	3%	-4%	-3%
Tăng trưởng	-2%	-7%	-9%	-11%	-4%	-8%	-6%			
Nợ thuần	49,268	45,875	54,036	44,018	51,725	41,261	38,796	13%	-24%	-12%
Tăng trưởng	-8%	-7%	-9%	-11%	5%	-10%	-28%			
Lợi nhuận tài chính	2,405	1,636	1,652	1,611	2,865	1,714	1,678	75%	4%	4%
Thu nhập lãi vay		1,636	1,652	1,611	1,701	1,714	1,678	4%	4%	4%
Lợi nhuận không thường xuyên					814					
Chi phí tài chính	8,130	6,458	6,478	6,423	7,146	6,753	6,510	11%	4%	1%
Chi phí lãi vay	6,946	5,712	5,344	5,364	5,890	5,497	5,254	3%	3%	-2%
Chi phí tài chính thuần	4,827	5,191	5,304	5,724	5,724	4,822	4,827	10%	-9%	-16%
Tăng trưởng		-9%	-8%	8%	19%	-7%	-9%			

Nguồn: MSN, HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 97.200đ sau khi tăng định giá của MCH, WCM, và TCB. Với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MSN.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá mục tiêu, với nhiều thay đổi trong các giả định của chúng tôi. Chúng tôi:

(1) Phản ánh việc chúng tôi tăng 7% giá mục tiêu đối với MCH trong thời gian gần đây – được thảo luận trong báo cáo chúng tôi phát hành ngày 12/9/2024 [“Nhiều động lực xuất hiện, duy trì khuyến nghị Mua vào”](#) – vào mô hình dự báo lợi nhuận của MSN.

(2) Tăng định giá WCM thêm 21% sau khi chúng tôi (1) điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần năm 2024 và (2) mục tiêu tỷ lệ giá trên doanh thu P/S được điều chỉnh tăng lên 0,9 lần từ 0,8 lần (dựa trên bình quân P/S của các công ty cùng ngành trong khu vực) và (3) tỷ lệ sở hữu của MSN tại WCM tăng lên 78,6%.

(3) Tăng 9% giá trị hợp lý của TCB (dựa trên cơ sở 100%), sử dụng giá mục tiêu cập nhật (từ tháng 6/2024) của HSC Research. Trong khi đó, tỷ lệ sở hữu của MSN tại TCB giảm xuống còn 19,9% (từ 21,4%) như đã thể hiện trong báo cáo trước đó.

(4) Giảm lần lượt 24%, 13%, và 41% giá trị hợp lý tính theo phương pháp DCF của MML, MHT, và PLH do giảm dự báo lợi nhuận.

(5) HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% (không đổi) – sát với mức chiết khấu 23% so với RNAV dự phóng của MSN mà chúng tôi tính toán trong 2 năm qua.

Các giả định mới của chúng tôi cho thấy RNAV ở mức 183.735 tỷ đồng, cao hơn 5% so với RNAV mà đã công bố trước đó.

Bảng 6: Định giá SOTP, MSN

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Lợi ích kinh tế của MSN	Đóng góp vào MSN (tỷ đồng)
CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH)	Tại định giá mục tiêu	193,727	68.3%	132,371
CTCP Dịch vụ Thương mại Tổng hợp Wincommerce (WCM)	Giá / doanh thu	29,836	78.6%	23,451
CTCP Masan MEATLife (MML)	DCF	2,328	94.9%	2,210
CTCP Masan High Tech Materials (MHT)	DCF	3,124	86.4%	2,699
CTCP Phúc Long Heritage (PLH)	DCF	2,392	85.0%	2,033
Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (TCB)	Tại định giá mục tiêu	199,021	19.9%	39,605
Công ty khác	Giá trị sổ sách			3,930
Giá trị tài sản đã điều chỉnh, gộp				206,299
(Nợ)/tiền thuần, hợp nhất				(54,713)
Điều chỉnh cho MCH				3,996
Điều chỉnh cho MML				4,929
Điều chỉnh cho MHT				15,246
Điều chỉnh cho các công ty khác				8,135
(Nợ)/tiền thuần điều chỉnh				(22,406)
Giá trị tài sản thuần đã điều chỉnh				183,893
Số lượng cổ phiếu – pha loãng hoàn toàn (triệu)				1,513
Giá trị tài sản thuần của cổ phiếu				121,548
Chiết khấu tập đoàn giả định				20%
Giá mục tiêu				97,238

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 14/10/2024
Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Giá trị của vốn CSH theo mảng kinh doanh (tỷ lệ sở hữu 100%), MSN

HSC nâng giả định giá trị hợp lý đối với MCH, WCM & TCB

Tỷ đồng	Cũ (T3/2024)	Mới	Điều chỉnh
Công ty TNHH Masan Consumer Holdings	181,447	194,945	7%
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	180,247	193,727	7%
Masan Beverage	1,200	1,219	0%
CTCP Dịch vụ Thương mại Tổng hợp Wincommerce WinCommerce	26,858	29,836	11%
CTCP Masan MEATLife	3,058	2,328	-24%
CTCP Masan High Tech Materials	3,580	3,124	-13%
CTCP Phúc Long Heritage	4,082	2,392	-41%
Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	182,949	199,021	9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Định giá các công ty cùng ngành, WCM

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	EV/EBITDA 2024	EV/EBITDA 2025	P/B 2024	P/B 2025	P/S 2024	P/S 2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	AMRT IJ	8,351	24.4	27.8	16.8	15.0	7.2	6.1	1.1	1.0
Central Retail Corp	CRC TB	5,904	22.4	19.6	9.9	9.3	2.7	2.4	0.8	0.7
CP Axta PCL	CPAXT TB	9,817	31.3	26.9	13.0	12.1	1.1	1.1	0.6	0.6
CP All PCL	CPALL TB	17,451	25.1	22.0	14.0	13.2	4.7	4.3	0.6	0.6
Wushang Group Co Ltd-A	000501 CH	958	22.4	19.9	7.7	7.4	0.6	0.6	0.9	0.9
President Chain Store Corp.	2912 TT	9,408	25.1	23.2	8.8	8.6	6.9	6.5	0.9	0.9
Sheng Siong Group Ltd	SSG SP	1,776	16.7	16.2	10.9	10.7	4.3	4.0	1.6	1.6
Trung vị		8,351	24.4	22.0	10.9	10.7	4.3	4.0	0.9	0.9

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 14/10/2024

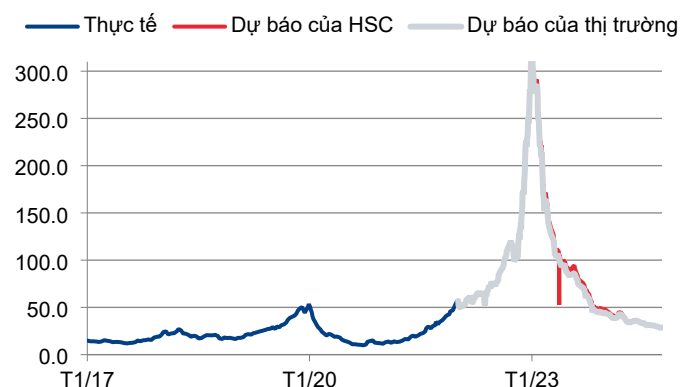
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,4 lần, vẫn thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2017 ở mức 45,1 lần và cũng thấp hơn nhiều so với mức 32,1 lần chúng tôi đã ghi nhận trong tháng 3/2024. Tuy nhiên, định giá của MSN vẫn còn cao hơn so với các công ty bán lẻ và hàng tiêu dùng khác, với P/E dự phóng năm 2024 ở mức 48,2 lần, cao hơn 158% so với bình quân năm 2024 của các công ty cùng ngành ở mức 18,7 lần. Khi năm 2025 đang đến gần và chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ có chuyển biến tích cực về lợi nhuận, EPS trượt dự phóng 1 năm có thể sẽ tăng, theo quan điểm của chúng tôi.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, MSN

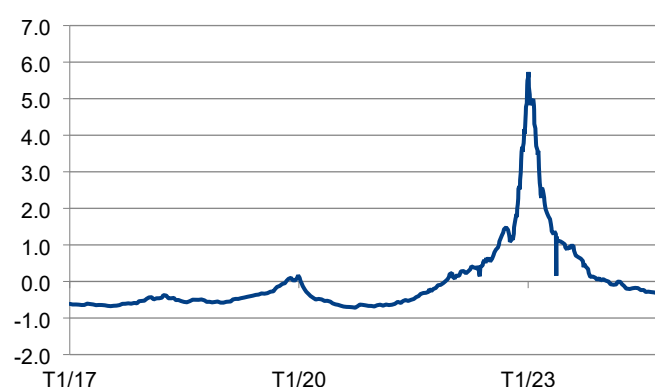
MSN đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 29.4 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 10: Độ lệch chuẩn so với P/E dự phóng bình quân, MSN

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 1/2017 là 45,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Định giá các công ty cùng ngành, MSN

MSN có định giá cao hơn so với các công ty hàng tiêu dùng & bán lẻ trong khu vực

	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025	EV/EBITDA 2024	EV/EBITDA 2025	P/B 2024	P/B 2025
Want Want China Holdings	151 HK	8,288	13.4	12.9	8.2	7.9	3.3	3.0
Unilever Indonesia	UNVR IJ	5,511	18.7	17.9	12.5	11.9	26.8	25.6
Universal Robina Corp.	URC PM	3,922	16.9	15.2	9.3	8.5	1.8	1.7
Fraser & Neave	FNH MK	2,678	19.0	18.3	12.3	11.6	3.2	2.9
Kikkoman Corp	2801 JP	11,056	26.6	26.0	15.3	14.6	3.9	2.9
Indofood Sukses	INDF IJ	3,869	6.6	5.4	4.9	4.7	0.9	0.8
Mayora Indah Tbk PT	MYOR IJ	3,997	18.7	16.5	11.8	10.4	3.6	3.2
CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	5,609	15.3	14.1	10.5	9.7	3.7	3.3
Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn	SAB VN	2,909	16.7	15.8	11.2	10.7	2.9	2.8
Aeon Co.	8267 JP	23,123	71.7	60.8	10.6	10.1	3.2	3.1
PT Sumber Alfaria	AMRT IJ	8,351	24.4	27.8	16.8	15.0	7.2	6.1
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	3,801	20.1	14.7	10.1	7.8	3.3	2.8
Trung vị		6,926	18.7	16.2	10.9	10.2	3.3	3.0
CTCP Tập đoàn MaSan	MSN VN	4,648	48.2	31.7	16.9	14.1	3.3	2.9

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 14/10/2024
 Nguồn: MSN, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	76,189	78,252	84,363	84,013	89,722
Lợi nhuận gộp	21,035	22,121	25,461	28,059	30,544
Chi phí BH&QL	(16,366)	(17,942)	(19,729)	(20,678)	(21,934)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,669	4,179	5,732	7,381	8,610
Lãi vay thuần	(4,848)	(7,422)	(6,401)	(6,008)	(5,765)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	4,340	3,896	4,628	5,464	6,459
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	986	1,911	2,097	964	928
LNTT	5,147	2,563	6,057	7,801	10,232
Chi phí thuế TNDN	(393)	(693)	(1,439)	(1,580)	(1,866)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1,187)	(1,451)	(2,145)	(2,390)	(2,822)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	3,567	419	2,474	3,831	5,544
Lợi nhuận thuần ĐC	3,567	419	2,474	3,831	5,544
EBITDA ĐC	9,076	8,302	10,150	11,896	13,226
EPS (đồng)	2,505	294	1,726	2,677	3,875
EPS ĐC (đồng)	2,505	294	1,668	2,532	3,664
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,424	1,424	1,434	1,431	1,431
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,424	1,424	1,438	1,431	1,431
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,424	1,424	1,513	1,513	1,513

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	13,853	10,125	11,538	7,327	10,256
Đầu tư ngắn hạn	3,659	6,795	3,819	3,819	3,819
Phải thu khách hàng	13,930	11,985	14,513	14,498	14,483
Hàng tồn kho	14,445	13,175	13,068	13,013	13,898
Các tài sản ngắn hạn khác	1,787	1,684	1,674	1,664	1,654
Tổng tài sản ngắn hạn	47,675	43,763	44,611	40,320	44,109
TSCĐ hữu hình	30,612	30,469	30,679	30,843	30,907
TSCĐ vô hình	12,575	12,106	11,355	10,604	9,853
Bất động sản đầu tư	730	709	601	543	485
Đầu tư dài hạn	2,854	2,938	2,938	2,938	2,938
Đầu tư vào Cty LD,LK	28,480	30,282	33,859	38,598	44,408
Tài sản dài hạn khác	18,418	27,117	24,681	23,580	23,245
Tổng tài sản dài hạn	93,668	103,620	104,114	107,106	111,836
Tổng cộng tài sản	141,343	147,383	148,724	147,427	155,945
Nợ ngắn hạn	40,567	28,030	29,014	27,125	27,028
Phải trả người bán	7,489	6,318	6,630	6,298	6,661
Nợ ngắn hạn khác	16,161	14,109	15,168	15,145	15,516
Tổng nợ ngắn hạn	65,321	50,423	52,820	50,641	51,449
Nợ dài hạn	30,426	41,542	38,067	32,727	32,073
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	3,542	3,406	3,406	3,406	3,406
Nợ dài hạn khác	777	8,250	8,221	8,221	8,221
Tổng nợ dài hạn	34,744	53,198	49,695	44,355	43,700
Tổng nợ phải trả	104,706	109,146	108,040	100,522	100,674
Vốn chủ sở hữu	26,153	26,560	30,736	34,567	40,111
Lợi ích cổ đông thiểu số	10,484	11,678	9,948	12,338	15,160
Tổng vốn chủ sở hữu	36,637	38,237	40,684	46,905	55,271
Tổng nợ phải trả và VCSH	141,343	147,383	148,724	147,427	155,945
BVPS (đ)	18,369	18,647	21,369	24,159	28,033
Nợ thuần*/(tiền mặt)	57,140	59,448	55,544	52,526	48,844

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	4,669	4,179	5,732	7,381	8,610
Khấu hao	(4,407)	(4,124)	(4,417)	(4,515)	(4,616)
Lãi vay thuần	(4,848)	(7,422)	(6,401)	(6,008)	(5,765)
Thuế TNDN đã nộp	(903)	(816)	(1,630)	(1,761)	(2,048)
Thay đổi vốn lưu động	(7,047)	631	1,324	(213)	18.9
Khác	(66.5)	(195)	(381)	(364)	(751)
LCT thuần từ HKKD	(3,789)	500	3,062	3,549	4,682
Đầu tư TS dài hạn	(4,165)	(2,229)	(2.15)	(1,388)	(2,154)
Góp vốn & đầu tư	(16,636)	709	0	0	0
Thanh lý	308	(28,674)	0	0	0
Khác	(5,954)	22,370	1,063	1,172	1,352
LCT thuần từ HĐĐT	(26,447)	(7,824)	1,060	(217)	(803)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	(40.4)	71.1	0	0	0
Tăng/giảm nợ	23,104	(87,325)	(2,490)	(7,229)	(752)
Khác	(1,267)	90,800	(219)	(314)	(198)
LCT thuần từ HĐTC	21,796	3,546	(2,709)	(7,543)	(950)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,305	13,853	10,125	11,538	7,327
LCT thuần trong kỳ	(8,440)	(3,777)	1,413	(4,211)	2,929
Ảnh hưởng của tỷ giá	(11.8)	48.4	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13,853	10,125	11,538	7,327	10,256
Dòng tiền tự do	(7,954)	(1,728)	3,060	2,161	2,528

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.6	28.3	30.2	33.4	34.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.9	10.6	12.0	14.2	14.7
Tỷ suất LNT (%)	4.68	0.54	2.93	4.56	6.18
Thuế TNDN hiện hành (%)	7.63	27.0	23.8	20.3	18.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(14.0)	2.71	7.81	(0.42)	6.80
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(16.9)	(8.52)	22.2	17.2	11.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(58.3)	(88.3)	491	54.9	44.7
Tăng trưởng EPS (%)	(58.6)	(88.3)	487	55.1	44.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(58.6)	(88.3)	467	51.8	44.7
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.1	1.59	8.64	11.7	14.8
ROACE (%)	5.57	4.83	5.94	7.66	8.56
Vòng quay tài sản (lần)	0.57	0.54	0.57	0.57	0.59
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(0.81)	0.12	0.53	0.48	0.54
Số ngày tồn kho	95.6	85.7	81.0	84.9	85.7
Số ngày phải thu	92.2	77.9	89.9	94.6	89.3
Số ngày phải trả	49.6	41.1	41.1	41.1	41.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	221	227	184	154	124
Nợ/tài sản (%)	50.6	47.8	45.7	41.2	38.5
EBIT/lãi vay (lần)	0.96	0.56	0.90	1.23	1.49
Nợ/EBITDA (lần)	7.88	8.48	6.70	5.10	4.54
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.73	0.87	0.84	0.80	0.86
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.25	2.22	2.03	1.99	1.82
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.9	20.9	16.9	14.1	12.4
P/E (lần)	32.1	273	46.5	30.0	20.7
P/E ĐC (lần)	32.1	273	48.2	31.7	21.9
P/B (lần)	4.37	4.31	3.76	3.32	2.86
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn