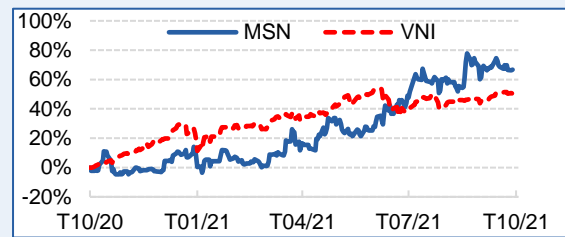


| Ngành | Tiêu dùng | | 2020 | 9M/21 | 2021F |
|---------------------|-------------------|-----------------|--------|--------|--------|
| Ngày báo cáo | 28/10/2021 | Tăng trưởng DT | 106,7% | 16,5% | 21,3% |
| Giá hiện tại | 151.700VND | Tăng trưởng EPS | -77,9% | 118,1% | 197,9% |
| Giá mục tiêu* | 172.000VND | Biên LN gộp | 23,2% | 23,5% | 24,6% |
| TL tăng | +13,4% | Biên LN ròng | 1,6% | 3,3% | 3,9% |
| Lợi suất cổ tức | 0,7% | EV/EBITDA** | 23,6x | N/A | 13,7x |
| Tổng mức sinh lời | +14,1% | Giá CP/DTHĐ | 89,0x | N/A | 40,9x |
| KN gần nhất* | MUA | P/E | 144,2x | N/A | 48,4x |



| | | | MSN | VNI |
|----------------------|------------|----------------|-------|-------|
| GT vốn hóa | 7,8 tỷ USD | P/E (trượt) | 74,7x | 16,9x |
| Room KN | 5,3 tỷ USD | P/B (hiện tại) | 8,3x | 2,7x |
| GTGD/ngày (30n) | 5,8tr USD | Nợ ròng/CSH | 1,5x | N/A |
| Cổ phần Nhà nước | 0% | ROE (trượt) | 11,4% | 16,4% |
| SL cổ phiếu lưu hành | 1.180,5 tr | ROA (trượt) | 2,1% | 2,6% |
| Pha loãng | 1.180,5 tr | | | |

* cập nhật 16/08/2021; ** EBITDA bao gồm lợi nhuận được chia từ Techcombank

Tổng quan về Công ty

Tập đoàn Masan hoạt động trong các lĩnh vực thực phẩm đồ uống, bán lẻ và chuỗi giá trị đạm động vật. Ngoài ra, công ty còn tham gia vào các lĩnh vực vật liệu kim loại và ngân hàng.

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Hoạt động kinh doanh tiêu dùng khả quan; WCM lần đầu tiên ghi nhận lợi nhuận ròng

Tóm tắt KQKD 9T 2021 của MSN

- Trong 9T 2021, doanh thu tăng trưởng 17% trong khi LNST-CĐTS tăng mạnh 119% so với cùng kỳ (YoY) lên mức 2,1 nghìn tỷ VNĐ. Tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi Masan Consumer Holdings (MCH), Masan Meat Life (MML) cũng như việc hợp nhất H.C.Starck. Trong khi đó, doanh thu WinCommerce (WCM) gần như đi ngang khi tăng trưởng doanh số ở các cửa hàng hiện hữu bù đắp số lượng cửa hàng nhỏ hơn sau khi WCM tích cực đóng các cửa hàng có triển vọng kém khả quan trong năm 2020.
- Mặc dù doanh thu đi ngang, WCM vẫn đóng góp vào tăng trưởng LN của MSN khi khả năng sinh lời của WCM tiếp tục cải thiện nhờ nỗ lực thương lượng biên lợi nhuận với nhà cung cấp, cải thiện chi phí hoạt động (ví dụ chi phí cửa hàng và chi phí logistics), và doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn. Đáng chú ý, WCM lần đầu tiên ghi nhận lợi nhuận ròng trong Q3 2021, đạt 137 tỷ VNĐ.
- KQKD 9T 2021 của MSN nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi – mặc dù cần đánh giá chi tiết hơn – khi doanh thu, EBITDA (bao gồm đóng góp LN từ Techcombank) và LNST-CĐTS đạt lần lượt 69%, 64% và 57% dự phóng cả năm của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng LN của MSN sẽ tăng tốc trong Q4 – vốn là quý bán hàng cao điểm của MCH. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy tiềm năng cải thiện biên LN trong Q4 đối với MML và Masan Hi-Tech Materials (MHT).

Những nét chính về KQKD của từng mảng hoạt động

- MCH: Tăng trưởng doanh thu tăng tốc lên mức 19% YoY trong Q3 2021 so với 12% YoY trong 6T 2021, được dẫn dắt bởi ngành hàng thực phẩm tiện lợi (+58%/24% YoY trong Q3 2021/9T 2021) trong bối cảnh xu hướng tiêu dùng tại nhà đang gia tăng cũng như Masan đang giành thêm thị phần. Trong khi đó, doanh thu nhóm đồ uống giảm 13% YoY trong Q3 2021 do các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt ở Việt Nam; tuy vậy, với việc các biện pháp giãn cách đang được nới lỏng dần, chúng tôi cho rằng doanh thu đồ uống sẽ cải thiện trong Q4 2021.
- Biên LN EBITDA của WCM tăng lên mức 5.5% trong Q3 2021 so với 2.1% trong 6T 2021 và -4% trong cả năm 2020. Chuỗi minimart (WinMart+) ghi nhận mức tăng trưởng 2 chữ số cao đối với doanh thu/m² trong Q3 2021 trong bối cảnh nhu cầu nhu yếu phẩm tăng mạnh cũng như hoạt động của kênh bán lẻ truyền thống (chợ truyền thống, các cửa hàng

tạp hóa nhỏ lẻ) bị ảnh hưởng đáng kể bởi COVID-19. Diễn biến này đã giúp doanh thu của WCM tăng trưởng 21% YoY trong Q3 2021. Đồng thời, WCM đã hoàn thành thương lượng với các nhà cung cấp, qua đó giúp tổng biên LN thương mại (bao gồm biên LN gộp và các hỗ trợ khác từ nhà cung cấp) cải thiện 3,5 điểm phần trăm trong 9T 2021 so với 9T 2020. Trong khi đó, WCM gần đây đã bắt đầu thử nghiệm mô hình “trung tâm thương mại mini” (mini mall) ở 3 địa điểm; mô hình này tích hợp WinMart+, Phúc Long, Techcombank và Phano Pharmacy. Kết quả thử nghiệm ban đầu là khả quan khi lưu lượng khách tăng 27%, 12% và 4% so với trước lúc thử nghiệm. Masan có kế hoạch sẽ áp dụng mô hình mini mall này cho phần lớn cửa hàng của WCM trong thời gian tới.

- MML: EBITDA tăng nhẹ 4% YoY trong 9T 2021 khi khả năng sinh lời tốt hơn ở mảng thịt heo tích hợp bù đắp cho chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn trong mảng thức ăn chăn nuôi cũng như giá thịt gà ở mức thấp. Đáng chú ý, mảng thịt heo có thương hiệu (không bao gồm doanh thu từ trang trại chăn nuôi) lần đầu tiên ghi nhận LN ròng trong Q3 2021, một phần nhờ giá heo hơi đầu vào hạ nhiệt. Masan kỳ vọng biên LN của MML sẽ cải thiện trong Q4 2021 trong bối cảnh giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi có xu hướng giảm trong thời gian gần đây cũng như sản lượng thịt sẽ tiếp tục gia tăng.
- MHT: EBITDA tăng mạnh chủ yếu nhờ hợp nhất HCS cũng như giá bán tungsten tăng. Trong 9T 2021, MHT vẫn chưa ghi nhận doanh thu từ đồng. Công ty đang tích cực tìm kiếm kênh bán hàng cho sản phẩm này và kỳ vọng sẽ hiện thực hóa nỗ lực này trong Q4 2021.

KQKD 9 tháng 2021 của MSN

| tỷ đồng | 6T 2020 | 6T 2021 | YoY | VCSC nhận định |
|---------------------------------------|---------------|---------------|------------|--|
| Doanh thu thuần ⁽¹⁾ | 55.618 | 64.801 | 17% | |
| MCH | 16.359 | 18.694 | 14% | Tất cả các ngành hàng đều tăng trưởng, bao gồm các ngành hàng trụ cột như gia vị (12%) và thực phẩm tiện lợi (+24%). Các ngành hàng mới như thịt chế biến (+52%) và bia (+43%) có mức tăng trưởng cao. |
| VCM | 23.678 | 23.996 | 1% | Doanh thu tương đương (LFL)/m2 của WinMart+ tăng 20% YoY trong khi của WinMart giảm 8% YoY trong 9 tháng 2021 - mức giảm của WinMart do ảnh hưởng tiêu cực của dịch COVID-19 đối với các cửa hàng nằm trong trung tâm thương mại. Cả 2 tỷ lệ này đều được cải thiện trong quý 3/2021 với WinMart tăng trưởng 33% YoY trong khi WinMart giảm 1% YoY. Số lượng cửa hàng của WinMart (siêu thị) và WinMart+ (siêu thị mini) lần lượt giảm xuống còn 122 và 2.334 cửa hàng tại quý 3/2021 so với 122 và 2.524 cửa hàng vào quý 3/2020. Tuy nhiên, số lượng cửa hàng WinMart+ đã tăng lên so với 2.231 cửa hàng vào cuối năm 2020. |
| MML | 11.412 | 15.152 | 33% | Doanh thu từ thức ăn chăn nuôi tăng 25% so với cùng kỳ năm ngoái lên 12,2 nghìn tỷ đồng chủ yếu nhờ (1) sản lượng thức ăn chăn nuôi heo tăng 26% do hoạt động chăn nuôi heo trong nước phục hồi sau cuộc khủng hoảng dịch tả lợn châu Phi (ASF) và (2) giá bán tăng. |
| MHT | 5.073 | 9.604 | 89% | Doanh thu từ hoạt động kinh doanh thịt tích hợp đạt 3,3 nghìn tỷ đồng (+103% YoY) trong 9 tháng năm 2021 nhờ vào việc mở rộng phân phối của Meat Deli và hợp nhất 3F Việt - công ty đóng góp 1 nghìn tỷ đồng doanh thu trong 9 tháng 2021. Các sản phẩm thịt Meat Deli và 3F Việt hiện đã có mặt tại hầu hết các cửa hàng của WCM. Phần lớn được dẫn dắt bởi hợp nhất HCS và giá bán trung bình cao hơn. MHT không ghi nhận bất kỳ doanh số bán đồng nào trong 9 tháng năm 2021 vì công ty đang nghiên cứu tìm kiếm kênh bán đồng do các hạn chế của Việt Nam đối với xuất khẩu đồng và số lượng hạn chế của các nhà máy luyện đồng trong nước. |
| EBITDA | 6.501 | 11.070 | 70% | |
| MCH | 3.819 | 4.399 | 15% | |
| WCM | -1.250 | 824 | N.M. | Biến động biên EBITDA như đã giải thích ở trên. |

| | | | | |
|--------------------------|------------|--------------|-------------|---|
| MML | 1.308 | 1.358 | 4% | Biên EBITDA giảm khi sự cải thiện biên LN trong mảng thịt heo tích hợp không bù đắp được ảnh hưởng tiêu cực từ giá nguyên liệu thô leo thang lên biên LN mảng thức ăn chăn nuôi cũng như tỷ suất lợi nhuận thấp của 3F Việt do giá gia cầm đang ở mức thấp. |
| MHT | 1.007 | 1.870 | 86% | |
| TCB | 1.797 | 2.883 | 60% | Xem báo cáo KQKD TCB của chúng tôi để biết thêm chi tiết. |
| Khác | -180 | -264 | 46% | Chi phí quản lý ở công ty mẹ (holding company) và các khoản khác. |
| LNST | 811 | 2.983 | 268% | |
| LNST-CĐTS | 969 | 2.126 | 119% | |
| LNST cốt lõi | -35 | 2.983 | N.M. | Trong 9 tháng đầu năm 2020, MSN đã ghi nhận khoản lãi bất thường là 846 tỷ VNĐ từ việc đánh giá lại tài sản và nợ của HCS. |
| LNST-CĐTS cốt lõi | 123 | 2.126 | N.M. | |

Nguồn: MSN, VCSC; (1) Doanh thu hợp nhất của MSN thấp hơn tổng doanh thu của các công ty con do các giao dịch liên công ty giữa MCH/MML và VCM.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị | Định nghĩa |
|----------------------|--|
| MUA | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20% |
| KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20% |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10% |
| KÉM KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20% |
| BÁN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này. |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tổng Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.