

Tập đoàn đa ngành

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2022

Mã giao dịch: MSN

Reuters: MSN.HM

Bloomberg: MSN VN

Xây dựng hệ sinh thái tiêu dùng - công nghệ

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **187.700**

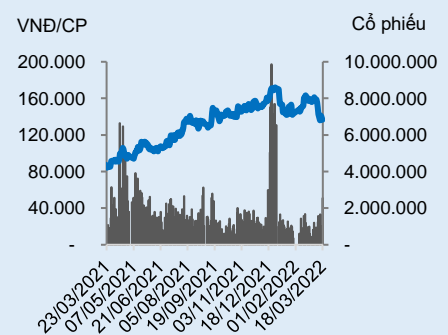
Giá thị trường (18/03/2022) 136.700

Lợi nhuận kỳ vọng **+37,3%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	84.300-172.000
Vốn hóa	161.379 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.180.534.692
KLGD bình quân 10 ngày	1.174.880
% sở hữu nước ngoài	28,43
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1%
Beta	0,9

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
MSN	-19,6%	-14,7%	-13,2%	-3,9%
VN-Index	-3,7%	-2,8%	-0,7%	8,7%

Nhìn lại 2021: Lợi nhuận tăng gấp 7 lần nhờ tăng trưởng cốt lõi và lãi đột biến từ thoái vốn. MSN công bố KQKD năm 2021 với doanh thu thuần 88,6 ngàn tỷ đồng (+14,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ 8,6 ngàn tỷ đồng (+593,9% yoy), với nhiều điểm rất khả quan về hoạt động của các mảng liên quan đến tiêu dùng như Masan Consumer Holdings và WinCommerce; ngoài ra còn có khoản lợi nhuận đột biến từ việc bán MNS Feed cho De Heus.

2022: Các mảng tiêu dùng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. BVSC dự báo KQKD khả quan với doanh thu thuần 93,1 ngàn tỷ (+5,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế cốt lõi thuộc cổ đông công ty mẹ 5,5 ngàn tỷ (+75,1% yoy), tương ứng với EPS 4.691 đồng/cp và P/E dự phóng 29,0x.

- ❖ Masan Consumer Holdings duy trì tăng trưởng 2 chữ số nhờ các sản phẩm mới, cao cấp hoá và sự hồi phục của mảng nước uống sau COVID-19.
- ❖ WinCommerce tăng trưởng doanh thu 2 chữ số nhờ cải thiện doanh thu bình quân cửa hàng, đóng góp cả năm của 388 cửa hàng được mở trong 2021 và các kế hoạch mở rộng mới trong 2022. Nỗ lực tối ưu hoá chi phí hoạt động và biên thương mại dự báo sẽ giúp biên EBITDA tăng thêm 240 điểm %, đánh dấu năm đầu tư có EBIT dương.
- ❖ Masan High-Tech Materials tiếp tục hưởng lợi giá đầu ra tăng do khó khăn chuỗi cung ứng toàn cầu kéo dài và các sự kiện địa chính trị. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận có thể tăng từ 3 đến 5 lần trong kịch bản tốt nhất.

Chú ý đến khoản lợi nhuận đột biến trong ngắn hạn. Thay đổi sở hữu gần đây của The Sherpa tại Phúc Long sẽ khiến công ty này được chuyển từ công ty liên kết sang công ty con, qua đó phát sinh khoản lãi đánh giá lại khoảng 1,3 ngàn tỷ (56 triệu USD) trong Q1 2022 theo ước tính của chúng tôi.

Khuyến nghị: Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của MSN là **187.700 đồng/cp** dựa trên phương pháp SOTP, qua đó duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

(84 28) 3914 6888 ext. 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nhìn lại 2021: Lợi nhuận tăng gấp 7 lần nhờ tăng trưởng cốt lõi và lãi đột biến từ thoái vốn

MSN công bố KQKD năm 2021 với doanh thu thuần 88,6 ngàn tỷ đồng (+14,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ 8,6 ngàn tỷ đồng (+593,9% yoy), với nhiều điểm rất khả quan về hoạt động của các mảng liên quan đến tiêu dùng như Masan Consumer Holdings và WinCommerce; ngoài ra còn có khoản lợi nhuận đột biến từ việc bán MNS Feed cho De Heus. BVSC tóm tắt một điểm nhấn chính như sau:

Tỷ đồng	2021	2020	Thay đổi	Bình luận
DT thuần	88.629	77.218	14.8%	
- MCH	28.764	23.971	20.0%	<ul style="list-style-type: none"> - Gia vị đóng góp 9.7 ngàn tỷ doanh thu (+19% yoy), trong đó nước nắm +18%, nước tương +7%, tương ớt +34%, hạt nêm +15%. Cao cấp hoá tiếp tục là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng chính - Thực phẩm tiện lợi đóng góp 8.8 ngàn tỷ doanh thu (+27% yoy). MCH đã đón đầu tốt xu hướng bữa ăn toàn diện tại nhà trong mùa dịch COVID-19 và các sản phẩm này hiện đã đóng góp đến 11% doanh thu. Các sản phẩm cao cấp nói chung đang đóng góp khoảng 50% doanh thu. - Nước uống đóng góp ~4 ngàn tỷ doanh thu, hầu như đi ngang do dịch COVID-19 dẫn đến việc đóng cửa tại các tỉnh phía Nam trong 2H2021. Nước tăng lực +0,4% trong khi các loại thức uống khác -9%. - Thịt chế biến đóng góp ~1.5 ngàn tỷ doanh thu (+52% yoy), nhờ vào thương hiệu ‘Ponnie’ – dẫn đầu trong mảng xúc xích thanh trùng và ‘Heo cao bồi’ – rất được ưa chuộng bởi cả trẻ nhỏ và người lớn. - Chăm sóc gia đình ghi nhận ~1.5 ngàn tỷ doanh thu (+19% yoy) với sự đóng góp đáng kể từ thương hiệu nước giặt – xả mới ‘Joins’ và giới thiệu sản phẩm nước rửa chén mới ‘Homey’
- WCM	30.900	30.978	(0.3%)	<ul style="list-style-type: none"> - WinMart (WM) ghi nhận doanh thu 9.9 ngàn tỷ (-6.6% yoy) do COVID-19 khiến người tiêu dùng hạn chế đến các nơi đông đúc như TTTM – kênh chiếm tới 2/3 các địa điểm WinMart. Tăng trưởng doanh thu/m2/tháng ở mức -10,6% (các khu vực ngoài TTTM +4,1% trong khi các khu vực trong TTTM giảm 18%). - WinMart+ (WMP) ghi nhận doanh thu gần 21 ngàn tỷ (+7.7% yoy) với sự cải thiện đáng kể của các cửa hàng hiện hữu nhờ tập trung vào hàng tươi sống, cách bày trí tốt hơn và xu hướng chuyển từ GT sang MT của người tiêu dùng do lo ngại về vấn đề vệ sinh & sức khỏe. Tăng trưởng doanh thu/m2/tháng ở mức +15%. Cuối năm 2021, WCM đang vận hành 2.619 cửa hàng – tăng 388 điểm so với năm trước và phần lớn cửa hàng mới được mở trong Q4 2021. - CVLife (WMP + Phuc Long Kiosk + Phano + Reddi + Techcombank) đang chạy thử 5 cửa hàng trong 2021. Kết quả ban đầu rất đáng khích lệ với mức tăng 30% về số lượng khách trong khi doanh thu bình quân hàng ngày để hoà vốn giảm đến 40%. WCM có kế hoạch mở rộng tới đa 2.000 cửa hàng CVLife trong 2022 ở các điểm mới hoặc nâng cấp các điểm cũ.
- MML	18,891	16,119	17.2%	<ul style="list-style-type: none"> - Thức ăn chăn nuôi đóng góp 14,4 ngàn tỷ doanh thu (+4.0% yoy). Phần lớn doanh thu vẫn được hợp nhất do việc thoái vốn khỏi MNS diễn ra trong Q4 2021.

				- Thịt mát đóng góp 4,5 ngàn tỷ doanh thu (+88.6% yoy), trong đó thịt heo là 3 ngàn tỷ (+31,8% yoy) and 3F Viet khoảng 1,5 ngàn tỷ (+57,7% yoy).
- MSR	13.564	7.426	82,7%	- Nhờ giá kim loại tăng mạnh và hợp nhất cả năm H.C Starck + APT: bình quân 286 USD/mtu, tăng 29% + Bismuth Low: 3,6 USD/lb, tăng 38% + Đồng: 9.319 USD/tấn, tăng 51% +Florit: 419 USD/tấn, tăng 4% - Chỉ có 695 tấn tinh quặng đồng được bán cho các lò luyện trong nước (so với hơn 25 ngàn tấn kỳ vọng đầu năm). Cuối 2021, giá trị thị trường của tồn kho đồng còn lại lên đến 6 ngàn tỷ - một nguồn tiền mặt rất lớn nếu bán thành công trong 2022.
EBITDA	16.361	10.346	58,1%	
- MCH	6.845	5.749	19,1%	- Thay đổi cơ cấu sản phẩm/cao cấp hoá giúp giữ biên lợi nhuận ổn định dù chi phí đầu vào tăng.
- WCM	1.100	(1.234)	-	- WCM ghi nhận biên EBITDA 3,6%, tăng 760 điểm % so với năm ngoài nhờ cải thiện biên thương mại, thỏa thuận lại với nhà cung cấp, tối ưu hoá các hoạt động tiếp thị và số lượng SKUs (<2.000 cho WMP và <10.000 cho WM)
- MML	1.827	1.881	(2,9%)	- Biên EBITDA giảm 2% so với năm ngoài do biên gộp TACN giảm bởi ảnh hưởng của giá hàng hoá tăng và hợp nhất 3F Viet. Tính riêng mảng thịt heo, biên gộp ghi nhận ở mức 18,5% and biên EBITDA 13,4% trong 2021.
- MSR	3.070	1.433	114,2%	- Cải thiện đáng kể nhờ giá dầu ra tăng.
- TCB contr.	3.866	2.646	46,1%	
NPAT-MI	8.563	1.234	593,9%	MSN ghi nhận 5,4 ngàn tỷ lợi nhuận bất thường từ thoái mảng TACN trong 2021 và 1,4 ngàn tỷ lợi nhuận bất thường từ đánh giá lại tài sản và nợ của H.C Starck.

2022: Các mảng tiêu dùng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

BVSC dự báo KQKD khả quan với doanh thu thuần 93,1 ngàn tỷ (+5,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế cốt lõi thuộc cổ đông công ty mẹ 5,5 ngàn tỷ (+75,1% yoy), tương ứng với EPS 4.691 đồng/cp và P/E dự phóng 29,0x. Ngoài ra, thay đổi sở hữu gần đây của The Sherpa tại Phúc Long sẽ khiến công ty này được chuyển từ công ty liên kết sang công ty con, qua đó phát sinh khoản lãi đánh giá lại khoảng 1,3 ngàn tỷ (56 triệu USD) trong Q1 2022 theo ước tính của chúng tôi. Những giả định chính được tổng hợp như sau:

Tỷ đồng	2022F	2021	Thay đổi	Giả định
Doanh thu	93.160	88.629	+5,1%	
- MCH	33.685	28.764	+17,1%	- Gia vị +15%; Thực phẩm tiện lợi +17,5%; Thịt chế biến +30%. - Cà phê +10%; Nước uống +20%; Chăm sóc gia đình +20%.
- WCM	37.598	30.901	+21,7%	- Mở thêm 500 WMP và 0 WM. Cuối năm 2022, số lượng cửa hàng đạt 3,119 WMP và 122 WM. - Tăng trưởng doanh thu/m2/tháng: +10% cho WM và +15% cho WMP.
- MML	6.388	18.891	-66,2%	- Doanh thu thịt heo +46,3% and doanh thu 3F Viet +34,5%.
-MSR	15.617	13.564	+15,1%	- Sản lượng không thay đổi so với 2021 - Giả định khoảng 10.000 tấn đồng được bán + APT: 310 USD/mtu, tăng 8,4%. + Đồng: 9.500 USD/ton, tăng 1,9% + Bismuth: 4 USD/lb, up 11,1% + Florit: 450 USD/ton, up 7,4%
EBIT	13.623	10.180	33,8%	
- MCH	7.143	5.951	20,0%	
- WCM	407	(506)	-180,4%	- Dự báo hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện nhờ tối ưu hoá chi phí và tăng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng: + GPM 21,1%, +120 điểm %; SG&A / Doanh thu, -150 điểm % - Biên EBIT 1,1%, +270 điểm %; biên EBITDA 4,8%, +240 điểm %
- MML	303	649	-53,3%	- Chuỗi giá trị thịt heo duy trì biên gộp ổn định dù giá heo giảm nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm. - 3F Viet không còn ghi nhận lỗ.
- MSR	2.896	1.190	143,4%	- Biên EBIT tăng 970 điểm % nhờ giá đầu ra cao hơn.
- TCB contr.	4.353	3.866	12,6%	
NPAT-MI	5.538	8.563	-35,3%	
Core NPAT-MI	5.538	3.163	75,1%	

Định giá

	Equity Value	MSN's Interest	MSN's Value	Note
The CrownX	212.362.998	81,7%	173.500.570	
Masan Consumer Holdings	155.964.931	70,0%		PE 2022 = 23,9x
VinCommerce	56.398.068	68,6%		2022 P/S = 1,5x tương ứng với giá SK đầu tư vào 16% WCM
Masan MeatLife	13.057.726	87,9%	11.477.741	2022 P/S = 2,0x 2023 P/S = 1,6x
Masan Hi-Tech Materials	21.150.000	86,4%	18.273.600	Tương ứng với định giá mà Mitsubishi đầu tư chiến lược 10%
Techcombank	221.174.260	21,5%	47.552.466	PB 2022 = 2,0x theo báo cáo cập nhật gần nhất của BVSC
Phuc Long Heritage	8.342.500	51,0%	4.254.250	Định giá vòng gần nhất là 310 triệu USD
Net Debts at Parent			(21.864.325)	Nợ vay ròng tại cấp công ty mẹ tại thời điểm cuối Q4 2021 Nợ vay ròng tại cấp công ty con đã được trừ trong định giá của mỗi công ty
MSN SoTP Equity Value			233.194.301	
Conglo. Discount (%)			5.0%	Chiết khấu đa ngành
MSN Fair Equity Value			221.534.586	
Outstanding Shares			1.180.534.692	
MSN FV Per Share			187.656	

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021
Doanh thu thuần	38.188	37.354	77.218	88.629
Giá vốn	(26.306)	(26.413)	(59.329)	(66.494)
Lợi nhuận gộp	11.881	10.941	17.889	22.135
Doanh thu tài chính	1.902	1.188	1.431	6.800
Chi phí tài chính	(3.091)	(2.201)	(4.557)	(5.707)
Lợi nhuận sau thuế	4.916	5.558	1.234	8.563

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021
Tiền & khoản tương đương tiền	4.586	6.801	7.721	22.305
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.523	1.241	2.062	2.480
Hàng tồn kho	4.333	9.622	12.498	12.813
Tài sản cố định hữu hình	23.798	29.171	34.322	31.152
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	15.348	17.506	20.353	24.539
Tổng tài sản	64.579	97.297	115.737	126.093
Nợ ngắn hạn	15.796	30.492	38.875	34.548
Nợ dài hạn	14.703	14.917	51.832	49.209
Vốn chủ sở hữu	34.080	51.888	25.030	42.337
Tổng nguồn vốn	64.579	97.297	115.737	126.093

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	1,5%	-2,2%	106,7%	14,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	58,5%	13,0%	-77,8%	593,9%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	31,1%	29,3%	23,2%	25,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	12,9%	14,9%	1,6%	9,7%
ROA (%)	7,7%	6,9%	1,2%	7,1%
ROE (%)	18,1%	12,9%	3,2%	25,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	47,2%	46,7%	78,4%	66,4%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	89,5%	87,5%	362,4%	197,8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.227	4.754	1.050	7.253
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.299	44.389	21.308	35.862

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Bán lẻ, Dệt may, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích cộng đồng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân hàng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888