

Ngành: Tiêu dùng bán lẻ | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ MUA MẠNH		CTCP TẬP ĐOÀN MASAN - (HSX: MSN) TÍN HIỆU “MỞ KHÓA” GIAI ĐOẠN HIỆU QUẢ		
Giá hiện tại:	75,800	Ngày viết báo cáo:	22/5/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG
Giá mục tiêu trước:	79,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,431	CTCP Masan 25.9%
Giá mục tiêu mới:	100,000	Vốn hóa (tỷ VND)	109,316	CT TNHH MTV XD Hoa Hường 13.2%
Tỷ suất cổ tức	N/A	Thanh khoản bình quân (tỷ đồng):	97.443	Dương
Tiềm năng tăng giá	32%	Sở hữu nước ngoài	29%	SK investment Vina 7.7%

Bộ phận Research:
Phạm Thị Minh Châu
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)
Chauptm@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu MSN và nâng giá trị hợp lý trung hạn là **100,000 VNĐ/CP** (Upside +32% so với giá đóng cửa ngày 21/5/2024), nhằm phản ánh kỳ vọng hưởng. Chúng tôi điều chỉnh tăng +27% so với [giá mục tiêu trước](#) đó nhờ

- Nỗ lực giảm Net debt/EBITDA xuống mức ~3 lần giúp nợ ròng kỳ vọng giảm -6% so với báo cáo trước đó
- Nâng định giá của MCH nhờ (1) tăng biên lợi nhuận kỳ vọng ~ 1 điểm phần trăm so với báo cáo trước đó và (2) sử dụng phương pháp PE thay vì DCF với P/E mục tiêu ước tính lên mức 17.3 lần nhằm phản ánh kỳ vọng cổ phiếu mang tính thị trường hơn khi niêm yết trên sàn HOSE và triển vọng tăng trưởng tích cực của doanh nghiệp.
- Nâng dự phóng P/B mục tiêu của TCB từ 1.1 lần lên 1.3 lần nhờ (1) triển vọng phục hồi lợi nhuận giúp cải thiện ROE và (2) bắt đầu trả cổ tức tiền mặt tiền mặt sau 10 năm mà vẫn duy trì CAR mục tiêu >14%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hậu giai đoạn tăng trưởng nhanh về quy mô (CAGR DT 2019-2023 +20%), song song với áp lực từ đòn bẩy nợ Net Debt/EBITDA cao. Chúng tôi tin rằng giai đoạn 2024-2025 sẽ là lúc MSN bắt đầu chứng minh hiệu quả hoạt động, trong đó:
 - Mảng tiêu dùng cốt lõi The Crown X kỳ vọng LNHD +16%YoY/+19%YoY nhờ MCH có thể duy trì đà tăng trưởng và WCM tiệm cận điểm hòa vốn 2024 và có lãi hoạt động tại mức biên LNHD ~0.5% vào năm 2025.
 - Kỳ vọng đưa được đòn bẩy Net debt/ EBITDA < 3.5 lần nhờ nguồn vốn đầu tư từ Bain Capital, Động thái thoái vốn mảng phi tiêu dùng
- Cơ hội đầu tư tại giai đoạn giá cổ phiếu vẫn còn bị chiết khấu sâu so với Vnindex và chưa phản ánh cơ hội từ tái định giá TCX và xu hướng giảm đòn bẩy nợ.

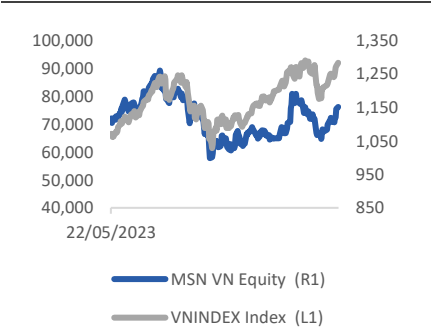
CATALYST

- Kỳ vọng IPO MCH và TCX trong trung hạn
- Thoái vốn các mảng kinh doanh không cốt lõi

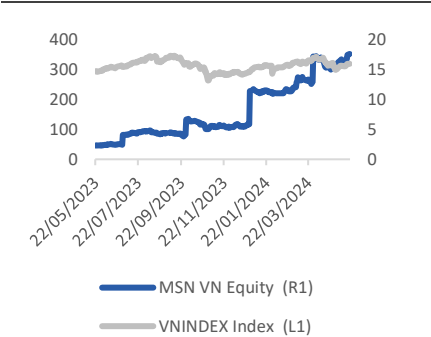
RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sức mua suy yếu gây áp lực lên các mảng kinh doanh chính và HĐKD của TCB
- Rủi ro nợ tiềm tàng từ hoạt động khai thác tài nguyên

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2022	2023	2024	VNIndex		2021	2022	2023	2024
P/E (x)	30.6	261.1	76.3	14.3	Doanh thu thuần	88,629	76,189	78,252	82,330
P/B (x)	7.6	8.6	9.6	1.8	Lợi nhuận gộp	22,135	21,035	22,121	24,541
ROA (x)	13.0%	4.9%	7.4%	12.3%	LNST CĐ CT mẹ	8,563	3,567	419	1,433
ROE (%)	3.4%	1.3%	2.3%	2.0%	Biên LNST (%)	10%	5%	1%	2%

CẬP NHẬT ĐHĐCĐ 2024 VÀ KQKD Q1.2024:

1. Điểm nhấn ĐHĐCĐ 2024:

- (i) MSN đưa ra định hướng tăng trưởng: 2024 TCX dự kiến có lãi tại cấp độ EBIT ~1% trong đó động lực tăng trưởng năm 2025 đến từ MCH và 2026 -2027 đến từ WCM
- (ii) Giảm áp lực từ đòn bẩy tài chính về mức net debt/EBITDA < 3.5 lần
- (iii) Giảm/ thoái vốn mảng kinh doanh không cốt lõi

2. Điểm nhấn Q1/2024:

- (i) Mảng tiêu dùng cốt lõi ghi nhận tăng trưởng dương ~+6%YoY, nhưng LNST của công ty mẹ -51.4% YoY, tiếp tục chịu áp lực từ lãi vay và hoạt động kinh doanh chưa hiệu quả của MSR.
- (ii) Điểm sáng đến từ các sự kiện cuối Q1 – đầu Q2/2024 (*): (1) kỳ vọng HĐKD của MSR được cải thiện khi nối lại hoạt động nổ mìn, (2) khoản đầu tư hơn 6,000 từ Bain Cap và dòng cổ tức từ MCH và TCB, và (3) thông tin liên quan đến thoái vốn mảng kinh doanh phi tiêu dùng chưa hiệu quả, giúp giảm đòn bẩy tài chính cho MSN

Cơ cấu doanh thu	Q1/2024	Q1/2023	%YoY	Note
MCH	6,161	5,927	4%	➤ Mảng kinh doanh cốt lõi tiếp tục ghi nhận tăng trưởng DT và biên lợi nhuận hoạt động +6%YoY và +3.1 điểm% nhờ - MCH – tăng trưởng nhờ cơ cấu ngành hàng theo hướng cao cấp hoá, xu hướng giảm giá NVL và tối ưu hoá hoạt động. - WCM – bước đầu ghi nhận kết quả từ hậu cải tiến mô hình WCM với (i) DT: tăng trưởng DT/CH cũ +5.7%LFL và +6.5% SLCH mới; (ii) Biên EBIT duy trì xu hướng giảm lỗ và tiệm cận điểm hoà vốn -0.1% so với cùng kì -3.6%, nhờ tăng khả năng đàm phán với nhà cung cấp, giảm tỷ lệ huỷ hàng, tăng DT/CH cũ - MML – xu hướng giá heo tăng +6%YoY và cơ cấu ngành hàng thay đổi.
% Biên EBIT	24%	21%		
WCM	7,927	7,312	8.4%	
% Biên EBIT	-1%	-4%		
MML	1,208	1,255	-4%	
% Biên EBIT	0%	-8%		
MSR	3,089	3,787	-18%	
% Biên EBIT	-10%	10%		
	Q1/2024	Q1/2023	%YoY	
Doanh thu thuần	18,855	18,706	1%	
Lãi gộp	5,255	5,086	3%	➤ Mặt khác, lợi nhuận của công ty mẹ tiếp tục chịu áp lực (i) Mảng kinh doanh không cốt lõi của MSR suy giảm mạnh về cả doanh thu và biên lợi nhuận do tác động của giá kim loại giảm và gián đoạn sự kiện nổ mìn và (ii) đòn bẩy tài chính duy trì ở mức cao gây áp lực lên hoạt động kinh doanh của cả tập đoàn. Quan điểm BSC: chúng tôi nhận thấy rằng DTT và biên LNST thực tế Q1/2024 tương đương so với ước tính của chúng tôi. Tuy nhiên, lợi nhuận đóng góp cho công ty mẹ -50% so với ước tính của chúng tôi (~8.1% LNST dự kiến cả năm 2024) do tác động từ hoạt động tài chính của công ty mẹ lỗ hơn -120.97 tỷ VND cao hơn cùng kì lãi 113.6 tỷ VND. Tuy nhiên, dựa trên (*) chúng tôi kì vọng KQKD từ Q2/2024 trở đi sẽ trở nên tích cực hơn.
GPM	27.9%	27.2%	0.7%	
Chi phí bán hàng	(3,580)	(3,316)	8.0%	
Chi phí QLDN	(971)	(860)	13%	
SG&A/Rev	24.1%	22.3%		
Lợi nhuận HĐKD	703	910	-23%	
Biên LN HĐKD	3.73%	4.86%		
Doanh thu tài chính	574	650	-12%	
Chi phí tài chính	(1,899)	(1,989)	-5%	
Thu nhập khác, ròng	7	34	-79%	
LNTT	634	581	9%	
LNST	479	439	9.0%	
LNST CT mẹ	104	215	-51.4%	
Biên LNST	0.55%	1.15%		

Nguồn: BSC research

Ngoài ra, TCB cũng ghi nhận tín hiệu tích cực từ LNTT Q1/24 đạt 7,800 tỷ VND (+38.7% YoY) và hoàn thành đồng thời 29% kế hoạch của ngân hàng và dự báo của BSC. Lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhờ (1) sự phục hồi của thu nhập lãi thuần (+30.2% YoY) và (2) hoạt động kinh doanh FX và hoạt động đầu tư hỗ trợ thu nhập ngoài lãi (+35.7% YoY) trong khi chi phí hoạt động tiếp tục được kiểm soát (+3.4% YoY).

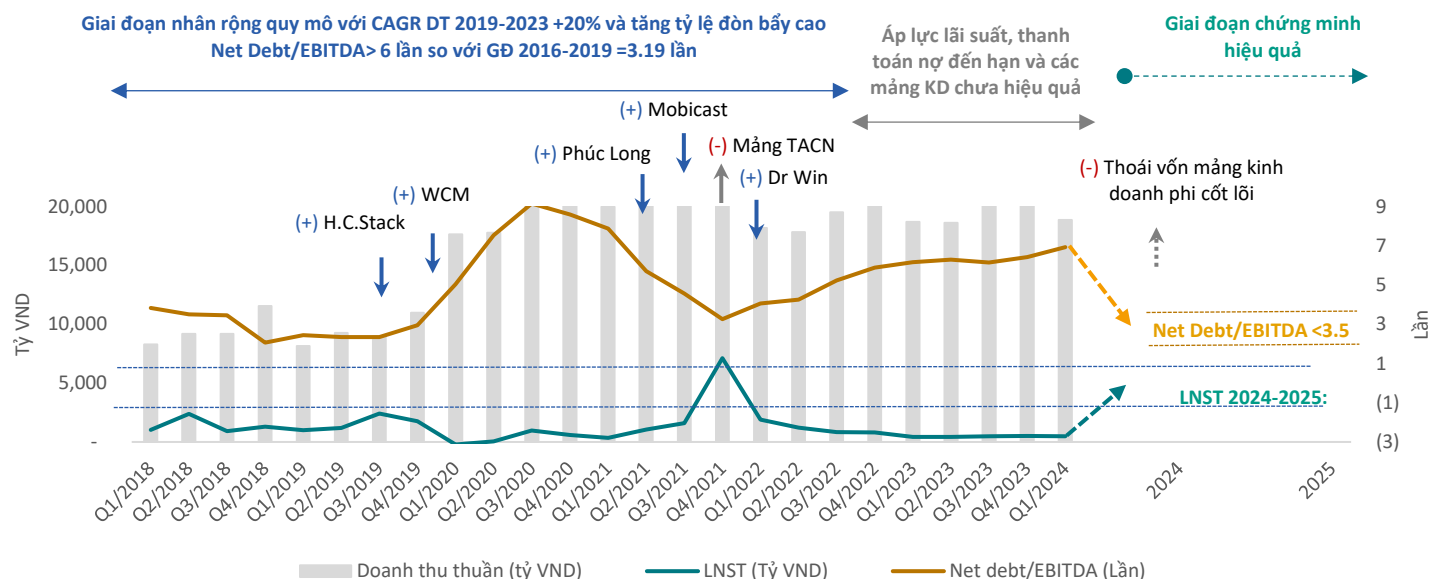
NIM (TTM) phục hồi nhẹ lên mức 4.1% (+8bps QoQ) và ngân hàng dự kiến đưa NIM quay trở lại mức >4.5% tới cuối 2024 nhờ COF tiếp tục giảm, chưa tính đến phần lãi thu hồi tiềm năng từ chính sách lãi suất linh hoạt.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ ĐỊNH GIÁ

Dựa vào số liệu giai đoạn 2019-2023, chúng tôi nhận thấy rằng MSN đã xây dựng hoàn chỉnh hệ sinh thái trong chuỗi giá trị tiêu dùng gồm MCH, WCM, MML và PHL, ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu CAGR 2019-2023 là 20%. Nhưng với quy mô trưởng nhanh chóng kéo theo đó là đòn bẩy tài chính cao và phát sinh các mảng kinh doanh chưa hiệu quả (MSR, ...), trong bối cảnh vĩ mô không thuận lợi dẫn tới mức suy giảm lợi nhuận công ty mẹ -88%YoY trong 2023.

Tuy nhiên, trong giai đoạn khó khăn, MSN đã tiến hành tái cấu trúc lại các mảng kinh doanh theo hướng tập trung vào hiệu quả, giảm lượng tăng chất (WCM, PHL,...) và chiến lược này tiếp tục được khẳng định tại cuộc họp ĐHĐCĐ thường niên 2024: **“chúng ta sẽ thúc đẩy lợi nhuận của WinCommerce, Masan MEATLife và Phúc Long hơn nữa để sánh vai cùng Masan Consumer. Khả năng sinh lời sẽ là thước đo quan trọng trong 18 đến 24 tháng tới giúp tối đa hóa giá trị cho cổ đông.”**

Hình 1: Tăng trưởng quy mô nhanh chóng gây áp lực lên lợi nhuận doanh nghiệp



Nguồn: FiinPro, BSC research

Dựa trên cơ sở trên chúng tôi nhận thấy cơ hội đầu tư cho cổ phiếu MSN trong giai đoạn tới nhờ

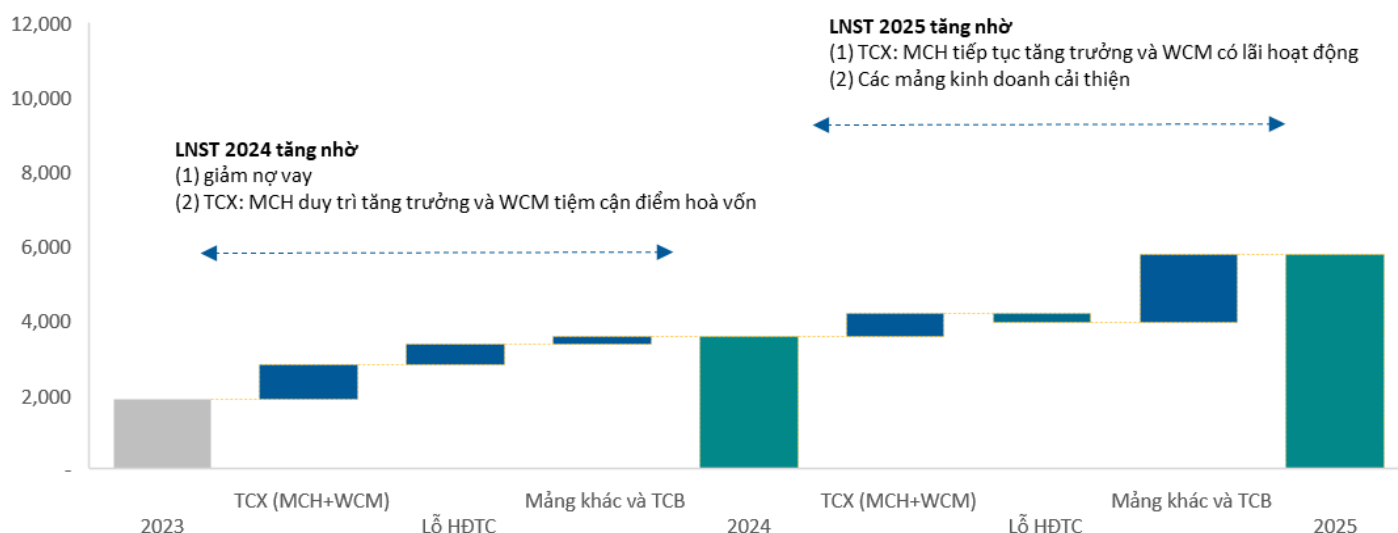
- Hiệu suất cổ phiếu từ đầu năm tới nay chỉ đạt +7.3%YTD so với VNIndex là +12%YTD
- Trong khi chúng tôi kì vọng LNST năm 2024 -2025 tăng trưởng +90%YoY/59%YoY nhờ vào:
 - (1) **Nỗ lực giảm đòn bẩy nợ với Net debt/ EBITDA từ mức 6.5 lần 2023 xuống mức 3 lần 2025** nhờ vào (i) nguồn vốn đầu tư từ Bain capital với giá trị 6,339 tỷ VND, (ii) Dòng tiền từ cổ tức MCH và TCB ước tính hơn 3,700 tỷ VND và (iii) nguồn tiền đến từ sự kiện MSR thoái vốn HCStack.
 - (2) **Mảng tiêu dùng cốt lõi TCX giai đoạn 2024F/2025F (+15.5%YoY/+19%YoY)** trong đó (i) MCH tiếp tục theo đuổi chiến lược cao cấp hoá và “Going Global” sẽ là động lực chính cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận hoạt động tăng trưởng +1 điểm % nhờ cơ cấu ngành hàng biên lợi nhuận tốt và xu hướng giảm giá NVL và (ii) duy trì quan điểm WCM giảm lỗ hoạt động từ -2.2% (2023) xuống còn -0.5% (2024E) và có lãi hoạt động vào cuối năm 2025F tại mức +0.5%;

Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu MSN và nâng giá trị hợp lý trung hạn là **100,000 VNĐ/CP** (Upside +32% so với giá đóng cửa ngày 21/5/2024) và điều chỉnh tăng +27% so với [giá mục tiêu trước](#) đó so với báo cáo trước (link) dựa trên những điều chỉnh về

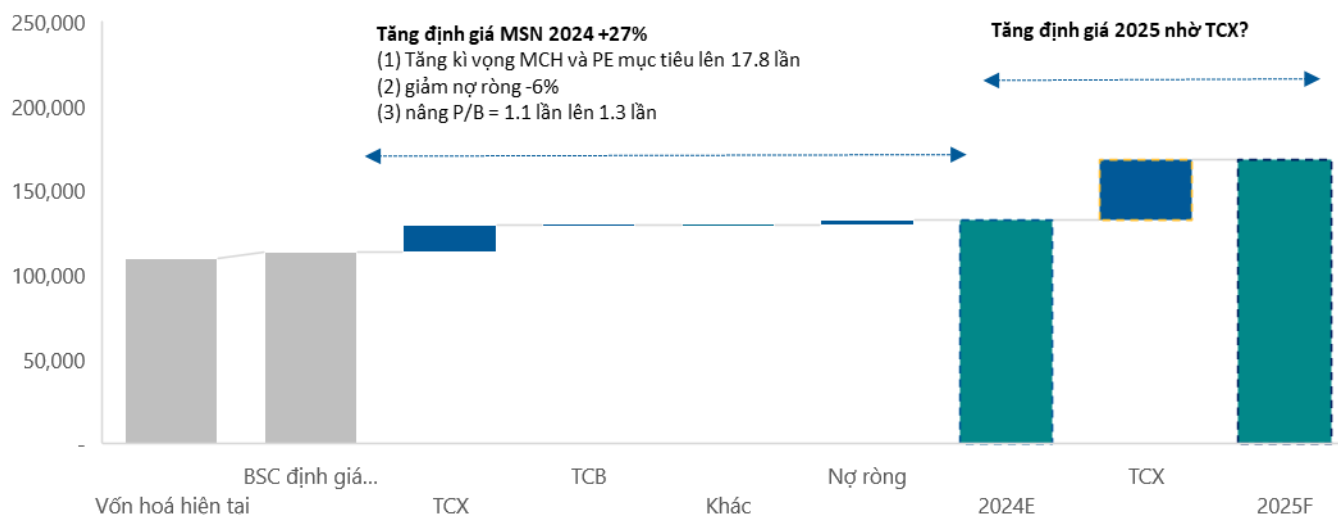
- **Nỗ lực giảm Net debt/EBITDA xuống mức ~3 lần** giúp nợ ròng kì vọng giảm -6% so với báo cáo trước đó
- **Nâng định giá của MCH** nhờ (1) tăng biên lợi nhuận kì vọng ~ 1 điểm phần trăm so với báo cáo trước đó và (2) sử dụng phương pháp PE thay vì DCF với P/E mục tiêu ước tính lên mức 17.3 lần nhằm phản ánh kì vọng cổ phiếu mang tính thị trường hơn khi niêm yết trên sàn HOSE và triển vọng tăng trưởng tích cực của doanh nghiệp.

- Ngoài ra, chúng tôi cũng **nâng dự phóng P/B mục tiêu của TCB từ 1.1 lần lên 1.3 lần** nhờ
- Triển vọng phục hồi lợi nhuận giúp cải thiện ROE:** Mặc dù ngân hàng chưa đưa ra hướng dẫn cụ thể về thời gian đảo ngược ‘chính sách giá linh hoạt’, BSC thấy rằng TCB có không gian để cải thiện NIM với dự báo 2024F-2025F là +11bps và +16bps, tương ứng, về mức tăng so với năm trước. Đây sẽ là yếu tố then chốt cho dự báo tăng trưởng PBT 2024F-2025F tăng trưởng lần lượt +21.0% và +22.6% YoY.
 - Bắt đầu trả cổ tức tiền mặt tiền mặt:** TCB dự kiến sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ chi trả là 20% NPAT trong khi vẫn đảm bảo mục tiêu CAR là 14-15%.

Hình 2: Quan điểm tăng trưởng lợi nhuận được dẫn dắt chính bởi yếu tố giảm đòn bẩy nợ và cải thiện KQKD cốt lõi, TCB



Hình 3: Quan điểm tăng trưởng định giá phụ thuộc vào hiệu quả và dự địa nâng tầm định giá 2025 đến từ giá trị cộng hưởng của MCH và WCM.



Nguồn: BSC Research

Giá định		2023			2024		
			Tiêu cực 2	Tiêu cực 1	Cơ sở	Tích cực 1	Tích cực 2
Chỉ số	<i>Nợ vay ròng/ EBITDA</i>	6.49	3.66	3.01	2.95	2.87	2.80
	Nợ vay ròng	53,993	53,993	45,273	45,273	44,873	44,473
	EBITDA	8,319	14,750	15,040	15,330	15,621	15,911
MCH	%Doanh thu (YoY)	3%	6%	6%	6%	6%	6%
	% Biên LNHHĐ	24.0%	22%	23%	24%	25%	26%
WCM	%Doanh thu (YoY)	2%			11%		
	% Biên LNHHĐ	-0.6%			-0.5%		
MML	%Doanh thu (YoY)	66%			3.4%		
	% Biên LNHHĐ	-4.7%			3.0%		
MSR	%Doanh thu (YoY)	-9%			-6.9%		
	% Biên LNHHĐ	-0.6%			-7.0%		
	DTT	78,252	82,330	82,330	82,330	82,330	82,330
	%YoY	2.71%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%	5.21%
	LNHHĐ (+TCB)	8,075	9,344	9,634	9,924	10,215	10,505
	Biên LNHHĐ (%)	10%	11%	12%	12%	12%	13%
	Lãi/ lỗ tài chính	(5,724)	(5,498)	(4,852)	(5,175)	(4,826)	(4,801)
	Lãi lỗ khác	213	23	23	23	23	23
	LNTT	2,563	3,846	4,783	4,772	5,389	5,704
	LNST	1,870	2,985	3,565	3,557	4,017	4,017
	%Biên LNST	2.4%	3.6%	4.3%	4.3%	4.9%	4.9%
	LNST công ty mẹ	418.7	861	1,437	1,433	1,619	1,713
Định giá	Tỷ lệ sở hữu MSN (%)		Tiêu cực 2	Tiêu cực 1	Cơ sở	Tích cực 1	Tích cực 2
	MCH (PE = 17.3 lần)	68%	85,987	89,396	92,849	96,214	99,623
	WCM (P/S = 1.5 lần)	95%	34,168	34,168	34,168	34,168	34,168
	MML (P/B=1.2 lần)	86%	5,605	5,605	5,605	5,605	5,605
	MSR (P/B= 1 lần)	72%	11,340	11,340	11,340	11,340	11,340
	TCB (P/B = 1.3 lần)	20%	38,293	38,293	38,293	38,293	38,293
	PHL (P/S =1 lần)	85%	6,132	6,132	6,132	6,132	6,132
	Tổng		162,341	165,466	188,387	191,752	195,161
	(+/-) Net debt		(53,993)	(45,273)	(45,273)	(44,873)	(44,473)
	Giá trị doanh nghiệp		108,348	120,193	143,114	146,879	150,688
	SLCP LH		1.4				
Giá mục tiêu (VND/CP)			75,700	84,000	100,000	102,700	105,300
Giá hiện tại (VND/CP)			75,800	75,800	75,800	75,800	75,800
Upside (%)			0%	11%	32%	35%	39%
Khuyến nghị			MUA MẠNH				

Nguồn: FiinPro, BSC research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

