

Khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận
năm theo kịch bản tích cực

Giá Mục tiêu86.500 Đồng

Ngày báo cáo:26/11/2024

Giá CP ngày 26/11/2024:72.700 đồng

% Tăng giá:19%

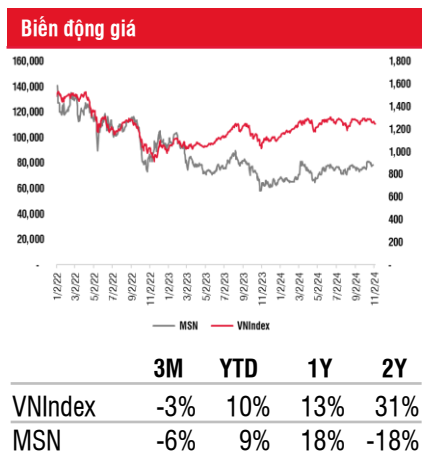
NGÀNH:HÀNG TIÊU DÙNG

GDPTCP:Phạm Huyền Trang

Email:trangph@ssi.com.vn

SĐT:+84-24 3936 6321 ext. 8712

Chỉ tiêu cơ bản	
Vốn hóa (tỷ đồng):	102.103
KLGDTB 3 tháng (CP):	7.267.219
Giá Cao/Thấp nhất 52W:	81,1/60,5
Tỷ lệ SHNN(%):	25,8%
Tỷ lệ sở hữu NN (%):	0,00%



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty
Masan Group (MSN) bắt đầu hoạt động từ năm 2004 với tư cách là một công ty vận tải biển và đã phát triển thành tập đoàn tư nhân hàng đầu Việt Nam. MSN đã xây dựng các nền tảng hoạt động dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực tiêu dùng và tài nguyên. MSN nắm giữ 72,8% cổ phần tại Masan Consumer Holdings (MCH; hàng tiêu dùng nhanh); 71,5% tại Vincommerce (chuỗi bán lẻ); 96% tại Masan Meat Life (sản xuất thức ăn gia súc và thịt); và 84,6% tại Masan Resources (MSR; tài nguyên thiên nhiên). MSN cũng sở hữu 20% cổ phần tại Techcombank.

- KHẢ QUAN

➤ Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu MSN, với giá mục tiêu mới là **86.500 đồng/cổ phiếu** (từ 90.800 đồng/cổ phiếu) dựa trên pp SOTP năm 2025F, tiềm năng tăng giá là 19%. Khi chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2025, chúng tôi tăng tỷ lệ chiết khấu cho tập đoàn để phản ánh các biến động trong mảng khai khoáng và áp lực lên giá cổ phiếu từ việc SK Group chuyển nhượng cổ phiếu MSN trong ngắn hạn.

➤ Về cơ bản, chúng tôi gần như giữ nguyên ước tính lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) cho năm 2024 ở mức 1,9 nghìn tỷ đồng, nhờ kết quả kinh doanh vượt kỳ vọng của MCH (tiêu dùng) và WCM (bán lẻ tiêu dùng) bù đắp cho kết quả kém khả quan của MSR (khai khoáng). NPATMI năm 2025 dự báo tăng trưởng 48%, nhờ lợi nhuận tại các công ty con (WCM, MML và MSR) tiếp tục cải thiện.

➤ **Yếu tố hỗ trợ:** MSN có thể là một đại diện cho câu chuyện tăng trưởng tiêu dùng và bán lẻ của Việt Nam trong dài hạn. Mức tăng trưởng kép của NPATMI năm 2024-2026E dự báo ở mức 33%. Trong năm 2025, ngoài tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, các sự kiện doanh nghiệp như bán cổ phần MCH (dự kiến trong nửa đầu năm 2025) và thoái vốn khỏi các mảng hoạt động không cốt lõi sẽ là yếu tố tác động lên giá cổ phiếu. Ngược lại, việc SK Group tiếp tục thoái vốn (hiện đang nắm giữ 55 triệu cổ phiếu MSN) sẽ gây áp lực ngắn hạn lên giá cổ phiếu.

- **Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:** (1) tiêu dùng yếu; (2) biên lợi nhuận của các mảng chăn nuôi và khai khoáng biến động; (3) quá trình giảm nợ vay chậm hơn dự kiến và (4) phát sinh chi phí bất thường.

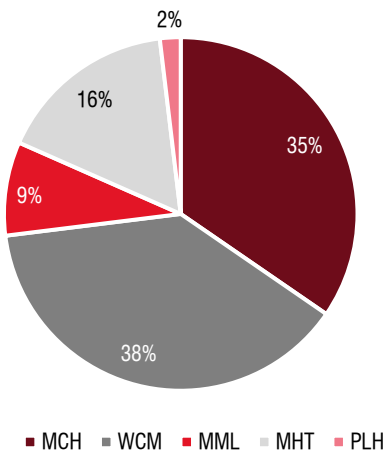
Nguồn: MSN, SSI Research

Cập nhật: MSN đã công bố kết quả kinh doanh Q3/2024. Theo đó, NPATMI đạt 701 tỷ đồng (+1.349% svck), kết quả này sát với ước tính của chúng tôi ở mức từ 650-700 tỷ đồng. Lợi nhuận tăng mạnh từ mức rất thấp của năm ngoái dựa trên các mảng kinh doanh cốt lõi. Cụ thể, MCH và TCB là 2 nguồn đóng góp lợi nhuận chính và quan trọng nhất cho MSN khi ghi nhận mức tăng trưởng LNST lần lượt là 14% và 24%. Tiếp đó, như kỳ vọng, WCM có quý đầu tiên báo lãi (không tính giai đoạn Covid), đạt mức lợi nhuận sau thuế là 20 tỷ đồng trong quý 3 năm nay, và mở ra triển vọng tiếp tục cải thiện lợi nhuận trong các quý sắp tới. MML cũng có quý báo lãi sau nhiều quý lỗ, nhờ giá heo và gà tăng cùng với doanh thu thịt chế biến tăng trưởng tốt. Chi phí tài chính của tập đoàn Q3 năm nay cũng giảm 40% svck cũng là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho quý này.

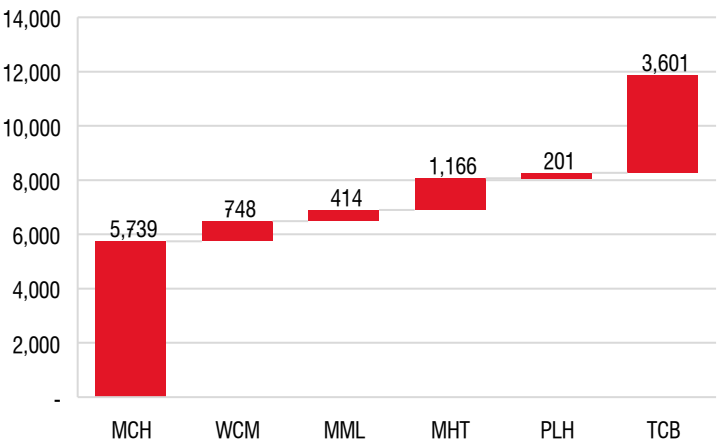
Lũy kế 9T2024, MSN đạt 1,3 nghìn tỷ đồng NPATMI - đạt 68% ước tính cả năm của chúng tôi (1,9 nghìn tỷ đồng). Trong cuộc họp đại hội đồng cổ đông năm 2024, MSN đặt kế hoạch đạt NPATMI trong khoảng từ 1-2 nghìn tỷ đồng. Theo đó, trong cuộc họp công bố lợi nhuận Q3/2024, ban lãnh đạo tự tin có thể đạt kế hoạch lợi nhuận theo kịch bản tích cực, vì Q4 là mùa cao điểm đối với mảng tiêu dùng. Chúng tôi chưa tính đến khoản lợi nhuận bất thường khoảng 40 triệu USD từ thương vụ thoái vốn khỏi HCS có thể hoàn thành trong năm nay.

Tổng nợ ròng đạt 49,4 nghìn tỷ đồng, thấp hơn một chút so với năm 2023. Nợ ròng/EBITDA TTM đạt 3,4x vào cuối Q3/2024, phù hợp với mục tiêu dưới 3,5x của công ty.

Cơ cấu doanh thu trong 9T2024



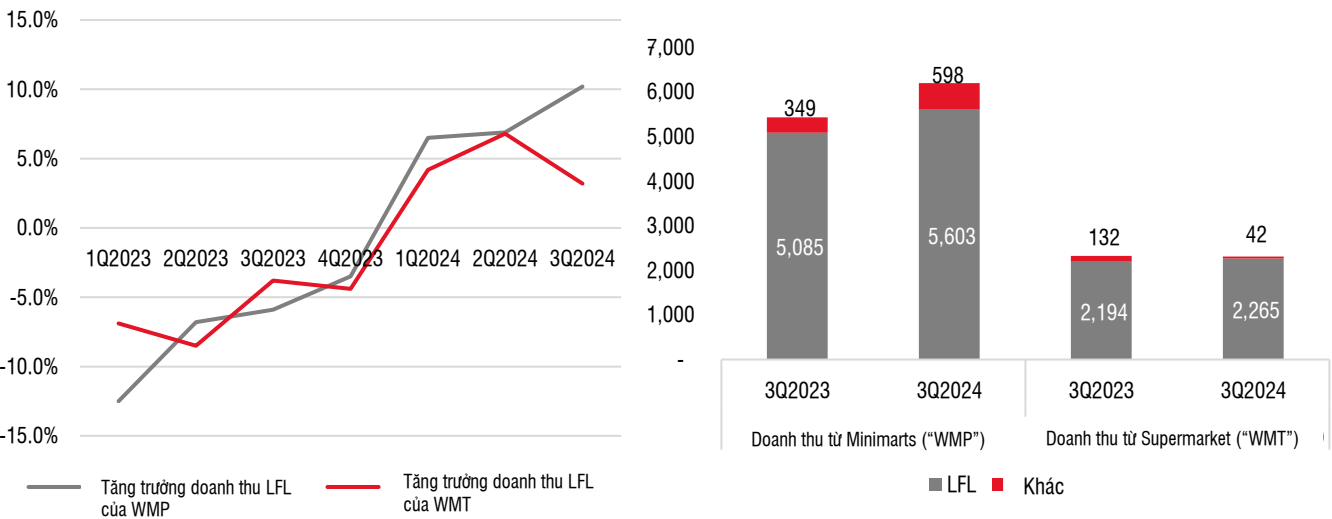
Cơ cấu EBITDA trong 9T2024



Nguồn: MSN, SSI Research

Cập nhật về WCM: Một đại diện cho thị trường bán lẻ hiện đại. Chúng tôi nhận thấy rằng WCM ngày càng thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư, do tiềm năng tăng trưởng của thương mại hiện đại tại Việt Nam. Ban lãnh đạo công ty cũng đã cung cấp một số thông tin về kết quả kinh doanh của WCM. Trong đó, doanh thu ròng tăng trưởng 9,1% svck trong Q3/2024 (+8,9% svck trong 9T2044), nhờ Winstore (mô hình tại khu vực thành thị) tăng trưởng 2 con số là 12,5% svck và Winmart+ (mô hình ở khu vực nông thôn) ở mức 11,5% LFL svck. Tuy nhiên, mức tăng trưởng LFL của các mô hình cửa hàng của WCM vẫn thấp hơn SSSG của BHX với mức tăng 26% svck trong Q3/2024 và 34% svck trong 9T2024. Vào cuối Q3/2024, WCM có 3.733 cửa hàng trong đó có 731 cửa hàng Winstores và 1.273 cửa hàng winmart+. Các cửa hàng còn lại sẽ được chuyển đổi thành một trong hai mô hình này trong thời gian tới. Trên các mô hình hoạt động, tăng trưởng like-for-like (LFL) tiếp tục được cải thiện, phù hợp với dự báo tăng trưởng doanh thu cả năm của chúng tôi là 9%.

Biên EBITDA và EBIT ghi nhận sự cải thiện đáng kể lần lượt là 91 bps và 139 điểm cơ bản svck trong Q3/2024 do tăng trưởng LFL tích cực và chương trình hội viên ưu đãi (chúng tôi lưu ý rằng WCM đã dừng chương trình VinID từ Q3/2024 và người tiêu dùng hiện đã chuyển sang ứng dụng Win). Biên EBITDA trong 9T2024 đạt 3,1% (so với 1,1% trong 9T2023). Công ty đặt mục tiêu đạt biên EBITDA dài hạn từ 7-8% bằng cách tối ưu chi phí, mô hình cửa hàng và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Biên lợi nhuận ròng đạt 0,4% trong Q3/2024, đây là mức dương đầu tiên sau dịch Covid, giúp WCM đạt 20 tỷ đồng NPATMI trong Q3/2024. Trong cả năm 2024, Công ty đặt mục tiêu lỗ ròng từ -120 đến -140 tỷ đồng cho WCM (sát với dự báo của chúng tôi là -152 tỷ đồng). Theo đó, LNST của WCM trong Q4 có thể dao động từ 50-60 tỷ đồng. Trong khi đối thủ cạnh tranh của WCM là BHX cũng đã có lãi từ Q2/2024.



Nguồn: MSN, SSI Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	10.125	23.796	33.108	49.444
+ Đầu tư ngắn hạn	6.795	4.183	4.183	4.183
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	11.985	13.940	15.383	17.232
+ Hàng tồn kho	13.175	15.141	16.335	18.375
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.684	1.954	2.148	2.408
Tổng tài sản ngắn hạn	43.763	59.014	71.157	90.131
+ Các khoản phải thu dài hạn	11.211	13.039	14.390	16.119
+ GTCL Tài sản cố định	42.886	36.767	35.921	34.745
+ Bất động sản đầu tư	709	727	725	724
+ Tài sản dài hạn dở dang	3.127	3.127	3.127	3.127
+ Đầu tư dài hạn	33.219	30.282	30.282	30.282
+ Tài sản dài hạn khác	12.468	13.685	14.439	15.692
Tổng tài sản dài hạn	103.620	97.628	98.884	100.690
Tổng tài sản	147.383	156.642	170.041	190.820
+ Nợ ngắn hạn	50.423	59.279	63.953	71.939
Trong đó: vay ngắn hạn	28.030	33.544	36.189	40.709
+ Nợ dài hạn	58.724	61.138	65.959	74.196
Trong đó: vay dài hạn	41.542	47.742	51.507	57.939
Tổng nợ phải trả	109.146	120.417	129.911	146.135
+ Vốn góp	14.308	14.308	14.308	14.308
+ Thặng dư vốn cổ phần	8.723	8.723	8.723	8.723
+ Lợi nhuận chưa phân phối	11.798	12.263	13.628	17.134
+ Quỹ khác	3.408	5.397	7.936	10.497
Vốn chủ sở hữu	38.237	40.692	44.595	50.662
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	147.383	161.108	170.041	190.820
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	618	4.333	9.334	10.384
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-7.824	-1.062	-5.000	-5.000
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	3.546	10.283	4.979	10.952
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-3.660	13.554	9.312	16.336
Tiền đầu kỳ	13.853	10.242	23.796	33.108
Tiền cuối kỳ	10.242	23.796	33.108	49.444
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,87	1,00	1,11	1,27
Hệ số thanh toán nhanh	0,57	0,71	0,82	0,98
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,34	0,47	0,58	0,75
Nợ ròng / EBITDA	3,89	2,98	2,58	2,21
Khả năng thanh toán lãi vay	1,37	1,72	1,91	1,94
Ngày phải thu	11,8	10,0	10,3	10,2
Ngày phải trả	44,9	38,4	39,6	38,8
Ngày tồn kho	89,8	80,1	82,5	80,9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,26	0,25	0,26	0,26
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,74	0,75	0,74	0,74
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,85	2,96	2,91	2,88
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,82	2,00	1,97	1,95
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,73	0,82	0,81	0,80

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	78.252	91.015	100.438	112.513
Giá vốn hàng bán	-56.131	-64.508	-69.595	-78.286
Lợi nhuận gộp	22.121	26.507	30.843	34.227
Doanh thu hoạt động tài chính	2.405	1.365	1.004	1.125
Chi phí tài chính	-8.130	-7.142	-8.570	-8.854
Thu nhập từ các công ty liên kết	4.340	3.896	4.633	5.466
Chi phí bán hàng	-14.192	-16.141	-17.143	-19.026
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-3.750	-4.096	-4.821	-5.626
Lợi nhuận từ HBKD	2.350	5.127	6.781	7.462
Thu nhập khác	213	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2.563	5.127	6.781	7.462
Lợi nhuận ròng	1.870	3.885	5.334	6.067
Lợi nhuận chia cho cổ đông	419	1.896	2.796	3.506
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.451	1.990	2.539	2.561
EPS cơ bản (VND)				
	293	1.325	1.954	2.450
Giá trị sổ sách (VND)				
	18.562	18.887	19.841	22.291
Cổ tức (VND/cổ phiếu)				
	N.a	N.a	N.a	N.a
EBIT	9.509	12.269	14.250	15.416
EBITDA	13.633	17.786	20.098	21.594
Tăng trưởng				
Doanh thu	2,7%	16,3%	10,4%	12,0%
EBITDA	-5,3%	30,5%	13,0%	7,4%
EBIT	-4,9%	29,0%	16,1%	8,2%
Lợi nhuận ròng	-60,7%	107,8%	37,3%	13,7%
Vốn chủ sở hữu	4,4%	6,4%	9,6%	13,6%
Vốn điều lệ	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	4,3%	6,3%	8,6%	13,1%
Định giá				
P/E	229,0	54,3	36,8	29,4
P/B	3,6	3,8	3,6	3,2
Giá/Doanh thu				
Tỷ suất cổ tức	N.a	N.a	N.a	N.a
EV/EBITDA	3,9	11,4	10,1	9,4
EV/Doanh thu	0,7	2,2	2,0	1,8
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28,3%	29,1%	30,7%	30,4%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	9,7%	11,4%	12,1%	11,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	2,4%	4,3%	5,3%	5,4%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	18,1%	17,7%	17,1%	16,9%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,8%	4,5%	4,8%	5,0%
ROE	5,0%	9,8%	12,5%	12,7%
ROA	1,3%	2,6%	3,3%	3,3%
ROIC	6,4%	8,1%	8,8%	8,9%

Nguồn: MSN, SSI dự báo

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư**

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Hàng tiêu dùng

Phạm Huyền Trang

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

trangph@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8712

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baong1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737