

## MSN – TRUNG LẬP

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 21/12/2022)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	95,400
KLGD TB 10 ngày	1,074,880
Vốn hoá (tỷ đồng)	134,397
Số lượng CPLH	1,423,724,783

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Phương Thảo  
[ppthao@vcbs.com.vn](mailto:ppthao@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6425 ext 116

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

## MSN: Đà tăng đã phản ánh vào định giá

**KQKD:** KQKD Q3.2022 của MSN ghi nhận 19,523 tỷ đồng DT và 543 tỷ đồng LNST & CĐTS, lần lượt giảm 17,3% và 52.5% svck. Lũy kế 9T.22, DTT giảm 14.3% svck trong khi LNST tăng 46.8% (đạt 3,120 tỷ đồng) phần lớn do khoản nhuận từ việc thoái vốn được hạch toán nốt trong Q1.22.

Kết quả kém khả quan này một phần đến từ (1) phần doanh thu mất đi của mảng Thức ăn chăn nuôi (2) hoạt động kinh doanh cốt lõi suy giảm tại cả MCH, WCM và (3) chi phí lâu vay tăng cao cùng khoản lỗ tỷ giá do dư nợ ngoại tệ (USD) tại MHT và MSN

### Triển vọng:

- (1) Wincommerce tiếp tục mở rộng cửa hàng và cải thiện hiệu quả hoạt động
- (2) Doanh thu và lợi nhuận MML tăng trưởng mạnh nhờ thúc đẩy mạng lưới phân phối
- (3) Nhu cầu đối với các sản phẩm Vonfram, Florit kì vọng tăng mạnh giúp giá hàng hóa giữ ở mức cao

### Rủi ro:

- (1) Sức mua đối với các sản phẩm tiêu dùng giảm mạnh hơn dự kiến
- (2) Hiệu quả mở rộng của WCM và MML không đạt như kì vọng

### Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi cho rằng triển vọng các mảng kinh doanh của MSN sẽ không quá tích cực trong năm 2023 trong bối cảnh chi tiêu và sức mua nhìn chung giảm. VCBS dự phóng DTT tăng trưởng 14.7% chủ yếu nhờ sự mở rộng của WCM và MML; trong khi đó LNST duy trì mức tăng một chữ số do biên gộp thu hẹp và chi phí tài chính tăng mạnh khoảng 20%. Với thị giá 94,500 đồng/ CP ngày 21/12/2022, MSN đang được giao dịch với P/E fwd 2023 là 29.75 lần, cao hơn 15% so với P/E trung bình 5 năm gần nhất và 37% so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong bối cảnh vĩ mô biến động và mặt bằng lãi suất cao, chúng tôi cho rằng mức định giá này chưa thực sự hấp dẫn. VCBS đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu MSN, giá mục tiêu 85,300 đồng/CP, thấp hơn so 11% với giá thị trường.

Dự phóng doanh thu (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
<b>MCH</b>			
DTT	27,774	27,073	29,581
LNST	5,442	4,568	4,875
<b>WCM</b>			
DTT	30,900	29,930	35,440
LNST	(669)	(898)	(532)
<b>MHT</b>			
DTT	13,564	14,844	16,521
LNST	196	280	295
<b>MML</b>			
DTT	18,891	4,733	6,310
LNST	2,914	(95)	(73)

**PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH**
**KQKD 9T.2022**

KQKD Q3.2022 của MSN ghi nhận 19,523 tỷ đồng DT và 543 tỷ đồng LNST & CĐTS, lần lượt giảm 17,3% và 52.5% svck. Lũy kế 9T.22, DTT giảm 14.3% svck trong khi LNST tăng 46.8% (đạt 3,120 tỷ đồng) phần lớn do khoản nhuận từ việc thoái vốn được hạch toán nốt trong Q1.22.

Kết quả kém khả quan này một phần đến từ (1) phần doanh thu mất đi của mảng Thức ăn chăn nuôi (2) hoạt động kinh doanh cốt lõi suy giảm tại cả MCH, WCM và (3) chi phí lãi vay tăng cao cùng khoản lỗ tỷ giá do dư nợ ngoại tệ (USD) tại MHT và MSN. Cụ thể

	Q3.22	Q3.21	%yoy	9T.22	9T.21	%yoy
<b>DTT</b>	19,523	23,605	-17.3%	55,546	64,801	-14.3%
<b>LNG</b>	5,424	6,096	-11.0%	15,481	15,258	1.5%
<b>Chi phí SG&amp;A</b>	(4,269)	(4,254)	0.4%	(12,193)	(11,461)	6.4%
<b>LN tài chính ròng</b>	(1,336)	(1,040)	28.6%	(2,618)	(3,357)	-22.0%
<b>Lãi/(lỗ) tỷ giá</b>	(276)	90	-406.5%	(367)	26	-1509.4%
<b>EBITDA</b>	3486	4457	-21.8%	10,825	11,337	-4.5%
<b>LNST</b>	841	1,586	-47.0%	3,951	2,983	32.5%
<b>LNST &amp; CĐTS</b>	543	1,147	-52.7%	3,120	2,126	46.7%

**MCH: Biên lợi nhuận suy giảm do chi phí đầu vào tăng**

MCH là động lực chính cho KQKD của MSN khi đóng góp 37.6% DTT và 46.6% EBITDA của tập đoàn. Trong Q3.22, DTT của MCH tăng nhẹ 1.7% trên mức nền cao của cùng kỳ do nhu cầu hàng tiêu dùng không còn đột biến, tuy nhiên biên lợi nhuận lại có xu hướng suy giảm. Biên LNG Q3.22 giảm còn 39.1% so với mức 39.7% trong Q2 và 43.3% trong Q3.21 do đã tăng của NVL đầu vào, kéo theo lợi nhuận EBITDA giảm 19.9% tương đương biên EBITDA giảm 590 bps.

**WCM: Tỷ suất lợi nhuận tiếp tục cải thiện nhưng thu hẹp svck**

DTT WCM trong Q3.22 đạt 7,631 tỷ đồng giảm 20% yoy khi không còn hưởng lợi từ bối cảnh COVID khiến chợ truyền thống đóng cửa. Tuy nhiên, Biên LNG và EBITDA đều tăng lần lượt 30 và 100 bps so với quý trước, đặc biệt là LNG có sự cải thiện vượt trội trong năm 2022 (lũy kế 9T.22 biên LNG đạt 22.9% svck là 19.5%). Điều này cho thấy hiệu quả cao hơn của WCM trong việc mở cửa hàng (lũy kế 9T mở 4 Winmart và 477 Winmart+), tuy nhiên vẫn giảm svck và đóng góp vào lợi nhuận của tập đoàn vẫn còn khiêm tốn (chiếm 7.2% lợi nhuận EBITDA trong Q3.22).

**MML: Doanh thu tăng nhẹ và EBITDA lần đầu dương**

Trên nền so sánh tương đương, doanh thu MML đạt 1,291 tỷ đồng trong Q3.22, tăng 2.3% yoy chủ yếu đến từ (1) Doanh thu mảng thịt gà khả quan với giá thịt neo cao (2) Doanh số thịt mát tăng trưởng tốt nhờ giá bán cạnh tranh và hệ thống phân phối rộng cộng hưởng với WCM. Lợi nhuận cải thiện so với quý trước nhờ giá thịt heo tăng avg 21% sv giúp biên LNG đạt tới 9.8% (từ mức 5.4% trong Q2.22) và EBITDA lần đầu chuyển sang dương dù chỉ đạt 16 tỷ đồng. MML đóng góp lần lượt 6.6% DTT và 0.5% EBITDA của MSN trong Q3.22.

**MHT: Lỗ ngoài dự kiến do tỷ giá**

DTT MHT trong Q3 tiếp tục tăng nhẹ 0.9% yoy do giá bán đầu ra thuận lợi nhưng ghi nhận lỗ sau thuế 37 tỷ đồng. Điều này đến từ khoản lỗ tỷ giá 239 tỷ đồng trong Q3 do đánh giá lại dư nợ 1,673 tỷ đồng. nhưng lũy kế 9 tháng, MHT vẫn là một trong các động lực tăng trưởng chính cho MSN trong 2022

**Tập đoàn: áp lực tài chính từ lỗ tỷ giá (350 tỷ đồng) và lãi suất tăng nhanh**

Trong Q3/22, MSN ghi nhận lỗ tỷ giá 350 tỷ đồng, cao gấp 5,4 lần cùng kì do tỷ giá tăng mạnh khoảng 8-10% trong quý 3. Chi phí tài chính theo đó cũng tăng 24.8% yoy và 28.7% so với quý trước trong bối cảnh mặt bằng lãi suất bằng cả USD và VND đều tăng.

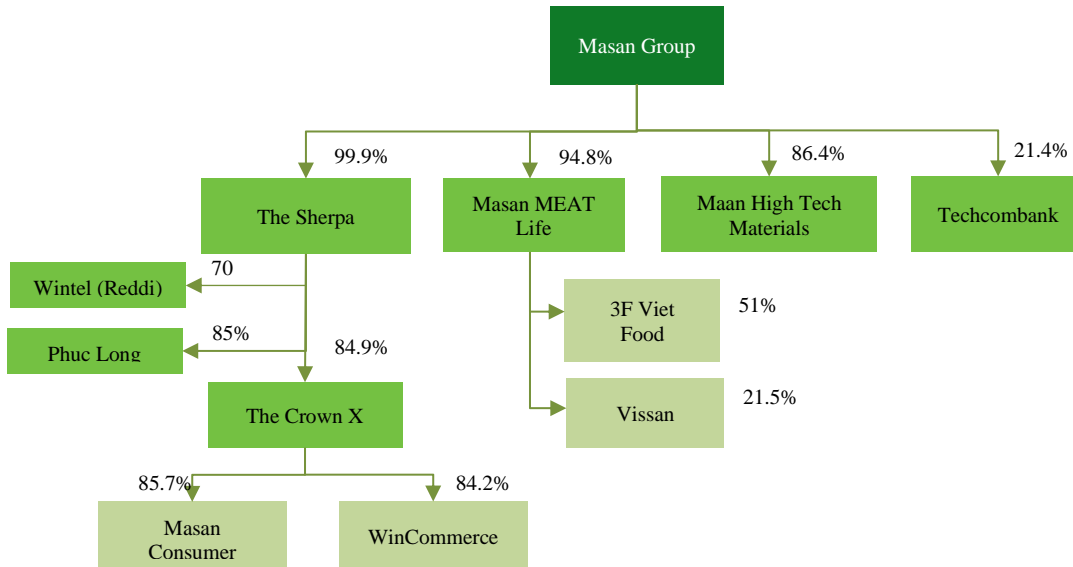
Cơ cấu doanh thu MSN 9M.22

Tỷ VND	Q3.22	Q3.21	% yoy	9T.22	9T.21	% yoy
MCH	7,340	7,218	1.7%	19,695	18,694	5.4%
WCM	7,631	9,529	-19.9%	21,936	23,997	-8.6%
MML	1,291	4,920	-73.8%	3,232	15,152	-78.7%
MML (LFL)	1,291	1,262	2.3%	3,232	3,330	-2.9%
MHT	3,528	3,497	0.9%	11,652	9,604	21.3%

Cơ cấu lợi nhuận EBITDA 9M.22

Tỷ VND	Q3.22	Q3.21	% yoy	9T.22	9T.21	% yoy
MCH	1,626	2,031	-19.9%	4,480	4,587	-2.3%
WCM	251	473	-46.9%	566	760	-25.5%
MML	16	438	-96.3%	(34)	1,358	-102.5%
MML (LFL)	16	49	-67.3%	(34)	220	-115.5%
MHT	726	675	7.6%	2,548	1,870	36.3%
TCB	1,141	930	22.7%	2,560	2,883	-11.2%

Cơ cấu sở hữu MSN (Tại ngày 30/09/2022)



Nguồn: MSN

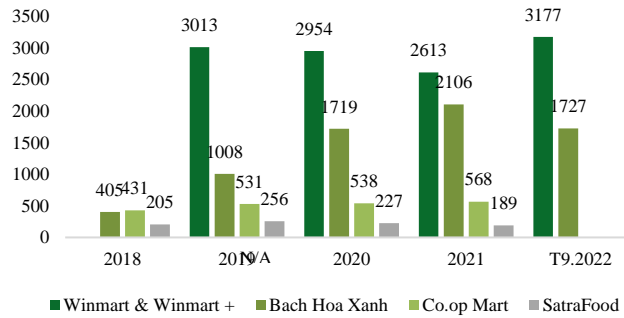
## TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

**MCH: Triển vọng tăng trưởng chậm lại trong bối cảnh sức mua giảm**

Trong năm 2023, sức mua thực tế giảm cùng rủi ro lạm phát cao là yếu tố then chốt tác động đến triển vọng của các doanh nghiệp bán lẻ - tiêu dùng như MCH. Lo ngại này được dựa trên (1) Bức tranh vĩ mô về chính sách tiền tệ kết thúc và lãi suất tăng cao (2) Lạm phát có dấu hiệu tăng nhanh.



Số lượng cửa hàng tiện lợi các chuỗi lớn



	Q1.21	Q2.21	Q3.21	Q1.22	Q2.22	Q3.22
Biên LNG	17.9%	19.3%	21.1%	22.2%	23.1%	23.4%
Chi phí SG &A	-21.6%	-23.0%	-19.2%	-24.4%	-25.6%	-24.4%
Biên EBITDA	1.8%	2.2%	5.0%	5.0%	2.2%	3.3%

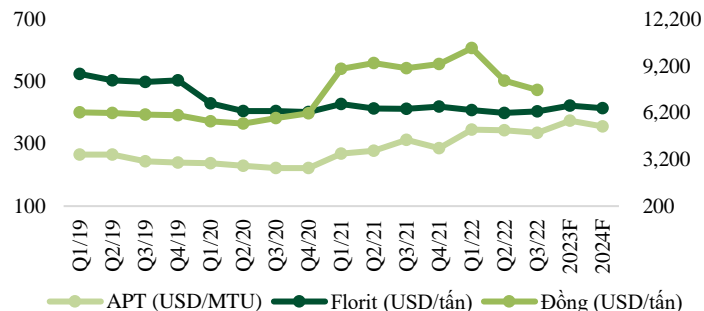
Từ đó, chúng tôi giữ quan điểm lạc quan với triển vọng tăng trưởng doanh thu của WCM trong 2023-2024 nhờ kế hoạch mở rộng mạnh mẽ được giữ vững và tiềm năng của mô hình cửa hàng tiện lợi sẽ tiếp tục là phân khúc bùng nổ nhất tại Việt Nam. Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi dự phóng WCM sẽ mở từ 600-800 cửa hàng mới mỗi năm, trong khi doanh thu/CH sẽ đi ngang trong 2023 do sức mua yếu trước khi tăng trở lại (+10%) trong 2024.

Về biên lợi nhuận, biên EBITDA của WCM Q3/22 đã tăng 110 bps so với quý trước, đạt 2.6% chủ yếu nhờ biên LNG góp mở rộng từ 23.1% trong Q2 lên 23.4% trong Q3. Điều này thể hiện hiệu quả hoạt động của các cửa hàng mới cao hơn, đồng thời cũng là điểm sáng khi hầu hết các chuỗi bán lẻ cùng mô hình trên thị trường vẫn lỗ EBITDA. Tuy nhiên, để thúc đẩy tốc độ mở rộng, WCM cũng gia tăng nhiều chi phí bán hàng và QLDN (avg 9M.22 là 25% svck 21% trong 9M.21). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng chưa nhìn thấy động lực rõ ràng của WCM trong việc tiết giảm các chi phí này, do đó, theo quan điểm thận trọng, VCBS cho rằng WCM vẫn chưa có lãi ròng trong 2023.

**MHT: HĐKD khả quan nhờ giá hàng hóa giữ ở mức cao, tuy nhiên chi phí tài chính tăng cao kìm hãm đà tăng của lợi nhuận ròng**

Giá các sản phẩm hàng hóa đã có đà tăng cao trong 2022 đặc biệt là giá APT (Vonfram) + 23% yoy, Bitmuth + 7% yoy, Coban + 41% yoy đã giúp doanh thu và LNG của MHT tăng trưởng mạnh mẽ (DTT + 21% và LNG +61% svck). Bên cạnh yếu tố thuận lợi về giá đầu ra, MSR cũng thành công trong việc cải thiện hiệu quả khai thác, chế biến vonfram và làm chủ công nghệ tại H.C.Starck giúp biên LNG tăng trưởng mạnh 730 bps trong 9M.22 (LNG khai thác vonfram đạt 11.4% so với 3.9% 9M.21 và -7.2% 9M.20). Chúng tôi cho rằng đây là sự cải thiện tích cực trong HĐKD cốt lõi, giúp MSR tận dụng tốt hơn tiềm năng tăng giá từ thị trường.

Biến động giá Vonfram, Florit và Đồng

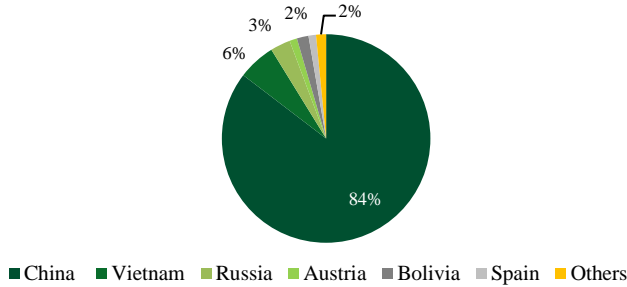


Trong 2023, VCBS cho rằng giá APT (Tungsten) sẽ tiếp tục neo ở mức cao khi triển vọng nhu cầu đối với vonfram kì vọng sẽ vượt nguồn cung, đặc biệt khi Trung Quốc mở cửa trở lại dự kiến vào Q2.2023.

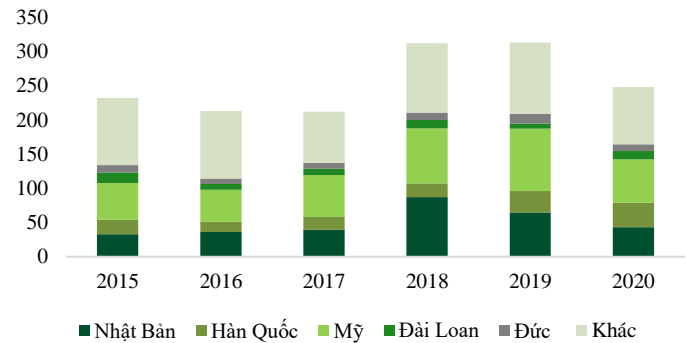
Trung Quốc là thị trường thống trị vonfram thế giới về cả phía cung và cầu. Theo Almonty Industries, US Mineral Commodity Summaries, Trung Quốc chiếm đến 60% trữ lượng Tungsten và sản xuất đến 82% sản lượng trên toàn thế giới Tungsten. Tuy nhiên, nguồn cung này đã và đang suy giảm do chính phủ Trung Quốc gia tăng các quy định và hạn chế xuất khẩu quặng vonfram từ năm 2019.

Về phía cầu, APT là kim loại quan trọng trong nhiều lĩnh vực như hàng không vũ trụ, khai thác mỏ và điện tử, đặc biệt là sự bùng nổ của thị trường xe điện (sản lượng dự kiến đạt 39.208 đơn vị vào năm 2030, CAGR 21.7% 2022-2030F). Theo dự báo từ Goldman Sach, việc mở cửa trở lại các hoạt động giao thương của Trung Quốc có thể gây bùng nổ nhu cầu đối với nhiều loại hàng hóa, trong đó có Vonfram, Bitmuth, Florit hay Coban.

Trung Quốc chiếm hơn 80% sản lượng khai thác Tungsten 2021



Tỷ trọng xuất khẩu Tungsten của Trung Quốc



Nguồn: US Mineral Commodities Summaries, OEC

Mặt khác, giá Florit cũng được kì vọng sẽ tiếp tục duy trì quanh mức hiện tại trong 2023 hoặc tăng nhẹ do tác động hai chiều của (1) Nhu cầu tiêu dùng gia tăng mạnh mẽ đối với Flourspar cấp axit trong chuyển đổi năng lượng và (2) Sự tái hoạt động kịp thời của nguồn cung lớn tại St. Lawrence và Las Cuevas sau sự cố năm 2022.

Dự báo KQKD, chúng tôi kì vọng giá APT và Florit tăng lần lượt 10% và 5%, trong khi hàm lượng quặng khai thác của MHT tăng nhẹ 5% và 2% svck để đáp ứng nhu cầu mạnh mẽ sắp tới. Doanh thu tăng trưởng 9.4% và biên LNG kì vọng duy trì ổn định nhờ những thay đổi nền tảng về mặt kĩ thuật khai thác. Tuy nhiên chi phí lãi vay tăng khoảng 14% và MSR tiếp tục ghi nhận lỗ tỷ giá khiến biên lãi ròng chỉ tăng trưởng nhẹ 5.2% so với ước tính 280 tỷ đồng cho cả năm 2022.

Dự phóng này cũng chưa bao gồm tiềm năng tăng giá từ sản lượng tồn kho đồng có thể giải phóng, và việc hợp tác mới với Nybolt có thể giúp MSR bước chân vào thị trường pin xe điện tiềm năng.

**MML: Tăng trưởng nhờ mở rộng mạng lưới phân phối qua WCM nhưng vẫn khó đem về LNST**

KQKD của MML đã có một số cải thiện tích cực trong Q3/2022, chủ yếu đến từ gia tăng mạng lưới phân phối cho sản phẩm thịt qua Winmart và giá thịt heo cao hơn. Đến cuối Q3/22, thịt mát (bao gồm cả thịt gà) của MML mới được phân phối đến khoảng 4,000 cửa hàng của WCM, do đó dư địa tăng trưởng của MML còn rất nhiều chưa kể đến khả năng mở rộng quy mô 600-800 cửa hàng/năm của WCM. VCBS dự phóng doanh thu MML sẽ tăng trưởng tích cực khoảng 30%/năm trong hai năm tới.

Tuy nhiên về tỷ suất lợi nhuận, MML có biến động rất lớn trong từng mảng kinh doanh phục thuộc vào biến động giá nông sản. Khi giá thịt tăng sẽ giúp biên LNG của mảng thịt gà và heo trang trại mở



rộng, tuy nhiên lại tác động tiêu cực đến mảng thịt mát do heo hơi vốn là NVL cho sản xuất đầu vào. Mặt khác, biên LNG cũng chịu tác động giảm do MML thực hiện giảm giá bán thịt mát 10-20% để cạnh tranh với sản phẩm ngoài thị trường (biên LNG Q3/22 giảm còn -4.8%). Thịt mát cũng là mảng đang chịu lỗ lớn nhất trong 2022 (biên EBITDA -27.8% trong Q3.22), và là trọng tâm cần theo dõi để đánh giá sự cải thiện của MML.

	Q1.22	Q2.22	Q3.22	2023F
Biên LNG MML	5.95%	5.42%	9.80%	9.2%
Thịt heo tích hợp	12.10%	1.90%	-4.80%	3%
Heo trang trại	10.00%	23.80%	33.90%	30%
Thịt gà thương hiệu	-1.80%	2.00%	11.00%	11%

Nguồn: MSN, VCBS dự phóng

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng giá heo hơi duy trì quanh mức 55.000 – 60.000/ kg và giá gà vẫn ở mức cao, EBITDA của MML sẽ tăng trưởng khoảng 40% do không còn lỗ lũy kế. Tuy nhiên MML vẫn chưa thể đóng góp lợi nhuận ròng cho MSN.

### Chi phí lãi vay toàn tập đoàn dự báo tăng trong 2023, tuy nhiên MSN sẽ không gặp vấn đề lớn về dòng tiền

Cấu trúc nợ vay của MSN đến cuối tháng 9.2022 khá cân bằng với tổng nợ là 60,931 tỷ đồng, trong đó TPDN chiếm 56% (33,898 tỷ đồng) và vay ngân hàng chiếm 43.8% (26.741 tỷ đồng). Vay ngắn hạn là 40,144 tỷ đồng và vay dài hạn là 20,700, trong đó nợ đến hạn trong vòng 12 tháng là 26,167 và dư nợ bằng đồng USD là khoảng 12,368 tỷ đồng.

Tỷ đồng	Tại ngày 30/09/2022	Tại ngày 30/12/2021	Thay đổi %
Vay ngân hàng	26,741	19,744	35.4%
Trái phiếu	33,898	34,932	-3.0%
Thuê tài chính	292	210	39.0%
Tổng	60,931	54,886	11.0%

Tỷ đồng	Tại ngày 30/09/2022	Tại ngày 30/12/2021	Thay đổi %
Nợ bằng VND	48562	47018	3.3%
Nợ bằng USD	12369	7867	57.2%
Tổng	60931	54886	11.0%

Nguồn: MSN

Chi phí tài chính của MSN chủ yếu bao gồm chi phí lãi vay và lãi/ lỗ tỷ giá.

Trong Q3.22, tỷ giá USD/VND tăng khoảng 2% đã khiến MSN lỗ tỷ giá khoảng 168 tỷ đồng so với Q2. Với việc tỷ giá đã hạ nhiệt gần đây, chúng tôi kì vọng MSN sẽ không chịu thêm lỗ tỷ giá trong Q4, nhưng thêm khoảng 300-340 tỷ đồng lỗ trong 2023 (giả định tỷ giá USD/VND tăng 3-4%).

Về chi phí lãi vay, chúng tôi giả định lãi suất bình quân tăng lên 10% trong 2023 so với mức 8.5% trong 2022, tương ứng với chi phí lãi vay tăng khoảng 20% yoy.

Về dòng tiền, VCBS cho rằng MSN sẽ không gặp vấn đề lớn. Tại BCTC Q3, nợ dài hạn đến hạn trả trong vòng 12 tháng của MSN là 26,167 tỷ đồng, trong đó tiền và tương đương tiền cuối kì là 7.724 tỷ đồng, cùng với khoảng 16,500 tỷ đồng mới huy động tháng 11/2022 (vay 600 triệu USD và phát hành 1.700 tỷ đồng trái phiếu bằng VND), MSN cần chuẩn bị lượng tiền mặt khoảng 8.000 tỷ đồng để đảm bảo thanh toán các khoản nợ đến Q3.23. Ước tính này chưa bao gồm số tiền cần cho đầu tư TSCĐ, tuy nhiên với khả năng huy động vốn của MSN, chúng tôi cho rằng đây sẽ không phải thách thức lớn.

## DỰ PHÓNG KQKD

### Dự phóng KQKD

Dựa trên đánh giá về triển vọng kinh doanh từng mảng của MSN năm 2023, chúng tôi dự phóng DTT của MSN sẽ tăng trưởng khoảng 14.7% với trọng tâm đặt vào (1) Sự mở rộng mạnh mẽ của WCM và (2) MML tăng công suất và gia tăng phân phối vào hệ thống bán lẻ tích hợp với WCM.

Chiến lược của MSN là hướng đến phát triển hệ sinh thái, do đó doanh thu của cả tập đoàn sẽ có thể tăng trưởng tốt hơn nếu

- (1) Các mảng kinh doanh của The CrownX cộng hưởng tốt với nhau, thể hiện ở sự vượt trội của mô hình bán lẻ tích hợp như WINLIFE ra mắt từ Q3.22.
- (2) MHT có thể giải phóng được lượng Đồng tồn kho trị giá hơn 6,000 tỷ đồng và thương mại hóa sản phẩm pin từ hợp tác với Nybolt

Về tỷ suất lợi nhuận, trong bối cảnh lạm phát và chi phí tài chính tăng cao, chúng tôi cho rằng lợi nhuận các mảng phần lớn sẽ giảm. Đối với các công ty đã có hoạt động kinh doanh ổn định, chúng tôi kì vọng tăng trưởng sẽ duy trì ở mức một chữ số. Các mảng kinh doanh mới như WCM và MML sẽ có cải thiện tốt hơn về lợi nhuận EBITDA nhờ cải thiện hiệu quả hoạt động, tuy nhiên chưa có đóng góp lớn vào lợi nhuận của toàn tập đoàn.

Dự phóng doanh thu (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
<b>MCH</b>			
DTT	27,774	27,073	29,581
% yoy		-2.5%	9.3%
LNST	5,442	4,568	4,875
% yoy		-16.1%	6.7%
<b>WCM</b>			
DTT	30,900	29,930	35,440
% yoy		-3.1%	18.4%
LNST	(669)	(898)	(532)
% yoy		-34.2%	40.8%
<b>MHT</b>			
DTT	13,564	14,844	16,521
% yoy		9.4%	11.3%
LNST	196	280	295
% yoy		42.9%	5.4%
<b>MML</b>			
DTT	18,891	4,733	6,310
% yoy		-74.9%	33.3%
LNST	2,914	(95)	(73)
% yoy		-103.2%	-22.9%

Nguồn: VCBS dự phóng

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp định giá từng phần

Tại ngày 30/9/2022, giá trị cổ phiếu MSN được đóng góp từ các công ty con và công ty liên kết bao gồm MCH, WCM, MHT, MML, PLH và TCB.

Do đó để định giá cổ phiếu này, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần cho từng mảng. Cụ thể:



- Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF đối với MCH và MHT do hai công ty này đã có hoạt động kinh doanh ổn định
- EV/EBITDA đối với MML do LNST vẫn âm trong 2023 theo dự phóng của chúng tôi
- P/S cho WCM trên cơ sở so sánh với các doanh nghiệp bán lẻ cùng ngành
- Phúc Long Heritage (PLH) theo phương pháp định giá thương vụ mới nhất vào tháng 8 năm 2022 (The Sherpa chi 155 triệu mua 34% cổ phần phúc Long tương đương với định giá 455 triệu USD)
- TCB sử dụng định giá của chuyên viên phân tích VCBS

Với các doanh nghiệp sử dụng định giá DCF, lãi suất phi rủi ro được giả định ở mức 5% và phần bù thị trường là 11.5%. Giá trị hợp lý của cổ phiếu MSN là **85.300 đồng/CP**

Tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị VCSH (tỷ VND)	Lợi ích kinh tế của MSN	Đóng góp vào MSN
WCM	P/S	53,160	71.5%	38,009
MCH	Chiết khấu dòng tiền	89,422	72.8%	65,099
MHT	Chiết khấu dòng tiền	20,956	86.4%	18,105
MML	EV/EBITDA	8,623	94.8%	8,174
PLH	Định giá thương vụ	10,640	85.0%	9,044
TCB	Định giá của VCBS	111,197	21.4%	23,796
<b>Tài sản của MSN</b>				<b>162,229</b>
Nợ thuần tại công ty mẹ tại Q3.22				40,852
<b>Giá trị VCSH của MSN</b>				<b>121,377</b>
Số lượng CPLH				1,423,724
<b>Giá trị hợp lý của MSN (VND)</b>				<b>85,253</b>

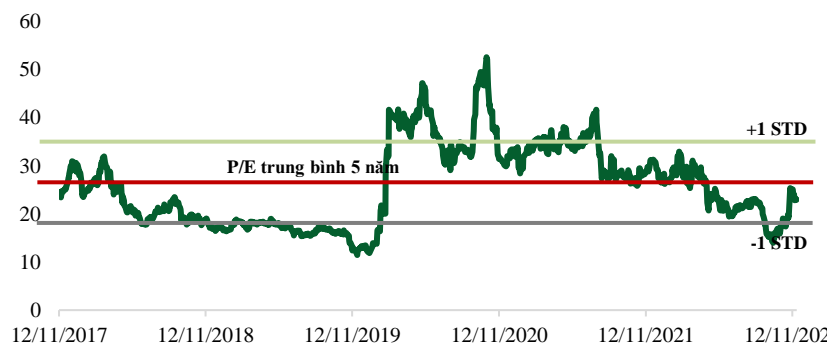
Nguồn: VCBS dự phóng

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Trung lập** với giá mục tiêu đạt **85.300 đồng/cp**

Chúng tôi cho rằng triển vọng các mảng kinh doanh của MSN sẽ không quá tích cực trong năm 2023, trong khi định giá đang ở mức cao tương đối so với lịch sử của MSN cũng như các doanh nghiệp cùng ngành. Với giá đóng cửa ngày 21/12/2022 là 95.400 đồng/CP, MSN đang được giao dịch với P/E fwd 2023 là 29.75 lần, cao hơn 15% so với P/E trung bình 5 năm gần nhất là 22.5. Nếu so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành khác, mức định giá này cũng đang cao hơn 37%.

Lịch sử P/E MSN VN



Tên	Mã	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E
Masan Group Corp	MSN VN	5.69	29.7
Phụ trội so với P/E trung bình			37%
<b>P/E trung bình</b>		<b>5.45</b>	<b>21.6</b>
Vietnam Dairy Products JSC	VNM VN	7.02	17.6
Fujian Sunner Development Co L	002299 CH	4.11	18.9
Universal Robina Corp	URC PM	5.34	22.1
Anjoy Foods Group Co Ltd	603345 CH	6.63	35.1
Juewei Food Co Ltd	603517 CH	5.10	34.3
Angel Yeast Co Ltd	600298 CH	5.61	24.0
PPB Group Bhd	PEP MK	5.56	12.3
Jonjee Hi-Tech Industrial And	600872 CH	4.20	34.8
Patanjali Foods Ltd	PATANJAL IN	5.31	26.7
Nestle Malaysia Bhd	NESZ MK	7.26	45.0
Meihua Holdings Group Co Ltd	600873 CH	4.72	6.5
CJ CheilJedang Corp	097950 KS	4.58	7.7
Uni-President China Holdings L	220 HK	4.21	18.6
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	6.03	10.8
Charoen Pokphand Foods PCL	CPF TB	5.85	12.1

*Nguồn: Bloomberg*

Trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều biến động và môi trường lãi suất cao, chúng tôi cho rằng mức định giá này chưa thực sự hấp dẫn. VCBS giữ quan điểm TRUNG LẬP đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu cho năm 2023 là 85.300 đồng, tương ứng với P/E fwd là 26.5.

## RỦI RO

- (1) Sức mua đối với các sản phẩm tiêu dùng giảm nhiều hơn dự kiến
- (2) Hiệu quả mở rộng của WCM và MML không đạt như kì vọng

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**

Trưởng nhóm PT Ngành - DN

ldquang@vcbs.com.vn

**Phạm Phương Thảo**

Chuyên viên phân tích

ppthao@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>