

## CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

## Kỳ vọng vào trụ cột bán lẻ - tiêu dùng

29/05/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang  
Giangnt1@kbsec.com.vn

LNST tăng 9% YoY nhờ đóng góp tích cực từ mảng kinh doanh cốt lõi

Nền tảng bán lẻ - tiêu dùng The CrownX tăng trưởng doanh thu 6% YoY, là trụ cột toàn tập đoàn

Các mảng kinh doanh còn lại ghi nhận kết quả trái ngược

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 88,400 VND/cổ phiếu

Kết thúc 1Q2024, MSN đạt doanh thu thuần 18,855 tỷ đồng đi ngang so với cùng kỳ. Biên LNG đạt 27.9% tăng 0.7ppts YoY. Chi phí lãi vay ghi nhận 1,622 tỷ đồng, mặc dù giảm nhẹ so với các quý trước tuy nhiên vẫn duy trì mức độ khá cao. NPAT Pre-MI đạt 479 tỷ đồng (+9% YoY), NPATMI đạt 104 tỷ đồng (-51% YoY).

Hệ sinh thái bán lẻ tiêu dùng với MCH và WCM tiếp tục ghi nhận tín hiệu tăng trưởng doanh thu trong bối cảnh sức mua đi ngang. MCH tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ liên tục ra mắt các dòng sản phẩm mới, thúc đẩy xuất khẩu. WCM tiếp tục mở mới cửa hàng đồng thời đã lấy lại đà tăng trưởng doanh thu trên các cửa hàng cũ. MML nhờ giá lợn tăng cao cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực.

MHT tiếp tục bị ảnh hưởng bởi nhu cầu khách hàng toàn cầu suy yếu. PLH cũng gặp khó khăn do tiêu dùng yếu cùng với cạnh tranh gay gắt với nhiều đối thủ trên thị trường F&B. Công ty liên kết TCB lại đóng góp tăng trưởng tích cực nhờ tăng trưởng tín dụng vượt trội.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của MSN với doanh thu thuần đạt 87,927 tỷ đồng (+12.4% YoY), NPATMI tăng trưởng trên mức nền thấp đạt 1,258 tỷ đồng (+200% YoY). Với kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ các công ty thuộc hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng cùng với sự phục hồi qua đáy của MHT, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu 88,400 VND/cổ phiếu.

## MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu VND88,400

Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (29/05/2024)	VND 75,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,000
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	110/4.1

## Dữ liệu giao dịch

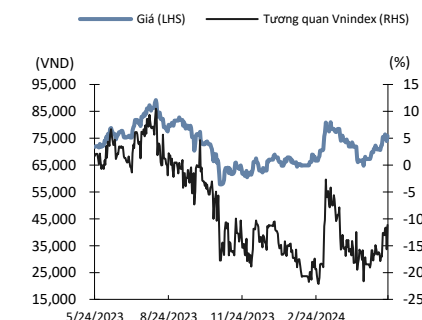
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	43.6%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	425.0/17.0
Sở hữu nước ngoài	30.1%
Cổ đông lớn	CTCP Masan (31%)

## Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	13.3	13.6	22.7	5.6
Tương đối	7.0	7.9	5.7	-15.1

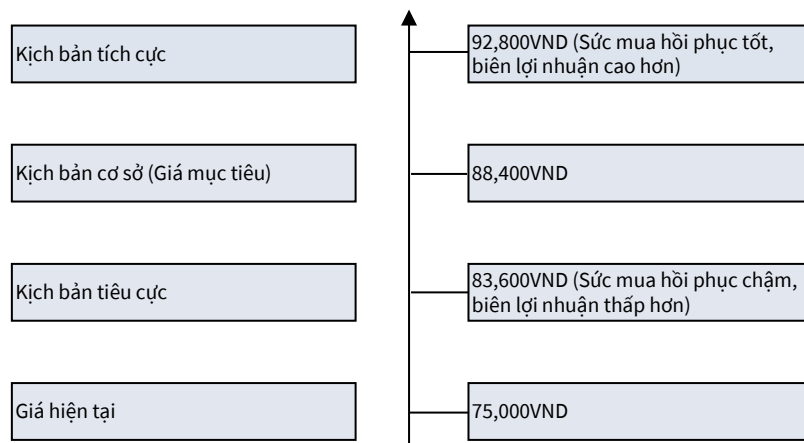
## Dự phóng KQKD &amp; định giá

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	76,189	78,252	87,927	97,660
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	5,223	2,350	3,908	7,189
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	3,567	419	1,258	3,500
EPS (VND)	2505	293	831	2314
Tăng trưởng EPS (%)	-65%	-88%	184%	178%
P/E (x)	31.1	265.1	88.3	31.7
P/B (x)	3.0	2.9	2.4	2.1
ROE (%)	12%	5%	7%	12%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.1%	1.4%	0.0%	0.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Quan điểm định giá



### Kịch bản cơ sở:

- 1) Tăng trưởng doanh thu 12.4%
- 2) Biên LNG đạt 28.7%

### Kịch bản tích cực:

- 1) Tăng trưởng doanh thu 15.4%
- 2) Biên LNG đạt 29.2%

### Kịch bản tiêu cực:

- 1) Tăng trưởng doanh thu 9.4%
- 2) Biên LNG đạt 28.2%

Nguồn: KBSV

## Dự phóng KQKD điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	87,195	95,540	87,927	97,660	0.8%	2.2%
EBIT	10,583	12,754	10,770	13,460	1.8%	5.5%
LNST công ty mẹ	2,556	4,684	1,258	3,500	-50.8%	-25.3%

Nguồn: KB Securities Vietnam ước tính

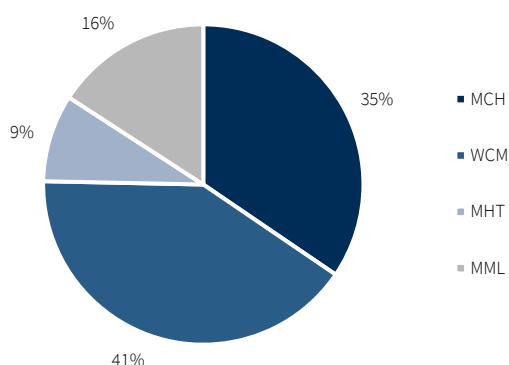
## Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	87,927	97,660	86,404	96,091	1.8%	1.6%
EBIT	10,770	13,460	11,521	13,549	-6.5%	-0.7%
LNST công ty mẹ	1,258	3,500	1,731	3,637	-27.4%	-3.8%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Cơ cấu doanh thu



Nguồn: MSN, KB Securities Vietnam

## Hoạt động kinh doanh

MSN được thành lập từ năm 2004, lĩnh vực kinh doanh chủ yếu là hàng tiêu dùng và khai khoáng. Đến năm 2019, công ty chính thức tham gia lĩnh vực bán lẻ sau khi mua lại chuỗi Vinmart từ Vingroup. Trải qua 20 năm đầu tư và phát triển, theo nghiên cứu tại Việt Nam có hơn 98% hộ gia đình sử dụng ít nhất 1 sản phẩm của Masan.

## Kết quả kinh doanh 1Q2024

**Mảng kinh doanh cốt lõi ghi nhận tăng trưởng tích cực bù đắp cho các mảng kinh doanh còn lại**

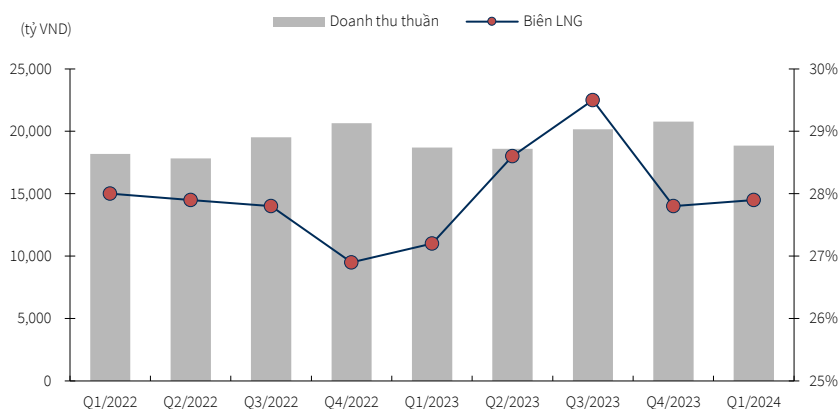
Kết thúc 1Q2024, MSN ghi nhận doanh thu thuần đạt 18,855 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ. Mảng kinh doanh cốt lõi là bán lẻ - tiêu dùng gồm các công ty MCH, WCM, MML tăng trưởng tích cực bù đắp cho sự sụt giảm của các công ty còn lại như MHT, PLH. LNST ghi nhận đạt 479 tỷ đồng, tăng trưởng 9.1% YoY.

**Bảng 1. Cập nhật KQKD/Dự phóng KQKD**

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	3M2023	3M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	18,706	18,855	0.8%	18,706	18,855	0.8%	
MCH	6,265	6,727	7.4%	6,265	6,727	7.4%	Ra mắt các dòng sản phẩm mới, xu hướng cao cấp hoá sản phẩm, đẩy mạnh xuất khẩu.
WCM	7,335	7,957	8.5%	7,335	7,957	8.5%	Tăng trưởng doanh thu thúc đẩy bằng mở cửa hàng mới và gia tăng doanh thu trên các cửa hàng cũ.
MML	1,600	1,720	7.5%	1,600	1,720	7.5%	Doanh thu tăng trưởng nhờ giá lợn duy trì ở mức cao
MHT	3,787	3,089	-18.4%	3,787	3,089	-18.4%	MHT tiếp tục bị ảnh hưởng bởi nhu cầu khách hàng toàn cầu suy yếu.
Lợi nhuận gộp	5,086	5,255	3.3%	5,086	5,255	3.3%	Biên lợi gộp của các mảng kinh doanh cốt lõi MCH, WCM, MML đều tăng mạnh. Tuy nhiên mảng khai khoáng của MHT có biên lợi nhuận âm do giá vonfram giảm.
Biên lợi nhuận gộp	27.2%	27.9%	0.7ppts	27.2%	27.9%	0.7ppts	
Thu nhập tài chính	650	574	-11.7%	650	574	-11.7%	
Chi phí tài chính	-1,989	-1,899	-4.5%	-1,989	-1,899	-4.5%	Chi phí lãi vay giảm nhẹ tuy nhiên vẫn duy trì mức khá cao do lượng nợ vay lớn phục vụ cho hoạt động mở rộng kinh doanh của toàn công ty.
SG&A	-4,176	-4,551	9.0%	-4,176	-4,551	9.0%	
Lợi nhuận HĐKD	548	627	14.4%	548	627	14.4%	
Lợi nhuận trước thuế	581	634	9.1%	581	634	9.1%	
Lợi nhuận sau thuế	439	479	9.1%	439	479	9.1%	LNST tăng nhẹ nhờ tăng trưởng tích cực từ mảng kinh doanh cốt lõi nhưng bù lại bởi sự giảm sút mạnh của MHT. LNST công ty mẹ dù giảm mạnh nhưng đã tăng so với mức đáy của Q4/2023.
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	215	104	-51.6%	215	104	-51.6%	
Biên LNST	1.1%	0.6%	-0.5ppts	1.1%	0.6%	-0.5ppts	

Nguồn: MSN, KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của MSN**



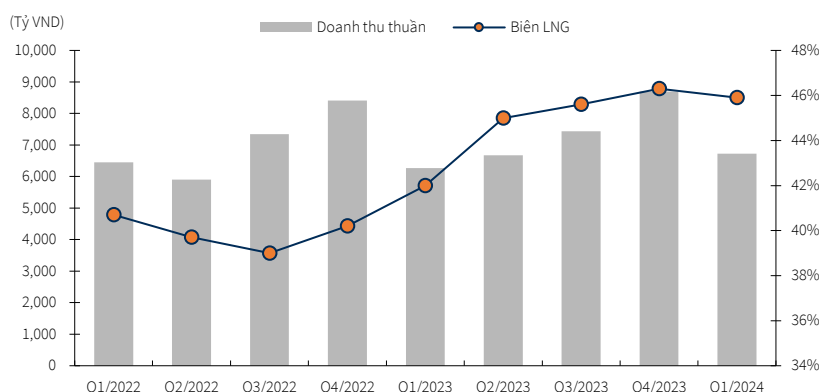
Nguồn: MSN, KBSV

Ngành hàng Thực phẩm tiện lợi, Đồ uống và Chăm sóc cá nhân tăng lần lượt 10.3%, 23.4% và 15.2% YoY, trong khi đó ngành bia giảm mạnh 31.5% YoY trong bối cảnh toàn ngành gặp khó sau nghị định 100. Doanh thu dự kiến sẽ tiếp tục tăng khi MCH bước vào những thị trường lớn hơn.

Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh so với cùng kỳ, vẫn duy trì mức biên lợi nhuận gần đỉnh so với các quý trước đây nhờ (1) quản trị hiệu quả tồn kho, tận dụng mạng lưới bán lẻ của WCM (2) xu hướng cao cấp hoá sản phẩm và (3) đẩy mạnh xuất khẩu.

### MCH tham vọng bước vào thị trường lớn hơn tạo động lực tăng trưởng dài hạn

**Biểu đồ 3. Doanh thu thuần và biên LNG của MCH**



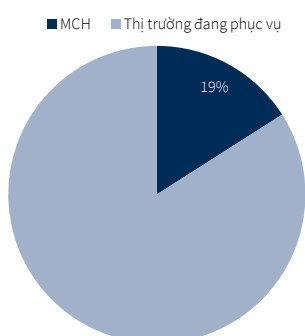
Nguồn: MSN, KBSV

Tại Đại hội cổ đông vừa qua, ban lãnh đạo công bố MCH sẽ xây dựng mô hình FMCG mới, sẵn sàng bước vào những thị trường rộng lớn hơn nhằm mở rộng quy mô doanh thu cho công ty, tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Trước đây, MCH đã ra mắt nhiều dòng sản phẩm bắt đầu từ nhà bếp đến tủ lạnh, phòng khách, phòng tắm, về cơ bản đã phục vụ cơ bản đầy đủ các nhu cầu thiết yếu tại nhà. Dù quy mô thị trường hiện tại công ty đang phục vụ khoảng 8 tỷ USD có thể coi là rất lớn, nhưng với quy mô toàn thị trường FMCG tại Việt Nam lên đến 32 tỷ USD thì thị phần của MCH mới chưa đến 5%. Do đó MCH đang hướng đến thị trường lớn hơn là thị trường out-of-home mở đầu với dòng sản phẩm lẩu tự sôi, cơm tự chín với thương hiệu OMACHI. Chúng tôi đánh giá với kinh nghiệm lâu năm cộng thêm sự hỗ trợ của hệ thống WCM, MCH sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tại thị trường trong nước trong thời gian tới bằng chiến lược mở rộng danh mục sản phẩm tại các ngành hàng cũ, cao cấp hoá sản phẩm và tham gia ngành hàng mới.

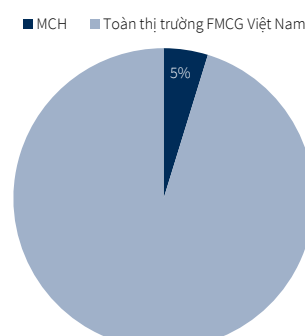
Ngoài việc mở rộng quy mô thị trường trong nước, MCH cũng đặt mục tiêu xuất khẩu ra toàn thế giới với chiến lược “Go Global”, hướng tới thị trường toàn cầu với 8 tỷ người tiêu dùng. Bước đầu với dòng sản phẩm CHIN-SU đã đạt được thành công trên các sàn thương mại lớn như Amazon (Mỹ), Coupang (Hàn Quốc), đặt mục tiêu doanh thu quốc tế chiếm từ 10-20% tổng doanh thu.

**Biểu đồ 4. Thị trường FMCG MCH đang phục vụ**



Nguồn: MSN, KBSV

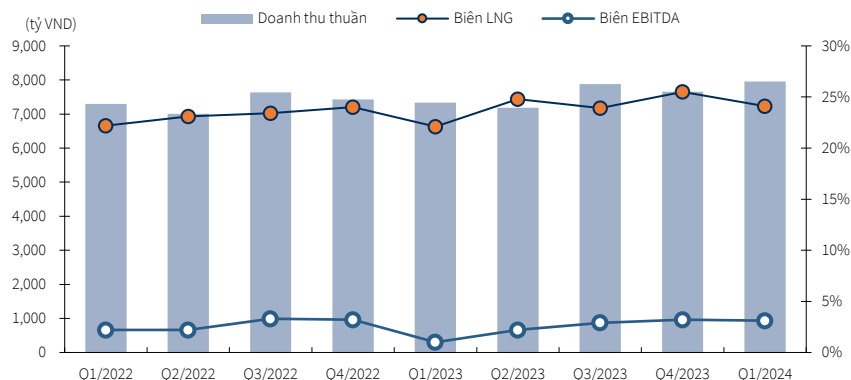
**Biểu đồ 5. Thị trường FMCG mục tiêu tại Việt Nam**



Nguồn: MSN, KBSV

Sau năm 2023 tái cấu trúc cửa hàng phù hợp theo từng thị trường, các cửa hàng của WCM đều ghi nhận tín hiệu tăng trưởng tích cực. Biên lợi nhuận gộp cải thiện 2ppts so với cùng kỳ. Biên EBITDA duy trì xu hướng tăng, so với cùng kỳ tăng 2.1 ppts. Biên lợi nhuận cải thiện nhờ cơ cấu hàng hoá hợp lý, giảm tỷ lệ hao hụt, tối ưu chi phí logistic nhờ công ty con Supra.

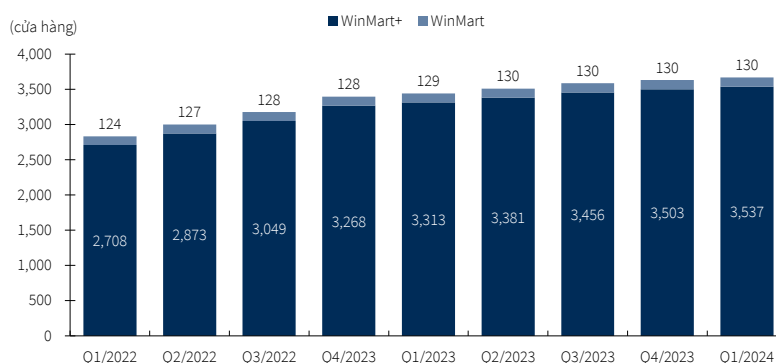
**Biểu đồ 6. Doanh thu thuần và biên lợi nhuận của WCM**



Nguồn: MSN, KBSV

Trong quý I/2024, 40 siêu thị mini (“WinMart+” hoặc “WMP”) đã được mở mới, nâng tổng số cửa hàng, siêu thị trên toàn quốc lên 3.667 cửa hàng. WCM có kế hoạch sẽ mở mới 400-1000 cửa hàng vào năm nay tùy thuộc vào tâm lý tiêu dùng của thị trường.

**Biểu đồ 7. Số lượng cửa hàng Winmart và Winmart+**



Nguồn: MSN, KBSV

### Tái cơ cấu đem lại tín hiệu tích cực

Sau tái cấu trúc các mô hình cửa hàng phù hợp với từng khu vực và phân khúc khách hàng khác nhau, các mô hình đều cho thấy tăng trưởng doanh thu LFL (Tăng trưởng LFL: tăng trưởng doanh thu tại các cửa hàng mở trước 2023 và đang hoạt động, không tính các cửa hàng mở mới trong 2023 do chưa hoạt động đủ thời gian). Cụ thể Winmart+ tăng LFL 6.4% YoY, Winmart tăng LFL 4.2% YoY, WIN tăng LFL 7.3% YoY, Winmart+ Rural tăng LFL 11.2% YoY.

### Thay đổi chiến lược giá cạnh tranh

Trước đây, WCM được đánh giá là không cạnh tranh về giá với các hệ thống bán lẻ khác. Ban lãnh đạo cho biết trong thời gian tới WCM sẽ thực hiện chiến lược giá cạnh tranh bằng (1) chương trình hội viên WIN kết hợp với Techcombank đưa ra các ưu đãi về giá và tích điểm, (2) đẩy mạnh các nhãn hàng riêng mang thương hiệu Winmart (các sản phẩm nhãn hàng riêng có biên lợi nhuận cao hơn 3-5% nhưng giá lại rẻ hơn 5-10%) và các sản phẩm trong hệ sinh thái của MCH và MML, (3) lợi thế quy mô cũng giúp tăng khả năng đàm phán giá với các nhà cung cấp.

### Mục tiêu WCM có lãi sau thuế năm 2025

Chúng tôi nhận định WCM sẽ duy trì tăng trưởng doanh thu nhờ liên tục mở cửa hàng và gia tăng doanh thu LFL tại các cửa hàng cũ. Biên lợi nhuận nhờ những chiến lược kể trên cũng sẽ duy trì mức cao hơn so với trước đây. Về CAPEX (chi phí đầu tư tài sản cố định), WCM đã giảm được 40% về chi phí đầu tư cửa hàng

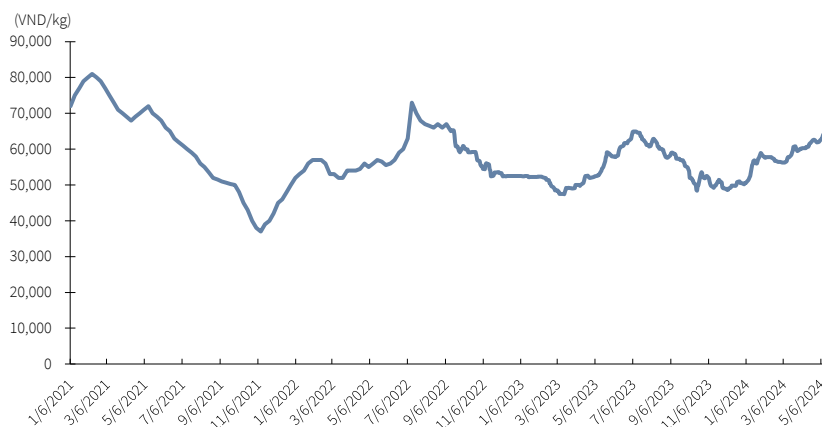
nhờ tăng khả năng đàm phán khi mua sản lượng lớn. Chi phí logistic cũng ngày càng được tối ưu nhờ công ty con Supra. Hiện tại WCM đã có lợi nhuận hoạt động (EBIT) trong 3 quý liên tiếp, ban lãnh đạo cho biết mục tiêu hiện tại là đạt lợi nhuận ròng vào năm 2025.

### MML hưởng lợi từ giá lợn tăng cao

MML hưởng lợi nhờ giá lợn tăng cao, doanh thu mảng thịt lợn trang trại và lợn có thương hiệu tăng 23% YoY nhưng bù lại mảng gà trang trại giảm 29.7% do công ty tối ưu lại các trang trại gà, muốn cơ cấu tập trung hơn vào mảng lợn. Biên lợi nhuận tăng vọt lên 23.3% so với cùng kỳ chỉ ở mức 11.7%. Mặc dù vậy chi phí SG&A của công ty cũng tăng mạnh do vẫn đang đẩy mạnh tiếp thị các sản phẩm thịt chế biến. Kết thúc Q1/2024 công ty vẫn ghi nhận lỗ 47 tỷ đồng, tuy nhiên mức lỗ đã giảm mạnh so với cùng kỳ và có xu hướng thu hẹp trong các quý gần đây.

Chúng tôi nhận định giá thịt lợn sẽ tiếp tục neo ở mức giá cao trong năm 2024 khi nguồn cung đang tương đối hạn chế sẽ giúp mảng thịt lợn hưởng lợi, các sản phẩm thịt chế biến sau một thời gian ra mắt cũng được đón nhận tích cực từ thị trường, kỳ vọng MML sẽ tiến gần tới điểm hoà vốn trong những quý tiếp theo.

**Biểu đồ 8. Giá lợn hơi miền bắc**



Nguồn: KBSV thu thập

### MHT kỳ vọng qua đây kết quả kinh doanh

Sau một thời gian ngưng nổ mìn tại mỏ Núi Pháo ảnh hưởng đến sản lượng hầu hết các loại khoáng sản chính của công ty thì vào tháng 3/2024 công ty đã bắt đầu nổ mìn trở lại sau khi đạt được thoả thuận với đơn vị cung cấp dịch vụ nổ mìn mới với chi phí giảm 20% với hợp đồng cũ, kỳ vọng giúp kết quả sản xuất của mỏ Núi Pháo cải thiện trong thời gian tới.

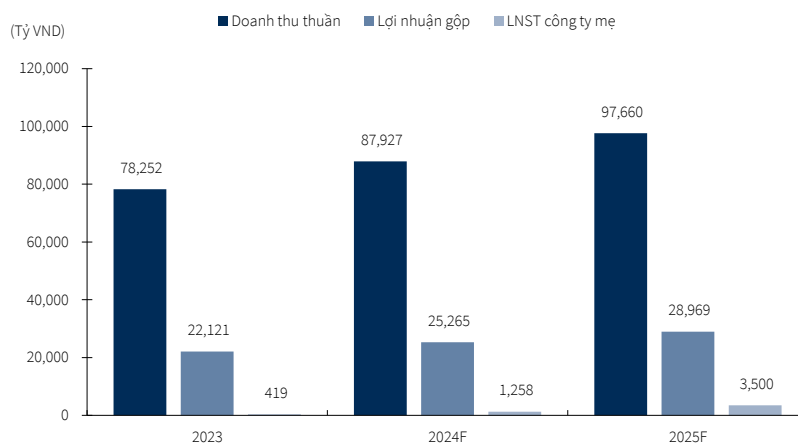
Thương vụ bán 100% vốn của H.C. Starck Holding (công ty con của MHT) cho Mitsubishi Materials Corporation Group (định giá thương vụ chưa được công bố) cũng sẽ giúp MHT giảm đòn bẩy tài chính và MHT có thể ghi nhận khoản thu nhập bất thường vào năm 2024. Ngoài ra 2 bên còn có thoả thuận bao tiêu sản phẩm vonfram, từ đó giúp MHT ổn định và tối đa hóa số lượng đơn hàng.

## Dự phóng và định giá

**Bảng 9. Dự phóng KQKD 2024**

(Tỷ VND)	2023	2024F	+/-% YoY	2025F	+/-% YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	78,252	87,927	12.4%	97,660	11.1%	
MCH	29,066	33,135	14.0%	37,111	12.0%	MCH tiếp tục là chủ lực gia tăng doanh thu toàn tập đoàn, với những chiến lược mở rộng thị trường và danh mục sản phẩm.
WCM	30,054	33,059	10.0%	37,027	12.0%	Tiếp tục gia tăng doanh thu LFL trên các cửa hàng cũ đồng thời liên tục mở mới 400-1000 cửa hàng.
MML	6,984	7,822	12.0%	8,526	9.0%	Hưởng lợi từ giá thịt lợn tăng cao.
MHT	14,094	14,799	5.0%	15,983	8.0%	Điều chỉnh giảm so với báo cáo trước do triển vọng nhu cầu toàn cầu đối với các sản phẩm của MHT hồi phục chậm, giá khoáng sản đang neo ở mức khá thấp.
Lợi nhuận gộp	22,121	25,265	14.2%	28,969	14.7%	Biên lợi nhuận mảng kinh doanh cốt lõi (MCH, WCM) tiếp tục cải thiện đóng góp lợi nhuận gộp chính cho toàn công ty.
Biên lợi nhuận gộp	28.3%	28.7%	1.6%	29.7%	3.2%	
Thu nhập tài chính	2,405	2,005	-16.6%	2,280	13.7%	
Chi phí tài chính	(8,130)	(8,035)	-1.2%	(7,188)	-10.5%	Với lượng nợ vay lớn, MSN dự báo tiếp tục chịu áp lực chi phí lãi vay lớn.
SG&A	(17,942)	(19,928)	11.1%	(22,163)	11.2%	
Lợi nhuận HĐKD	2,350	3,908	66.3%	7,189	84.0%	
Lợi nhuận trước thuế	2,563	4,084	59.3%	7,384	80.8%	LNST cải thiện mạnh mẽ nhờ đóng góp tăng trưởng từ trụ cột MCH – WCM cùng với sự hồi phục từ đáy của MHT.
Lợi nhuận sau thuế	1,870	3,144	68.2%	5,834	85.5%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	419	1,258	200.4%	3,500	178.3%	
Biên LNST	0.5%	1.4%	0.9%	3.6%	2.2%	

**Biểu đồ 10. Dự phóng KQKD của MSN**



Nguồn: MSN, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:  
88,400VND/cổ phiếu**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MSN với phương pháp Tổng các giá trị thành phần (Sum of the part) để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MSN. Chúng tôi tiến hành định giá các công ty có đóng góp phần lớn đến doanh thu bao gồm WCM, MCH, MML, MHT, TCB, PLH. Các công ty con có đóng góp nhỏ hơn tạm thời chúng tôi chưa đưa vào định giá này. Sau khi định giá giá trị cổ phần chúng tôi tiến hành chiết khấu 20% do đây là mô hình tập đoàn.

- (1) Với MCH, chúng tôi sử dụng phương pháp P/E với P/E dự phóng ở mức 15 lần, điều chỉnh tăng nhẹ so với mức trung bình 5 năm (14 lần) nhờ tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong những năm gần đây của công ty khi mở rộng thị trường và danh mục sản phẩm.
- (2) Với WCM, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S với P/S dự phóng 1.2 lần, điều chỉnh phù hợp với định giá của một số chuỗi bán lẻ bách hoá trong khu vực (Bách Hoá Xanh, Alfamart).
- (3) Với MML, chúng tôi sử dụng giá trị thị trường tại ngày báo cáo.
- (4) Với PLH, chúng tôi sử dụng giá trị thương vụ MSN mua lại PLH
- (5) Với MHT, chúng tôi sử dụng giá trị thị trường tại ngày báo cáo
- (6) Với TCB, chúng tôi sử dụng định giá dự phóng của KBSV

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN, mức giá mục tiêu 88,400 VNĐ/cp, cao hơn 18% giá đóng cửa ngày 29/05/2023 với kỳ vọng trụ cột bán lẻ - tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng, tăng trưởng mạnh của công ty liên kết TCB và kỳ vọng sự phục hồi của MHT.

**Bảng 11. Định giá từng phần SOTP**

Công ty	Phương pháp	Giá trị cổ phần (tỷ VND)	% Sở hữu	Giá trị sở hữu (tỷ VND)
MCH	P/E	122,216	72.8%	88,973
WCM	P/S	39,671	71.5%	28,365
MML	Giá trị thị trường	11,688	94.9%	11,092
MSR	Giá trị thị trường	19,565	86.4%	16,904
Phuc Long Heritage	Giá trị thương vụ	8,161	85.0%	6,937
TCB	KBSV định giá	176,000	21.4%	37,664
Tổng thành phần				189,935
Nợ vay ròng công ty mẹ				23,541
Giá trị cổ phần				166,394
Giá trị cổ phần sau chiết khấu				133,115
SLCP				1,505,419,876
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>				<b>88,400</b>

Nguồn: KBSV dự phóng



## PHỤ LỤC

## MSN – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2022 – 2025F

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	76,189	78,252	87,927	97,660	Tổng tài sản	141,343	147,383	152,645	155,162
Giá vốn hàng bán	-55,154	-56,131	-62,662	-68,692	Tài sản ngắn hạn	47,675	43,763	49,673	52,351
Lãi gộp	21,035	22,121	25,265	28,969	Tiền và tương đương tiền	13,853	10,125	13,302	14,101
Thu nhập tài chính	2,576	2,405	2,005	2,280	Giá trị đầu tư ngắn hạn	3,659	6,795	7,034	5,859
Chi phí tài chính	-6,362	-8,130	-8,035	-7,188	Các khoản phải thu	2,736	2,310	2,638	2,930
Trong đó: Chi phí lãi vay	-4,848	-6,946	-6,686	-6,075	Hàng tồn kho, ròng	14,634	13,497	13,786	15,112
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	4,340	3,896	4,601	5,291	Tài sản dài hạn	93,668	103,620	102,972	102,812
Chi phí bán hàng	-12,512	-14,192	-15,763	-17,531	Phải thu dài hạn	2,114	11,211	11,211	11,772
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-3,854	-3,750	-4,165	-4,632	Tài sản cố định	30,612	30,469	29,448	28,466
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,223	2,350	3,908	7,189	Tài sản dở dang dài hạn	3,325	3,127	3,296	3,600
Thu nhập khác, ròng	-76	213	176	195	Nợ phải trả	104,706	109,146	105,718	103,158
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	5,147	2,563	4,084	7,384	Nợ ngắn hạn	65,321	50,423	49,870	48,900
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-393	-693	-939	-1,551	Phải trả người bán	7,489	6,318	7,034	7,813
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,754	1,870	3,144	5,834	Người mua trả tiền trước	16	67	22	25
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,187	1,451	1,887	2,333	Vay ngắn hạn	40,567	28,030	28,102	26,202
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,567	419	1,258	3,500	Nợ dài hạn	39,385	58,724	55,847	54,258
					Phải trả dài hạn	8,960	17,182	15,666	13,738
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	30,426	41,542	40,182	40,520
					Vốn chủ sở hữu	36,637	38,237	46,928	52,005
					Vốn góp	14,237	14,308	15,128	15,128
					Thặng dư vốn cổ phần	8,723	8,723	14,206	14,206
					Lãi chưa phân phối	11,382	11,798	12,299	15,043
					Vốn và quỹ khác	(8,388)	(8,388)	(8,388)	(8,388)
					Lợi ích CĐKKS	10,484	11,678	13,564	15,898
Chỉ số hoạt động	2022A	2023E	2024E		Chỉ số chính	2022E	2023E	2024E	2025E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.6%	28.3%	28.7%	29.7%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBITDA	18.9%	17.4%	16.7%	17.9%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	13.1%	12.2%	12.2%	13.8%	P/E	31.1	265.1	88.3	31.7
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.8%	3.3%	4.6%	7.6%	P/E pha loãng	31.1	265.1	88.3	31.7
Tỷ suất lãi hoạt động KD	6.9%	3.0%	4.4%	7.4%	P/B	3.0	2.9	2.4	2.1
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.2%	2.4%	3.6%	6.0%	P/S	1.5	1.4	1.3	1.1
					P/Tangible Book	1.9	1.4	1.3	1.2
					P/Cash Flow	(13.2)	(29.4)	34.9	138.9
					EV/EBITDA	11.0	11.7	10.8	9.1
					EV/EBIT	15.9	16.7	14.8	11.8
					Chỉ số khả năng sinh lời				
					ROE%	12%	5%	7%	12%
					ROA%	4%	1%	2%	4%
					ROIC%	4%	2%	3%	5%
					Cấu trúc tài chính				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.4	0.4
					Tỷ suất thanh toán nhanh	0.5	0.6	0.7	0.8
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.7	0.9	1.0	1.1
					Vốn vay dài hạn/VCSH	0.8	1.1	0.9	0.8
					Vốn vay dài hạn/TTS	0.3	0.2	0.2	0.2
					Vốn vay ngắn hạn/VCSH	1.1	0.7	0.6	0.5
					Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.3	0.2	0.2	0.2
					Công nợ ngắn hạn/VCSH	1.8	1.3	1.1	0.9
					Công nợ ngắn hạn/TTS	0.5	0.3	0.3	0.3
					Tổng công nợ/VCSH	2.9	2.9	2.3	2.0
					Tổng công nợ/TTS	0.7	0.7	0.7	0.7
					Chỉ số hoạt động				
					Vòng quay phải thu	29	31	36	35
					Vòng quay HTK	4.0	4.0	4.6	4.8
					Vòng quay phải trả	7.4	8.0	9.4	9.4

Nguồn: MSN, KBSV

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyennd1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannd@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656  
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276  
Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)  
Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.