

# BÁO CÁO NGẮN- CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN MASAN (MSN- HSX)

## Báo cáo ngắn 05/09/2016

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	89.000
Tiềm năng tăng giá	33%
Cổ tức (VND)	0%
Lợi suất cổ tức	0%

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu, ngày 5/09/2016

Giá hiện tại (VND)	67.000
Số lượng CP niêm yết	756.075.674
Vốn điều lệ (tỷ VND)	7560 tỷ
Vốn hóa TT(tỷ VND)	50.657 tỷ
Khoảng giá 52 tuần (VND)	66.000-93.500
% sở hữu nước ngoài	30,1%
% giới hạn sở hữu NN	49%

### Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	646	1469	1996
BVPS (vnd)	19369	20408	36304
Cổ tức (vnd)	0	0	0
ROA (%)	1,06	2,17	2,37
ROE (%)	3.19	7,34	7,02

### Hoạt động chính

MSN là tập đoàn hàng đầu Việt Nam với hoạt động trải dài trên 3 lĩnh vực chính là hàng tiêu dùng, chuỗi đạm động vật và công ty tài nguyên. Ngoài ra MSN còn đang nắm cổ phần tại ngân hàng Techcombank.

Nguồn: MBS tổng hợp

## ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN SAU THỜI GIAN TÍCH LŨY KÉO DÀI. TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH SAU M&A.

Tính từ cuối năm 2015, cổ phiếu MSN đã giảm ~10% so với mức tăng 15% của Vnindex. MSN có thành tích kém thị trường như trên theo chúng tôi là do: **1) MSN đã duy trì định giá cao từ năm 2011 nên dòng tiền không tham gia cổ phiếu 2) hoạt động kinh doanh của MSN trong năm 2015 và đầu năm 2016 có sự chững lại do mảng hàng tiêu dùng tăng trưởng chậm do thu nhập của người dân tăng chậm, các mảng nước mắm và mỹ ăn liền cạnh tranh gay gắt và có dấu hiệu bão hòa 3) công ty tài nguyên MSR đi vào hoạt động và chỉ có lợi nhuận khiêm tốn do giá tungsten suy giảm mạnh theo xu hướng của giá cả hàng hóa thế giới 4) việc phát hành ESOP với khối lượng khá lớn khiến tâm lý nhà đầu tư mua cổ phiếu MSN khá thận trọng do các thông tin về sở hữu cổ phiếu khá phức tạp do công ty sở hữu một mạng lưới kinh doanh rộng lớn và có nhiều giao dịch thỏa thuận M&A khiến cho lợi nhuận pro forma có khác biệt lớn với lợi nhuận theo chuẩn kế toán Việt Nam.**

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những yếu tố tiêu cực trên đã giảm bớt trong khi đó các yếu tố tích cực đối với cổ phiếu MSN chưa được phản ánh cụ thể vào giá cổ phiếu, cụ thể:

**1) Với sự suy giảm của cổ phiếu so với mặt bằng thị trường:** MSN đã có định giá tương đối hợp lý so với những cổ phiếu hàng đầu, mức P/E theo kế hoạch 2016 còn 21 lần. Mức định giá P/E theo báo cáo tài chính pro-forma lập theo chuẩn quốc tế của MSN ~ 17 lần. Tuy nhiên, phản ánh mức tăng trưởng mạnh trong năm 2017 của MSN sau khi hoàn tất M&A và do 1) hoạt động đa ngành của MSN bao gồm cả MSR và Techcombank với phương pháp định giá khác 2) KQKD 2015 của MSN chưa phản ánh kết quả hoạt động cả năm của mảng đạm động vật (chỉ hợp nhất từ tháng 4/2015) cũng như tính kinh tế do quy mô của MSR, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho MSN theo phương pháp định giá từng phần là ~ 89.000 đ/ cổ phiếu.

**2) Chiến lược hợp nhất và phát triển mảng thức ăn chăn nuôi thông qua việc mua lại VISSAN sẽ giúp làm tăng sức cạnh tranh cho chuỗi đạm động vật (nutri science) của MSN.** Hiện MSN đã nâng sở hữu trong Anco lên 100% và tại VISSAN là 24,9% qua đó giúp MSN có thể hợp nhất kết quả kinh doanh của VISSAN. Đối với mảng tiêu dùng, việc thu tóm Cholimex và mua lại thương hiệu nước khoáng Quang Thanh cũng như kết hợp với Shingha đầu tư vào mảng bia và hàng tiêu dùng sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng hàng tiêu dùng đã có dấu hiệu chững lại trong phân khúc nước mắm và mỹ ăn liền.

**3) Chúng tôi cho rằng thời kỳ khó khăn nhất với MSR đã qua và Techcombank sau nhiều năm cơ cấu đã bắt đầu cho lợi nhuận khả quan so với khối ngân hàng.** MSR là một công ty có hiệu quả hoạt động tốt so với các công ty khác cùng ngành và với sự hỗ trợ của MSN sẽ có thể đứng vững qua giai đoạn tái cơ cấu của ngành, trong khi đó chúng tôi đã thấy giá Tungsten đã tạo đáy cùng với những kim loại khác. Ngân hàng Techcombank hiện đã xử lý nợ xấu khá mạnh mẽ trong những năm qua thông qua việc không trả cổ tức và hiện có hệ số CAR ở mức cao ~ 15% nên sẽ không bị ảnh hưởng từ việc áp dụng Basel II như các ngân hàng khác và chúng tôi đã thấy lợi nhuận của Techcombank cải thiện mạnh trong năm 2015.

**4) Cuối cùng, giá cổ phiếu đã suy giảm do lo ngại nhà đầu tư lớn cơ cấu lại danh mục khi cổ phiếu ESOP được phát hành nhưng số ESOP trên đã được niêm yết vào ngày 6/7/2016 vừa qua nên sức ép từ ESOP sẽ giảm bớt trong tương lai.** Chúng tôi cũng cho rằng những thông tin về rủi ro môi trường với hoạt động của mỏ Núi Pháo sẽ sớm được làm sáng tỏ và trong quá khứ, MSN đã đáp ứng tốt các yêu cầu của doanh kiểm tra thường niên với hoạt động của mỏ này. MSN cũng đã đưa ra kế hoạch mua cổ phiếu quỹ với số lượng mua là 20 triệu cổ phiếu từ ngày 6/9/2016 đến 5/10/2016. Số lượng mua cổ phiếu quỹ này vượt trội so với áp lực cơ cấu của các quỹ ETF thể hiện quan điểm của ban lãnh đạo rằng cổ phiếu MSN hiện đang giao dịch dưới giá trị hợp lý.

**Dựa trên những quan điểm này, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu trung hạn là 89.000 đ/ cổ phiếu (+33% so với giá hiện tại).**

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu của công ty cổ phần tập đoàn Masan với giá kỳ vọng 89.000 đ/ cổ phiếu (tăng giá 33%) trong trung hạn dựa trên các yếu tố sau:**

**Chiến lược tăng trưởng dựa trên M&A phát huy được lợi thế cộng hưởng sẽ giúp MSN duy trì vị trí dẫn đầu thị trường trong nhiều năm tới**

MSN có vị trí đầu ngành trong các lĩnh vực mà công ty hiện đang hoạt động, cụ thể:

### Măng thực phẩm và đồ uống

Măng này đóng góp hơn 13.000 tỷ đồng vào doanh thu năm 2015, tăng trưởng 4,5%. Mặc dù các sản phẩm chủ lực cũ của mảng thực phẩm đồ uống có dấu hiệu chững lại do vị thế của MSN đã ở mức bão hòa, chúng tôi kỳ vọng vào sự tăng trưởng đến từ các sản phẩm mới như bia, nước khoáng, nước chấm tương ớt và tương cà.

**Măng thực phẩm:** MSN là công ty đứng đầu trong lĩnh vực nước chấm (thương hiệu Chinsu, Nam Ngư) chiếm 70% thị phần và mỹ ăn liền (Kokomi, Sasami, Omachi) với thị phần năm 2014 là 24,6% (thứ hai sau Acecook là 38%). Trong năm 2015, tốc độ tăng trưởng của mảng thực phẩm tương đối chậm do sự bão hòa của phân khúc cũng như sự tăng chậm của thị trường nông thôn. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng sự tham gia của Shingha sẽ giúp MSN có thể mở rộng địa bàn hoạt động sang thị trường Đông Nam Á và đây sẽ là bản đạp chính giúp MSN có thể lấy lại tốc độ tăng trưởng cho mảng thực phẩm. Ngoài ra, việc MSN có công ty liên kết là Cholimex chuyên về sản xuất nước tương ớt, tương cà cũng sẽ giúp công ty đột phá vào thị trường thức ăn nhanh đang có xu hướng gia tăng mạnh tại các thành phố lớn.

**Măng đồ uống:** Măng đồ uống của MSN sở hữu những thương hiệu hàng đầu như Vinacafe Biên Hòa, Nước khoáng Vĩnh Hảo, Nước khoáng Quang Hanh và Suối Mơ (thông qua sở hữu tại CTCP nước khoáng Quảng Ninh) và đang xây dựng thương hiệu bia Sư Tử Trắng với sự tham gia của hãng bia Thái Lan Shingha (năm 33% trực tiếp tại công ty bia MSN đồng thời nắm 25% của công ty MCH là công ty sở hữu phần còn lại của công ty bia, lợi ích trực tiếp và gián tiếp của Thai Shingha tại công ty bia MSN là gần 50%). Với sự hỗ trợ của hãng bia hàng đầu Thái Lan, cho đến cuối năm 2015, mảng bia của MSN vẫn đang tăng trưởng mạnh mẽ hiện đạt công suất 200 triệu lít bia/năm, bằng khoảng 1/3 sản lượng tiêu thụ tại Đồng bằng sông Cửu Long là địa bàn chủ đạo của công ty. Các sản phẩm bia của MSN có độ thâm nhập sâu nhờ vào hệ thống bán hàng lên tới 190.000 điểm trên toàn quốc sẽ là lợi thế cạnh tranh với các hãng bia truyền thống khác.

### Măng Nutri- Science sẽ là động lực tăng trưởng cho công ty trong những năm tới

Mảng đạm động vật là mảng thị trường có quy mô 18 tỷ đô la, gấp đôi so với thị trường dành cho thức ăn chăn nuôi. Chiến lược đầu tư vào mảng Nutri Science của MSN nhằm tận dụng xu hướng kép từ **1) người tiêu dùng chuyển từ sử dụng tinh bột sang đạm động vật nhiều hơn khi đời sống được nâng cao và 2) xu hướng sử dụng thực phẩm sạch cũng như thức ăn chế biến sẵn khi người tiêu dùng có nhận thức tốt hơn về an toàn vệ sinh thực phẩm**. Cho đến hết 2016, MSN dự định sẽ có 13 nhà máy sản xuất thức ăn gia súc tập trung vào mảng thức ăn cho heo (thịt lợn là thực phẩm chính cho bữa ăn hàng ngày của người Việt Nam). Mảng Nutri Science dự tính sẽ có 2000 điểm phân phối bán hàng trên toàn quốc với chiến lược marketing tập trung vào các giá trị gia tăng.

MSN hiện sở hữu 2 công ty sản xuất thức ăn hàng đầu là Anco (100%) và Proconco (52%) và mới đây đã thành công trong việc thầu tóm Vissan. Anco và Proconco hiện chiếm khoảng 14% thị phần thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam trong một ngành mà các công ty nước ngoài chiếm lĩnh về thị phần (trên 50%), tổng cộng Masan Nutri Science có quy mô đứng thứ hai trong mảng thức ăn chăn nuôi và thứ nhất trong mảng thức ăn cho heo là mảng đầu tư chiến lược trong tương lai của công ty. Lợi thế của MSN là đi vào mảng thịt lợn hiện chưa có đối thủ lớn và việc mua lại Vissan là miếng ghép cuối để chiến lược này có thể thành công và tạo nên lợi thế cạnh tranh vững mạnh và khác biệt với các doanh nghiệp Thái Lan (các doanh nghiệp Thái Lan hiện đã đứng đầu mảng thịt gà, trứng gà và cũng có sự hỗ trợ từ đầu ra hiện do các doanh nghiệp Thái Lan khác đang chi phối hệ thống siêu thị tại Việt Nam). Điều này giải thích cho mức giá rất cao mà MSN đã sẵn sàng trả cho việc sở hữu VISSAN (mức giá trung bình 106.000 đ/ cổ phiếu cho 24,9% cổ phần của Vissan).

Nhờ việc thầu tóm này, MSN có thể xây dựng chuỗi sản xuất - tiêu thụ trong chuỗi thực phẩm của mình. Chúng tôi cho rằng điều này có thể giúp MSN có thể tăng trưởng kép về doanh thu và lợi nhuận gộp thông qua **1) tăng trưởng doanh thu thông qua phát triển đàn lợn, gà dựa trên quy mô sản xuất của MSN hiện nay là 2 triệu tấn thức ăn gia**

súc/năm (đứng thứ 2 tại Việt Nam) và 2) tăng trưởng lợi nhuận gộp thông qua việc tăng cường tính quy mô sau khi phát triển trang trại vật nuôi và tỷ suất cao hơn thông qua cung cấp sản phẩm sạch theo chuỗi. Theo dõi mô hình phát triển thực phẩm tại Trung Quốc, chúng tôi nhận thấy người dân sẽ ngày có một ý thức cao hơn với thực phẩm sạch và sẵn sàng trả một mức giá cao hơn cho các thương hiệu thực phẩm sạch. Do đó, chúng tôi cho rằng MSN có rất nhiều cơ hội để chiếm lĩnh thị trường thực phẩm sạch hiện vẫn phát triển mạnh mẽ thông qua chuỗi sản phẩm của mình từ đầu vào là thức ăn – chăn nuôi đến đầu ra thông qua hệ thống cửa hàng của Vissan.

### **Mảng tài nguyên đang ở đáy chu kỳ với triển vọng khả quan trong những năm tới**

Trong quý I/2016 vừa qua, Masan Resources đã báo cáo kết quả doanh thu 806 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp của MSR là khá cao (31%, quý I/2016) tuy nhiên do chi phí tài chính lớn của khoản vay ~ 11.000 tỷ (chi phí tài chính 210 tỷ/quý) lợi nhuận sau thuế phân bổ cho chủ sở hữu khá thấp so với quy mô vốn. Trong cơ cấu doanh thu quý I/2016 của Masan Resources, Vonfram vẫn là mặt hàng có tỷ trọng cao nhất, đạt 450 tỷ đồng. Bảng cân đối tài chính của MSR hiện vẫn khá yếu, tại thời điểm cuối quý I, Masan Resources nợ ngắn hạn gần 3.000 tỷ đồng và nợ dài hạn hơn 8.100 tỷ đồng, tăng khoảng 300 tỷ đồng so với hồi đầu năm. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu là 1,29 lần. Cơ cấu nợ dài hạn của MSR chủ yếu là khoản vay trái phiếu (7.878 tỷ) nên áp lực trả nợ trong ngắn hạn của MSR là không cao. Trong quý II/2016, MSR đạt doanh thu thuần tăng 142% so với Quý 2 2015, tính chung nửa đầu năm tăng trưởng doanh thu thuần 45,3%.

Trong năm 2015, MSR đạt 152 tỷ LNST và công ty đặt kế hoạch doanh thu 4500 đến 5100 tỷ đồng (tăng trưởng 69%) và LNST 220 tỷ (tăng trưởng 43%) cho năm tài chính 2016. Theo kế hoạch ĐHCĐ của MSR, công ty đặt kế hoạch lợi nhuận từ 220 tỷ (kịch bản thấp) đến 660 tỷ (kịch bản cao). Chúng tôi kỳ vọng hoạt động của MSR sẽ được cải thiện tốt trong quý II/2016 cũng như trong 6 tháng cuối năm 2016. Theo ĐHCĐ của MSR thì công ty đã ký kết hợp đồng đối với khoảng 90% doanh thu 2016. Lợi nhuận thấp của quý I/2016 chủ yếu do doanh thu ~ 800 tỷ chỉ đạt 16% kế hoạch năm 2016. Theo dõi biểu đồ giá tungsten thì tính đến tháng 5/2016 giá kim loại quý này đã tạo đáy vào quý I/2016 và hiện đã cao hơn 15% so với đầu năm và ở mức tương đương với cùng kỳ năm trước. Nhà đầu tư cần chú ý từ 1/7/2016, thuế khoáng sản với Vonfram sẽ tăng từ 18% lên 20%, điều này sẽ làm giảm lợi nhuận gộp của MSN là ~ 100 tỷ đồng trên kế hoạch doanh thu 5000 tỷ. Theo ước tính của chúng tôi, với giả định công ty đạt doanh thu như kỳ vọng và tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn 2% do ảnh hưởng của thuế tài nguyên, MSR có khả năng đạt 400 tỷ LNST cho năm tài chính 2016 và phần LNST tương ứng cho cổ đông MSR là ~ 300 tỷ đ, tăng gấp 2 lần so với năm 2015.

### **Vonfram là mặt hàng chiến lược và MSN có lợi thế lớn khi sở hữu một trong những mỏ có trữ lượng lớn nhất thế giới**

Trong khi chúng tôi cho rằng thời điểm khó khăn nhất trong ngắn hạn của MSR đã qua, chúng tôi cũng kỳ vọng vào tăng trưởng khả quan trong những năm tới. Đối với Vonfram, Trung Quốc hiện là nơi cung cấp chính và hiện nay nước này đang bị nhiều nước khác kiện việc Trung Quốc áp thuế xuất khẩu cao cũng như hạn chế xuất khẩu các nguyên liệu hiếm tạo lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp Trung Quốc. Với việc MSR đang sở hữu mỏ Vonfram lớn nhất ngoài Trung Quốc, chúng tôi cho rằng không phải lo lắng nhiều về sức tiêu thụ do các bạn hàng châu Âu sẵn sàng ký kết các hợp đồng lâu dài để đảm bảo nguồn cung trong khi giá Vonfram đã ở mức rất thấp khiến cho nhiều nhà sản xuất phải đóng cửa. Là một nhà sản xuất có chi phí vốn thuộc diện thấp nhất thế giới, MSN có thể tận dụng hết các lợi thế sau khi quá trình tái cơ cấu của ngành kết thúc.

### **Techcombank có vị trí vững chắc trong khối ngân hàng cổ phần và tỷ lệ an toàn vốn cao**

MSN nắm 19,5% cổ phần tại Techcombank ngoài ra MSN còn nắm thêm trái phiếu chuyển đổi qua đó tỷ lệ ảnh hưởng của MSN tại Techcombank ~ 30,4%. Techcombank là một trong những ngân hàng đạt lợi nhuận ròng trước trích lập cao trong hệ thống ngân hàng tại Việt Nam, chỉ đứng sau các ngân hàng cổ phần quốc doanh. Nhờ tỷ lệ CAR cao (khoảng 15%) và sau nhiều năm tăng trưởng thấp do tập trung xử lý nợ xấu, Techcombank có thể đẩy mạnh cho vay tín dụng với tốc độ tăng trưởng tín dụng 2015 là 39%. Kết thúc quý I/2016, Techcombank đạt lợi nhuận 582 tỷ LNST, tăng 42% so với cùng kỳ năm trước, tổng nợ xấu chiếm 2% dư nợ. Tính đến quý II/2016, lợi nhuận thuần của TCB đạt mức tăng trưởng 73,1% và trên đà đạt kế hoạch lợi nhuận. Công ty đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế 3500 tỷ cho năm 2016, tăng trưởng 74% so với cùng kỳ năm trước, EPS dự kiến ~ 3000 đ/ cổ phiếu.

### Định giá thành phần MSN

Chúng tôi đánh giá MSN theo phương pháp định giá thành phần với định giá với các mảng kinh doanh chính của MSN như sau:

#### Masan Consumer Holding (MCH):

**Theo giá thị trường:** Công ty Thái Shingha đã bỏ ra 1,05 tỷ USD để mua 25% cổ phần tại MCH. Ở mức định giá này, MCH được định giá là 4,2 tỷ USD. MSN sở hữu 75% tại MCH ~ 3,15 tỷ USD hay 70.000 tỷ đ.

**Định giá mua lại cổ phiếu quỹ:** sau khi có nguồn tiền tăng vốn từ Shingha, MSN đã mua lại 18 triệu cổ phiếu MSF với giá 90.000 đ/ cổ phiếu đưa tỷ lệ sở hữu của MSN tại MSF lên 96,7%. Ở mức giá trên, giá trị của công ty MSF (535,1 triệu cổ phiếu) được MSN định giá là 48.000 tỷ.

**Theo định giá P/E:** Năm 2015, MSF (công ty con của MCH trong đó MSN nắm giữ 785 tính đến cuối năm 2015) đạt kết quả lợi nhuận 2822 tỷ, EPS 5479 đ/ cổ phiếu. Tính trên mức P/E là 16 - 20 lần thì MCH hiện có giá trị vốn 45.000 - 56.000 tỷ, tương đương giá trị cho phần sở hữu của MCH (chiếm 96,7% của MSF) là 43.000 - 54.000 tỷ. Phần sở hữu của MSN (85,7% của MCH) là 33.000 - 46.000 tỷ đ (chưa tính tới việc MSN sẽ tiếp tục bán cổ phần cho Shingha thêm 10% để giảm tỷ lệ sở hữu xuống 75%).

Sau khi bán tiếp 10% cho Singha với giá ~ 9.300 tỷ thì MSN sẽ có thêm hơn 9000 tỷ vào định giá của mình (MCH hiện chỉ có vốn điều lệ 602 tỷ sau khi Singha góp thêm 14,7% vốn với số tiền chuyển là 13.300 tỷ và Shingha sẽ tiếp tục góp thêm 10% trong tương lai). Sau khi tính đến các giao dịch này, chúng tôi định giá phần sở hữu của MSN tại MCH (và gián tiếp tại MSF) cộng thêm tiền mặt là ~ 41.000 - 50.000 tỷ đ. Trong kịch bản chặt chẽ, chúng tôi lấy mức giá trị 41.000 tỷ (nghĩa là còn thấp hơn định giá công ty tính theo giá cổ phiếu quỹ) để đánh giá cho phần nắm giữ của MSN tại công ty hàng tiêu dùng.

#### Masan Nutri Science:

MSN hiện đang sở hữu 99,9% tại công ty Masn Nutri Science (MNS). Cho năm 2015, MNS đạt doanh thu 14.000 tỷ và lợi nhuận gộp 2917 tỷ (chỉ tính hợp nhất từ tháng 4/2015) và lợi nhuận cho bộ phận là 784 tỷ. Với ước tính lợi nhuận 2016 tăng mạnh do hợp nhất cả năm (tăng 50%) chưa tính tới việc lợi nhuận sẽ khả quan hơn do tính quy mô và chu kỳ (theo MSN thì sẽ tăng 25% - 30% so với năm 2015), với P/E là 15 lần cho năm 2016, phần vốn trên được định giá ở mức tối thiểu **18.000 tỷ**. Trong trường hợp khả quan hơn mảng này có thể có định giá 21.000 tỷ nếu tốc độ tăng trưởng đạt kỳ vọng do MSN đưa ra và điều này có thể giúp định giá của mỗi cổ phần MSN tăng thêm 4.000 đ/ cổ phiếu. Theo dõi kết quả quý I/2016 thì mảng đạm động vật đạt 390 tỷ lợi nhuận đưa lợi nhuận lũy kế năm tính đến Q1/2016 là 1174 tỷ nên chúng tôi cho rằng định giá mảng đạm động vật sẽ cao hơn mức 18.000 tỷ chúng tôi áp dụng thận trọng cho bản định giá này.

#### Masan Resources:

MSR có vốn chủ sở hữu 11.600 tỷ, trong đó MSN sở hữu 72,7% ~ 8.400 tỷ. Chúng tôi ghi nhận giá trị cổ phần của MSN tại MSR theo phương thức vốn chủ sở hữu.

#### Techcombank:

MSN hiện đang sở hữu 30,4% của Techcombank bao gồm 19,5% sở hữu trực tiếp và 14,7% thông qua trái phiếu chuyển đổi. Techcombank hiện đang có vốn chủ sở hữu là 16.528 tỷ, vốn điều lệ 8878 tỷ. Chúng tôi định giá phần sở hữu của MSN ở Techcombank theo giá trị vốn chủ sở hữu là 4.505 tỷ.

#### Nợ ròng của công ty mẹ: 6.500 tỷ (quý II/2016)

#### Các khoản đầu tư và Cholimex và Vissan: ~ 2.300 tỷ đ.

**NAV theo định giá thành phần:** 67.000 tỷ đ (theo định giá P/E, P/B ở kịch bản thận trọng trong đó lấy P/E cho mảng tiêu dùng là 16 lần và mảng thức ăn chăn nuôi là 15 lần, mảng tài nguyên và ngân hàng định giá theo giá trị góp vốn) - 76.000 tỷ (P/E mảng tiêu dùng là 20 lần) ~ giá trị cổ phiếu là 89.000 - 101.000 đ/ cổ phiếu.

Ở mức giá giao dịch hiện tại (67.000 đ/ cổ phiếu), chúng tôi cho rằng MSN có khả năng **tăng 33% lên mức giá 89.000 đ/ cổ phiếu** là mức định giá chặt chẽ của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng MSN sẽ trở lại mức giá 101.000 đ/ cổ phiếu (tăng trưởng 51%) trong dài hạn với điều kiện thị trường tiếp tục duy trì mặt bằng định giá hiện nay.

### 1. Tổng quan doanh nghiệp:

CTCP Tập đoàn Massan là một trong những công ty lớn nhất Việt Nam trong lĩnh vực hàng tiêu dùng, chuỗi thực phẩm, khoáng sản. Công ty có khoản đầu tư tương đương 30% lợi ích kinh tế vào ngân hàng Techcombank và 32,8% trong công ty cổ phần thực phẩm Cholimex thông qua công ty con là Massan Consumer. MSN cũng đã sở hữu 24,9% tại công ty Vissan với giá trị đầu tư 2.130 tỷ.

#### ■ Kết quả kinh doanh 2015 và 1H/2016

Sau nhiều năm kết quả kinh doanh ở mức thấp do MSN tập trung vào chiến lược M&A (mua các thương hiệu Anco và Proconco, nước khoáng Vĩnh Hảo, nước khoáng Quảng Ninh, Vissan), chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh đã bước sang giai đoạn tăng tốc từ năm 2015. EPS năm 2015 đạt ~ 1950 đ/ cổ phiếu, tăng 35% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần tăng 90% từ 16.120 tỷ đồng lên 30.628 tỷ nhờ sự đóng góp của mảng nutri science và tài nguyên mặc dù mảng nutri science chỉ đóng góp 8 tháng vào kết quả kinh doanh năm 2015. Giá vốn hàng bán theo tỷ lệ doanh thu tăng lên 68% (so với 62% năm 2014) chủ yếu do việc hợp nhất kinh doanh mang Nutri Science, trong khi đó mảng tiêu dùng và mảng tài nguyên đều có sự cải thiện lợi nhuận gộp từ lợi ích quy mô. Chi phí bán hàng/doanh thu giảm còn 13,2% (từ mức 16,6%/năm), chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu giảm còn 5,4% (từ mức 6,5% năm 2015). Theo chế độ kế toán mới, MSN không còn phải phân bổ lợi thế thương mại trong khoản đầu tư vào công ty liên kết theo hình thức vốn chủ sở hữu và điều này giúp cho lợi nhuận cũng được cải thiện.

#### Kết quả kinh doanh theo bộ phận

Mảng hoạt động	DT 2015	DT 2014	LNG 2015	LNG 2014	KQKD phân bổ 2015	KQKD phân bổ 2014
<b>Thực phẩm và đồ uống</b>	13.916	13.294	6.095	5.645	2.052	2.669
<b>Nutri Science</b>	14.053	0	2.916		782	
<b>Khác (chủ yếu là MSR)</b>	2.657	2.825	796	771	164	-358

#### Phân bổ tài sản và nợ phải trả

Mảng	Tài sản phân bổ 2015	Tài sản phân bổ 2014	Nợ phải trả 2015	Nợ phải trả 2014
<b>Thực phẩm và đồ uống</b>	20.712	15.108	16.381	10.963
<b>Nutri Science</b>	14.053	0	2.916	
<b>Khác (chủ yếu là MSR)</b>	2.657	2.825	796	771

Nguồn: BCTC hợp nhất 2015 của MSN

#### Lợi nhuận 2015 pro forma tăng mạnh- định giá hấp dẫn tính theo pro forma

Trong BCTC MSN cũng đưa ra lợi nhuận pro forma là lợi nhuận được tính loại trừ các yếu tố không thường xuyên cũng như các khoản lợi thế thương mại. Trong năm 2015, Lợi nhuận pro forma của MSN là 2.992 tỷ đ, tăng 56% so với năm 2014 (lợi nhuận theo chuẩn kế toán Việt Nam tăng 24%). Lợi nhuận này đã loại trừ đi khoản lợi thế thương mại âm 148 tỷ từ việc mua lại Nutri Science. Cùng với các khoản điều chỉnh khác khiến cho chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp là 5.161 tỷ (proforma) thấp hơn so với 5.708 tỷ (chuẩn kế toán Việt Nam). Nhà đầu tư cần chú ý lợi nhuận pro forma này là sát hơn với chuẩn quốc tế mà các thị trường phát triển đang sử dụng.

### Kế hoạch lợi nhuận 2016 - cập nhật KQKD quý I/2016 và quý II/2016

Năm 2016, MSN tiếp tục đặt kế hoạch LNST 1900 tỷ đ, EPS 2.513 đồng/ cổ phiếu, tốc độ tăng trưởng 32%/năm. Tập đoàn dự kiến mang thực phẩm đồ uống sẽ tăng trưởng 2 chữ số, mảng đạm động vật tăng 25% - 30% (chưa tính tới việc sẽ tính đủ 12 tháng KQKD cho mảng này thay vì chỉ tính 8 tháng như năm 2015) và mảng bia tăng trưởng gấp đôi.

Với sự phục hồi mạnh mẽ trong hoạt động của các khối tài chính (Techcombank) dự kiến tăng trưởng lợi nhuận 74%, khối tài nguyên dự kiến chúng tôi ước tính tăng trưởng 100% và khối Nutri science (dự kiến tăng trưởng mạnh do khối nutri science chỉ đóng 8 tháng lợi nhuận năm 2015), chúng tôi cho rằng MSN có khả năng sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận năm nay.

Mức định giá theo pro forma 2015 là 17 lần là mức định giá khá thấp so với các blue chip cùng ngành (VNM có mức P/E là 22 lần) và nếu ước tính lợi nhuận pro forma cũng tăng tương ứng với tốc độ tăng lợi nhuận kế hoạch, mức định giá P/E theo pro forma sẽ ở mức thấp hơn nhiều và khiến cho MSN có định giá hấp dẫn hơn nhiều các blue chip khác.

Trong quý I/2016, mảng thực phẩm đồ uống đạt doanh thu 2.779 tỷ, tương đương cùng kỳ nhưng lợi nhuận phân bổ tăng mạnh lên 283 tỷ (+33%), mảng đạm động vật đóng góp 390 tỷ và mảng hoạt động khác (chủ yếu là công ty tài nguyên) đạt lợi nhuận phân bổ 152 tỷ (tăng mạnh so với mức 16 tỷ của quý I/2015 và mức lỗ phân bổ -358 tỷ cho cả năm 2015). Tổng hợp lại, lợi nhuận thuần của MSN đạt 393 tỷ, tăng mạnh 6,9 lần so với mức lợi nhuận thuần 57,4 tỷ đạt được trong quý I/2015. EPS lũy kế đến Quý I/2016 ~ 2.325 đ/ cổ phiếu.

Đà tăng trưởng mạnh mẽ của MSN được khẳng định khi tính đến hết quý II/2016, doanh thu thuần của tập đoàn đạt 19.000 tỷ, tăng 84% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó mảng kinh doanh thực phẩm và đồ uống tăng 7,9% trong nửa đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm trước, mảng kinh doanh bia tăng trưởng 83,5%, mảng doanh thu đạm động vật tăng 13,8% và mảng tài nguyên tăng 45,3%. Lợi nhuận gộp đạt 5575 tỷ đồng, tăng 58,2% so với cùng kỳ, lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm là 1480 tỷ, tăng 220% so với mức lợi nhuận 673 của 6 tháng đầu năm 2015 do mức tăng trưởng đều của các mảng kinh doanh chính, hợp nhất mảng đạm động vật và đóng góp cao hơn từ Techcombank.

Dựa trên nền tảng tăng trưởng trên, MSN đã điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận cho năm 2016. MSN đã đưa kế hoạch lợi nhuận theo chuẩn kế toán Việt Nam lên 25% ở mức 2400 tỷ đồng cho năm 2016, tăng trưởng 60% so với năm 2015. EPS dựa trên chuẩn kế toán Việt Nam là 3200 đ/ cổ phiếu, ~ mức P/E là 21 lần theo giá hiện tại. Cần chú ý là lợi nhuận proforma của MSN thường cao hơn 25% so với lợi nhuận theo chuẩn kế toán Việt Nam do công ty vẫn đang trong quá trình M&A mạnh mẽ. Dựa trên ước tính này thì EPS proforma của MSN có thể đạt 4000 đ/ cổ phiếu ~ mức P/E là 17 lần cho 2016.

#### ■ Định giá cổ phiếu

Ở mức giá hiện tại, MSN đang giao dịch ở mức P/E tính theo lợi nhuận pro-forma 2016 ước tính là 17 lần và P/B là ~ 2 lần, là một mức khá rẻ so với vị trí cổ phiếu blue chip trong ngành hàng tiêu dùng của MSN. Chúng tôi định giá hợp lý cho MSN là 89.000 đ - 101.000 đ/ cổ phiếu theo phương pháp định giá từng phần có tính tới chu kỳ của các mảng kinh doanh khác nhau của MSN. Ở mức giá hiện tại, MSN đang giao dịch thấp hơn tương ứng tối thiểu 33% so với định giá trên của chúng tôi và chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu MSN sẽ đạt mức giá nêu trên trong trung hạn.

#### ■ Rủi ro đối với doanh nghiệp.

##### Rủi ro về cạnh tranh

Với quy mô của mình, MSN đang hoạt động ở nhiều mảng trọng yếu trong lĩnh vực hàng tiêu dùng, chuỗi nông nghiệp, khoáng sản, tài chính. Việc phải đối đầu với nhiều ông lớn khác trong các ngành nghề trên có thể khiến cho MSN sẽ phải phân bổ nguồn lực không hợp lý. Điều này đã thể hiện rõ trong vài năm qua khi những mảng hoạt động tốt là tiêu dùng đã phải hỗ trợ cho những mảng hoạt động kém hiệu quả hơn là hoạt động tài chính và khoáng sản. Tuy nhiên, với sự phục hồi của giá khoáng sản và việc ngân hàng Techcombank đã ở một vị trí có thể phục hồi tốt sau nhiều năm trích lập nợ xấu và không trả cổ tức, chúng tôi cho rằng xét về quy mô tập đoàn MSN đã bước qua giai đoạn củng cố và bước vào thời kỳ tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận.

##### Rủi ro về sở hữu chéo, rủi ro tài chính, rủi ro thị trường

Mối quan hệ về sở hữu của MSN với Techcombank là khá chặt chẽ và điều này có thể gây ra những rủi ro về sở hữu chéo giữa 2 công ty. Trong năm 2015 công ty đã giảm nợ

ngoại tệ từ 200 triệu USD còn ~ 20 triệu USD nên rủi ro tỷ giá của công ty là không đáng kể. Về mặt thị trường, MSN hiện là một trong những công ty có tỷ trọng cao trong hai rổ ETF, với việc VNM có khả năng được vào các rổ chỉ số sau khi mở room, các cổ phiếu lớn trong các rổ sẽ chịu lực cung ngắn hạn từ đợt tái cơ cấu của ETFs trong quý III/2016. Tuy nhiên với việc MSN đã công bố mua lại 20 triệu cổ phiếu quỹ trong khi lượng bán ra của 2 quỹ ETF đối với cổ phiếu MSN là khoảng 6 triệu cổ phiếu, nhà đầu tư sẽ không phải lo ngại về rủi ro này.

Một rủi ro gần đây xuất hiện với MSN là thông tin thanh tra mỏ Núi Pháo và điều này đã gây xáo trộn nhất định với giá cổ phiếu MSN. Tuy nhiên theo thông tin từ MSN công ty từ lúc thành lập đã tiếp rất nhiều đoàn thanh tra thường niên và các tiêu chuẩn của MSN vẫn đảm bảo tiêu chuẩn cao nhất. Dù vậy, với những nhà đầu tư thận trọng có thể chờ thông tin chính thức từ việc thanh tra trong tháng 8/2016 trước khi mua vào cổ phiếu để phòng tránh các rủi ro không hệ thống đối với cổ phiếu MSN.

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Đvt: Tỷ VNĐ

	2013	2014	2015
Doanh thu bán hàng và CCDV	12.106	16.347	31.325
Các khoản giảm trừ doanh thu	163	258	696
Doanh thu thuần	11.943	16.089	30.628
Giá vốn hàng bán	6.943	9.489	20.820
Lợi nhuận gộp	4.999	6.600	9.809
Doanh thu hoạt động tài chính	664	1.571	1.382
Chi phí tài chính	607	1.711	2.715
Trong đó: Chi phí lãi vay	417	1.465	2.407
Chi phí bán hàng	1.982	2.865	4.044
Chi phí quản lý doanh nghiệp	890	1.048	1.665
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	2.186	2.546	2.767
Thu nhập khác	106	405	35
Chi phí khác	85	159	74
Lợi nhuận khác	21	246	(40)
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	193	53	0
Lợi nhuận trước thuế	2.399	2.846	2.728
Chi phí thuế TNDN hiện hành	580	959	818
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	126	256	(118)
Lợi nhuận sau thuế	1.693	1.631	2.028
Lợi ích của cổ đông thiểu số	856	957	1.049
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	837	674	854

**CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH**

	2013	2014	2015
Hệ số về khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện thời	1,14	1,39	1,11
Hệ số thanh toán nhanh	1,04	1,26	0,82
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,58	0,44	0,55
Hệ số về hiệu quả hoạt động			
Vòng quay các khoản phải thu	12,41	3,16	10,02
Số ngày thu nợ bình quân	29,00	114,01	35,93
Vòng quay hàng tồn kho	8,50	7,09	6,91
Số ngày tồn kho bình quân	31,83	35,34	50,77
Vòng quay tổng tài sản	0,26	0,31	0,44
Vòng quay tài sản cố định	0,52	0,68	0,96
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	0,84	1,09	1,16
Hệ số về cơ cấu vốn			
Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	24,1%	31,0%	23,3%
Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	75,9%	69,0%	76,7%
Hệ số nợ (chung)	50,0%	58,6%	62,3%
Hệ số nợ trên VCSH	161,0%	206,7%	165,0%
Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	21,0%	22,3%	20,9%
Hệ số nợ ngắn hạn trên TS ngắn hạn	87,4%	71,8%	89,8%
Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	67,8%	78,6%	55,4%
Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	28,9%	36,3%	41,4%
Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	38,1%	52,7%	53,9%
Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	93,2%	128,2%	109,7%
Hệ số về khả năng sinh lời			
Hệ số lợi nhuận gộp	41,9%	41,0%	32,0%
Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	18,3%	15,8%	9,0%
Hệ số lợi nhuận khác	0,2%	1,5%	-0,1%
Hệ số lợi nhuận trước thuế	20,1%	17,7%	8,9%
Hệ số lợi nhuận ròng	7,0%	4,2%	2,8%
Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	1,06%	2,17%	2,37%
Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	3,19%	7,34%	7,02%
Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	0,9%	8,7%	-1,5%
Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	91,1%	89,5%	101,5%
Hệ số đánh giá thu nhập			
Thu nhập trên cổ phần (EPS)	646	1.469	1.996
Cổ tức trên cổ phần	0	0	0
Hệ số chi trả cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%
Mức sinh lời cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%
Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)			
Giá trị sổ sách (BV)	19.369	20.408	36.304

	2013	2014	2015
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	11.199	16.428	16.709
Tiền và tương đương tiền	5.699	5.166	8.324
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.287	4.042	294
Các khoản phải thu	975	5.177	3.127
Hàng tồn kho	1.070	1.605	4.418
Tài sản ngắn hạn khác	168	438	547
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	35.304	36.537	55.140
Phải thu dài hạn	450	1.388	10.432
Tài sản cố định	23.121	24.065	32.478
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	10.761	8.745	9.145
Lợi thế thương mại	437	792	829
Tài sản dài hạn khác	533	1.547	2.256
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	46.502	52.965	71.850
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	23.241	31.040	44.741
Nợ ngắn hạn	9.784	11.797	15.005
Vay và nợ ngắn hạn	6.636	6.042	8.367
Phải trả người bán	942	999	2.419
Người mua trả tiền trước	22	36	140
Nợ dài hạn	13.457	19.243	29.735
Vay và nợ dài hạn	12.067	17.522	27.253
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	14.433	15.016	27.109
Vốn đầu tư của CSH	7.349	7.358	7.467
Thặng dư vốn cổ phần	9.602	9.631	9.631
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Lãi chưa phân phối	6.357	7.072	8.561
Vốn và quỹ khác	(8.832)	(9.045)	(9.045)
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8.829	6.909	0
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	46.502	52.965	71.850



**Liên hệ:**

**Trung tâm nghiên cứu:**

Nguyễn Việt Đức

[Duc.nguyenviet@mbs.com.vn](mailto:Duc.nguyenviet@mbs.com.vn)

Trần Hoàng Sơn

[Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.