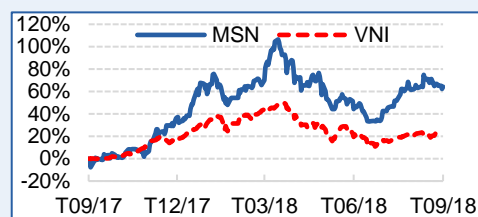


Ngành:	Đa ngành nghề
Ngày báo cáo:	19/09/2018
Giá hiện tại:	91.200 VND
Giá mục tiêu:	110.000 VND
Giá mục tiêu trước đây:	110.000 VND
TL tăng:	+20,6%
Lợi suất cổ tức:	0%
Tổng mức sinh lời:	+20,6%

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	-13,1%	7,8%	14,9%	9,0%
Tăng trưởng EPS	-22,5%	94,4%	54,5%	22,8%
Biên LN gộp	30,9%	32,4%	32,9%	33,0%
Biên LN ròng	5,8%	9,9%	14,3%	16,1%
EV/EBITDA	13,6x	10,8x	9,3x	8,4x
Giá CP/Dòng tiền HĐ	32,7x	17,8x	12,4x	10,9x
P/E	47,8x	24,6x	15,9x	13,0x



GT vốn hóa:	4,6 tỷ USD
Room KN:	829,8 triệu USD
GTGD/ngày (30n):	1,9 triệu USD
Cổ phần Nhà nước:	0%
SL cổ phiếu lưu hành	1.053,2 triệu
Pha loãng	1.163,1 triệu
PEG cốt lõi 3 năm	0,9

	MSN	VNI
P/E (trượt)	30,4x	17,9x
P/B (hiện tại)	3,7x	2,8x
Nợ ròng/CSH	0,5x	N/A
ROE	18,6%	14,9%
ROA	5,1%	2,4%

**Tổng quan về Công ty**

Tập đoàn Masan hoạt động trong các lĩnh vực thực phẩm-đồ uống và chuỗi giá trị đạm động vật. Ngoài ra, công ty còn tham gia vào các lĩnh vực khai khoáng và ngân hàng.

\* Các chỉ số liên quan đến LN được dựa trên LN cốt lõi  
\* EBITDA bao gồm LN được chia từ TCB

**Đặng Văn Pháp, CFA**  
Trưởng phòng Cao cấp

## Vị thế tài chính được củng cố, hỗ trợ kế hoạch tăng trưởng dài hạn

- Chúng tôi đưa ra báo cáo cập nhật dành cho CTCP Tập đoàn MaSan (MSN) với khuyến nghị MUA và tỷ lệ tăng 21%. PEG 3 năm hấp dẫn ở mức 0,9.
- Giá mục tiêu của chúng tôi không đổi khi việc tăng tỷ lệ sở hữu tại công ty con chế biến sản phẩm vonfram, mang lại giá trị cộng thêm cho MSN, đã bù đắp tác động pha loãng nhẹ của đợt bán cổ phiếu quỹ.
- Masan công bố SK Group (Hàn Quốc) sẽ mua toàn bộ 109,9 triệu cổ phiếu quỹ của công ty, tương đương 9,5% cổ phần, với giá 100.000VND/cổ phiếu, qua đó mang lại cho Masan nguồn vốn mới khoảng 470 triệu USD.
- Trong báo cáo này, chúng tôi giả định Masan sẽ sử dụng số tiền trên để giảm nợ vay. Giá trị tăng thêm tiềm năng trong tương lai (upside) sẽ phụ thuộc vào việc Masan mở rộng kinh doanh thành công, bao gồm thông qua các thương vụ M&A chiến lược, dưới sự hợp tác của SK.
- Theo mô hình dự báo của chúng tôi, tỷ lệ nợ ròng / vốn CSH của MSN sẽ giảm mạnh từ 132% năm 2017 xuống chỉ còn 6% năm 2020.
- Việc giảm nợ vay, cùng với lợi ích CĐTTS tại MSR giảm, giúp dự phóng EPS cho năm 2019 và 2020 của chúng tôi tăng lần lượt 14% và 8% so với dự phóng trước đây.
- Tình hình kinh doanh của Masan nhìn chung khả quan với mảng thức ăn chăn nuôi dự kiến sẽ phục hồi nhờ giá thịt heo cao, qua đó củng cố triển vọng trung hạn của công ty.

### Tập trung vào xây dựng thương hiệu và cải tiến sản phẩm giúp MCH đạt tăng trưởng cao.

Doanh thu 6 tháng đầu năm của CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH) tăng mạnh 37% so với cùng kỳ năm ngoái do trong năm 2017 kết quả của công ty bị ảnh hưởng bởi động thái giảm hàng tồn kho tại nhà phân phối. Quan trọng hơn, doanh thu bán hàng đến người tiêu dùng của MCH tăng mạnh 24% so với cùng kỳ năm ngoái trong 6 tháng đầu năm vì Masan tăng cường hoạt động tiếp thị và tung ra sản phẩm mới, đặc biệt ở phân khúc cao cấp. Trong khi đó, biên EBITDA trong 6 tháng đầu năm 2018 tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái lên 25,4% nhờ tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu giảm theo chi phí khuyến mãi.

### Tốc độ tung sản phẩm mới cần tăng tốc trong 6 tháng cuối năm 2018 để duy trì đà tăng trưởng mảng thực phẩm và đồ uống.

Tăng trưởng doanh thu bán hàng đến người tiêu dùng của MCH chỉ tăng 9% trong Quý 2/2018 so với 46% trong Quý 1/2018, một phần do tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh tại Việt Nam trong 6 tháng đầu năm yếu. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc tung sản phẩm mới của MCH đã chậm lại trong Quý 2. Masan dự kiến sẽ đẩy mạnh trở lại việc tung ra sản phẩm mới trong 6 tháng cuối năm với các sản phẩm như mì gói, cà phê, thịt chế biến và gia vị như dầu hào, hạt nêm.

**Ngành thức ăn chăn nuôi heo khả năng sẽ hồi phục trở lại khi tình trạng thiếu hụt nguồn cung đã kích thích hoạt động chăn nuôi heo.** Lợi nhuận của Masan Nutri-Science (MNS) trong 6 tháng đầu năm 2018 giảm do doanh thu từ thức ăn chăn nuôi heo giảm 43% khi hoạt động chăn nuôi heo tại Việt Nam bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, thị trường chăn nuôi heo đã chuyển từ dư thừa sang thiếu hụt nguồn cung. Từ đầu tháng 4 đến nay, giá heo hơi đã tăng từ 1,3-1,4USD/kg lên 2,1-2,3USD/kg, cao hơn nhiều so với chi phí sản xuất trung bình của ngành là 1,6-1,7USD/kg. Vì vậy, nông dân nhiều khả năng sẽ tái đàn, thúc đẩy tiêu thụ thức ăn chăn nuôi heo.

**Giá kim loại tăng hỗ trợ MSR.** EBITDA của CTCP Tài nguyên Masan (MSR) tăng 33% trong 6 tháng đầu năm 2018 do giá bán tăng. Giá vonfram đang được hỗ trợ bởi nhu cầu từ các ngành dầu khí và sản xuất cải thiện và cũng như tại Trung Quốc, các mỏ có chi phí khai thác cao đang tạm thời dừng hoạt động trong khi chi phí khai thác toàn ngành tại nước này đang tăng do việc thắt chặt quy định bảo vệ môi trường.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>37.621</b>	<b>40.552</b>	<b>46.596</b>
Giá vốn hàng bán	-25.989	-27.403	-31.288
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11.632</b>	<b>13.149</b>	<b>15.308</b>
Chi phí bán hàng	-5.291	-5.041	-5.726
Chi phí quản lí DN	-1.912	-1.944	-2.156
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>4.429</b>	<b>6.165</b>	<b>7.426</b>
Doanh thu tài chính	1.405	1.878	388
Chi phí tài chính	-3.696	-3.349	-2.064
Trong đó, chi phí lãi vay	-3.435	-3.089	-1.803
Lợi nhuận từ công ty LDLC	2.044	2.274	2.625
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-43	0	0
<b>LNTT</b>	<b>4.139</b>	<b>6.968</b>	<b>8.374</b>
Thuế TNDN	-531	-667	-816
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>3.608</b>	<b>6.301</b>	<b>7.558</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-505	-834	-895
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>3.103</b>	<b>5.467</b>	<b>6.663</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>2.170</b>	<b>3.995</b>	<b>6.663</b>
EBITDA	7.434	9.684	11.268
EPS cơ bản báo cáo, VND	2.727	5.073	5.729
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	1.907	3.707	5.729
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	1.907	3.707	5.729

(1) Không tính khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2017	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	-13,1%	7,8%	14,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	-26,5%	39,2%	20,5%
Tăng trưởng LNTT	-6,9%	68,4%	20,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-22,5%	94,4%	54,5%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp %	30,9%	32,4%	32,9%
Biên LN từ HĐ %	11,8%	15,2%	15,9%
Biên EBITDA	19,8%	23,9%	24,2%
Biên LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,2%	13,5%	14,3%
ROE %	20,6%	24,5%	20,1%
ROA %	5,3%	9,5%	10,9%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	68	64	66
Số ngày phải thu	12	10	8
Số ngày phải trả	33	28	27
TG luân chuyển tiền	47	46	47

<b>Thanh toán</b>			
CS thanh toán hiện hành	1,0	1,1	1,3
CS thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,6
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,5
Nợ/Tài sản	54,8%	36,5%	24,2%
Nợ/tổng nguồn vốn	63,2%	42,1%	28,6%
Nợ/Vốn CSH	132,2%	50,9%	25,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,3	2,0	4,1

<b>BẢNG CĐKT (tỷ đồng)</b>	2017	2018F	2019F
Tiền và tương đương	7.417	6.920	5.316
Đầu tư TC ngắn hạn	640	640	640
Các khoản phải thu	1.222	1.000	1.149
Hàng tồn kho	4.333	5.255	6.000
TS ngắn hạn khác	1.533	1.190	1.368
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>15.145</b>	<b>15.005</b>	<b>14.473</b>
TS dài hạn (gộp)	39.915	44.818	46.708
- Khấu hao lũy kế	-8.248	-10.885	-13.844
TS dài hạn (ròng)	31.668	33.933	32.863
Đầu tư TC dài hạn	11.338	15.074	17.693
TS dài hạn khác	5.378	4.955	4.531
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>48.384</b>	<b>53.962</b>	<b>55.088</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>63.529</b>	<b>68.967</b>	<b>69.561</b>
Phải trả ngắn hạn	2.105	2.190	2.477
Nợ ngắn hạn	9.166	7.166	3.666
Nợ ngắn hạn khác	4.261	4.593	5.278
Tổng nợ ngắn hạn	15.533	13.950	11.421
Vay nợ dài hạn	25.630	17.998	13.200
Nợ dài hạn khác	2.140	2.433	2.796
<b>Tổng nợ</b>	<b>43.303</b>	<b>34.381</b>	<b>27.417</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	11.574	11.574	11.574
Thặng dư vốn CP	6.856	17.846	17.846
Lợi nhuận giữ lại	12.350	17.264	23.927
Vốn khác	-15.943	-16.908	-16.908
Lợi ích CĐTS	5.388	4.811	5.706
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.225</b>	<b>34.586</b>	<b>42.144</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>63.529</b>	<b>68.967</b>	<b>69.561</b>

<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	2017	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>13.149</b>	<b>7.417</b>	<b>6.920</b>
Lợi nhuận sau thuế	3.103	5.467	6.663
Khấu hao	2.611	2.950	3.272
Thay đổi vốn lưu động	-152	59	-100
Điều chỉnh khác	-2.317	-2.509	-1.257
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>3.244</b>	<b>5.967</b>	<b>8.579</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.100	-5.587	-1.889
Đầu tư, ròng	4.757	-1.683	5
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>2.657</b>	<b>-7.270</b>	<b>-1.884</b>
Cổ tức đã trả	-2.713	-553	0
Tăng (giảm) vốn	-5.877	10.990	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	548	-2.000	-3.500
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-6.842	-7.632	-4.798
Tiền từ các hoạt động TC khác	3.252	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-11.632</b>	<b>805</b>	<b>-8.298</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-5.732</b>	<b>-498</b>	<b>-1.603</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>7.417</b>	<b>6.920</b>	<b>5.316</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

##### Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 28 3914 3588, ext 102  
michel.tosto@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
quang.nguyen@vcsc.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.