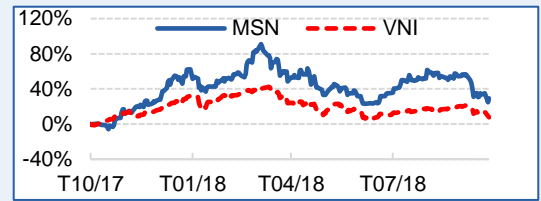


Ngành:	Đa ngành		2017	9M/18	2018F
Ngày báo cáo:	29/10/2018	Tăng trưởng DT	-13,1%	-3,0%	7,8%
Giá hiện tại:	76.500VND	Tăng trưởng EPS	-22,5%	109,2%	94,4%
Giá mục tiêu:	110.000VND	Biên LN gộp	30,9%	31,3%	32,4%
Giá mục tiêu	+43,8%	Biên LN ròng	5,8%	8,7%	9,9%
TL tăng:	0%	EV/EBITDA	11,8x	N/A	9,3x
Lợi suất cổ tức:	+43,8%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	27,4x	N/A	14,9x
Tổng mức sinh lời:	MUA	P/E	40,1x	N/A	20,6x



			MSN	VNI
GT vốn hóa:	3,8 tỷ USD	P/E (trượt)	25,0x	15,6x
Room KN:	415,1tr USD	P/B (hiện tại)	3,0x	2,4x
GTGD/ngày (30n):	4,3tr USD	Nợ ròng/CSH	0,5x	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	17,8%	15,3%
SL cổ phiếu lưu hành	1.163,1 tr	ROA	5,0%	2,4%
Pha loãng:	1.163,1 tr			
PEG 3 năm	0,7			

### 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 lợi nhuận dựa theo lợi nhuận cốt lõi  
\* EBITDA bao gồm lợi nhuận được chia từ Techcombank

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

## Mảng Thực phẩm và Đồ uống tiếp tục dẫn dắt lợi nhuận phục hồi

QQLN 9 tháng đầu năm của CTCP Tập đoàn MaSan (MSN) nhìn chung củng cố quan điểm lạc quan của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng của công ty trong trung hạn nhờ mảng thực phẩm và đồ uống (Masan Consumer Holding/MCH) phục hồi mạnh sau khi tái cơ cấu năm 2017, giá bán ở mảng khai khoáng cải thiện (CTCP Tài nguyên Masan /MSR) và đóng góp lợi nhuận từ Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank/TCB) tăng khả quan. Mặc dù mảng đạm động vật (CTCP Masan Nutri-Science/MNS) tiếp tục ảnh hưởng đến kết quả năm 2018 nhưng việc giá thịt heo đã phục hồi và kế hoạch tung ra thị trường thịt heo mát của Masan vào cuối năm nay sẽ hỗ trợ tăng trưởng cho mảng này trong năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi có thể sẽ điều chỉnh giảm dự báo và giá mục tiêu dành cho MSN khoảng 5%-10% so với hiện nay do TCB và MNS đạt kết quả thấp hơn so với kỳ vọng.

**MSN đạt doanh thu 26,6 nghìn tỷ đồng, giảm 3% so với cùng kỳ năm ngoái và LNST sau lợi ích CĐTS 3,8 nghìn tỷ đồng, tăng 212% so với cùng kỳ năm ngoái.** Lợi nhuận bao gồm khoản lãi bất thường 1,5 nghìn tỷ xuất phát từ “giả định” bán một phần tỷ lệ sở hữu tại công ty liên kết (deemed disposal) –TCB, do đợt tăng vốn hồi Quý 2/2018 của TCB đã khiến tỷ lệ sở hữu của MSN tại TCB giảm. Nếu không tính khoản lợi nhuận bất thường này, LNST sau lợi ích CĐTS 9 tháng đầu năm vẫn tăng mạnh 90% so với cùng kỳ năm ngoái.

**Doanh thu bị ảnh hưởng do mảng thức ăn chăn nuôi sụt giảm do dư chấn từ cuộc khủng hoảng giá thịt heo trước đây.** MSN cho biết tuy giá thịt heo phục hồi từ đầu tháng tư nhưng tiêu thụ toàn ngành thức ăn chăn nuôi cho heo trong Quý 3/2018 vẫn chưa phục hồi như đã dự báo trước đó vì (1) nông dân vẫn lo ngại giá thịt heo không giữ được đã phục hồi nên vẫn chưa tích cực tái đàn và (2) tiêu thụ thức ăn chăn nuôi cho heo thường cần 3-4 quý mới có thể hồi phục hoàn toàn, bao gồm 5 tháng để heo nái sinh heo con và 4 tháng nữa để nuôi heo con thành heo thịt trưởng thành. Giai đoạn sau là giai đoạn tiêu thụ thức ăn đạt cao nhất. Vì giá heo hơi hiện ổn định xung quanh mức 50.000VND/kg, ban lãnh đạo kỳ vọng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi sẽ cải thiện trong Quý 4 so với 9 tháng đầu năm và sang năm 2019 sẽ phục hồi hoàn toàn với kỳ vọng nông dân sẽ gia tăng hoạt động chăn nuôi, qua đó thúc đẩy nhu cầu thức ăn chăn nuôi.

**LN ròng thường xuyên tăng mạnh khi các mảng còn lại (MCH, MSR and TCB) tăng trưởng khả quan.** LNST sau lợi ích CĐTS thường xuyên 9 tháng đầu năm 2018 tăng mạnh nhờ (1) doanh thu và biên lợi nhuận mảng thực phẩm và đồ uống tăng mạnh sau khi MCH chuyển đổi thành công mô hình kinh doanh từ đẩy mạnh chiết khấu bán hàng sang xây dựng thương hiệu và cải tiến sản phẩm, (2) giá bán của MSR tăng, (3) lợi nhuận được chia từ TCB tăng và (4) chi phí tài chính ròng thấp hơn nhờ giảm đòn bẩy tài chính.

**KQLN 9 tháng đầu năm 2018 của MSN**

(tỷ đồng)	9 tháng đầu 2017	9 tháng đầu 2018	Tăng trưởng	Nhận định của VCSC
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>27.451</b>	<b>26.630</b>	<b>-3%</b>	
Thực phẩm và đồ uống (F&B)	8.934	11.907	33%	9 tháng đầu năm 2017 là mức cơ sở thấp khi doanh thu báo cáo, nghĩa là doanh thu của MCH bán hàng cho các nhà phân phối, bị ảnh hưởng bởi động thái giảm hàng tồn kho tại các nhà phân phối. Dù vậy, theo ước tính của chúng tôi, doanh thu bán hàng đến người tiêu dùng tăng mạnh khoảng 20% trong 9 tháng 2018 so với cùng kỳ năm ngoái, cho thấy nhu cầu tốt từ người tiêu dùng đối với sản phẩm của Masan trong 9 tháng đầu năm. Lượng hàng tồn kho tại các nhà phân phối giảm còn 921 tỷ đồng vào cuối Quý 3/2018 so với 1 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2017, và 2,2 nghìn tỷ đồng tại cuối năm 2016. Các ngành hàng tăng trưởng mạnh nhất: nước tăng lực (doanh thu tăng 55% so với cùng kỳ năm ngoái), gia vị (40%) và thực phẩm tiện lợi (35%).
Thức ăn chăn nuôi	14.590	10.035	-31%	Việc thị trường thịt heo bị dư cung từ cuối năm 2016 đến tháng 04/2018 đã ảnh hưởng đến hoạt động chăn nuôi heo, khiến tiêu thụ thức ăn chăn nuôi heo giảm khi nông dân giảm quy mô chăn nuôi hoặc thậm chí dừng chăn nuôi. Tuy giá heo hơi từ tháng 04/2018 đến nay đã tăng trở lại nhưng việc phục hồi hoàn toàn của thị trường chăn nuôi heo sẽ chỉ diễn ra vào năm 2019, ban lãnh đạo cho biết.
Khai khoáng	3.928	4.688	19%	Giá kim loại tăng, bù đắp sản lượng giảm do phẩm chất quặng giảm.
<b>EBITDA</b>	<b>6.241</b>	<b>7.718</b>	<b>24%</b>	
F&B	1.562	3.103	99%	Biên lợi nhuận gộp tăng 1,3 điểm % so với cùng kỳ năm ngoái lên 44,2% trong 9 tháng đầu năm 2018 nhờ các mặt hàng có biên lợi nhuận cao như gia vị và nước tăng lực chiếm tỷ trọng lớn hơn, trong khi biên lợi nhuận gộp từ bia cũng cải thiện sau khi chịu tổn thất vì bị trả lại lượng hàng lớn trong năm 2017. Tỷ lệ chi phí quản lý và bán hàng / doanh thu giảm từ 32,7% trong 9 tháng đầu năm 2017 xuống 23,7% trong 9 tháng đầu năm 2018, nhờ (1) không có chi phí bất thường hỗ trợ các nhà phân phối giảm hàng tồn kho như hồi Quý 1/2017 và (2) chiết khấu thương mại thấp hơn khi Masan chuyển đổi mô hình kinh doanh sang xây dựng thương hiệu thay vì đẩy mạnh chiết khấu.
Thức ăn chăn nuôi	1.554	940	-40%	Biên lợi nhuận gộp giảm 6,7 điểm % xuống 15,3% trong 9 tháng đầu năm 2018 do doanh số thức ăn cho heo, vốn có biên LN cao, giảm mạnh và giá các nguyên liệu đầu vào như bắp và đậu nành tăng. Ngoài ra, doanh số bán sản phẩm ở phân khúc thấp hơn cũng tăng lên, làm giảm biên LN gộp, do nông dân tập trung tiết giảm chi phí trong giai đoạn khó khăn của thị trường.
Khai khoáng	1.966	2.362	20%	
Đóng góp từ Techcombank	1.225	1.411	15%	LNST của TCB trong 9 tháng đầu năm 2018 tăng mạnh 60% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ tổng thu nhập từ HĐKD tăng 25% trong khi dự phòng giảm 30% khi TCB đã dự phòng xong cho trái phiếu VAMC vào cuối năm 2017. Lợi nhuận được chia cho MSN tăng chậm hơn khi tỷ lệ sở hữu của MSN tại TCB giảm xuống 21,5% sau đợt tăng vốn hồi Quý 2 của TCB so với 25,2% vào cuối năm 2017 và 36,4% vào cuối Quý 3/2017.
Khác	-66	-98	48%	Phần lớn là chi phí của công ty mẹ
<b>LNST trước lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>1.466</b>	<b>4.336</b>	<b>196%</b>	Kết quả 9 tháng đầu năm bao gồm khoản lãi bất thường 1,5 nghìn tỷ đồng xuất phát từ "giả định" bán một phần tỷ lệ sở hữu tại công ty liên kết (deemed disposal) –TCB, do đợt tăng vốn trong Quý 2/2018 của TCB đã khiến tỷ lệ sở hữu của MSN tại TCB giảm.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>1.213</b>	<b>3.779</b>	<b>212%</b>	
<b>LNST trước lợi ích CĐTS cốt lõi</b>	<b>1.466</b>	<b>2.864</b>	<b>95%</b>	Chi phí tài chính giảm 10,5% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ giảm tỷ lệ đòn bẩy tài chính, thúc đẩy thêm cho tăng trưởng của lợi nhuận cốt lõi, bên cạnh việc cải thiện của lợi nhuận HĐKD.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi</b>	<b>1.213</b>	<b>2.307</b>	<b>90%</b>	

Nguồn: MSN, VCSC

## 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 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

#### 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

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### 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

### 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

#### 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.