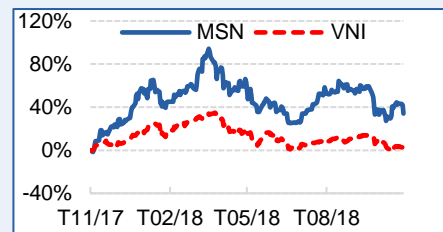


<b>Ngành:</b>	<b>Đa ngành</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>21/11/2018</b>
<b>Giá hiện tại:</b>	<b>81.200VND</b>
<b>Giá mục tiêu:</b>	<b>96.500VND</b>
<b>Giá mục tiêu trước đây</b>	<b>110.000VND</b>
<b>TL tăng:</b>	<b>+18,8%</b>
<b>Lợi suất cổ tức:</b>	<b>0%</b>
<b>Tổng mức sinh lời:</b>	<b>+18,8%</b>

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	-13,1%	1,7%	14,1%	8,6%
Tăng trưởng EPS	-22,5%	64,8%	59,6%	24,4%
Biên LN gộp	30,9%	32,5%	32,6%	33,2%
Biên LN ròng	5,8%	8,9%	13,4%	15,3%
EV/EBITDA	12,3x	10,3x	9,0x	8,2x
Giá CP/Dòng tiền HD	29,1x	17,1x	11,7x	10,1x
P/E	42,6x	25,8x	16,2x	13,0x



<b>GT vốn hóa:</b>	<b>4,0 tỷ USD</b>
<b>Room KN:</b>	<b>342,6tr USD</b>
<b>GTGD/ngày (30n):</b>	<b>3,4tr USD</b>
<b>Cổ phần Nhà nước:</b>	<b>0%</b>
<b>SL cổ phiếu lưu hành</b>	<b>1.163,1tr</b>
<b>Pha loãng:</b>	<b>1.163,1tr</b>
<b>PEG cốt lõi 3 năm</b>	<b>0,8</b>

	MSN	VNI
P/E (trượt)	26,6x	16,2x
P/B (hiện tại)	3,2x	2,5x
Nợ ròng/CSH	0,5x	N/A
ROE	17,8%	14,9%
ROA	5,0%	2,4%

\*các chỉ số liên quan đến lợi nhuận dựa theo lợi nhuận cốt lõi  
\* EBITDA bao gồm LN được chia từ Techcombank

#### Tổng quan về Công ty

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

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

## Triển vọng lợi nhuận tươi sáng nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi và giảm nợ vay tài chính

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho CTCP Tập đoàn Masan (MSN) từ MUA thành KHẢ QUAN khi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 12% do chúng tôi giảm định giá cho Techcombank (TCB), giảm dự phóng lợi nhuận cho mảng thức ăn chăn nuôi và việc lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro tăng.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi lần lượt 15%/14%/12% cho các năm 2018/2019/2020 chủ yếu do TCB và ở một mức độ thấp hơn là Masan Nutri-Science (MNS/chuỗi giá trị thịt).
- Theo dự phóng của chúng tôi, EPS cốt lõi sẽ tăng mạnh lần lượt 65%/60%/24% trong các năm 2018/2019/2020 nhờ tăng trưởng ở các mảng hoạt động kinh doanh, dẫn dắt bởi mảng Thực phẩm & Đồ uống (F&B) và TCB, cũng như nhờ việc giảm nợ vay tài chính.
- Chúng tôi kỳ vọng CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (MCH) sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2019-2020 khi động thái tái cơ cấu chiến lược thực hiện trong năm 2017 đang mang lại kết quả tích cực.
- Chúng tôi kỳ vọng MNS sẽ phục hồi trong năm 2019 sau cuộc khủng hoảng dư cung thịt heo và việc triển khai sản phẩm thịt tươi sống sắp tới.
- Rủi ro: MCH tung ra các sản phẩm mới kém hiệu quả, triển khai sản phẩm thịt tươi sống không thành công; TCB đạt kết quả lợi nhuận thấp hơn dự phóng; giá kim loại giảm.

**Xây dựng thương hiệu và cải tiến sản phẩm giúp đẩy mạnh tăng trưởng của MCH.** MCH đã chủ động giảm mạnh hàng tồn kho tại các nhà phân phối trong năm 2017 để chuyển hướng chiến lược từ chú trọng vào chiết khấu thương mại sang tập trung vào marketing và cải tiến sản phẩm. Nỗ lực này đang mang lại kết quả tích cực khi MCH ghi nhận mức tăng 20% trong doanh số bán ra (sell-out/doanh số từ nhà phân phối bán cho các cửa hàng bán lẻ) trong 9 tháng 2018. Biên LN cũng đã phục hồi, với biên LN từ HĐKD đạt 20,4% trong 9 tháng 2018 so với 10,1% trong 9 tháng 2017, nhờ giảm khuyến mại và không có chi phí bất thường phát sinh như trong năm 2017. Trong năm 2019, chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng 14% cho doanh thu và 25% cho LN từ HĐKD của MCH so với năm 2018, khi doanh thu tăng trưởng chậm lại từ mức cơ sở cao và chúng tôi kỳ vọng biên LN sẽ tiếp tục cải thiện nhờ giảm chi phí khuyến mại.

**Chúng tôi dự báo MNS sẽ phục hồi trong năm 2019 nhờ sự phục hồi trong hoạt động chăn nuôi heo và triển khai sản phẩm thịt mát.** Kể từ tháng 4/2018, giá thịt heo đã duy trì ở trên mức giá thành trung bình của ngành, điều mà chúng tôi kỳ vọng sẽ thúc đẩy hoạt động chăn nuôi heo trong năm 2019 so với 2018. Diễn biến này, cùng với việc giá đậu nành và bắp hạ nhiệt, sẽ giúp cho doanh thu và LN từ HĐKD mảng thức ăn chăn nuôi tăng lần lượt 13% và 33% YoY trong năm 2019 theo dự phóng của chúng tôi. Trong khi đó, MSN đang đi đúng kế hoạch để tung ra sản phẩm

thịt mát vào cuối năm 2018, được chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp 4% cho doanh thu 2019 của MNS. Mặc dù vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN từ HKKD 2018/2019 của MNS lần lượt là 21%/27% khi đà phục hồi của hoạt động chăn nuôi heo có thể sẽ không mạnh như chúng tôi đã kỳ vọng, trong bối cảnh giá thịt heo đã hạ nhiệt từ 2,2 -2,3 USD/kg trong quý 3 còn 2,0-2,1 USD/kg hiện tại.

**LN ròng của CTCP Tài nguyên Masan (MSR) sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2019 nhờ LN chia cho CĐTTS thấp hơn.** Trong tháng 8/2018, MSR đã mua lại toàn bộ nhà máy chế biến sâu vonfram sau khi nhận chuyển nhượng 49% cổ phần từ H.C Starck với mức định giá hấp dẫn là EV/EBITDA 3 lần. Dựa trên diễn biến này, chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS của MSR sẽ tăng mạnh 35% trong năm 2019 so với 2018. Upside cho dự báo hiện tại của chúng tôi cho MSR phụ thuộc vào việc công ty này hiện thực hóa kế hoạch mở rộng năng lực chế biến các sản phẩm vonfram trung nguồn (midstream) và hạ nguồn (downstream), vốn phụ thuộc vào các hợp tác chiến lược trong tương lai với các đối tác trong ngành.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>37.621</b>	<b>38.256</b>	<b>43.660</b>
Giá vốn hàng bán	-25.989	-25.810	-29.409
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11.632</b>	<b>12.447</b>	<b>14.252</b>
Chi phí bán hàng	-5.291	-4.676	-5.166
Chi phí quản lí DN	-1.912	-1.905	-2.103
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>4.429</b>	<b>5.866</b>	<b>6.983</b>
Doanh thu tài chính	1.405	1.845	321
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	1.916	2.208
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-43	0	0
<b>LNTT</b>	<b>4.139</b>	<b>6.277</b>	<b>7.448</b>
Thuế TNDN	-531	-653	-787
LNST trước CĐTS	3.608	5.623	6.661
Lợi ích CĐ thiểu số	-505	-764	-827
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>3.103</b>	<b>4.859</b>	<b>5.834</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>2.170</b>	<b>3.387</b>	<b>5.834</b>
EBITDA	7.434	9.385	10.825
EPS cơ bản báo cáo, VND	2.727	4.508	5.016
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	1.907	3.143	5.016
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	1.907	3.143	5.016

(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2017	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	-13,1%	1,7%	14,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-26,5%	32,4%	19,0%
Tăng trưởng LNTT	-6,9%	51,7%	18,7%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-22,5%	64,8%	59,6%

### Khả năng sinh lời

Biên LN gộp %	30,9%	32,5%	32,6%
Biên LN từ HĐ %	11,8%	15,3%	16,0%
Biên EBITDA	19,8%	24,5%	24,8%
Biên LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,8%	8,9%	13,4%
ROE %	20,6%	22,1%	18,2%
ROA %	5,3%	8,6%	9,9%

### Chỉ số hiệu quả vận hành

Số ngày tồn kho	68	66	66
Số ngày phải thu	12	10	8
Số ngày phải trả	33	29	27
TG luân chuyển tiền	47	47	48

### Thanh khoản

CS thanh toán hiện hành	1,0	1,0	1,2
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%	37,1%	25,1%
Nợ/tổng nguồn vốn	63,2%	42,6%	29,4%
Nợ/Vốn CSH	132,2%	53,2%	27,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,3	1,9	3,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Tiền và tương đương	7.417	6.485	4.972
Đầu tư TC ngắn hạn	640	640	640
Các khoản phải thu	1.222	943	1.077
Hàng tồn kho	4.333	4.950	5.640
TS ngắn hạn khác	1.533	1.123	1.282
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>15.145</b>	<b>14.141</b>	<b>13.610</b>
TS dài hạn (gộp)	39.915	44.818	46.112
- Khấu hao lũy kế	-8.248	-10.885	-13.844
TS dài hạn (ròng)	31.668	33.933	32.268
Đầu tư TC dài hạn	11.338	14.715	16.919
TS dài hạn khác	5.378	4.955	4.531
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>48.384</b>	<b>53.603</b>	<b>53.718</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>63.529</b>	<b>67.744</b>	<b>67.328</b>

Phải trả ngắn hạn	2.105	2.043	2.327
Nợ ngắn hạn	9.166	7.166	3.666
Nợ ngắn hạn khác	4.261	4.333	4.946
Tổng nợ ngắn hạn	15.533	13.543	10.939
Vay nợ dài hạn	25.630	17.998	13.200
Nợ dài hạn khác	2.140	2.295	2.620
<b>Tổng nợ</b>	<b>43.303</b>	<b>33.836</b>	<b>26.759</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	16.656	22.490
Vốn khác	-15.943	-16.908	-16.908
Lợi ích CĐTS	5.388	4.741	5.567
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.225</b>	<b>33.908</b>	<b>40.569</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>63.529</b>	<b>67.744</b>	<b>67.328</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>13.149</b>	<b>7.417</b>	<b>6.485</b>
Lợi nhuận sau thuế	3.103	4.859	5.834
Khấu hao	2.611	2.950	3.272
Thay đổi vốn lưu động	-152	82	-86
Điều chỉnh khác	-2.317	-2.358	-947
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>3.244</b>	<b>5.533</b>	<b>8.073</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.100	-5.587	-1.294
Đầu tư, ròng	4.757	-1.683	5
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>2.657</b>	<b>-7.270</b>	<b>-1.289</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>-932</b>	<b>-1.513</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>7.417</b>	<b>6.485</b>	<b>4.972</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 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 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 Nguyễn, 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

#### 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

### 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

**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

#### Công nghiệp và Vận tải

**Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130**  
- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124  
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### 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.