

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

MUA

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

Cập nhật công ty Thực phẩm & Đồ uống

Giá mục tiêu	110.000
Giá hiện tại	91.500
TL tăng	20,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng lợi nhuận	20,2%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	3.173 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	0,6 triệu
Sở hữu của khối ngoại	35,6%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%

SL cổ phiếu lưu hành	734,9 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	747,0 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	113.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	77.000

Cơ cấu cổ đông

CTCP Tập đoàn Masan	35,5%
CT TNHH Hoa Hường Dương	14,2%
Quý Hoa Phong Lan	11,1%
Khác	39,2%

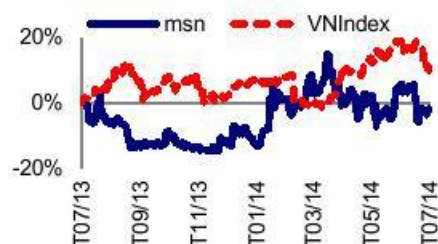
Thuộc danh mục

Chỉ số VNI và VN30
Quý ETF FTSE và Van Eck

Mô tả công ty

CTCP Tập đoàn Masan (HSX:MSN) được thành lập và niêm yết trên sàn HSX vào cuối năm 2009 bởi Tiến sĩ Nguyễn Đăng Quang (Chủ tịch HĐQT). Trước đó, MSN đã trải qua đợt tái cơ cấu từ một nhóm nhiều công ty trở thành bảy đơn vị hoạt động ở ba lĩnh vực chính, bao gồm hàng tiêu dùng, tài chính và khai khoáng. MSN hiện nắm giữ 77,4% cổ phần của CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (Masan Consumer), 30,4% cổ phần của Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank) và 75,9% cổ phần của CTCP Tài Nguyên Masan (Masan Resources).

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu MSN so với chỉ số VNI



Đầu tư trong quá khứ bắt đầu cho kết quả trong tăng trưởng

Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho MSN lên thành MUA (với giá mục tiêu không đổi 110.000 đồng/cổ phiếu) vì giá cổ phiếu đã giảm 8% kể từ báo cáo cập nhật gần đây nhất (25/02/2014), trong khi đó KQLN Quý 1/2014 của MSN phù hợp với dự báo mà chúng tôi đã đưa ra. So với Quý 1/2013, doanh thu của lĩnh vực tiêu dùng tăng 48%, nhờ các ngành hàng đều tăng trưởng. Trong khi đó, mỏ Núi Pháo đã bắt đầu đóng góp cho doanh thu và dòng tiền kể từ ngày 01/03/2014. Chi phí lãi vay trong Quý 1/2014 tăng gấp ba lần do lãi vay không còn được vốn hóa vào mỏ Núi Pháo, tuy nhiên mức tăng này nằm trong phạm vi dự báo của chúng tôi. Những lo ngại liên quan đến lợi ích cổ đông thiểu số của CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (Masan Consumer) sẽ vơi đi trong thời gian tới, nhờ vào nỗ lực tái cơ cấu gần đây của MSN đối với việc vay nợ qua lại giữa các công ty trong tập đoàn.

Tăng trưởng ấn tượng trong lĩnh vực hàng tiêu dùng. Trong Quý 1/2014, doanh thu thuần của ngành hàng tiêu dùng tăng 48,3% lên 2.276 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 108,5% so với Quý 1/2013 lên 522 tỷ đồng. Doanh thu tăng mạnh nhờ ngành hàng gia vị tăng hơn 50% (hiệu ứng cơ sở thấp), thực phẩm tiện lợi tăng hơn 35% (giành được thị phần và tung ra sản phẩm mới) và đồ uống tăng 50% (Vinh Hào và các sản phẩm mới). Lĩnh vực hàng tiêu dùng đã đạt 13% mục tiêu cả năm (LNST trong khoảng 3.750 tỷ đồng - 4.250 tỷ đồng). Quý 1 thường là thời điểm có kết quả kinh doanh thấp, chỉ chiếm 13%-15% doanh thu và 10% LNST của cả năm. Do đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo mà chúng tôi đưa ra cho MSN trong năm 2014, cụ thể doanh thu đạt 16.433 tỷ đồng và LNST đạt 4.062 tỷ đồng.

Mỏ tungsten đã ghi nhận dòng tiền và doanh thu lần đầu. Trong tháng 03/2014, mỏ Núi Pháo đã ghi nhận 440 tỷ đồng doanh thu và 56 tỷ đồng thu nhập trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA) từ tất cả các sản phẩm tungsten, fluor spar, bismuth và đồng bán cho các khách hàng ở Bắc Mỹ, Nhật Bản và châu Âu. Do phải chịu chi phí lãi vay và khấu hao trong Quý 1/2014 nên Núi Pháo chịu một khoản lỗ nhỏ 15 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sang Quý 2/2014, Núi Pháo sẽ bắt đầu có lời và kể từ Quý 3/2014 trở đi sẽ có lợi nhuận ổn định.

Tái cơ cấu nợ vay qua lại giữa các công ty trong tập đoàn. MSN hiện đang thực hiện nhiều biện pháp để giải quyết vấn đề vay nợ qua lại giữa các công ty trong cùng tập đoàn: i) Núi Pháo: tự phát hành trái phiếu để thanh toán các khoản nợ được MSN hỗ trợ, và ii) Masan Consumer quyết định trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao trong Quý 2/2014, số tiền này sẽ được dùng để tái đầu tư vào lĩnh vực hàng tiêu dùng cũng như để trả nợ của MSN đối với Masan Consumer. Những biện pháp này sẽ giúp đơn giản hóa bảng báo cáo kết quả kinh doanh của Masan Consumer cũng như giảm lợi ích cổ đông thiểu số liên quan đến Masan Consumer trong báo cáo tài chính hợp nhất của Tập đoàn.

Các chỉ số chính	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
Doanh thu (tỷ đồng)	11.943	21.866	29.840	35.730	40.233
LN từ hoạt động (tỷ đồng)	2.084	5.098	8.299	10.062	11.357
Biên LN hoạt động (%)	17,4%	23,3%	27,8%	28,2%	28,2%
LN ròng (tỷ đồng)	1.297	2.840	5.901	8.101	9.438
EPS (đồng)	605	2.352	5.566	8.103	9.463
Tăng trưởng EPS (%)	-65,9%	288,5%	136,6%	45,6%	16,8%
EPS pro-forma (đồng)	1.540	3.182	6.394	8.931	10.290
Tăng trưởng EPS pro-forma (%)	-43,2%	106,6%	101,0%	39,7%	15,2%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	20.339	22.730	28.395	36.653	46.311
PER pro-forma (lần) theo giá hiện tại	59,4	28,8	14,3	10,3	8,9
PBR (lần) theo giá hiện tại	4,5	4,0	3,2	2,5	2,0
ROA (%)	3,0%	6,0%	11,2%	14,0%	14,9%
ROE (%)	6,0%	11,5%	20,3%	22,5%	21,1%
Nợ/Tổng tài sản (%)	40,2%	31,4%	26,4%	13,3%	8,0%

Báo cáo Tài chính

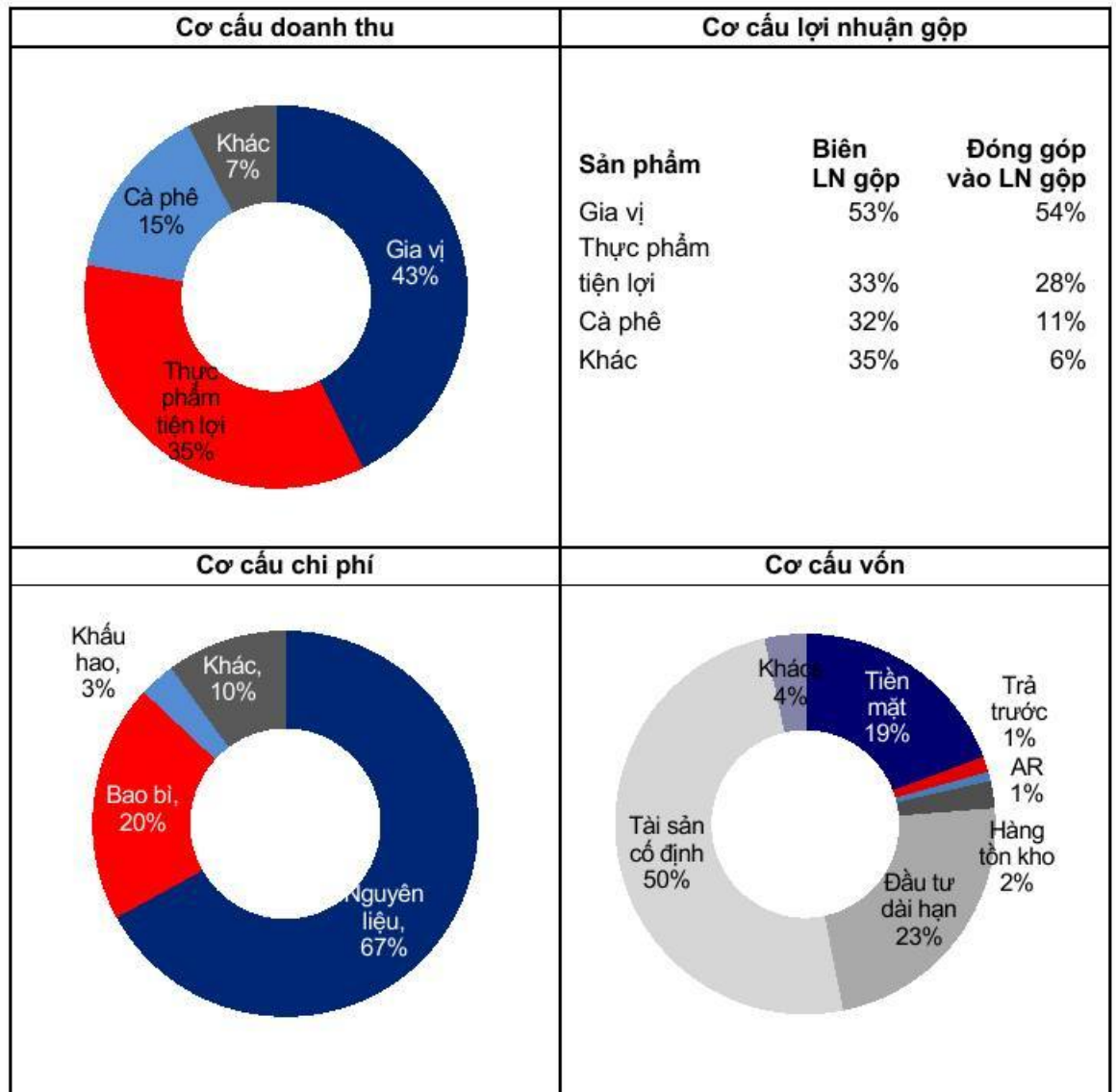
	Thực tế		Dự báo			Thực tế		Dự báo	
Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016
KQLN					Bảng cân đối kế toán				
Doanh thu thuần	11.943	21.866	29.840	35.730	Tiền và tương đương	5.699	6.910	12.500	13.283
- Giá vốn hàng bán	-6.942	-13.440	-17.289	-20.808	Đầu tư TC ngắn hạn	3.287	3.287	3.287	3.287
Lợi nhuận gộp	5.000	8.426	12.551	14.921	Các khoản phải thu	350	371	507	607
- Chi phí bán hàng	-1.982	-2.136	-2.806	-3.414	Hàng tồn kho	1.071	1.289	1.658	1.995
- Chi phí quản lý DN	-935	-1.192	-1.446	-1.445	Tài sản ngắn hạn khác	793	793	793	793
LN thuần HDKD	2.084	5.098	8.299	10.062	Tổng tài sản ngắn hạn	11.199	12.651	18.744	19.966
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	24	43	59	71	Tài sản dài hạn	22.568	26.353	28.521	30.818
- Lợi nhuận khác	311	386	482	675	- Khấu hao lũy kế	-735	-1.945	-2.992	-4.164
EBIT	2.418	5.527	8.841	10.808	Tài sản dài hạn	21.833	24.408	25.528	26.654
- Chi phí lãi vay	-403	-1.495	-1.413	-521	Đầu tư tài chính dài hạn	454	803	803	803
Lợi nhuận trước thuế	2.015	4.032	7.428	10.287	Tài sản dài hạn khác	13.004	11.011	11.397	11.815
- Thuế TNDN	-718	-1.191	-1.527	-2.186	Tổng tài sản dài hạn	35.290	36.222	37.728	39.271
LNST	1.297	2.840	5.901	8.101	Tổng Tài sản	46.489	48.872	56.472	59.237
- Lợi ích CBTS	-868	-1.083	-1.737	-2.031	Phải trả ngắn hạn	942	1.855	2.386	2.872
LNST cổ đông CT Mẹ	430	1.757	4.163	6.069	Nợ ngắn hạn	6.636	4.677	10.640	6.738
EBITDA	2.703	6.450	9.888	11.980	Phải trả ngắn hạn khác	2.396	4.387	5.987	7.169
Số CP lưu hành (triệu)	724	747	747	747	Nợ ngắn hạn	9.974	10.920	19.013	16.778
EPS	604	2.352	5.566	8.103	Vay và nợ dài hạn	12.067	10.665	4.270	1.169
Tăng trưởng					Phải trả dài hạn khác	1.196	1.196	1.196	1.196
Tăng trưởng doanh thu	14,9	83,1	36,5	19,7	Nợ dài hạn	13.263	11.861	5.467	2.366
Tăng trưởng LN HDKD	-3,4	144,7	62,8	21,2	Tổng nợ	23.238	22.780	24.480	19.144
Tăng trưởng EBIT	-12,6	128,6	60,0	22,3	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Tăng trưởng EPS	-71,2	289,3	136,6	45,6	Thặng dư	9.602	9.602	9.602	9.602
Chỉ số khả năng sinh lợi					Vốn điều lệ	7.349	7.349	7.349	7.349
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41,9	38,5	42,1	41,8	Lợi nhuận giữ lại	-2.004	-246	3.917	9.986
Tỷ suất LNST	10,9	13,0	19,8	22,7	Lợi ích cổ đông thiểu số	8.304	9.388	11.125	13.156
ROE %	6,0	11,5	20,3	22,5	Vốn chủ sở hữu	23.252	26.092	31.993	40.093
ROA %	3,0	6,0	11,2	14,0	Tổng cộng nguồn vốn	46.489	48.872	56.472	59.237
Chỉ số hiệu quả vận hành					Dòng tiền				
Số ngày tồn kho	43,0	32,0	31,1	32,0	Tiền đầu năm	5.719	5.699	6.910	12.500
Số ngày phải thu	7,2	6,0	5,4	5,7	Lợi nhuận sau thuế	430	1.757	4.163	6.069
Số ngày phải trả	50,4	38,0	44,8	46,1	Khấu hao	520	902	1.047	1.172
TG luân chuyển tiền	-0,2	0,1	-8,3	-8,4	Thay đổi vốn lưu động	-83	1.083	1.737	2.031
Thanh khoản					Điều chỉnh khác	-478	2.664	1.627	1.230
CS thanh toán hiện hành	1,12	1,16	0,99	1,19	Tiền từ hoạt động KD	390	6.406	8.574	10.502
CS thanh toán nhanh	1,02	1,04	0,90	1,07	Chi mua sắm TSCĐ	-4.080	-3.785	-2.168	-2.297
CS thanh toán tiền mặt	0,57	0,63	0,66	0,79	Đầu tư khác	-782	1.952	-385	-418
Nợ/Tài sản	40%	31,4%	26,4%	13,3%	Tiền từ hoạt động đầu tư	-4.860	-1.833	-2.553	-2.715
Nợ/Vốn sử dụng	45%	37%	32%	16%	Cổ tức đã trả	-15	0	0	0
Nợ/Vốn CSH	80%	59%	47%	20%	Tăng (giảm) vốn	3.453	0	0	0
Khả năng thanh toán lãi vay	6,00	3,70	6,26	20,75	Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	4.262	-1.958	5.963	-3.902
					Tiền từ hoạt động TC	4.450	-3.361	-432	-7.003
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	-20	1.212	5.589	784
					Tiền cuối năm	5.699	6.910	12.500	13.283

Kết quả hoạt động theo quý

<i>Tỷ đồng</i>					
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	2014
Doanh thu	2.715	N/A	N/A	N/A	2.715
Lợi nhuận gộp	1.083	N/A	N/A	N/A	1.083
Biên LN gộp (%)	39,9%	N/A	N/A	N/A	39,9%
LN từ hoạt động	92	N/A	N/A	N/A	92
Biên LN hoạt động (%)	3,4%	N/A	N/A	N/A	3,4%
LN ròng trước lợi ích CĐTS	-107	N/A	N/A	N/A	-107
Biên LN ròng (%)	-3,9%	N/A	N/A	N/A	-3,9%
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	2013
Doanh thu	1.534	2.736	3.235	4.437	11.943
Lợi nhuận gộp	507	1.111	1.394	1.987	5.000
Biên LN gộp (%)	33,1%	40,6%	43,1%	44,8%	41,9%
LN từ hoạt động	-15	512	586	1.020	2.084
Biên LN hoạt động (%)	-1,0%	18,7%	18,1%	23,0%	17,4%
LN ròng trước lợi ích CĐTS	1	135	115	179	430
Biên LN ròng (%)	0,1%	4,9%	3,5%	4,0%	3,6%
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	2012
Doanh thu	1.538	2.371	2.673	3.654	10.389
Lợi nhuận gộp	559	996	1.085	1.530	4.170
Biên LN gộp (%)	36,4%	42,0%	40,6%	41,9%	40,1%
LN từ hoạt động	222	600	510	894	2.225
Biên LN hoạt động (%)	14,4%	25,3%	19,1%	24,5%	21,4%
LN ròng trước lợi ích CĐTS	350	558	317	136	1.261
Biên LN ròng (%)	22,8%	23,5%	11,9%	3,7%	12,1%
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	2011
Doanh thu	1.326	1.513	1.407	2.811	7.057
Lợi nhuận gộp	567	613	623	1.253	3.059
Biên LN gộp (%)	42,8%	40,5%	44,3%	44,6%	43,3%
LN từ hoạt động	348	306	310	696	1.642
Biên LN hoạt động (%)	26,2%	0,0%	22,0%	24,8%	23,3%
LN ròng trước lợi ích CĐTS	338	315	422	895	1.973
Biên LN ròng (%)	25,5%	20,8%	30,0%	31,8%	35,4%

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Hàng tiêu dùng và khoáng sản		
Doanh thu	571 triệu USD		
Lợi nhuận ròng	20 triệu USD (sau khi trả lợi ích cổ đông thiểu số) và 57 triệu USD (pro-forma sau lợi ích cổ đông thiểu số) (2013) 102 triệu USD (pro-forma trước cổ đông thiểu số) (2013)		
Yếu tố doanh thu chính	Nước chấm, thực phẩm tiện lợi, đồ uống và giá kim loại		
Yếu tố chi phí chính	Chi phí đóng gói, nguyên liệu, chi phí khai khoáng		
Yếu tố rủi ro chính	Biến động giá kim loại và cạnh tranh trong ngành tiêu dùng		
Các đối thủ chính	Acecook, Asia Food Company, Nissin, Nestle		
Lãnh đạo	Ông Nguyễn Đăng Quang (Chủ tịch HĐQT và TGD)		
Địa chỉ	17 Lê Duẩn, Quận 1, TP. HCM	Website	www.masangroup.com
		Điện thoại	+84.8.62563862



Nguồn: Báo cáo tài chính 2013 của MSN & Ước tính của VCSC

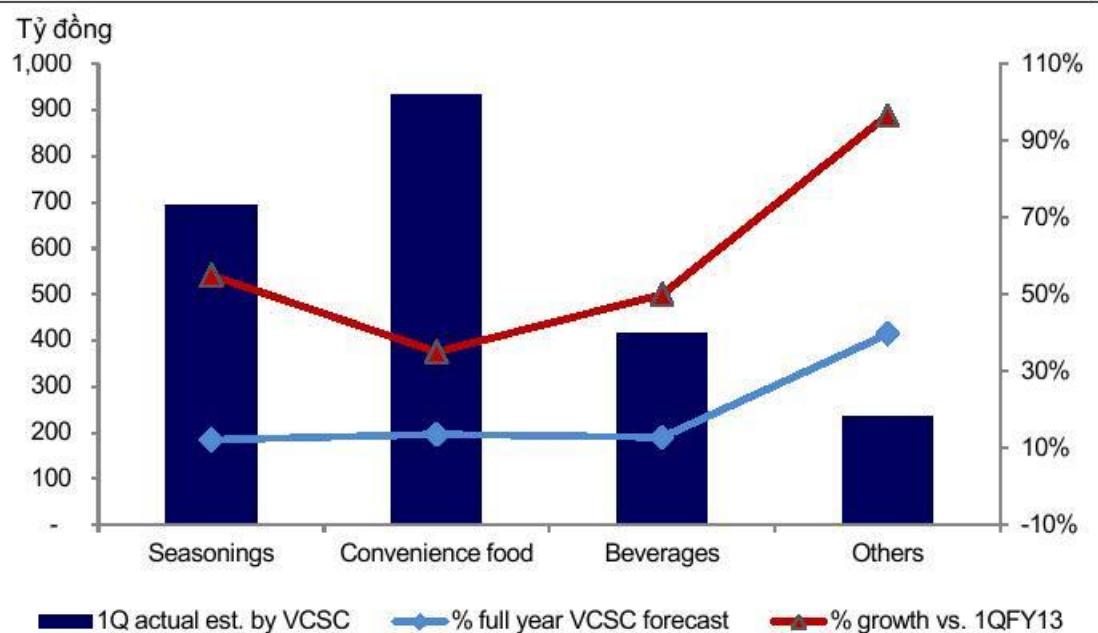
Doanh thu tăng ấn tượng nhờ lĩnh vực tiêu dùng và mỏ Núi Pháo

Doanh thu từ hàng tiêu dùng tăng 48% nhờ hiệu ứng cơ sở thấp và tăng thị phần trong ngành thực phẩm tiện lợi

Trong Quý 1/2014, doanh thu của Masan Consumer tăng mạnh 48% nhờ các yếu tố sau:

- **gia vị: hiệu ứng cơ sở thấp.** Do tác động của công tác thanh lý hàng tồn kho ở cấp độ Nhà phân phối diễn ra trong Quý 1/2013.
- **thực phẩm tiện lợi: tăng thị phần,** qua đó doanh thu tăng 35% so với cùng kỳ năm trước. Hiện nay, sản phẩm mì ăn liền đã chiếm hơn 30% thị phần và MSN đặt mục tiêu sẽ đạt 40% thị phần vào cuối năm nay. Với 200.000 điểm bán lẻ tính đến thời điểm hiện tại, ưu tiên trước mắt của ngành thực phẩm tiện lợi là tăng trưởng các sản phẩm sẵn có cũng như đưa ra thị trường các sản phẩm mới.
- **đồ uống: ra mắt sản phẩm mới của Vinacafé và hợp nhất kết quả kinh doanh của Vĩnh Hào.** Vinacafé cho biết tăng trưởng doanh thu đạt 8,4%. Tuy nhiên, nếu chúng tôi không tính sự thay đổi trong kế toán (phát sinh trong quá trình tích hợp hệ thống với MSN) thì so với Quý 1/2013, Vinacafé có mức tăng trưởng thực 18% đối với mặt hàng cà phê và hơn 40% đối với bột ngũ cốc. Qua trao đổi với Vinacafé, chúng tôi được biết trong năm nay công ty dự kiến sẽ tiếp tục tung ra 4-5 sản phẩm mới (không bao gồm nước tăng lực vị cà phê Wake-Up 247 và nước Isotonic Vĩnh Hào Aktiva đã được tung ra trong Quý 1/2014).

Hình 1: Cơ cấu doanh thu và tăng trưởng của từng ngành hàng trong Quý 1/2014



Nguồn: MSN & Ước tính của VCSC

Lần đầu ghi nhận doanh thu từ mỏ Núi Pháo

Mỏ Núi Pháo ghi nhận 440 tỷ đồng doanh thu trong quý 1 (bắt đầu từ ngày 01/03). Chúng tôi cho rằng nhờ việc thực hiện chương trình tăng cường hiệu suất, cả năm mỏ Núi Pháo ước tính sẽ đóng góp 5.434 tỷ đồng doanh thu và 540 tỷ đồng LNST.

Doanh thu Quý 1 bao gồm các sản phẩm giá trị gia tăng vonfram (tungsten), fluorspar, bismuth và đồng. Cụ thể, volfram được bán cho các khách hàng tại Bắc Mỹ, Nhật Bản và

Châu Âu. Vì mỏ Núi Pháo đã vận hành đạt công suất thiết kế đồng thời hiệu suất đang tăng dần, chúng tôi dự báo Núi Pháo sau khi lỗ nhẹ trong Quý 1 sẽ có lãi trong Quý 2 và từ Quý 3/2014 trở đi sẽ ổn định về khả năng sinh lời.

Lợi nhuận ròng cải thiện nhờ lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết nhưng giảm do lợi ích cổ đông thiểu số

Techcombank giúp lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết dương trở lại

Lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết trong Quý 1 tăng 33,5%, giúp MSN có quý đầu tiên có lợi nhuận từ khoản này (sau khi khấu hao lợi thế thương mại) từ Quý 1/2012. Lợi nhuận được chia tăng chủ yếu nhờ Techcombank. LNST ngân hàng này tăng 75,1% so với Quý 1/2013 lên 525 tỷ đồng.

Vì các ngân hàng có xu hướng gia tăng hoạt động xóa nợ xấu vào cuối năm, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2014 cũng như định giá của Techcombank tại thời điểm này.

Hoạt động tái cơ cấu nợ vay giữa các công ty trong tập đoàn và hoạt động của mỏ Núi Pháo hỗ trợ LNST sau cổ đông thiểu số (CĐTS)

Lợi ích cổ đông thiểu số tại Masan Consumer tăng mạnh do công ty đạt kết quả tốt, khiến LNST sau CĐTS của toàn tập đoàn âm 107 tỷ đồng trong Quý 1/2014 (so với lợi nhuận 1 tỷ trong Quý 1/2013). Thực tế, cổ đông MSN cũng chia sẻ một lo ngại là lợi ích CĐTS của MSN tăng nhanh hơn lợi nhuận của tập đoàn trong một vài năm trở lại đây, mà nguyên nhân là do cấu trúc vay nợ qua lại lẫn nhau phức tạp của các công ty trong tập đoàn.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng từ năm 2014 trở đi, lợi nhuận hợp nhất sẽ có mức tăng trưởng khả quan hơn và tỷ lệ lợi ích CĐTS trên LNST sẽ giảm nhờ hai lý do chính:

- i) Mỏ Núi Pháo dự kiến sẽ mang lại LNST và đóng góp vào KQLN từ Quý 2/2014 trở đi.
- ii) Lợi nhuận tài chính của Masan Consumer tới từ việc cho các công ty trong tập đoàn vay sẽ giảm dần, qua đó tỷ lệ lợi ích CĐTS của Masan Consumer trên lợi nhuận toàn tập đoàn sẽ giảm xuống. Công ty nhiều khả năng sẽ làm được điều này, trên các cơ sở sau:
 - a) Số tiền MSN nợ Masan Consumer để hỗ trợ mỏ Núi Pháo sẽ dần giảm bớt nhờ vào nguồn tiền từ mỏ Núi Pháo
 - b) MSN hiện đang thực hiện tái cơ cấu lại các khoản nợ do mỏ Núi Pháo đã bắt đầu mang lại doanh thu và dòng tiền. Vì mỏ Núi Pháo bây giờ đã có thể tự huy động được vốn nợ, các khoản cho vay của MSC trong tập đoàn sẽ giảm với tốc độ nhanh hơn.

Chúng tôi xin lưu ý mỏ Núi Pháo đã huy động thành công 3.000 tỷ đồng thông qua trái phiếu kỳ hạn 5 năm, có bảo lãnh trong Quý 1/2013 với lãi suất coupon 11% (thấp hơn so với lãi suất các trái phiếu khác của công ty là 12%-15%). Theo trao đổi của chúng tôi với ban lãnh đạo, MSN dự kiến sẽ sử dụng số tiền thu được để giảm số nợ đã vay trước đó nhằm hỗ trợ việc đi vào hoạt động của mỏ Núi Pháo. Những sự thay đổi này sẽ được phản ánh trong báo cáo tài chính Quý 2/2014.

- c) Cổ tức bằng tiền mặt Masan Consumer Holdings sẽ nhận được từ Masan Consumer (khoảng 4.500 tỷ đồng cho năm 2013 và tạm ứng 2014) sẽ được dùng để trả một phần nợ hiện tại của MSN (đã được chuyển từ MSN qua Masan Consumer Holdings trong quý 1) đối với Masan Consumer.

Dự báo KQLN cả năm do VCSC đưa ra

Tỷ đồng	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC	KQ Quý 1	KQ Q1 vs. dự báo VCSC	Nhận định
Doanh thu	21.000 - 22.500	21.866	2.716	12%	
Hàng tiêu dùng	16.000 - 17.000	16.433	2.276	14%	Kết quả Q1 thường thấp
Núi Pháo	5.000 - 5.500	5.434	440	8%	Chỉ bắt đầu ghi nhận từ tháng ba
- Giá vốn hàng bán	NA	-13.440	-1.632	12%	
Lợi nhuận gộp		8.426	1.084	13%	
- Chi phí bán hàng và marketing		-2.136	-618	29%	Chi phí tung ra các sản phẩm mới (Aktiva và Wake-Up), là nguồn doanh thu trong tương lai
- Chi phí điều hành và tổng quát		-1.192	-249	21%	Chi phí tung ra các sản phẩm mới (Aktiva và Wake-Up), là nguồn doanh thu trong tương lai
- Chi phí lãi vay		-1.495	-316	21%	Lãi vay của mỏ Núi Pháo không còn được vốn hóa
- (Lỗ) / lãi ngoài hoạt động		387	237	61%	
Lợi nhuận trước thuế		4.033	138	3%	
- Thuế TNDN		-1.159	-115	10%	
LN ròng trước khi trả lợi ích CĐTS	NA	2.874	23	1%	
- Lợi ích CĐTS		-1.057	-130	12%	
LN ròng chia cổ đông, theo báo cáo	NA	1.817	-107		
LNST fro-forma, trước khi trả lợi ích CĐTS	3.000 - 3.800	3.494	272	8%	

Nguồn: MSN, VCSC

Rủi ro đối với KQLN 2014

Lĩnh vực hàng tiêu dùng – Rủi ro chi phí vận chuyển tăng do quy định mới của Nhà nước. Các quy định mới đây về khối lượng vận chuyển vẫn chưa có tác động lên KQLN Quý 1/2014. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng từ các quy định này có thể được nhận thấy từ Quý 2/2014 trở đi. Trên thực tế, tất cả các doanh nghiệp đều sẽ bị ảnh hưởng.

Giữ nguyên định giá

	Phương pháp	Định giá	Cổ phần của MSN	Lợi ích của MSN
Masan Consumer	DCF	90.507	77,4%	70.053
Núi Pháo	DCF	21.275	76,2%	16.212
Techcombank	PBR	16.645	30,4%	5.067
Giá trị doanh nghiệp				91.331
(-) Nợ ròng				(9.717)
(+)Vốn CSH mới phát hành và Lợi nhuận từ thanh lý tài sản				179
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)				81.793
SL cổ phiếu lưu hành				734,9
Giá trị tài sản ròng/ CP				112.000
Số cổ phiếu sau khi pha loãng hoàn toàn				747,0
Giá trị tài sản ròng/ CP				110.000

Nguồn: Ước tính của VCSC

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
04/07/2014	MUA	91.500VND	110.000VND
25/02/2014	KHẢ QUAN	100.000VND	110.000VND
09/01/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	85.000VND	88.000VND
05/09/2013	MUA	82.000VND	98.000VND
26/12/2012	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	102.000VND	100.000VND
26/09/2012	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	98.000VND	106.000VND

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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức & Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

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

Tổ chức trong nước

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 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.