

Thực phẩm và Thức uống

Báo cáo cập nhật

Tháng 12, 2014

Mã giao dịch: MSN

Reuters: MSN.HM

Bloomberg: MSN VN

| | |
|-----------------------------|----------------|
| Khuyến nghị | Neutral |
| Giá kỳ vọng (VND) | 90.000 |
| Giá thị trường (04/12/2014) | 81.000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 11,1% |

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|----------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 78.500-108.000 |
| Vốn hóa | 59.600 tỷ VND |
| SL cổ phiếu lưu hành | 765.808.140 Cp |
| KLGD bình quân 10 ngày | 112.223 Cp |
| % sở hữu nước ngoài | 34,69% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | - |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | - |
| Beta | 0,96 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1M | 3M | 6M |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| MSN | -1,2% | -5,3% | -2,4% | -15,2% |
| VN-Index | 13,7% | -4,0% | -8,6% | 1,5% |

Chuyên viên phân tích

Lê Đăng Phương

(84 8) 3914 6888

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nhận định của BVSC

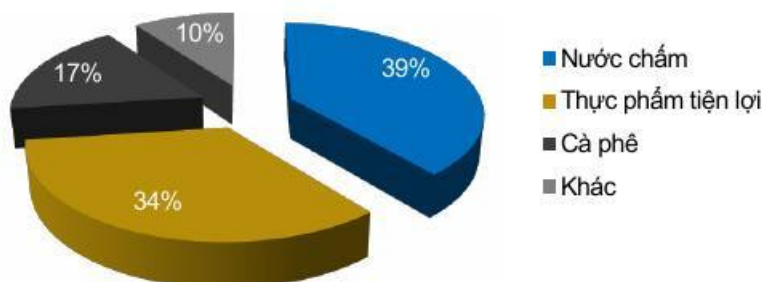
Hoạt động kinh doanh chính của Masan trong ngành hàng tiêu dùng (tập trung tại công ty con Masan Consumer) đã bắt đầu giảm tốc kể từ quý 3 năm 2014 mặc dù Công ty vẫn đang nỗ lực để đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng bằng cách đưa ra các sản phẩm mới ở cả mảng truyền thống và mảng thức uống. Tuy nhiên, Công ty có vẻ rất tự tin về hoạt động kinh doanh của mình khi công bố rằng Masan Consumer sẽ mua lại tối đa 18 triệu cổ phiếu quỹ ở mức giá 90.000 đồng và chào mua công khai 49% cổ phần của Cholimex Foods. Tổng chi phí ước tính cho 2 hoạt động trên lên đến 1.620 tỷ đồng và 357 tỷ đồng. Mỏ Núi Pháo đã vượt qua giai đoạn hoạt động thua lỗ ban đầu và bước vào giai đoạn hòa vốn. Trong năm 2015, nguồn tiền mặt và dòng tiền dồi dào từ Mỏ Núi Pháo sẽ cho phép Tập đoàn tăng cường các hoạt động M&A để phát triển lớn mạnh hơn trong ngành hàng tiêu dùng. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho MSN là 90.000 đồng dựa trên hoạt động kinh doanh hiện tại, không bao gồm hoạt động kinh doanh của các công ty mà Masan vừa mua hoặc sẽ mua. Các nhà đầu tư có thể xem xét tích lũy cổ phiếu MSN tại mức giá dưới 80.000 đồng cho thời gian nắm giữ là 1 năm.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3 2014

Tiêu thụ của Masan Consumer đã có dấu hiệu chậm lại trong quý 3 năm 2014 do tái cơ cấu danh mục và mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn nhưng biên lợi nhuận vẫn duy trì ở mức cao là 43,3%.

Công ty đang tập trung vào 3 phân khúc chính là: nước chấm, thực phẩm tiện lợi và thức uống, với tổng dung lượng thị trường lên đến 4,5 tỷ USD. Phân khúc nước chấm tiếp tục giữ vị thế chủ đạo khi đóng góp 39% vào tổng doanh thu của công ty trong 9 tháng đầu năm 2014. Thực phẩm tiện lợi xếp thứ 2 với mức đóng góp 34%, trong khi cà phê nội địa chiếm 16% và thức uống và các mảng khác đóng góp 10%.

Cơ cấu doanh thu 9 tháng 2014



Doanh thu trong quý này chỉ đạt 3.162 tỷ đồng, giảm nhẹ so với mức 3.235 tỷ đồng của quý 3 năm 2013 (-2%) mặc dù công ty đã bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các sản phẩm đồ uống mới. Mức sụt giảm doanh thu của công ty bắt nguồn từ việc tái cơ cấu danh mục sản phẩm nước chấm và sự cạnh tranh ngày càng khốc liệt trong thị trường nội địa. Nhân hiệu kết hợp "Chinsu-Nam Ngư" đã không còn được sử dụng và được thay thế bằng 2 nhãn hiệu riêng biệt, trong đó Chinsu đại diện cho các sản phẩm cao cấp và Nam Ngư cho thị trường bình dân. Do đó, chúng tôi ước tính rằng doanh thu từ mảng này đã sụt giảm mạnh khoảng 16% so với cùng kỳ nhưng vẫn tăng 6% trong quý 3 này so với thời điểm đầu năm. Mảng thực phẩm tiện lợi tăng trưởng khá tốt với 5 sản phẩm mới về mì ăn liền và thức ăn chế biến sẵn như cháo ăn liền (Sagami Red, Kokomi Happi và cháo Komi...).

Biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức cao 43,3%. Mảng nước chấm và thực phẩm tiện lợi vẫn có thể duy trì biên gộp cao ở mức 50% và khoảng 34% trong khi Vinacafe ghi nhận một mức biên gộp là 35,9% so với mức 29,5% trong quý 3 năm 2013 do từ cuối năm ngoái VCF đã không còn phải nhập nguyên liệu cà phê rang xay đã qua sơ chế để phục vụ sản xuất mà công ty đã có thể tự sản xuất nguyên liệu này.

Biên lợi nhuận thuần duy trì ở mức 22% như kỳ trước nhưng thấp hơn mức biên 25,8% của cùng kỳ năm trước do công ty phải đầu tư nhiều hơn nhằm xây dựng thương hiệu và nâng cấp hệ thống phân phối và chuỗi cung ứng.

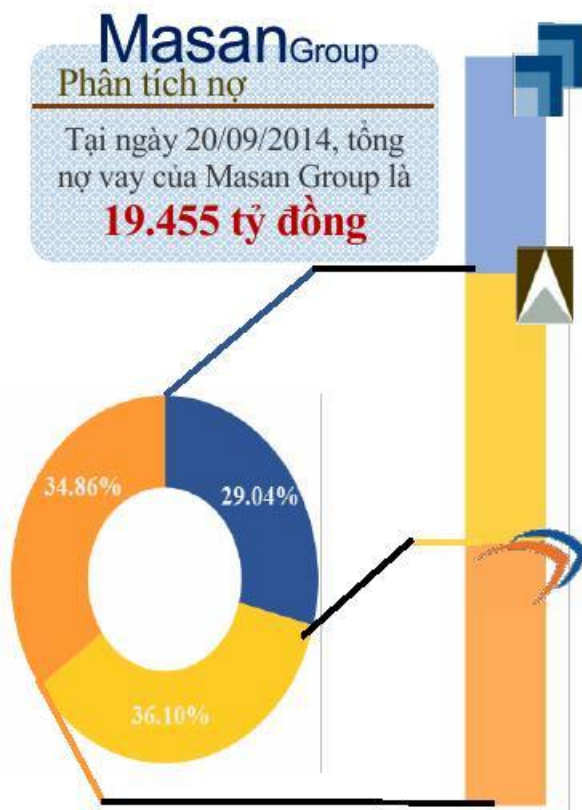
Masan Resources đã được chấp thuận gia tăng vòng đời khai thác mỏ thêm 3 năm, kéo dài đến năm 2034 và tăng trữ lượng khai thác từ 53 triệu tấn lên 66 triệu tấn. Ngoài ra, khoản vay 6.800 tỷ đồng cũng được tái tài trợ ở mức lãi suất thấp hơn khoảng 10,8%. Theo đó, chi phí khấu hao và lãi vay đã giảm đáng kể từ 500 tỷ đồng/quý xuống còn 370 tỷ đồng/quý. Masan Resources hầu như đã đạt mức doanh thu hòa vốn khoảng 900 – 1000 tỷ đồng trong quý 3 và trong vài quý tới có thể bắt đầu tạo ra lợi nhuận.

Tuy nhiên, điểm hạn chế là giá Tungsten đã giảm 18,7% kể từ đầu năm và giảm đến 9,4% trong 2 tháng gần đây. Hệ số EBITDA/Doanh thu có thể giảm từ Q4/2014 này.



Kết quả hoạt động kinh doanh hợp nhất ghi nhận mức lợi nhuận khiêm tốn cho cổ đông ở mức 28 tỷ đồng và 225 tỷ đồng sau khi hoàn nhập khấu hao lợi thế thương mại, cho thấy sự cải thiện đáng kể trong kết quả kinh doanh sau 2 quý lỗ liên tiếp.

Tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn lên đến 19.454 tỷ đồng vào cuối quý 3 năm 2014, tương ứng với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là 1,36x. Công ty không phải chịu áp lực hoàn trả khoản vay quá lớn trong ngắn hạn khi 82,8% khoản vay của công ty là vay dài hạn.



Công ty mẹ đã vay 5.462 tỷ đồng nợ dài hạn và 188 tỷ đồng nợ ngắn hạn, tương ứng với một tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là 0,32x, giảm đáng kể so với tỷ lệ 1x vào cuối năm 2013. Đó là do Tập đoàn đã tái cơ cấu và đơn giản hóa cơ cấu nợ của công ty mẹ.

Theo Tập đoàn, Masan Resources đã vay 6,800 tỷ đồng từ các ngân hàng để tài trợ cho dự án với tổng vốn đầu tư khoảng 17.000 tỷ đồng .

Masan Consumer có tình hình tài chính tốt với tổng nợ vay ngoài vào khoảng 6.234 tỷ đồng và lượng tiền mặt và phải thu dồi dào từ Masan Consumer Holdings (100% sở hữu bởi Masan Group), lên đến 14,653 tỷ đồng.

Dự báo Q4 2014

Quý 4 là quý cao điểm của Masan Consumer, thường đóng góp khoảng 35% - 40% trong doanh thu cả năm. Chúng tôi cho rằng Masan Consumer có thể đạt được mức tăng trưởng 10% yoy so với mức sụt giảm -2% trong quý trước. Sau khi tái cơ cấu danh mục sản phẩm nước chấm, phân khúc này được kỳ vọng sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn. Cạnh tranh trong thị trường mì gói đang ngày càng trở nên khốc liệt hơn với sự tham gia của một gương mặt mới – Công ty Cổ phần Kinh Đô với nhãn hiệu Đại Gia Đình, nhãn hiệu sẽ được phân phối qua 86.000 điểm phân phối tại 54 tỉnh thành. Ngoài ra, sản phẩm mới của Masan, Bia Sư Tử Trắng đã được giới thiệu thí điểm tại vùng Đồng bằng Sông Cửu Long và đang vận hành ở công suất tối đa là 50 triệu lít, mức công suất này vẫn quá khiêm tốn khi so với công suất 1,3 tỷ lít của công ty bia lớn nhất thị trường là Sabeco.

Về phần Masan Resources, chúng tôi dự báo công ty sẽ đạt được mức doanh thu là 1.340 tỷ đồng và lợi nhuận vào khoảng 149 tỷ đồng. Giá Tungsten mặc dù đã hạ vào quý 4/2014 nhưng

dao động quanh mức giá giúp dự án vẫn hoạt động hiệu quả. Do đó, tổng doanh thu công ty cả năm ước vào khoảng 3.300 tỷ đồng và có thể phải chịu một khoản lỗ 98 tỷ đồng.

Techcombank (MSN nắm giữ 30%) đã tăng cường trích lập dự phòng nhằm giải quyết nợ xấu và tổng dự phòng được trích lập trong 9 tháng lên đến 1.568 tỷ đồng. Tỷ lệ nợ xấu đã giảm từ mức 4,12% trong quý 2 năm 2014 xuống còn 2,96% trong quý này. Mặc dù phải trích lập một khoản dự phòng khá lớn, ngân hàng vẫn đạt được lợi nhuận trước thuế là 1.163 tỷ đồng, tương đương với 98,5% kế hoạch năm. Trong quý 4 năm 2014, chúng tôi cho rằng Techcombank vẫn sẽ trích lập một khoản dự phòng lớn giống như trong quý trước đó. Điều này có thể sẽ làm lợi nhuận trong quý cuối năm của ngân hàng tiếp tục thấp như trong quý 3.

Với những giả định trên, Tập đoàn Masan có thể xóa được khoản lỗ lũy kế đến thời điểm hiện tại là 305 tỷ đồng và tạo ra một khoản lợi nhuận nhỏ là 46 tỷ đồng cho cổ đông trong cả năm 2014.

| Tỷ đồng | Dự báo của BVSC | |
|--|-----------------|---------------|
| | Q4 2014 | 2014 |
| Doanh thu từ Masan Consumer | 4.881 | 13.803 |
| Doanh thu từ Masan Resources | 1.347 | 3.300 |
| Tổng doanh thu | 6.228 | 17.103 |
| Lợi nhuận thuần từ Masan Consumer | 1.083 | 2.980 |
| Lợi nhuận thuần từ Masan Resources | 28 | -92 |
| Lợi nhuận thuần từ công ty liên kết | -49 | -56 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | -253 | -699 |
| Lợi nhuận thuần cho cổ đông của MSN | 351 | 46 |
| Lợi nhuận thuần (giả định) | 521 | 914 |

THÔNG TIN SỞ HỮU

| | |
|-------------------|--------|
| Sở hữu nhà nước | 0% |
| Sở hữu nước ngoài | 34,69% |
| Sở hữu khác | 65,31% |

CƠ ĐỒNG LỚN

| | |
|-------------------------|---------|
| Masan Group Corp. | 34,08 % |
| Công ty Hoa Hường Dương | 13,58 % |
| BI Private Equity | 5,85 % |

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

| Đơn vị (tỷ VND) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| Doanh thu | 5.586 | 7.057 | 10.389 | 11.943 |
| Giá vốn | 3.195 | 3.998 | 6.179 | 6.943 |
| Lợi nhuận gộp | 2.392 | 3.059 | 4.210 | 4.999 |
| Doanh thu tài chính | 1.621 | 1.185 | 810 | 664 |
| Chi phí tài chính | 270 | 348 | 309 | 607 |
| Lợi nhuận sau thuế | 2.283 | 1.973 | 1.261 | 451 |

Bảng cân đối kế toán

| Đơn vị (tỷ VND) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & khoản tương đương tiền | 3.395 | 9.574 | 5.719 | 5.699 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 314 | 903 | 943 | 975 |
| Hàng tồn kho | 290 | 613 | 564 | 1.070 |
| Tài sản cố định hữu hình | 8.262 | 11.288 | 17.729 | 23.121 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 8.100 | 9.321 | 11.314 | 10.761 |
| Tổng tài sản | 21.130 | 33.573 | 38.699 | 46.502 |
| Nợ ngắn hạn | 1.125 | 2.032 | 1.793 | 6.636 |
| Nợ dài hạn | 5.001 | 7.410 | 12.647 | 12.067 |
| Vốn chủ sở hữu | 10.624 | 15.876 | 13.884 | 14.433 |
| Tổng nguồn vốn | 21.130 | 33.573 | 38.699 | 46.502 |

Chỉ số tài chính

| Chỉ tiêu | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 41,1% | 26,3% | 47,2% | 14,9% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 448,1% | -13,6% | -36,1% | -64,2% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 42,8% | 43,3% | 40,5% | 41,9% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 40,9% | 28,0% | 12,1% | 3,8% |
| ROA (%) | 16,2% | 7,2% | 3,5% | 1,1% |
| ROE (%) | 29,7% | 14,9% | 8,5% | 3,2% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%) | 0,43 | 0,36 | 0,49 | 0,50 |
| Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%) | 0,85 | 0,76 | 1,37 | 1,61 |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 4.431 | 3.829 | 1.834 | 614 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 20.618 | 30.810 | 20.201 | 19.639 |

THUYẾT MINH BÁO CÁO

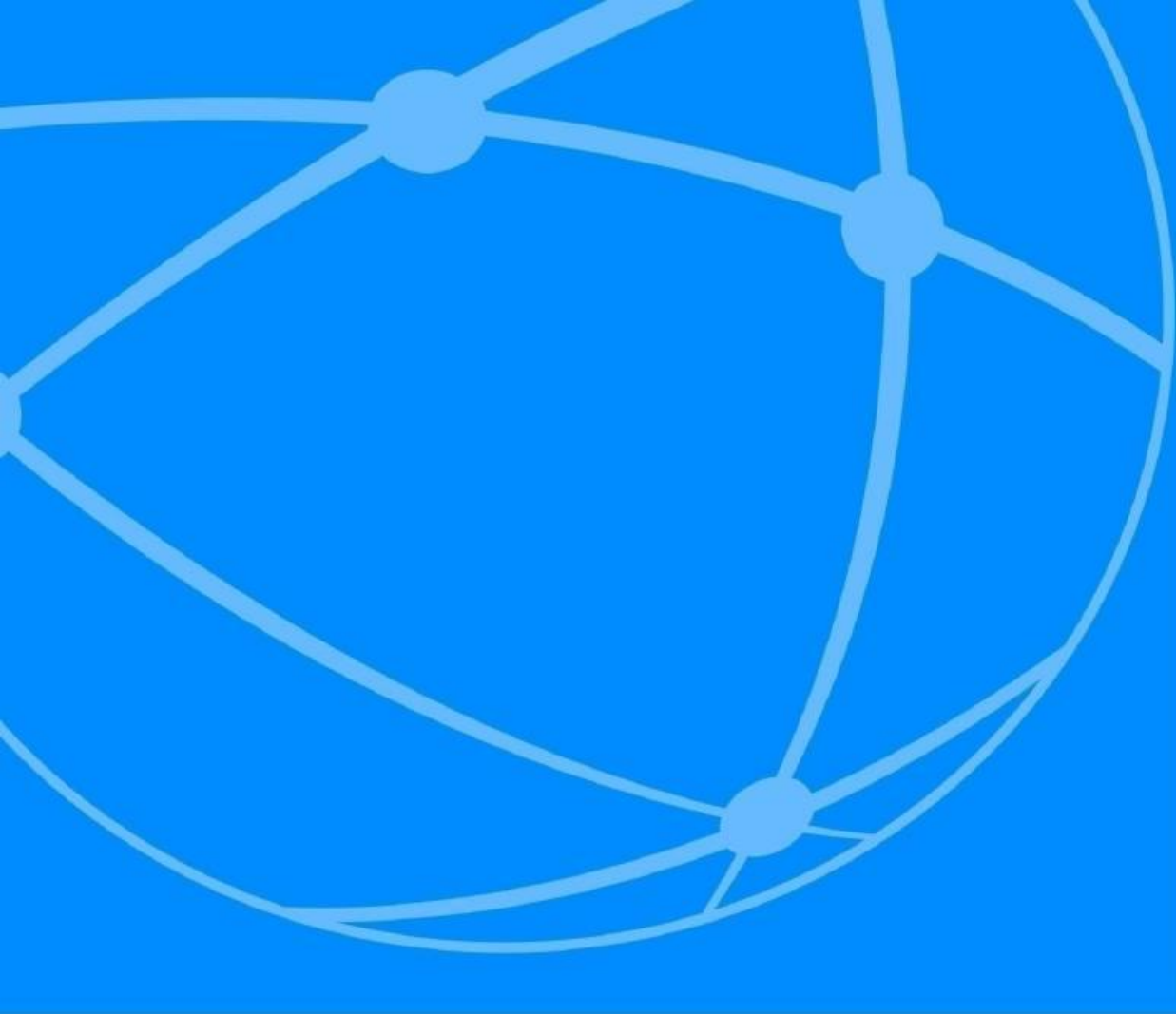
Giá kỳ vọng là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

| Khuyến nghị | Định nghĩa |
|--------------|--|
| OUTPERFORM | Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15% |
| NEUTRAL | Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15% |
| UNDERPERFORM | Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường |



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999