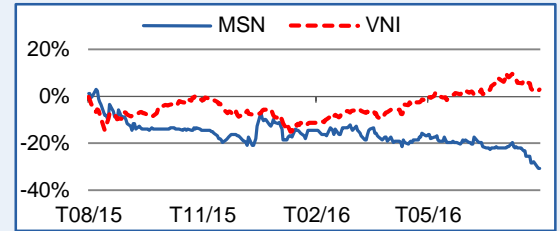


| | | | | | |
|---------------------|------------|-----------------|-------|--------|-------|
| Ngày báo cáo: | 10/08/2016 | | 2015 | 6T2016 | 2016F |
| Giá hiện tại: | 60.500 VND | Tăng trưởng DT | 90,4% | 40,4% | 13,1% |
| Giá mục tiêu: | 94.000 VND | Tăng trưởng EPS | 35,8% | 59,5% | 49,8% |
| Giá mục tiêu trước: | 92.000 VND | Biên LN gộp | 32,0% | 29,6% | 29,5% |
| | | Biên LN ròng | 4,8% | 5,5% | 7,3% |
| TL tăng: | +55,4% | EPS (VND) | 1.965 | 3.133 | 4.693 |
| Lợi suất cổ tức: | 0% | Cổ tức/CP (VND) | N/A | N/A | N/A |
| Tổng mức sinh lời: | +55,4% | P/E | 30,8x | 19,3x | 12,9x |



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.

| | | | | |
|---------------------------------|----------|----------------|--------|-------|
| Ngành: | Đa ngành | | MSN | VNI |
| Vốn hóa (triệu USD): | 2.051 | P/E (trượt) | 21,3x | 14,5x |
| Room NN (triệu USD): | 394 | P/B (hiện tại) | 2,9x | 1,8x |
| GTGD 30N (triệu USD): | 1.1 | Nợ ròng/VCSH | 159,1% | NA |
| Tỷ lệ sở hữu nhà nước: | 0% | ROE | 13,3% | 12,9% |
| SLCP lưu hành (triệu cp): | 756 | ROA | 3,1% | 2,2% |
| Pha loãng hoàn toàn (triệu cp): | 756 | | | |

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên cao cấp

Tăng trưởng tự thân tăng tốc trong Quý 2/2016

Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho Công ty Cổ phần Tập đoàn MaSan (MSN) khi trong Quý 2/2016, Masan Nutri-Science và Techcombank tiếp tục đạt tăng trưởng lợi nhuận cao, trong khi EBITDA tại Công ty Tài nguyên Masan tăng mạnh nhờ nhiều biện pháp cải thiện tính hiệu quả. Lĩnh vực thực phẩm và đồ uống phục hồi trong Quý 2/2016, nhưng chúng tôi vẫn giữ quan điểm lĩnh vực này sẽ tăng trưởng một chữ số. Chúng tôi điều chỉnh tăng 23% dự báo LN-ST-CĐTS 2016 và tăng 2% giá mục tiêu dành cho MSN chủ yếu vì Công ty Tài nguyên Masan đạt biên lợi nhuận cao hơn và tỷ lệ cổ phần của MSN tại Masan Nutri-Science cao hơn so với dự kiến sau đợt hoán đổi cổ phiếu để mua lại 30% cổ phần còn lại tại công ty con sản xuất thức ăn chăn nuôi Anco.

Các mảng thức ăn chăn nuôi, khai khoáng, và Techcombank đạt tăng trưởng ấn tượng, giúp LN-ST-CĐTS tăng 184% so với tăng trưởng doanh thu 84%. Tuy kết quả này có được một phần nhờ trong 6 tháng cùng kỳ năm ngoái, Masan Nutri-Science chỉ được hợp nhất hai tháng, kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm 2016 quan trọng hơn đã cho thấy sự tăng trưởng tự thân khá tốt ở các mảng kinh doanh kể trên.

Trên cơ sở báo cáo riêng lẻ, Masan Nutri-Science đạt tăng trưởng LN-ST 38,1% với biên lợi nhuận cải thiện nhờ mảng thức ăn chăn nuôi cho heo tăng trưởng tốt. Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu tăng 14% so với cùng kỳ năm ngoái (so với mức 9% vào Quý 1) nhờ sản lượng tăng 24%, trong đó sản lượng thức ăn chăn nuôi heo tăng 58%. Biên lợi nhuận được hỗ trợ nhờ việc xây dựng thương hiệu chủ yếu bằng cách quảng cáo trên truyền hình và tổ chức hội thảo, thu mua nguyên liệu đầu vào hiệu quả, và thức ăn chăn nuôi heo có biên lợi nhuận cao hơn so với các loại thức ăn chăn nuôi khác.

Masan Consumer phục hồi trong Quý 2/2016 giúp mảng thực phẩm và đồ uống đạt tăng trưởng 7,9% trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, EBITDA chỉ duy trì xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái vì MSN tăng cường tiếp thị đối với tất cả các dòng sản phẩm. Doanh thu từ gia vị tăng 16% trong Quý 2/2016 so với cùng kỳ năm ngoái do trong Quý 1/2016, Tết Âm lịch đến sớm hơn và kết quả Quý 2/2015 thấp, giúp nhóm sản phẩm này đạt tăng trưởng doanh thu 4% trong 6 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu đồ uống và các sản phẩm khác tăng 26% so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu nhờ doanh thu Vinacafe tăng 10% và việc hợp nhất nước khoáng Quảng Ninh. Nhóm sản phẩm chính còn lại của Masan Consumer là thực phẩm tiện lợi có doanh thu giảm 10% so với 6 tháng đầu năm 2015 do thị trường bão hòa và cạnh tranh gay gắt. Trong khi đó, doanh thu từ bia tăng mạnh 83% từ mức cơ sở thấp trong năm 2015 trong bối cảnh Masan Brewery tăng cường thâm nhập tại khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long và Đông Nam Bộ.

Masan Resources đạt tăng trưởng doanh thu 45% và tăng trưởng EBITDA 49% với biên lợi nhuận cao hơn so với dự báo. Tăng trưởng doanh thu đến từ sản lượng tăng 13,5% và việc đi vào sản xuất thương mại của liên doanh chế biến sâu. Trong bối cảnh giá hàng hóa thấp, việc biên EBITDA tăng lên 50,2% là tốt hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng biên EBITDA vẫn duy trì ở mức tốt là do (1) Hiệu quả hoạt động của mô cải thiện nhờ các biện pháp của ban lãnh đạo nhằm tăng tỷ lệ thu hồi cũng như chất lượng sản phẩm, giúp sản lượng và giá bán tăng; (2) Chi phí nhân công giảm vì Masan Resources tăng cường sử dụng lao động trong nước; (3) Phân loại lại một số chi phí theo hướng dẫn kế toán mới; và (4) Các biện pháp cắt giảm chi phí khác. Biên EBITDA 6 tháng đầu năm 2016 cao hơn nhiều so với dự báo cả năm là 26% của chúng tôi.

Techcombank: Thu nhập ngoài lãi giúp LNST tăng trưởng 58%. Thu nhập lãi tăng 17% so với cùng kỳ năm ngoái nhưng phí dịch vụ và hoa hồng (+40%) và thu nhập khác (+58%) đóng góp nhiều hơn vào sự tăng trưởng. Về việc quản lý bảng cân đối kế toán, nhờ lợi nhuận cao nên ngân hàng có thể xử lý nợ xấu tích cực hơn, trong đó nợ xóa/tổng tín dụng tăng lên mức 2,3% trong 6 tháng đầu năm 2016 từ 0,9% cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về chất lượng tài sản của Techcombank, vì lãi phải thu và các khoản phải thu trong “tài sản khác” dù đã giảm từ mức 14,1% hồi 6 tháng đầu năm 2015 về mức 8.9% trong 6 tháng đầu năm 2016, nhưng vẫn cao so với hầu hết các ngân hàng niêm yết khác. Ngoài ra, nợ Nhóm 2 tăng cả về tỷ trọng lẫn số tuyệt đối, trong khi nợ Nhóm 4 và 5 tăng số tuyệt đối mặc dù nợ xóa tăng. Với dự phòng tăng gần 20%, ban lãnh đạo cho rằng trong 6 tháng đầu năm 2017, TCB sẽ hoàn tất dự phòng cho nợ bán cho VAMC và các bên thứ ba.

KQLN 6 tháng đầu năm 2016 khả quan nhờ tăng trưởng tự thân

Trong 6 tháng đầu năm 2016, MSN đạt doanh thu 19.100 tỷ đồng, tăng 84% so với cùng kỳ năm ngoái, và LNST-CĐTS 1.030 tỷ đồng, tăng 184%. Mặc dù kết quả này một phần là nhờ việc hợp nhất hoàn toàn Masan Nutri-Science (mua cuối tháng 04/2015), KQLN 6 tháng đầu năm 2016 khả quan hơn đến từ tăng trưởng tự thân ở mảng thức ăn chăn nuôi, khai khoáng, và ngân hàng. Tuy thực phẩm và đồ uống không đạt tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động trong 6 tháng đầu năm 2016, chúng tôi nhận thấy trong Quý 2 có sự cải thiện, với tăng trưởng doanh thu tăng tốc so với quý 1.

Hình 1: Tổng kết KQLN 6 tháng đầu năm của MSN

| 6T đầu 2016 (tỷ VND) | F&B | Đạm động vật | Khác | Tổng cộng |
|----------------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| Doanh thu | 6.345 | 11.051 | 1.745 | 19.141 |
| Đóng góp LNST trước lợi ích CĐTS | 904 | 1.031 | 374 | 2.309 |
| Chi phí không phân bổ | | | | -829 |
| LNST trước lợi ích CĐTS | | | | 1.480 |
| LNST sau lợi ích CĐTS | | | | 1.034 |
| H1 2015 (VND billion) | F&B | Đạm động vật | Khác | Tổng cộng |
| Doanh thu | 5.881 | 3.332* | 1.201 | 10.414 |
| Đóng góp LNST trước lợi ích CĐTS | 852 | 160 | -22 | 990 |
| Chi phí không phân bổ | | | | -317 |
| LNST trước lợi ích CĐTS | | | | 673 |
| LNST sau lợi ích CĐTS | | | | 364 |

Nguồn: MSN và VCSC (*Chỉ hợp nhất trong hai tháng trong 6 tháng đầu năm 2015. Nếu tính cả tổng doanh thu 9.700 tỷ đồng của Proconco và Anco trong 6 tháng đầu năm 2015, doanh thu của MSN sẽ tăng khoảng 14% trong 6 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái)

Masan Nutri-science: LNST đạt tăng trưởng 38,1% với biên lợi nhuận cải thiện nhờ thức ăn chăn nuôi cho heo

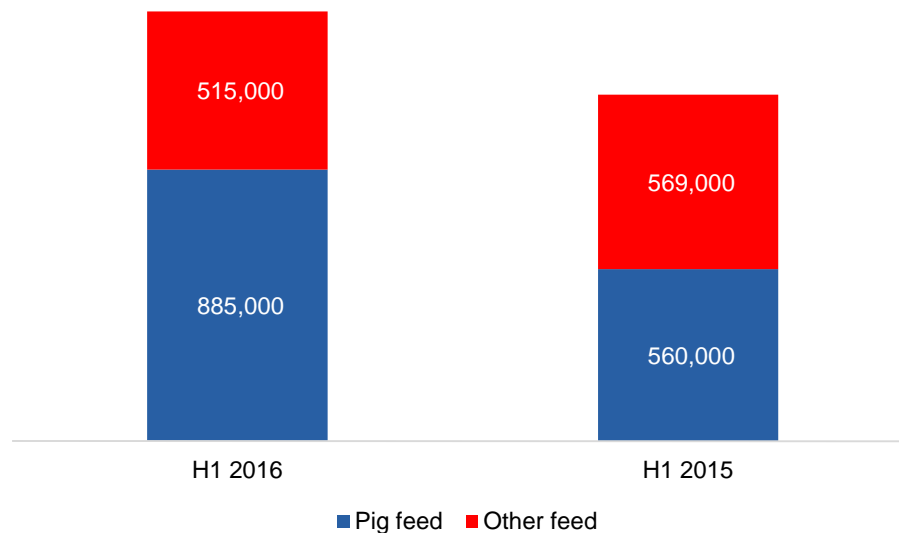
Hình 2: Tổng kết KQLN mảng thức ăn chăn nuôi 6 tháng đầu năm 2015 và 2016

| Mảng thức ăn chăn nuôi (tỷ VND) | H1 2016 | H1 2015* | YoY % |
|---------------------------------|---------|----------|---------|
| Doanh thu thuần | 11.051 | 9.706 | 13,9% |
| Biên lợi nhuận gộp | 22,3% | 17,9% | 4,4 ppt |
| EBITDA | 1.615 | 1.117 | 44,6% |
| LNST trước lợi ích CĐTS | 1.037 | 751 | 38,1% |

Nguồn: MSN (*Lưu ý rằng trong 6 tháng đầu năm 2015, Masan Nutri-Science chỉ được hợp nhất 2 tháng. Chúng tôi trình bày số liệu 6 tháng để tiện cho việc so sánh).

Trên cơ sở riêng lẻ, doanh thu của Masan Nutri-Science tăng 14% trong 6 tháng đầu năm 2016 so với cùng kỳ năm ngoái nhờ sản lượng tăng trưởng 24%, trong khi giá bán trung bình giảm theo xu hướng chung của thị trường. Tốc độ tăng trưởng ấn tượng về sản lượng này là nhờ Masan Nutri-Science đầu tư vào xây dựng thương hiệu, đặc biệt là các sản phẩm Bio-zeem, chủ yếu thông qua quảng cáo trên truyền hình và tổ chức hội thảo. Chúng tôi hiểu rằng doanh thu từ các hộ nông dân quy mô nhỏ đang ngày càng chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu, và điều này là hợp lý vì các công cụ tiếp thị kể trên có tác động mạnh hơn đối với các đối tượng này hơn là với các đối tượng trang trại công nghiệp quy mô lớn. Tăng trưởng sản lượng nhóm thức ăn chăn nuôi cho heo đặc biệt cao, đạt 58,2% so với cùng kỳ năm 2015, đóng góp 63,2% tổng sản lượng bán ra 6 tháng đầu năm 2016 so với 49,6% cùng kỳ năm ngoái. Ngoài việc đầu tư vào thương hiệu và chi phí đầu vào giảm hỗ trợ biên lợi nhuận, doanh thu từ thức ăn chăn nuôi cho heo tăng cũng giúp cải thiện biên lợi nhuận vì biên lợi nhuận gộp mặt hàng này thường cao hơn 2-3 điểm % so với các loại thức ăn chăn nuôi khác. Biên LNST của Masan Nutri-Science tăng 1,65 điểm phần trăm trong 6 tháng đầu 2016.

Hình 3: Cơ cấu sản lượng bán ra của Masan Nutri-Science (tấn) trong 6 tháng đầu năm 2015 và 2016



Nguồn: MSN và VCSC

Masan Consumer phục hồi trong Quý 2, giúp mảng thực phẩm và đồ uống tăng trưởng doanh thu 7,9% trong 6 tháng đầu năm

Hình 4: Tổng kết KQLN mảng thực phẩm và đồ uống 6 tháng đầu năm 2015 và 2016

| Doanh thu (tỷ VND) | 6T đầu 2016 | 6T đầu 2015 | Tăng trưởng |
|--------------------|--------------|--------------|-------------|
| Gia vị | 2.356 | 2.257 | 4,4% |
| Thực phẩm tiện lợi | 1.823 | 2.037 | -10,5% |
| Đồ uống & Khác | 1.623 | 1.291 | 25,7% |
| Bia | 543 | 296 | 83,4% |
| Tổng cộng | 6.345 | 5.881 | 7,9% |

Nguồn: MSN

Doanh thu từ gia vị tăng 16% trong Quý 2/2016 so với cùng kỳ năm ngoái sau khi giảm 11% trong Quý 1/2016, chủ yếu do trong Quý 1/2016, Tết Âm lịch đến sớm hơn và Quý 2/2015 đạt kết quả thấp. MSN cho biết công ty dự kiến sẽ hợp tác với Singha tung ra thương hiệu gia vị đầu tiên tại Thái Lan trong Quý 3/2016. Theo ban lãnh đạo, trong giai đoạn thử nghiệm thị trường hơn hai tháng qua, khách hàng đã có đánh giá tích cực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản phẩm này sẽ không đóng góp đáng kể trong năm 2016 vì công ty vẫn trong giai đoạn bước đầu thâm nhập thị trường và biên lợi nhuận do đó nhiều khả năng sẽ thấp.

Doanh thu thực phẩm tiện lợi giảm do Masan Consumer gặp hai thách thức cùng lúc trên thị trường mì ăn liền: Cụ thể là thị trường đã bão hòa cùng với sự cạnh tranh gay gắt. Chúng tôi cho rằng để phục hồi tăng trưởng lĩnh vực này, Masan Consumer cần tung ra thành công các sản phẩm mới. Tuy nhiên, điều này không dễ thực hiện trong bối cảnh các sản phẩm trên thị trường hiện đã rất phong phú, đa dạng. Giải pháp chiến lược của Masan hiện tại là nâng cao chất lượng các sản phẩm, mở rộng vào các dòng sản phẩm ngách và đẩy mạnh phân phối vào các khu vực nông thôn.

Đồ uống và các nhóm hàng khác tăng trưởng tốt nhờ doanh thu Vinacafe Biên Hòa (HSX:VCF) tăng 10% và việc hợp nhất Nước khoáng Quảng Ninh, được Masan Consumer mua lại vào tháng 11/2015. Về VCF, doanh thu tăng trưởng nhờ nước tăng lực WakeUp247 và ở một tầm ảnh hưởng nhỏ hơn là việc tung ra sản phẩm cà phê viên nén Café d Nam, hiện đã có mặt tại 600 cửa hàng cà phê ở Việt Nam.

Doanh thu bia tăng mạnh từ mức cơ sở thấp khi Masan Brewery tăng cường thâm nhập ở khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long cũng như Đông Nam Bộ. Trong 6 tháng cuối năm, Masan Brewery dự kiến sẽ tung ra một sản phẩm mới ở phân khúc cao cấp dưới thương hiệu Sư Tử Trắng, vốn hiện tại chỉ có sản phẩm ở phân khúc bình dân.

Tuy doanh thu tăng trưởng nhưng EBITDA của mảng thực phẩm và đồ uống không tăng so với cùng kỳ năm ngoái vì Masan Consumer tăng cường chi phí tiếp thị đối với tất cả các dòng sản phẩm.

EBITDA của Masan Resources tăng mạnh 49% nhờ biên EBITDA đạt 50,2%, cao hơn so với dự báo

Hình 5: Tổng kết KQLN 6 tháng đầu 2015 và 2016 của Masan Resources

| Masan Resources (tỷ VND) | 6T đầu 2016 | 6T đầu 2015 | Tăng trưởng |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần | 1.745 | 1.201 | 45,3% |
| Biên EBITDA | 50,2% | 48,9% | 1,3 ppt |
| LNST-CĐT [*] | 70 | 104 | -32,7% |

Nguồn: MSN (*Số liệu riêng lẻ của Masan Resources)

Doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng tăng 13,5% và việc đi vào hoạt động thương mại của liên doanh chế biến sâu, bắt đầu trong Quý 4/2015. Trong bối cảnh giá hàng hóa thấp, việc biên EBITDA tăng lên mức 50,2% là khá bất ngờ. Chúng tôi cho rằng lý do bao gồm (1) Hiệu quả hoạt động của mỏ cải thiện nhờ các biện pháp của ban lãnh đạo nhằm tăng tỷ lệ thu hồi cũng như chất lượng sản phẩm, giúp sản lượng và giá bán tăng; (2) Chi phí nhân công giảm khi Masan Resources tăng cường sử dụng lao động trong nước. Số chuyên gia nước ngoài làm việc tại Masan Resources hiện chỉ còn 89 thay vì 150 khi mỏ bắt đầu hoạt động. Ngoài ra, tổng số nhân viên (cả trong nước và nước ngoài) hiện làm việc tại mỏ cũng đã giảm xuống còn 1.700 từ 2.000 lúc ban đầu; (3) Các biện pháp cắt giảm chi phí khác như ký hợp đồng dài hạn với các nhà thầu mỏ để được giá tốt hơn hoặc sử dụng hóa chất tổng hợp có giá thấp hơn trong quá trình lọc fluor spar mà không ảnh hưởng đến chất lượng và quy trình; (4) Phân loại lại một số chi phí theo hướng dẫn kế toán mới. Biên EBITDA 6 tháng đầu 2016 cao hơn nhiều so với dự báo cả năm của chúng tôi cho Masan Resources là 26%.

Techcombank: Thu nhập ngoài lãi tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm

KQLN 6 tháng đầu năm 2016 khả quan, trong đó các dòng thu nhập chính đều tăng mạnh: thu nhập lãi, thu nhập từ phí dịch vụ, và thu nhập khác tăng lần lượt 17,3%, 40%, và 58% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 50%, 49%, và 90% dự báo cả năm của chúng tôi. Yếu tố chính kích thích tăng trưởng lợi nhuận là thu nhập ngoài lãi, mặc dù đa số là đến trong quý 1. Techcombank hiện đang thực hiện tốt chiến lược của mình là tăng dần tỷ trọng thu nhập ngoài lãi trong cơ cấu thu nhập, khi con số này tăng từ 19% trong 6 tháng đầu năm 2015 lên 29% trong 6 tháng đầu năm 2016 và là một trong số mức tăng mạnh nhất trong các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi. 53,8% thu nhập ngoài lãi đến từ các nguồn thường xuyên và ổn định như bảo hiểm qua ngân hàng (bancassurance), các sản phẩm bán lẻ và các sản phẩm khác. Mức tăng trưởng LN trong 6 tháng đầu năm 2016 là đáng khích lệ mặc dù chi phí dự phòng tăng 18,6%.

Tăng trưởng tín dụng mạnh 14,2% và tăng trưởng tiền gửi 5,4% trong 6 tháng đầu năm 2016 thúc đẩy thu nhập lãi tăng trưởng. NIM không đổi so với Quý 1/2016 tại mức 4,4%. Do tăng trưởng tín dụng mạnh, tỷ lệ tín dụng/huy động tăng lên gần mức trần 80%, nên nhu cầu huy động và chi phí huy động dự báo sẽ tăng.

Về mặt quản lý bảng cân đối kế toán, Techcombank đã tích cực xóa nợ trong 6 tháng đầu năm 2016, trong đó tỷ lệ nợ xóa/tổng tín dụng tăng mạnh lên 2,3% từ mức 0,9% cùng kỳ năm ngoái. Ngân hàng không bán thêm nợ cho VAMC và lợi nhuận cao cho phép ngân hàng tích cực xử lý nợ xấu. Do xóa thêm nợ, chi phí dự phòng tăng so với cùng kỳ năm ngoái. Chi phí dự phòng 6 tháng cuối năm có cao hơn so với 6 tháng đầu năm hay không tùy thuộc vào số lượng nợ ngân hàng quyết định xóa trong năm nay, nhưng chúng tôi cho rằng dự phòng cho nợ bán cho VAMC sẽ cao hơn so với 6 tháng đầu năm 2016. Lãi phải thu và các khoản phải thu trong “tài sản khác” của Techcombank giảm về mức 8,9% tổng dư nợ so với 14,1% trong 6 tháng đầu năm 2015, tuy nhiên vẫn cao so với phần lớn các ngân hàng niêm yết. Nhìn chung, chúng tôi vẫn lo ngại về chất lượng tài sản của ngân hàng, vì nợ Nhóm 2 vẫn tăng cả về tỷ trọng lẫn số tuyệt đối, trong khi nợ Nhóm 4 và 5 tăng về tuyệt đối mặc dù ngân hàng đã xóa nợ mạnh hơn. Các biến động này phản ánh vấn đề nợ xấu hình thành trong quá khứ và dự kiến sẽ có chi phí phát sinh kèm theo các khoản nợ này. Tuy nhiên, dự phòng tăng gần 20%, trong bối cảnh nợ bán cho bên thứ ba giảm sau khi TCB thực hiện dự phòng và xóa nợ mạnh. Ngoài ra, theo ban lãnh đạo, TCB không còn bán nợ xấu cho VAMC và thay vào đó, tập trung giải quyết hoàn toàn nợ xấu. Ban lãnh đạo cũng cho biết TCB đang trên đường hoàn tất việc dự phòng cho VAMC và nợ bán cho bên thứ ba trong 6 tháng đầu năm 2017.

Triển vọng 2016: Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST-CĐTS vì biên lợi nhuận của Masan Resources cao hơn so với dự kiến

Dự báo LNST-CĐTS 2016 được điều chỉnh tăng 23% so với báo cáo lần trước, chủ yếu là do chúng tôi tăng dự báo biên EBITDA cả năm cho Masan Resources.

| tỷ đồng | 2015A | 2016F (trước đây) | 2016F (hiện nay) | Bình luận của VCSC |
|--|--------|-------------------------|---------------------|--|
| Doanh thu | 30.628 | 43.000 | 43.000 | |
| F&B | 13.917 | 15.080 | 15.080 | |
| Đạm động vật | 14.054 | 23.966 | 23.966 | |
| Khai khoáng | 2.658 | 3.954 | 3.954 | |
| Lợi nhuận gộp | 9.809 | 11.786 | 12.712 | |
| F&B | 6.095 | 6.454 | 6.454 | |
| Đạm động vật | 2.917 | 4.721 | 5.273 | Biên lợi nhuận gộp cao hơn so với dự báo |
| Khai khoáng | 797 | 610 | 985 | Biên lợi nhuận gộp cao hơn so với dự báo |
| Chi phí bán hàng | -4.044 | -4.739 | -5.073 | Chi phí bán hàng của Masan Nutri-Science cao hơn so với dự báo |
| Chi phí quản lý DN | -1.665 | -1.977 | -1.692 | Chi phí quản lý của Masan Resources thấp hơn so với dự báo |
| LN từ hoạt động | 4.100 | 5.070 | 5.947 | Biên lợi nhuận của Masan Resources cao hơn so với dự báo |
| Chi phí lãi vay | -2.407 | -2.669 | -2.669 | |
| Lỗ/lãi ngoài HĐKD | 1.534 | 1.384 | 1.342 | |
| LN trước thuế | 3.227 | 3.785 | 4.620 | |
| LNST | 2.527 | 2.937 | 3.741 | |
| LNST trừ lợi ích CĐTS | 1.478 | 1.914 | 2.363 | |
| EBITDA | 5.709 | 7.428 | 8.305 | |
| Biên LN gộp % | 32,0% | 27,4% | 29,6% | |
| F&B | 43,8% | 42,8% | 42,8% | |
| Đạm động vật | 20,8% | 19,7% | 22,0% | |
| Khai khoáng | 30,0% | 15,4% | 24,9% | |
| Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu % | 13,2% | 11,0% | 11,8% | |
| Chi phí quản lý DN/Doanh thu % | 5,4% | 4,6% | 3,9% | |
| Biên LN từ hoạt động % | 13,4% | 11,8% | 13,8% | |
| Biên EBITDA % | 18,6% | 17,3% | 19,3% | |
| Biên LNST % | 4,8% | 4,5% | 5,5% | |
| Thuế suất % | 21,7% | 22,4% | 19,0% | |

Nguồn: VCSC

Định giá

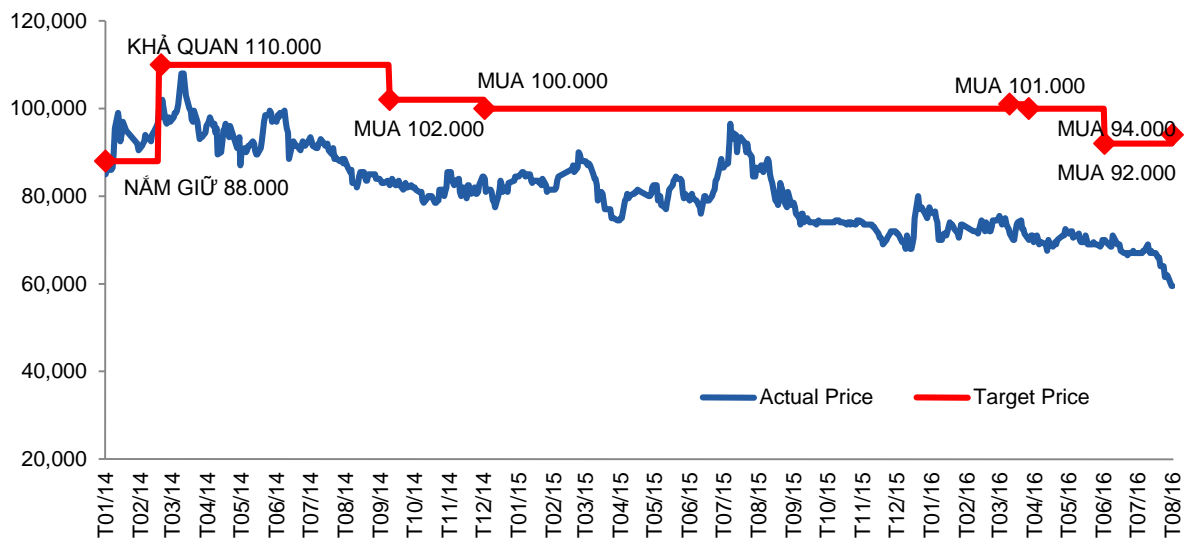
Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 2% lên 94.000VND/cổ phiếu vì (1) Định giá Masan Resources được điều chỉnh tăng 8% do biên lợi nhuận cao hơn so với dự báo; (2) Cổ phần của MSN tại Masan Nutri-Science cao hơn so với ước tính; và (3) Nợ ròng ở công ty mẹ tăng. Về lý do thứ hai, chúng tôi trước đây đã định rằng cổ phần của MSN tại Masan Nutri-Science sẽ giảm xuống 86% từ 96% do hoán đổi cổ phiếu để mua lại 30% cổ phần còn lại tại Anco. Tuy nhiên, cổ phần của MSN thực tế chỉ giảm xuống 89,7%.

Hình 6: Tóm tắt mô hình định giá

| tỷ đồng | Phương pháp | Giá trị công ty | Cổ phần của MSN | Lợi ích của MSN | Định giá tương đương | |
|---------------------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------|----------------|
| Masan Consumer Holding | CKDT | 43.275 | 75,0% | 32.456 | 25,9 | FY16 PER |
| Masan Nutri-Science | P/E | 31.176 | 89,7% | 27.965 | 14,0 | FY16 PER |
| Masan Resources | CKDT | 7.356 | 72,7% | 5.348 | 10,5 | FY16 EV/EBITDA |
| Nợ ròng của cty mẹ | | | | -5.682 | | |
| Đầu tư vào Techcombank | P/E | 30.062 | 30,3% | 9.121 | 1,4 | FY16 PBR |
| Đầu tư vào Cholimex | GTSS | | 23,8% | 184 | 1,0 | MRQ PBR |
| Đầu tư vào Vissan | GTSS | | | 1.916 | 1,0 | MRQ PBR |
| Tổng NAV | | | | 71.307 | | |
| Số cổ phiếu đang lưu hành | | | | 756 | | |
| NAV/cổ phiếu | | | | 94.000 | | |

Nguồn: VCSC

Lịch sử Khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg và VCSC

Báo cáo tài chính

| KQLN (tỷ đồng) | 2015A | 2016F | 2017F | BẢNG CĐKT (tỷ đồng) | 2015A | 2016F | 2017F |
|--|---------------|---------------|---------------|-------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần | 30.628 | 43.000 | 48.641 | Tiền và tương đương | 8.324 | 5.578 | 9.648 |
| Giá vốn hàng bán | -20.820 | -30.288 | -34.301 | Đầu tư TC ngắn hạn | 294 | 15.730 | 19.730 |
| Lợi nhuận gộp | 9.809 | 12.712 | 14.340 | Các khoản phải thu | 878 | 1.414 | 1.199 |
| Chi phí bán hàng | -4.044 | -5.073 | -5.689 | Hàng tồn kho | 4.418 | 4.081 | 4.429 |
| Chi phí quản lí DN | -1.665 | -1.692 | -1.822 | TS ngắn hạn khác | 2.795 | 2.580 | 2.918 |
| LN thuần HĐKD | 4.100 | 5.947 | 6.829 | Tổng TS ngắn hạn | 16.709 | 29.383 | 37.925 |
| Doanh thu tài chính | 1.382 | 823 | 1.774 | TS dài hạn (gộp) | 36.051 | 39.002 | 40.109 |
| Chi phí tài chính | -2.715 | -2.819 | -2.811 | - Khấu hao lũy kế | -3.573 | -5.931 | -8.448 |
| Trong đó, chi phí lãi vay | -2.407 | -2.669 | -2.661 | TS dài hạn (ròng) | 32.478 | 33.070 | 31.660 |
| Lợi nhuận từ công ty LDLC | 499 | 675 | 775 | Đầu tư TC dài hạn | 17.656 | 11.899 | 12.670 |
| Lợi nhuận/(chi phí) khác | -40 | 0 | 0 | TS dài hạn khác | 5.006 | 4.748 | 4.490 |
| LNTT | 3.227 | 4.625 | 6.566 | Tổng TS dài hạn | 55.140 | 49.718 | 48.820 |
| Thuế TNDN | -699 | -879 | -1.134 | Tổng Tài sản | 71.850 | 79.101 | 86.745 |
| LNST trước CĐTS | 2.527 | 3.747 | 5.432 | Phải trả ngắn hạn | 2.419 | 1.684 | 3.062 |
| Lợi ích CĐ thiểu số | -1.049 | -1.378 | -1.884 | Nợ ngắn hạn | 8.367 | 5.399 | 9.099 |
| LN ròng trừ CĐTS, báo cáo | 1.478 | 2.369 | 3.548 | Nợ ngắn hạn khác | 4.220 | 4.300 | 4.864 |
| LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾ | 1.478 | 2.369 | 3.548 | Tổng nợ ngắn hạn | 15.005 | 11.383 | 17.026 |
| EBITDA | 5.709 | 8.305 | 9.346 | Vay nợ dài hạn | 27.253 | 22.938 | 19.169 |
| EPS cơ bản báo cáo, VND | 1.965 | 3.133 | 4.693 | Nợ dài hạn khác | 2.482 | 2.580 | 2.918 |
| EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND | 1.965 | 3.133 | 4.693 | Tổng nợ | 44.741 | 36.901 | 39.113 |
| EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND | 1.965 | 3.133 | 4.693 | | | | |

| TỶ LỆ | 2015A | 2016F | 2017F | | 2015A | 2016F | 2017F |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------------------------------------|---------------|----------------|---------------|
| Tăng trưởng | | | | Cổ phiếu ưu đãi | 0 | 0 | 0 |
| Tăng trưởng doanh thu | 90,4 | 40,4 | 13,1 | Vốn cổ phần | 7.467 | 7.561 | 7.561 |
| Tăng trưởng LN HĐKD | 52,6 | 45,1 | 14,8 | Thặng dư vốn CP | 9.631 | 9.631 | 9.631 |
| Tăng trưởng LNTT | 17,8 | 43,3 | 42,0 | Lợi nhuận giữ lại | 8.561 | 10.930 | 14.478 |
| Tăng trưởng EPS, điều chỉnh | 35,8 | 59,5 | 49,8 | Vốn khác | -9.045 | -9.045 | -9.045 |
| | | | | Lợi ích CĐTS | 10.494 | 23.122 | 25.007 |
| Khả năng sinh lời | | | | Vốn chủ sở hữu | 27.109 | 42.199 | 47.632 |
| Biên LN gộp % | 32,0 | 29,6 | 29,5 | Tổng cộng nguồn vốn | 71.850 | 79.101 | 86.745 |
| Biên LN từ HĐ % | 13,4 | 13,8 | 14,0 | | | | |
| Biên EBITDA | 18,6 | 19,3 | 19,2 | LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng) | 2015A | 2016F | 2017F |
| Biên LNST-CĐTS điều chỉnh | 4,8 | 5,5 | 7,3 | Tiền đầu năm | 5.166 | 8.324 | 5.578 |
| ROE % | 9,3 | 13,3 | 17,0 | Lợi nhuận sau thuế | 1.478 | 2.369 | 3.548 |
| ROA % | 4,0 | 5,0 | 6,6 | Khấu hao | 1.823 | 2.358 | 2.517 |
| | | | | Thay đổi vốn lưu động | 1.756 | -639 | 1.471 |
| | | | | Điều chỉnh khác | -45 | 1.733 | 2.481 |
| Chỉ số hiệu quả vận hành | | | | Tiền từ hoạt động KD | 5.012 | 5.822 | 10.017 |
| Số ngày tồn kho | 53 | 51 | 45 | | | | |
| Số ngày phải thu | 31 | 10 | 10 | Chi mua sắm TSCĐ, ròng | -4.302 | -2.950 | -1.107 |
| Số ngày phải trả | 26 | 25 | 25 | Đầu tư, ròng | -4.999 | -23.180 | -4.770 |
| TG luân chuyển tiền | 58 | 36 | 30 | Tiền từ HĐ đầu tư | -9.301 | -26.130 | -5.877 |
| | | | | | | | |
| Thanh khoản | | | | Cổ tức đã trả | 0 | 0 | 0 |
| CS thanh toán hiện hành | 1,1 | 2,6 | 2,2 | Tăng (giảm) vốn | 32 | 94 | 0 |
| CS thanh toán nhanh | 0,6 | 2,0 | 1,8 | Tăng (giảm) nợ dài hạn | 1.748 | -2.967 | 3.700 |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,6 | 1,9 | 1,7 | Tăng (giảm) nợ ngắn hạn | 6.184 | -4.315 | -3.769 |
| Nợ/Tài sản | 0,5 | 0,4 | 0,3 | Tiền từ các hoạt động TC khác | -516 | 24.750 | 0 |
| Nợ/tổng nguồn vốn | 0,6 | 0,4 | 0,4 | Tiền từ hoạt động TC | 7.447 | 17.561 | -69 |
| Nợ/Vốn CSH | 1,0 | 0,2 | 0,0 | | | | |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 1,7 | 2,2 | 2,6 | Tổng lưu chuyển tiền tệ | 3.158 | -2.747 | 4.070 |
| | | | | Tiền cuối năm | 8.324 | 5.578 | 9.648 |

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 | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20% |
| KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20% |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10% |
| KÉM KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20% |
| BÁN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | 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. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | 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.

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. Vì thế, 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/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
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

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

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Đầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 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.