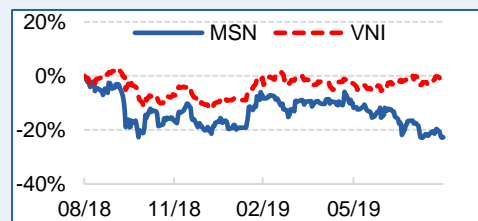


Ngành:	Đa ngành	2018	2019F	2020F	2021F	
Ngày báo cáo:	30/08/2019	Tăng trưởng DT	1,5%	4,3%	20,5%	21,5%
Giá hiện tại:	75.400VND	Tăng trưởng EPS	66,0%	7,8%	24,3%	33,7%
Giá mục tiêu:	95.900VND	Biên LN gộp	31,1%	28,5%	28,3%	29,2%
Giá mục tiêu trước đây:	100.000VND	Biên LN ròng	9,1%	10,2%	10,5%	11,6%
TL tăng:	+27,2%	EV/EBITDA	11,0x	10,8x	9,5x	7,9x
Lợi suất cổ tức:	0%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	20,1x	20,5x	12,6x	9,5x
Tổng mức sinh lời:	+27,2%	P/E	23,4x	21,7x	17,4x	13,0x



GT vốn hóa:	3,8 tỷ USD	MSN	VNI	
Room KN:	325,0tr USD	P/E (trượt)	22,2x	16,6x
GTGD/ngày (30n):	1,5tr USD	P/B (hiện tại)	3,0x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	0,5x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	1.168,9 tr	ROE	15,7%	14,6%
Pha loãng:	1.168,9 tr	ROA	5,8%	2,5%
PEG cốt lõi 3 năm	1,1	* Các chỉ số liên quan đến lợi nhuận dựa theo lợi nhuận cốt lõi		

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
Phó Giám đốc

Giá tungsten giảm ảnh hưởng đến lợi nhuận; đẩy mạnh phát triển mảng thịt là trọng điểm trong thời gian tới

- Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho CTCP Tập đoàn MaSan (MSN) từ KHẢ QUAN lên MUA dù điều chỉnh giảm giá mục tiêu 4% khi giá cổ phiếu này trong 3 tháng qua đã giảm 13%.
- Giá mục tiêu của chúng tôi được điều chỉnh giảm do giá tungsten thấp hơn kỳ vọng, phần nào được bù đắp bởi việc chúng tôi nâng định giá dành cho Masan MEATLife (MML) khi tình hình kinh doanh thịt mát MEATDeli diễn ra khả quan kể từ khi Masan tung ra sản phẩm này vào cuối năm 2018. Masan dự kiến sẽ đẩy mạnh phân phối thịt trong thời gian tới, trong đó có việc thâm nhập vào thị trường TP. HCM trong tháng 9/2019.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2019, 2020, 2021 lần lượt 12%, 14%, 8% chủ yếu do giá tungsten giảm mạnh, phần nào được bù đắp nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho MML.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2020 và 2021 nhờ MML đẩy mạnh mảng thịt mát, bên cạnh tăng trưởng 2 chữ số của mảng thực phẩm và đồ uống cũng như lợi nhuận được chia từ Techcombank (TCB).
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của VCSC: việc tung ra các sản phẩm thực phẩm và đồ uống mới chững lại; sản phẩm thịt mát không thành công như kỳ vọng của chúng tôi; giá kim loại tiếp tục giảm.

MML được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng của MSN trong tương lai. Với chất lượng sản phẩm tốt của thịt MEATDeli cùng khả năng xây dựng thương hiệu và hệ thống phân phối của Masan, chúng tôi cho rằng MML có thể sẽ trở thành một tên tuổi lớn trên thị trường thịt heo quy mô 10 tỷ USD (theo MSN) của Việt Nam. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ thịt của MML sẽ đạt khoảng 460 triệu USD vào năm 2021, chiếm khoảng 40% tổng doanh thu của MML (còn lại là thức ăn chăn nuôi). Trên cơ sở kết quả tích cực mà MEATDeli đạt được tại Hà Nội kể từ khi được tung ra vào cuối năm 2018 (thị phần thịt heo tại 46 siêu thị VinMart đạt trên 50%, theo MSN), MML dự kiến sẽ thâm nhập thị trường TP. HCM vào tháng 9/2019. Hoạt động của MML tại thị trường phía Nam sẽ được hỗ trợ bởi một nhà máy chế biến thịt mới đang được xây dựng tại tỉnh Long An, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào giữa năm 2020. Trong khi đó, bên cạnh VinMart, MML dự kiến sẽ hợp đồng với một số chuỗi siêu thị lớn khác tại Việt Nam từ nay đến cuối năm.

Chúng tôi dự báo mảng thực phẩm và đồ uống sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong 6 tháng cuối năm. Doanh thu mảng thực phẩm và đồ uống quý 2/2019 tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái (quý 1 tăng 6%), dẫn đầu là các sản phẩm đồ uống và thực phẩm tiện lợi. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng này sẽ tăng 13% trong 6 tháng cuối năm 2019 so với cùng kỳ năm ngoái một phần nhờ nhóm sản phẩm gia vị phục hồi sau một giai đoạn sụt giảm tạm thời trong tháng 3 và 4, khiến doanh thu nhóm sản phẩm này tính chung 6 tháng đầu năm 2019 chỉ tăng 3%. Chúng tôi cũng cho rằng đồ

uống và thực phẩm tiện lợi sẽ tăng trưởng tốt hơn nhờ các sản phẩm mới được tung ra như nước tăng lực Compact vị cherry và các SKU mới của mì ăn liền Kokomi.

Giá tungsten giảm kèm hãm tăng trưởng lợi nhuận; việc thanh lý tồn kho đồng có thể thúc đẩy doanh thu nhưng thời điểm thực hiện vẫn chưa rõ ràng. Giá tungsten hiện giảm còn 205USD/mtu trong khi trung bình 6 tháng đầu năm đạt khoảng 265USD/mtu và năm 2018 đạt 310USD/mtu. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng giá tungsten cho giai đoạn 2019-2021 từ 275USD xuống 220-235USD/mtu. Trong khi đó, hàng tồn kho của CTCP Tài nguyên Masan (MSR) tăng lên 122 triệu USD trong 6 tháng đầu năm 2019 từ 70 triệu USD cuối năm 2018 do tồn kho đồng tích lũy trong khi thị trường tungsten đang khó khăn. Ban lãnh đạo MSN vẫn duy trì mục tiêu sẽ thiết lập lại kênh bán hàng cho đồng từ nay đến cuối năm nhưng thời điểm hoàn tất cụ thể vẫn chưa rõ.

Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	38.188	39.827	47.977	58.289	Tiền và tương đương	4.586	6.438	7.773	14.463
Giá vốn hàng bán	-26.306	-28.477	-34.384	-41.291	Đầu tư TC ngắn hạn	376	376	376	376
Lợi nhuận gộp	11.881	11.350	13.593	16.999	Các khoản phải thu	1.523	1.432	1.724	2.095
Chi phí bán hàng	-4.314	-4.142	-5.246	-6.629	Hàng tồn kho	4.333	6.242	7.348	8.598
Chi phí quản lí DN	-2.015	-1.978	-2.190	-2.494	TS ngắn hạn khác	1.681	1.753	2.112	2.566
LN thuần HĐKD	5.552	5.229	6.156	7.876	Tổng TS ngắn hạn	12.500	16.241	19.334	28.098
Doanh thu tài chính	1.902	325	432	636	TS dài hạn (gộp)	42.161	46.303	51.251	53.862
Chi phí tài chính	-3.091	-2.180	-2.230	-2.195	- Khấu hao lũy kế	-10.786	-13.532	-16.555	-19.907
Trong đó, chi phí lãi vay	-2.888	-1.958	-2.008	-1.973	TS dài hạn (ròng)	31.375	32.770	34.696	33.955
Lợi nhuận từ công ty LDLC	1.914	2.021	2.268	2.534	Đầu tư TC dài hạn	15.348	17.324	19.593	22.127
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-33	0	0	0	TS dài hạn khác	5.356	4.933	4.510	4.087
LNTT	6.244	5.395	6.626	8.851	Tổng TS dài hạn	52.079	55.027	58.799	60.168
Thuế TNDN	-622	-693	-770	-932	Tổng Tài sản	64.579	71.268	78.132	88.266
LNST trước CĐTS	5.622	4.702	5.856	7.919	Phải trả ngắn hạn	2.669	2.757	3.220	3.860
Lợi ích CĐ thiếu số	-705	-645	-802	-1.161	Nợ ngắn hạn	9.244	6.244	6.244	6.244
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	4.916	4.057	5.054	6.757	Nợ ngắn hạn khác	3.883	4.050	4.879	5.927
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh (1)	3.478	4.057	5.054	6.757	Tổng nợ ngắn hạn	15.796	13.051	14.343	16.031
EBITDA	8.257	8.288	9.491	11.541	Nợ dài hạn	12.752	17.400	16.700	16.700
EPS báo cáo, VND	4.562	3.479	4.324	5.781	Nợ dài hạn khác	1.952	2.036	2.452	2.979
EPS điều chỉnh, VND	3.227	3.479	4.324	5.781	Tổng nợ	30.499	32.486	33.495	35.710
EPS pha loãng, VND	3.227	3.479	4.324	5.781	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	0	0	0	0	Vốn cổ phần	11.631	11.690	11.690	11.690
DPS/EPS (%)	0%	0%	0%	0%	Thặng dư vốn CP	11.084	11.084	11.084	11.084
(1) điều chỉnh theo khoản mục bất thường					Lợi nhuận giữ lại	16.193	20.192	25.246	32.003
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Vốn khác	-9.423	-9.423	-9.423	-9.423
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	4.593	5.238	6.040	7.201
Tăng trưởng doanh thu	1,5%	4,3%	20,5%	21,5%	Vốn chủ sở hữu	34.080	38.782	44.638	52.556
Tăng trưởng LN HĐKD	25,4%	-5,8%	17,7%	27,9%	Tổng cộng nguồn vốn	64.579	71.268	78.132	88.266
Tăng trưởng LNTT	50,9%	-13,6%	22,8%	33,6%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	1.163,1	1.168,9	1.168,9	1.168,9
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	66,0%	7,8%	24,3%	33,7%	CP quỹ cuối năm (triệu)	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp %	31,1%	28,5%	28,3%	29,2%	Tiền đầu năm	7.417	4.586	6.438	7.773
Biên LN từ HĐ %	14,5%	13,1%	12,8%	13,5%	Lợi nhuận sau thuế	4.916	4.057	5.054	6.757
Biên EBITDA	21,6%	20,8%	19,8%	19,8%	Khấu hao	2.705	3.059	3.335	3.665
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12,9%	10,2%	10,5%	11,6%	Thay đổi vốn lưu động	-265	-1.634	-466	-386
ROE %	22,2%	12,9%	14,0%	16,1%	Điều chỉnh khác	-2.965	-1.181	-939	-736
ROA %	8,8%	6,9%	7,8%	9,5%	Tiền từ hoạt động KD	4.391	4.301	6.984	9.301
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.628	-4.141	-4.949	-2.611
Số ngày tồn kho	60	68	72	70	Đầu tư, ròng	-1.238	44	0	0
Số ngày phải thu	13	14	12	12	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.867	-4.097	-4.949	-2.611
Số ngày phải trả	33	33	31	30	Cổ tức đã trả	-1.304	0	0	0
TG luân chuyển tiền	40	49	53	52	Tăng (giảm) vốn	10.928	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	78	-3.000	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,8	1,2	1,3	1,8	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-12.878	4.648	-700	0
CS thanh toán nhanh	0,4	0,6	0,7	1,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	-178	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,5	0,6	0,9	Tiền từ hoạt động TC	-3.356	1.648	-700	0
Nợ/Tài sản	34,1%	33,2%	29,4%	26,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.831	1.852	1.335	6.690
Nợ/Vốn sử dụng	39,2%	37,9%	33,9%	30,4%	Tiền cuối năm	4.586	6.438	7.773	14.463
Nợ/Vốn CSH	50,0%	43,4%	33,1%	15,4%					
Khả năng thanh toán lãi vay	1,9	2,7	3,1	4,0					

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
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 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
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

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
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

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

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

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

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
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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.