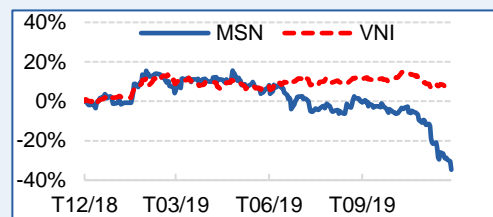


Ngành:	Đa ngành		<u>2018</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>	<u>2021F</u>
Ngày báo cáo:	30/12/2019	Tăng trưởng DT	1,5%	-3,5%	21,3%	21,2%
Giá hiện tại:	57.100VND	Tăng trưởng EPS*	66,0%	-14,8%	27,9%	26,5%
Giá mục tiêu:	71.700VND	Biên LN gộp	31,1%	28,5%	27,6%	28,1%
Giá mục tiêu trước đây:	95.900VND	Biên LN ròng*	9,1%	8,7%	9,2%	9,6%
TL tăng:	+25,6%	EV/EBITDA	8,8x	9,4x	8,4x	7,1x
Lợi suất cổ tức:	0%	Giá CP/Dòng tiền HD	15,2x	12,0x	13,9x	10,6x
Tổng mức sinh lời:	+25,6%	P/E*	17,7x	20,7x	16,2x	12,8x



GT vốn hóa:	2,9 tỷ USD		<u>MSN</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	283,7tr USD	P/E (trượt)	18,3x	15,8x
GTGD/ngày (30n):	3,3tr USD	P/B (hiện tại)	2,3x	2,3x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	0,5x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	1.168,9 tr	ROE*	14,2%	14,7%
Pha loãng:	1.168,9 tr	ROA *	5,3%	2,4%
PEG 3 năm:	0,7			

Tổng quan về Công ty
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

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

M&A giúp mở rộng mảng tiêu dùng nhưng làm triển vọng HĐKD khó đoán hơn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dành cho CTCP Tập đoàn Masan (MSN). Trong khi chúng tôi cho rằng tâm lý cẩn trọng của nhà đầu tư đối với thương vụ sáp nhập với VinCommerce (VCM) – được thể hiện qua việc giá cổ phiếu MSN giảm khá mạnh trong thời gian qua - là hợp lý, chúng tôi cho rằng định giá cổ phiếu MSN hiện đang ở mức hấp dẫn khi giá thị trường đang ở mức chiết khấu 32% so với giá trị tài sản ròng của công ty (NAV), theo ước tính của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 25% khi điều chỉnh giảm lợi nhuận dự báo 19-23% trong giai đoạn 2019-2021 khi doanh số và biên LN mảng Thực phẩm & Đồ uống (F&B) thấp hơn dự kiến; chúng tôi cũng giảm dự báo của mảng Khai khoáng khi giá kim loại giảm và tiến độ bán hàng chậm hơn dự kiến tại Masan Resource (MSR).
- Ngoài ra, chúng tôi bắt đầu áp dụng mức chiết khấu định giá 15% cho ước tính NAV của chúng tôi do thương vụ M&A đang thực hiện với VCM sẽ càng đa dạng hóa các mảng kinh doanh của MSN trong khi thương vụ mua lại mảng tungsten của H.C.Starck (đang được thực hiện) sẽ làm gia tăng sự tham gia của MSN vào ngành có tính chất hàng hóa (commodity) này.
- Chúng tôi lưu ý rằng trong báo cáo này, chúng tôi chưa đưa các thương vụ M&A nói trên vào dự phóng tài chính của chúng tôi do chưa có đủ thông tin liên quan đến cấu trúc giao dịch cũng như chi tiết về hoạt động kinh doanh của các công ty mục tiêu.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: tăng trưởng F&B chững lại; triển khai mảng thịt mát không đạt kỳ vọng; triển khai mảng bán lẻ không thành công, giả sử thương vụ M&A với VCM sẽ diễn ra như đã công bố.

Thương vụ M&A với VCM có thể có tác động lớn lên hoạt động kinh doanh của MSN trong dài hạn. Ở mặt tích cực, việc sáp nhập VCM giúp MSN sở hữu hệ thống cửa hàng bán lẻ rộng khắp, thông qua đó phân phối các sản phẩm tiêu dùng của chính công ty. Việc sở hữu kênh bán lẻ này đang dần trở nên quan trọng khi chúng tôi cho rằng sự vươn lên mạnh mẽ của các chuỗi bán lẻ lớn tại Việt Nam sẽ khiến các công ty FMCG ngày càng phụ thuộc vào các chuỗi bán lẻ này trong việc tiếp cận người tiêu dùng. Ở chiều ngược lại, MSN sẽ đảm trách một mảng kinh doanh đầy thách thức là VinCommerce mà trong đó MSN chưa có nhiều kinh nghiệm triển khai; đồng thời VinCommerce cũng đã ghi nhận các khoản lỗ lớn trong quá khứ (dựa theo báo cáo kết quả kinh doanh theo bộ phận của Vingroup). Ở thời điểm hiện tại, trên thị trường siêu thị mini (minimart), chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn về chuỗi Bách Hóa Xanh của CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG) nhờ năng lực triển khai mạnh mẽ đã được kiểm chứng của MWG.

Trong các mảng kinh doanh hiện hữu, MML được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lớn nhất 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. Trên cơ sở kết quả tích cực mà MEATDeli đạt được tại Hà Nội kể từ khi được tung ra vào cuối năm 2018 (dựa trên thị phần thịt heo tại 46 siêu thị VinMart tại Hà Nội đạt trên 55%), MML đã tung sản phẩm MEATDeli tại TP. HCM vào tháng 9/2019.

MSN chuẩn bị gia nhập thị trường Chăm sóc nhà cửa và cá nhân (HPC) thông qua thu mua Bột giặt NET. Nếu MSN thu mua NET thành công, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu của NET sẽ cải thiện khi tận dụng hệ thống phân phối sẵn có và khả năng xây dựng thương hiệu của Masan. Chúng tôi dự phóng NET sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép doanh thu đạt 14% trong giai đoạn 2019-2022 (so với mức 10% trong giai đoạn 2016-2019), sẽ đóng góp khoảng 7% cho doanh thu của Masan Consumer (MSC) trong năm 2022.

Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	38.188	36.834	44.696	54.183	Tiền và tương đương	4.586	9.887	8.101	11.481
Giá vốn hàng bán	-26.306	-26.335	-32.361	-38.936	Đầu tư TC ngắn hạn	376	376	376	376
Lợi nhuận gộp	11.881	10.500	12.335	15.246	Các khoản phải thu	1.523	1.324	1.607	1.948
Chi phí bán hàng	-4.314	-4.230	-5.261	-6.538	Hàng tồn kho	4.333	5.715	7.777	9.866
Chi phí quản lí DN	-2.015	-1.912	-2.126	-2.398	TS ngắn hạn khác	1.681	1.622	1.968	2.386
LN thuần HĐKD	5.552	4.357	4.948	6.311	Tổng TS ngắn hạn	12.500	18.923	19.828	26.056
Doanh thu tài chính	1.902	1.094	666	559	TS dài hạn (gộp)	42.161	45.396	51.272	54.165
Chi phí tài chính	-3.091	-2.297	-2.386	-2.351	- Khấu hao lũy kế	-10.786	-13.532	-16.575	-19.966
Trong đó: chi phí lãi vay	-2.888	-1.997	-2.086	-2.051	TS dài hạn (ròng)	31.375	31.863	34.697	34.199
Lợi nhuận từ công ty LDLC	1.914	2.041	2.308	2.543	Đầu tư TC dài hạn	15.348	17.347	19.654	22.195
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-33	1.001	0	0	TS dài hạn khác	5.356	4.933	4.510	4.087
LNTT	6.244	6.196	5.535	7.062	Tổng TS dài hạn	52.079	54.143	58.860	60.481
Thuế TNDN	-622	-671	-687	-857	Tổng Tài sản	64.579	73.066	78.688	86.536
LNST trước CĐTS	5.622	5.525	4.849	6.205	Phải trả ngắn hạn	2.669	2.515	3.123	3.723
Lợi ích CĐ thiếu số	-705	-666	-737	-1.003	Nợ ngắn hạn	9.244	7.544	7.544	7.544
LN ròng sau CĐTS. báo cáo	4.916	4.859	4.112	5.203	Nợ ngắn hạn khác	3.883	4.052	4.917	5.960
LN ròng sau CĐTS. điều chỉnh ⁽¹⁾	3.478	3.208	4.112	5.203	Tổng nợ ngắn hạn	15.796	14.110	15.584	17.226
EBITDA	8.257	7.416	8.303	10.015	Nợ dài hạn	12.752	17.400	16.700	16.700
EPS báo cáo. VND	4.562	4.167	3.517	4.451	Nợ dài hạn khác	1.952	1.952	1.952	1.952
EPS điều chỉnh. VND	3.227	2.751	3.517	4.451	Tổng nợ	30.499	33.462	34.236	35.878
EPS pha loãng. VND	3.227	2.751	3.517	4.451	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS. VND	0	0	0	0	Vốn cổ phần	11.631	11.631	11.631	11.631
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	21.052	25.164	30.367
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Vốn khác	-9.423	-9.423	-9.423	-9.423
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	4.593	5.259	5.995	6.998
Tăng trưởng doanh thu	1,5%	-3,5%	21,3%	21,2%	Vốn chủ sở hữu	34.080	39.604	44.453	50.658
Tăng trưởng LN HĐKD	25,4%	-21,5%	13,6%	27,5%	Tổng cộng nguồn vốn	64.579	73.066	78.688	86.536
Tăng trưởng LNTT	50,9%	-0,8%	-10,7%	27,6%	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%	-14,8%	27,9%	26,5%	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%	27,6%	28,1%	Tiền đầu năm	7.417	4.586	9.887	8.101
Biên LN từ HĐ %	14,5%	11,8%	11,1%	11,6%	Lợi nhuận sau thuế	4.916	4.859	4.112	5.203
Biên EBITDA	21,6%	20,1%	18,6%	18,5%	Khấu hao	2.705	3.059	3.355	3.704
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12,9%	13,2%	9,2%	9,6%	Thay đổi vốn lưu động	-265	-1.108	-1.217	-1.206
ROE %	22,2%	15,2%	11,3%	12,7%	Điều chỉnh khác	-2.965	-1.265	-1.460	-1.430
ROA %	8,8%	8,0%	6,4%	7,5%	Tiền từ hoạt động KD	4.391	5.546	4.789	6.271
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-2.628	-4.439	-5.231	-2.893
Số ngày tồn kho	60	70	76	83	Đầu tư. ròng	-1.238	1.246	-644	1
Số ngày phải thu	13	14	12	12	Tiền từ HĐ đầu tư	-3.867	-3.193	-5.874	-2.892
Số ngày phải trả	33	34	30	30	Cổ tức đã trả	-1.304	0	0	0
TG luân chuyển tiền	40	50	58	64	Tăng (giảm) vốn	10.928	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	78	-1.700	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,8	1,3	1,3	1,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-12.878	4.648	-700	0
CS thanh toán nhanh	0,4	0,8	0,6	0,8	Tiền từ các hoạt động TC khác	-178	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,7	0,5	0,7	Tiền từ hoạt động TC	-3.356	2.948	-700	0
Nợ/Tài sản	34,1%	34,1%	30,8%	28,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.831	5.301	-1.785	3.379
Nợ/Vốn sử dụng	39,2%	38,6%	35,3%	32,4%	Tiền cuối năm	4.586	9.887	8.101	11.481
Nợ/Vốn CSH	50,0%	37,1%	35,5%	24,5%					
Khả năng thanh toán lãi vay	1,9	2,2	2,4	3,1					

Nguồn: dữ liệu công ty, 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
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

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

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- 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 Nguyễn, 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.