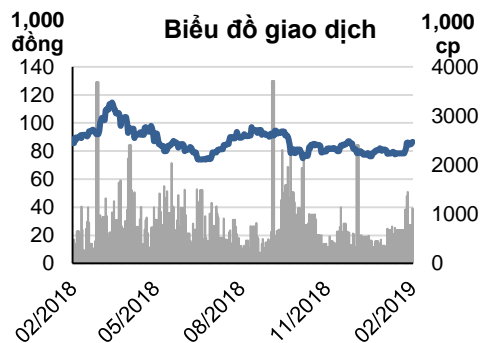


MSN (HOSE) Báo cáo thăm doanh nghiệp 4Q2018

Tập đoàn đa ngành

Giá thị trường (VND) **86,000**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	11%	6%	5%	1%
Tương đối	3%	-1%	0%	8%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 21/02/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	73.9k-114.6k
SL lưu hành (triệu cp)	1,163
Vốn hóa (tỷ đồng)	100,263
Vốn hóa (triệu USD)	4,322
% khối ngoại sở hữu	42%
SL cp tự do (triệu cp)	356
KLGD TB 3 tháng (cp)	588,236
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	964/106

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 21/02/2019

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	35.1%
Công ty TNHH Hoa Hương Dương	13.3%
Government of Singapore	10.2%
SK Investment Vina	9.5%
Cổ đông khác	31.9%

Nguồn: Stoxplus

Nguyễn Hoàng Hà

(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1463

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Dưới đây là những điểm nhấn trong buổi tham dự “Masan Community Day” của chúng tôi ngày 20/02/2019:

Kết quả năm 2018: Tăng trưởng lợi nhuận nhờ tăng trưởng mảng Hàng tiêu dùng, Tài nguyên, giảm chi phí bán hàng & quản lý DN, giảm chi phí lãi vay và khoản thu nhập một lần không cốt lõi từ TCB

Lợi nhuận ròng hợp nhất của MSN trong năm tài chính 2018 – không bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số - ghi nhận mức tăng 58.5% n/n lên 4,917 tỷ đồng nhờ 4 trụ cột:

(1) Gần 30% tăng trưởng đến từ lợi nhuận gộp của mảng Hàng tiêu dùng và Tài nguyên. Trong đó, mảng Hàng tiêu dùng đã ra mắt thành công các dòng sản phẩm cao cấp của ngành hàng thực phẩm gồm gia vị, mì ăn liền và đồ uống Wakeup247 mới – đạt mức doanh số tăng trưởng 30%-40%. Trong khi đó, mảng Tài nguyên có kết quả vượt trội nhờ sự tăng giá của kim loại công nghiệp năm 2018 như APT, florit và đồng cùng với hiệu ứng sáp nhập Công ty TNHH Masan Tungsten vào tập đoàn.

(2) Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu hợp nhất của MSN giảm từ 19.1% năm 2017 xuống 16.6% năm 2018, tiết kiệm ~ 1,000 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, sự thay đổi này là nhờ chuyển đổi sang “chiến lược tiếp thị kéo” (pull marketing), tối ưu hoá lực lượng bán hàng và cải thiện bộ máy hoạt động.

(3) Nợ ròng giảm đáng kể từ 26,700 tỷ đồng xuống còn 17,000 tỷ đồng trong năm 2018, giúp tiết kiệm ~ 600 tỷ đồng chi phí tài chính ròng cho tập đoàn.

(4) Khoản thu nhập một lần (không cốt lõi) 1,472 tỷ đồng trong 6T2018 chủ yếu đến từ việc “giải định” bán 1 phần tỷ lệ sở hữu của tập đoàn tại Techcombank (deemed disposal), dựa trên kết quả của đợt phát hành cổ phiếu của ngân hàng với giá cao hơn giá trị ghi sổ mà tập đoàn đang nắm giữ.

Do đó, kết thúc năm 2018, EPS điều chỉnh cốt lõi của MSN (không bao gồm khoản thu một lần từ việc định giá lại cổ phần tại TCB) đạt 2,990 đồng, tương ứng P/E cốt lõi 28.8 lần dựa trên giá thị trường hiện tại (20/02/2019).

Triển vọng 2019: Ban lãnh đạo đặt kế hoạch thu nhập cốt lõi đầy tham vọng

Ban lãnh đạo MSN đã đặt ra một kế hoạch năm 2019 đầy tham vọng cho LNST cốt lõi – không bao gồm lợi ích CĐ thiểu số - nằm trong khoảng từ 5,000 đến 5,500 tỷ đồng, tương ứng tăng 50% so với mức 3,478 tỷ đồng của năm 2018.

Các động lực tăng trưởng đến từ:

(1) Tăng tốc quá trình “cao cấp hoá” dòng gia vị, mì ăn liền, danh mục đồ uống với tốc độ nhanh tương tự như năm 2018.

(2) Sản phẩm thịt tươi mới “MEATDeli” đặt mục tiêu đạt 5%-10% doanh thu của Masan Nutri-Science.

(3) Masan Resources dự kiến đem về 700 tỷ đồng đến 1,000 tỷ đồng LNST cho cổ đông tập đoàn do sự biến động khó lường của giá kim loại toàn cầu.

(4) Dự kiến giảm được 1,000 tỷ đồng lãi vay trong năm 2019. Giảm nợ vay là một phần trong những nỗ lực của Công ty nhằm nâng mức tín nhiệm lên bằng hạn mức tín nhiệm của trái phiếu Chính phủ Việt Nam dài hạn BB- trong vòng 12 tháng tới.

(5) Mặc dù không chia sẻ chi tiết, ban lãnh đạo kỳ vọng thực hiện 1 hoặc 2 thương vụ M&A trong năm 2019 để thúc đẩy tăng trưởng ngoài hoạt động cốt lõi của MSN.

Dự phóng

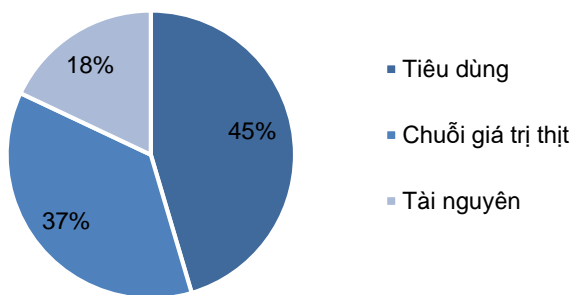
Tỷ VND	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu	43,297	37,621	38,188	44,814	51,569
Hàng tiêu dùng	14,826	13,526	17,345	20,180	23,304
Chuỗi giá trị thịt	24,422	18,690	13,977	17,246	20,667
Tài nguyên	4,049	5,405	6,865	7,388	7,597
Tăng trưởng DT năm (%)	41.4%	-13.1%	1.5%	17.4%	15.1%
Hàng tiêu dùng	6.5%	-8.8%	28.2%	16.3%	15.5%
Chuỗi giá trị thịt	73.8%	-23.5%	-25.2%	23.4%	19.8%
Tài nguyên	52.3%	33.5%	27.0%	7.6%	2.8%
Lợi nhuận gộp	12,930	11,632	11,881	13,867	15,839
Hàng tiêu dùng	5,897	6,493	7,572	8,810	10,173
Chuỗi giá trị thịt	5,280	3,991	2,097	2,731	3,274
Tài nguyên	1,103	1,691	2,161	2,326	2,391
Biên lợi nhuận gộp (%)	29.9%	30.9%	31.1%	30.9%	30.7%
Hàng tiêu dùng	39.8%	48.0%	43.7%	43.7%	43.7%
Chuỗi giá trị thịt	21.6%	21.4%	15.0%	14.9%	14.1%
Tài nguyên	27.2%	31.3%	31.5%	31.5%	31.5%
Lợi nhuận hoạt động	6,023	4,429	5,552	6,687	7,481
Tăng trưởng (%)	46.9%	-26.5%	25.4%	20.4%	11.9%
Biên LN (%)	13.9%	11.8%	14.5%	14.9%	14.5%
Chi phí lãi vay ròng	2,401	3,090	2,575	1,998	1,921
Thu nhập từ công ty liên kết	980	2,044	1,914	2,019	2,491
Thu nhập một lần từ cổ phần TCB (*)	-	890	1,439	-	-
Lãi/lỗ khác	-155	-134	-87	-125	-115
Lợi ích cổ đông thiểu số	981	505	705	743	896
LNST (loại trừ cổ đông thiểu số)	2,791	3,103	4,917	5,183	6,249
Tăng trưởng (%)	88.8%	-20.7%	57.1%	49.0%	20.6%
Biên LN (%)	6.4%	8.2%	12.9%	11.6%	12.1%
LNST cốt lõi (loại trừ cổ đông thiểu số)	2,791	2,213	3,478	5,183	6,249
Tăng trưởng (%)	88.8%	-20.7%	57.1%	49.0%	20.6%
Biên LN (%)	5.5%	5.1%	7.8%	11.6%	12.1%

Nguồn: MSN, KIS ước tính

(*) Bao gồm chủ yếu lợi nhuận một lần (không phải kinh doanh chính) là 1.472 tỷ đồng trong quý 2/2018 được xem như là "giả định" bán một phần tỉ lệ sở hữu trong công ty liên kết - Techcombank (deemed disposal) nhờ vào kết quả phát hành cổ phiếu quỹ với giá cao hơn giá trị sổ sách.

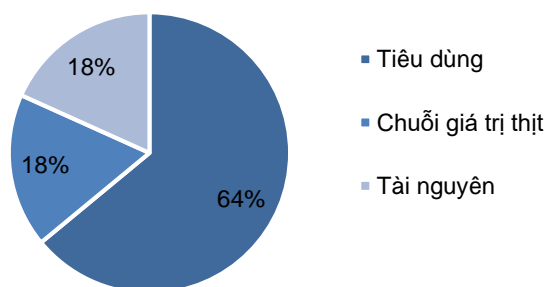
Lợi nhuận thuần trước thuế năm 2017 bao gồm khoản thu một lần 933 tỷ đồng trong quý 4/2017 từ việc bán trái phiếu chuyển đổi của Techcombank.

Hình 01. Cơ cấu doanh thu thuần 2018



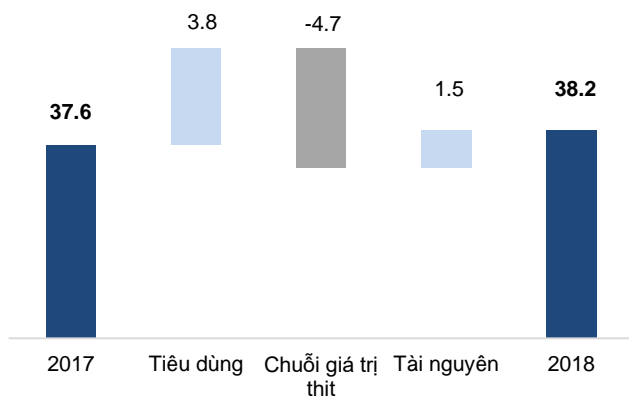
Nguồn: MSN, KIS

Hình 02. Cơ cấu lợi nhuận gộp 2018



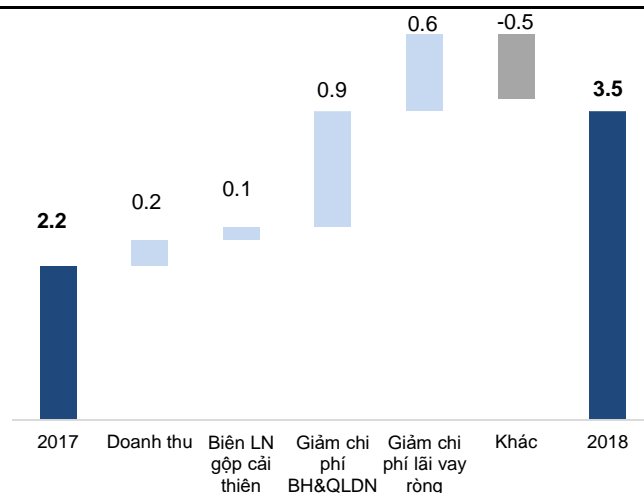
Nguồn: MSN, KIS

Hình 03. Động lực tăng trưởng doanh số 2018 (Nghìn tỷ)



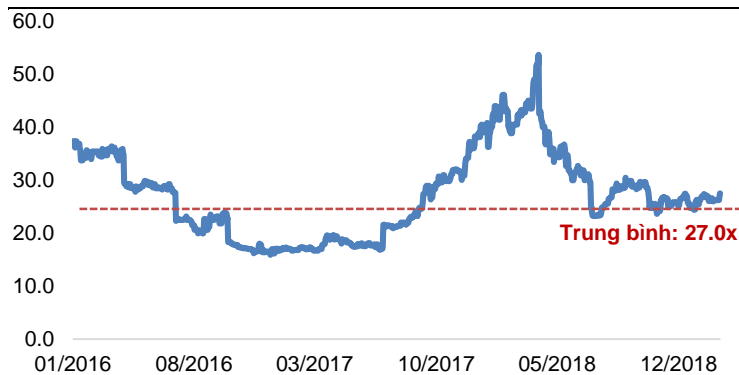
Nguồn: MSN, KIS

Hình 04. Động lực tăng trưởng LNST 2018 (Nghìn tỷ)



Nguồn: MSN, KIS

Hình 05. Lịch sử P/E cốt lõi 3 năm của MSN (loại trừ thu nhập một lần từ cổ phần Techcombank)



Nguồn: MSN, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 100,020 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	43,297	37,621	38,188	44,814	51,569
Tăng trưởng (%)	41.4%	-13.1%	1.5%	17.4%	15.1%
Hàng tiêu dùng	14,826	13,526	17,345	20,180	23,304
Chuỗi giá trị thịt	24,422	18,690	13,977	17,246	20,667
Tài nguyên	4,049	5,405	6,865	7,388	7,597
GVHB	30,367	25,989	26,306	30,947	35,730
Biên LN gộp (%)	29.9%	30.9%	31.1%	30.9%	30.7%
Chi phí BH & QLDN	6,907	7,203	6,330	7,180	8,358
EBITDA	8,402	7,039	8,257	9,654	10,759
Biên lợi nhuận (%)	19.4%	18.7%	21.6%	21.5%	20.9%
Khấu hao	2,379	2,611	2,705	2,967	3,278
Lợi nhuận từ HĐKD	6,023	4,429	5,552	6,687	7,481
Biên LN HĐKD (%)	13.9%	11.8%	14.5%	14.9%	14.5%
Chi phí lãi vay ròng	2,401	3,090	2,575	1,998	1,788
% so với nợ ròng	9.0%	11.7%	11.8%	12.5%	14.1%
Khả năng trả lãi vay (x)	2.5	1.4	2.2	3.3	4.2
Lãi/lỗ khác	825	2,800	3,267	1,894	2,375
Thu nhập từ cty liên doanh/liên kết	980	2,044	1,914	2,019	2,491
Thu nhập một lần từ cổ phần TCB	-	890	1,439	-	-
Khác	-155	-134	-87	-125	-115
Thuế	674	531	622	656	804
Thuế suất hiệu dụng (%)	15.2%	12.8%	10.0%	10.0%	10.0%
Lợi nhuận ròng	3,772	3,608	5,622	5,926	7,264
Biên lợi nhuận (%)	8.7%	9.6%	14.7%	13.2%	14.1%
Lợi ích CĐ thiểu số	981	505	705	743	911
LN cho công ty mẹ	2,791	3,103	4,917	5,183	6,353
Số lượng CP (triệu)	768	1,157	1,163	1,169	1,175
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,400	2,668	4,227	4,434	5,409
Tăng EPS (%)	88.8%	11.1%	58.5%	4.9%	22.0%
Cổ tức (VND)	0	3,000	0	0	0

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Vòng quay phải thu (x)	16.0	16.6	16.4	16.4	16.4
Vòng quay HTK (x)	4.1	3.3	3.5	3.5	3.5
Vòng quay phải trả (x)	2.9	2.6	3.1	3.1	3.1
Thay đổi vốn lưu động	-11,265	1,897	377	911	200
Capex	2,921	2,111	2,638	2,878	2,767
Dòng tiền khác	29,067	3,578	5,230	3,019	3,019
Dòng tiền tự do	-14,572	-1,368	82	2,085	4,556
Phát hành cổ phiếu	15,580	3,513	10,928	-	-
Cổ tức	177	2,713	1,304	-	-
Thay đổi nợ ròng	-830	568	-9,705	-2,085	-4,556
Nợ ròng cuối năm	26,171	26,739	17,034	14,948	10,392
Giá trị doanh nghiệp	74,581	74,364	84,775	87,603	93,071
Tổng VCSH	20,313	20,225	35,470	41,396	48,661
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,036	5,388	6,093	6,837	7,748
VCSH	15,276	14,837	29,377	34,560	40,913
Giá trị sổ sách/cp (VND)	19,889	12,819	25,259	29,568	34,830
Nợ ròng / VCSH (%)	129%	132%	48%	36%	21%
Nợ ròng / EBITDA (x)	3.1	3.8	2.1	1.5	1.0
Tổng tài sản	73,039	63,529	65,973	69,814	72,522

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%)	17.5%	20.6%	22.2%	16.2%	16.8%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	5.2%	5.7%	8.5%	8.5%	10.0%
ROIC (%)	11.2%	12.9%	15.4%	13.8%	15.1%
WACC (%)	10.5%	11.6%	13.2%	13.7%	14.3%
PER (x)	34.3	30.8	19.5	18.6	15.2
PBR (x)	4.1	6.4	3.3	2.8	2.3
PSR (x)	2.2	2.5	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	8.9	10.6	10.3	9.1	8.7
EV/Sales (x)	1.7	2.0	2.2	2.0	1.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@KIS.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.