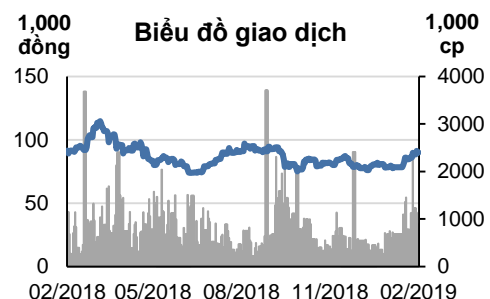


MSN (HOSE) Định giá đã được phản ánh hết

Đánh giá TRUNG LẬP

Tập đoàn đa ngành

Giá thị trường (VND)	89,900
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	86,400
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	-3.9%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	0.0%
Suất sinh lợi bình quân năm	-3.9%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	16%	15%	10%	-2%
Tương đối	5%	6%	2%	8%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 01-03-19

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	73.9k-114.6k
SL lưu hành (triệu cp)	1,163
Vốn hóa (tỷ đồng)	104,567
Vốn hóa (triệu USD)	4,507
% khối ngoại sở hữu	42%
SL cp tự do (triệu cp)	289
KLGD TB 3 tháng (cp)	676,827
VND/USD	23,200
Index: VNIndex/HNX	990/108

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 01-03-19

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	35.1%
Công ty TNHH Hoa Hướng 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

Quan điểm đầu tư:

- **Hàng tiêu dùng:** Sự trở lại của lãnh đạo chủ chốt đã giúp MCH lấy lại đà tăng trưởng thu nhập nhờ: (1) tăng tốc cao cấp hóa các sản phẩm chính (2) tối ưu hóa chi phí BH&QLDN bằng cách chuyển đổi sang "tiếp thị kéo" (pull-marketing).
- **Chuỗi giá trị thịt:** Trong khi mảng thức ăn chăn nuôi đang phải đối mặt với khó khăn từ nhiều phía, ban lãnh đạo MNS đang tập trung vào phân khúc MEAT Deli mới, hoàn thành chuỗi giá trị 3F và sẽ đóng vai trò là đầu ra cho các sản phẩm thức ăn chăn nuôi.
- **Tài nguyên:** Chúng tôi dự phóng giá vonfram sẽ giảm nhẹ xuống dưới 300 USD/tấn trong năm 2019, do kinh tế Trung Quốc giảm tốc. Tuy nhiên, MSR vẫn có thể bù đắp lại từ việc tăng giá florit và đồng nhờ các hạn chế về nguồn cung.
- **Techcombank:** Có LNTT khá cao trong 2017 & 2018 với lợi nhuận một lần từ hoạt động bancassurance & ngân hàng đầu tư, chúng tôi thận trọng dự phóng lợi nhuận trước thuế của TCB có thể sẽ thu hẹp 5% so với cùng kỳ năm 2019.
- Để đạt được xếp hạng tín nhiệm BB- vào năm 2020, MSN đã tích cực nỗ lực giảm nợ vay. Chúng tôi thận trọng kỳ vọng tập đoàn có thể giảm ~600 tỷ đồng lãi vay năm 2019.
- Do đó, trong năm 2019, chúng tôi dự kiến doanh thu hợp nhất của MSN sẽ đạt ~43,800 tỷ đồng (+14.6% n/n) và LNST cốt lõi – không gồm lợi ích CĐ thiểu số (MI) đạt ~ 5,400 tỷ đồng (+54.1% n/n), EPS điều chỉnh cốt lõi là 4,608 đồng.

Rủi ro:

- Dư địa để tăng thị phần mảng Tiêu dùng và giảm chi phí BH&QLDN không còn nhiều.
- Dịch tả lợn châu Phi (ASF) hoành hành và cuộc chiến giá cả với đối thủ cạnh tranh có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của Masan Nutri-Science.
- Suy thoái kinh tế Trung Quốc có thể khiến nhu cầu kim loại toàn cầu đi xuống.
- Rủi ro chu kỳ hệ thống ngân hàng có thể ảnh hưởng đến thu nhập & định giá của TCB.
- Hạch toán một số khoản thu nhập tài chính một lần từ các công ty con và liên kết.

Khuyến nghị:

- Sử dụng phương pháp định giá tổng hợp từng phần, chúng tôi định giá **86,400 đồng** cho MSN vào cuối năm 2019, tương ứng với P/E cốt lõi trượt 12 tháng là 29x và P/E dự phóng 2019E là 19x. Tổng mức sinh lời là **-3.9%** tại giá đóng cửa ngày 27/02/2019. Dù ban lãnh đạo có kế hoạch đầy tham vọng vào năm 2019, tuy nhiên chúng tôi tin rằng phần lớn các tiềm năng tăng trưởng đều đã được phản ánh hết trong giá thị trường hiện tại ở mức P/E cốt lõi trượt 12 tháng gần 30x và P/E dự phóng 2019E là 20x. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	43,297	37,621	38,188	43,780	49,505
<i>Tăng trưởng (%)</i>	41.4%	-13.1%	1.5%	14.6%	13.1%
LNST cốt lõi – sau CĐ thiểu số⁽ⁱ⁾	2,791	2,213	3,478	5,386	6,342
<i>Tăng trưởng (%)</i>	88.8%	-20.7%	57.1%	54.1%	17.2%
EPS hiệu chỉnh cốt lõi (VND)	2,400	1,903	2,990	4,608	5,399
<i>Tăng trưởng (%)</i>	88.8%	-20.7%	57.1%	54.1%	17.2%
ROE (%)	17.5%	20.6%	22.2%	16.8%	16.7%
Nợ ròng/VCSH (%)	129%	132%	48%	35%	21%
P/E cốt lõi (x)	37.5	47.2	30.1	19.5	16.7
P/B (x)	4.5	7.0	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA (x)	9.9	11.8	11.3	9.4	9.0

(i) LNST cốt lõi không bao gồm lợi nhuận 1 lần từ việc đánh giá lại cổ phần TCB năm 2017-2018

1. Masan Consumer (MCH): Sự trở lại của lãnh đạo chủ chốt củng cố vị thế dẫn đầu

Ban lãnh đạo MSN chia sẻ rằng bước ngoặt của phân khúc Hàng tiêu dùng trong năm 2018 được ghi nhận phần lớn nhờ sự trở lại của ông Trương Công Thắng - người đã xây dựng MCH gần như từ con số 0 trong giai đoạn 2006-2013. Khi ông Thắng trở lại làm Chủ tịch Hội đồng quản trị, công ty đã lấy lại được đà tăng thu nhập bằng 2 chiến lược kinh điển thành công trong quá khứ: (1) Cao cấp hoá các sản phẩm chủ chốt (2) Giảm chi phí BH&QLDN nhờ chuyển sang “chiến lược tiếp thị kéo” (pull-marketing).

1.1. Đẩy nhanh cao cấp hoá các dòng sản phẩm chính

Năm 2018, doanh số từ sản phẩm cao cấp trong mảng Gia vị (Chinsu, Nam Ngư) mang lại mức tăng trưởng 40%, đóng góp 10% tổng doanh thu ngành hàng. Doanh thu từ sản phẩm cao cấp của mảng Mì ăn liền (Omachi, Kokomi) đem lại mức tăng trưởng 50% cho năm 2018 và đóng góp 40% doanh thu ngành hàng. Thành công lớn từ việc mở rộng điểm bán thức uống tăng lực mới (Wake-Up 247, Compact) cũng thúc đẩy mảng đồ uống tăng trưởng 36% n/n.

Theo ban lãnh đạo, các động lực tăng trưởng cho MCH trong năm 2019 sẽ là tăng tốc cao cấp hoá (cải tiến mới) các dòng sản phẩm với tốc độ tương tự như năm 2018. Do đó, chúng tôi kỳ vọng MCH sẽ giành được thêm 1.5 - 3.0% thị phần trên mỗi sản phẩm chính, nhờ đó tăng 16.8% cho tổng doanh số mảng Tiêu dùng trong 2019.

1.2. Giảm chi phí BH&QLDN nhờ chuyển đổi “chiến lược tiếp thị kéo”

Mặc dù chi phí BH&QLDN đã giảm mạnh trong năm 2018 (tỷ lệ chi phí BH&QLDN/Doanh số từ 29.8% năm 2017 giảm xuống còn 24.8% trong năm 2018), ban lãnh đạo tin rằng vẫn có thể giảm thêm 200 điểm cơ bản chi phí BH&QLDN/Doanh thu trong năm nay nhờ tối ưu hóa lực lượng bán hàng và cắt giảm chiết khấu/khuyến mãi. Điều này là do hiệu quả của việc chuyển đổi “chiến lược tiếp thị kéo” - tăng cường đổi mới và nhận diện thương hiệu (TVC, digital, display) thay vì đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi/giảm giá cho các nhà phân phối như giai đoạn 2013-2017. Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí BH&QLDN/Doanh số của MCH sẽ giảm xuống còn 22.8% trong năm 2019.

Masan Consumer - MCH (Tỷ đồng)	2017	2018U	2019E
Doanh thu thuần	13,526	17,345	20,266
<i>Gia vị</i>	5,159	6,958	7,755
<i>Mì ăn liền</i>	3,585	4,636	5,406
<i>Các loại đồ uống và cà phê</i>	4,250	5,153	6,211
<i>Bia</i>	312	388	608
<i>Thịt chế biến</i>	220	210	286
Lợi nhuận gộp	6,493	7,572	8,847
Chi phí BH&QLDN	4,035	4,307	4,627
Khấu hao	887	599	700
EBITDA	3,345	3,864	4,920

Nguồn: MSN, KIS

2. Masan Nutri-Science (MNS): Khó khăn bủa vây, tập trung vào phân khúc MEAT Deli mới

2.1. Mảng thức ăn chăn nuôi đối mặt với khó khăn từ mọi phía

Mặc dù có doanh thu lớn, mảng thức ăn chăn nuôi lợn của MNS (đóng góp lợi nhuận lớn nhất) đang mang lại kết quả đáng thất vọng do gặp nhiều khó khăn.

Thứ nhất, theo ban lãnh đạo, số lượng người chăn nuôi lợn sẽ tiếp tục thu hẹp trong dài hạn. Năm 2015, có 4 triệu người chăn nuôi lợn; kết thúc năm 2018, con số đã giảm đáng kể xuống còn 2.5 triệu và sẽ tiếp tục giảm, theo ước tính của ban quản trị. Thứ hai, dịch tả lợn châu Phi (ASF) đã lan sang tỉnh thứ ba tại Việt Nam. Tỷ lệ tử vong cao ở lợn, cùng với nhu cầu tiêu thụ thấp hơn sẽ gây áp lực lớn cho người nông dân, khiến họ phải từ bỏ chuồng trại. Thứ ba, việc tăng giá ngô & đậu tương do căng thẳng Mỹ - Trung có thể bị kéo dài. Và cuối cùng, MNS sẽ phải đối mặt với cuộc chiến giá cả khốc liệt hơn từ các đối thủ cạnh tranh (C.P, Cargill, Golden Hope): biên lợi nhuận gộp đã giảm đáng kể từ 21.4% trong năm 2017 xuống chỉ còn 15% năm 2018.

Tuy nhiên, việc bán thức ăn gia cầm & thức ăn thủy hải sản đã bù đắp lại được phần nào nhờ nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm gia cầm và thủy sản từ Trung Quốc. Do đó, ban lãnh đạo vẫn có kế hoạch phục hồi ít nhất 10% doanh số bán thức ăn chăn nuôi, ổn định biên lợi nhuận gộp và giảm thêm 200-300bps chi phí BH&QLDN trong năm 2019 - khá tương đồng với dự phóng của chúng tôi.

2.2. Tập trung vào phân khúc thịt mát MEATDeli mới

Trước viễn cảnh không mấy tươi sáng của ngành thức ăn chăn nuôi, ban lãnh đạo đã có tầm nhìn mạnh mẽ để chuyển đổi trọng tâm sang “MEATDeli” - một phân khúc thịt tươi mới với quy mô lớn nhằm tiêu thụ 100% thức ăn cho lợn trong tương lai, hoàn thành chuỗi giá trị 3F “Feed – Farm – Food” tại thị trường thịt tươi trị giá 9 tỷ USD của Việt Nam.

Sau khi ra mắt thành công vào 4Q2018, ban lãnh đạo đã chia sẻ rằng mục tiêu của họ là thống trị kênh hiện đại, với khả năng cao sẽ đạt doanh số 700-1,000 tỷ đồng trong năm 2019. Công ty hiện đã phân phối qua các cửa hàng Vinmart tại Hà Nội và mở các cửa hàng MEATDeli của riêng họ. Chiến lược của MNS là trước tiên tập trung vào thị trường miền Bắc – nơi gần tổ hợp chế biến thịt tại Hà Nam, sau đó sẽ mở rộng ra toàn quốc. Chúng tôi dự phóng doanh số phân khúc mới này sẽ đạt 700 tỷ đồng vào năm 2019, với tỷ lệ chi phí BH&QLDN/Doanh thu khoảng 12% do chi phí mở rộng và tiếp thị.

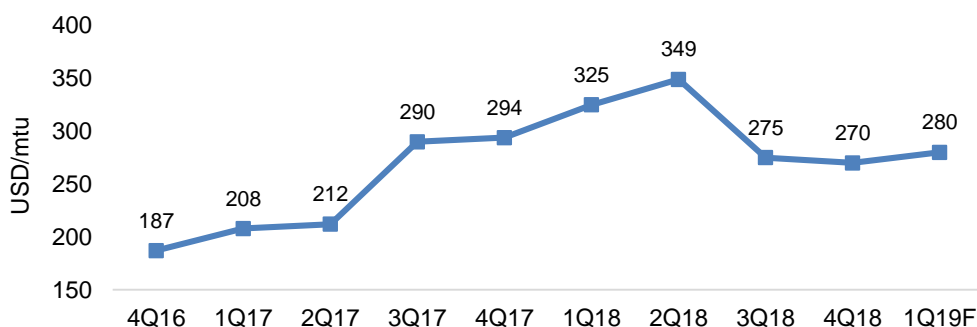
Masan Nutri-Science - MNS (Tỷ đồng)	2017	2018U	2019E
Doanh thu thuần	18,690	13,977	16,126
<i>Thức ăn gia súc</i>	18,690	13,977	15,426
<i>Thịt tươi</i>	-	-	700
Lợi nhuận gộp	3,991	2,097	2,400
Chi phí BH&QLDN	2,721	1,542	1,400
Khấu hao	269	292	324
EBITDA	1,539	847	1,323

Nguồn: MSN, KIS

3. Masan Resources (MSR): Giá vonfram đang giảm nhẹ

Sau giai đoạn vàng năm 2016-2018 đối với giá vonfram, ban lãnh đạo cho biết giá APT European Low (ammonium paratungstate) nửa cuối 2018 đã giảm xuống còn 260-270 USD/mtu so với hơn 300 USD/mtu trong nửa đầu 2018. Ban Điều hành tin rằng nhu cầu cơ bản cho các sản phẩm sử dụng vonfram vẫn còn nguyên vẹn, mặc dù căng thẳng Mỹ-Trung đang diễn ra. Do đó, họ dự báo giá vonfram sẽ tăng trở lại mức 300 USD/mtu vào năm 2019 do những hạn chế về nguồn cung của Trung Quốc, nhu cầu mạnh mẽ trên thế giới trong các ngành công nghệ cao và căng thẳng thương mại Mỹ-Trung được giải quyết.

Hình 01. Lịch sử giá APT European Low



Nguồn: MSN, Metal Bulletins

Bên cạnh đó, giá Fluorspar Acid Grade (Florit) đã tăng từ 410 USD/tấn vào đầu năm 2018 lên tới 565 USD/tấn hiện nay, bù đắp cho tác động của vonfram. Trong 4Q2018, lợi ích thấy rõ từ việc hợp nhất Công ty TNHH Masan Tungsten (MTC) vào Masan Resources có thể tiếp tục tác động tích cực đến hiệu quả kinh doanh năm 2019. MTC có kế hoạch tăng công suất APT lên 12,000 mtu p.a - giúp MTC trở thành một trong những nhà sản xuất hoá chất công nghiệp vonfram lớn nhất thế giới.

Theo dự phóng của chúng tôi, giá APT European Low trung bình năm 2019 sẽ giảm nhẹ xuống 285 USD/mtu, phản ánh nhu cầu công nghiệp giảm tốc trong bối cảnh kinh tế toàn cầu trì trệ, lãi suất tăng cao và niềm tin của nhà sản xuất suy giảm. Tuy nhiên, đồng quan điểm với ban lãnh đạo, chúng tôi cũng kỳ vọng giá florit và đồng sẽ tăng tốt, từ 5% -15%, bù đắp cho sự suy giảm của APT do thiếu hụt nguồn cung thế giới. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí BH&QLDN/Doanh thu của MSR sẽ ổn định trong năm 2019.

Masan Resources - MSR (Tỷ đồng)	2017	2018U	2019E
Doanh thu thuần	5,405	6,865	7,388
Vonfram	3,220	4,216	4,338
Florit	1,087	1,381	1,583
Đồng	735	942	1,174
Kim loại khác	363	326	293
Lợi nhuận gộp	1,691	2,161	2,326
Chi phí BH&QLDN	260	231	249
Khấu hao	1,089	1,144	1,276
EBITDA	2,520	3,074	3,353

Nguồn: MSN, KIS

4. Techcombank (TCB): Không còn thu nhập một lần lớn từ hoạt động dịch vụ

Năm 2018, lợi nhuận trước thuế (LNTT) của TCB tăng 33% đạt 10,661 tỷ đồng trong 2018 so với 8,036 tỷ đồng năm 2017. Các động lực tăng trưởng bao gồm: (1) tăng 25% từ thu nhập lãi thuần, nhờ lãi suất thế chấp cao hơn và tăng cường cho vay doanh nghiệp. (2) Lợi nhuận từ hoạt động ngân hàng đầu tư tăng khoảng 1,000 tỷ đồng (3) Dự phòng tín dụng giảm 50% n/n từ 3,600 tỷ đồng xuống còn 1,800 tỷ đồng, do không có thêm dự phòng trái phiếu VAMC.

Tuy nhiên, vào năm 2019, chúng tôi lập luận một cách thận trọng rằng lợi nhuận ròng một lần từ tiền đặt trước hợp đồng bancassurance và phí ngân hàng đầu tư có thể không tiếp tục tăng mạnh - với mức so sánh khá cao trong cả hai năm 2017 & 2018. Tuy nhiên, với nguồn vốn mạnh mẽ và room cho vay thế chấp, chúng tôi dự phóng thu nhập lãi thuần cốt lõi của TCB vẫn có thể tăng 20% trong năm 2019 trong khi thu nhập từ dịch vụ & hoạt động khác giảm 20% n/n. Lợi nhuận có thể thu hẹp 5% n/n.

Techcombank - TCB (Tỷ đồng)	2017	2018U	2019E
Doanh thu thuần	16,344	18,350	19,082
Thu nhập lãi thuần	8,930	11,127	13,448
Thu nhập từ dịch vụ & khác	7,413	7,223	5,634
Chi phí hoạt động	4,698	5,843	6,885
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	3,609	1,846	2,168
LNTT	8,036	10,661	10,029
Vốn chủ sở hữu	26,931	51,713	59,726

Nguồn: TCB, KIS

5. Nợ ròng hợp nhất: Giảm nợ vay để nâng xếp hạng tín nhiệm lên mức BB-

Nợ ròng hợp nhất giảm mạnh từ 26,700 tỷ đồng xuống còn 17,000 tỷ đồng trong năm 2018, giảm ~600 tỷ đồng chi phí tài chính cho tập đoàn. Ban lãnh đạo chia sẻ rằng sự cải thiện đáng kể này là nhờ dòng tiền hoạt động dồi dào từ hoạt động kinh doanh cốt lõi cũng như dòng tiền thu nhập khổng lồ từ ~110 triệu cổ phiếu quỹ phát hành cho Tập đoàn SK Investment (Hàn Quốc) vào tháng 09/2018.

Ngoài ra, công ty còn dự kiến giảm được 1,000 tỷ đồng lãi vay trong năm 2019. Ban lãnh đạo tuyên bố rằng việc mạnh mẽ giảm nợ vay của tập đoàn là một phần trong nỗ lực đạt được xếp hạng tín nhiệm ngang với xếp hạng tín nhiệm dài hạn của Trái phiếu Chính phủ Việt Nam là BB- trong vòng 12 tháng tới.

Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng thận trọng rằng MSN chỉ giảm ~600 tỷ đồng chi phí lãi vay ròng trong năm 2019, vì chúng tôi chỉ xét đến dòng tiền hoạt động của tập đoàn để trả nợ, trong khi loại trừ khả năng phát hành cổ phần riêng lẻ nếu có.

6. Dự phóng và định giá

6.1. Dự phóng

Tỷ đồng	2017	2018U	2019E	Giá định
Doanh thu thuần	37,621	38,188	43,780	Chủ yếu được đóng góp bởi mảng Tiêu dùng (+16.8% n/n). Thức ăn chăn nuôi & Tài nguyên đang phải đối mặt với nhiều khó khăn.
Tăng trưởng (%)	-13.1%	1.5%	14.6%	
Lợi nhuận gộp	11,632	11,881	13,572	
Biên lợi nhuận (%)	30.9%	31.1%	31.0%	
EBIT	4,429	5,552	7,297	Chúng tôi dự phóng giảm 230bps chi phí BH&QLDN trong năm 2019 nhờ tối ưu hóa hoạt động quản lý của mảng Tiêu dùng & Thức ăn chăn nuôi.
Chi phí lãi vay ròng	3,090	2,575	1,998	Chúng tôi cần trọng kỳ vọng sẽ giảm thêm ~3,000 tỷ đồng nợ ròng trong năm 2019, giúp giảm ~600 tỷ đồng lãi vay.
Thu nhập từ công ty liên kết	2,044	1,914	1,666	TCB đã hạch toán mức lãi khá cao trong cả năm 2017 và 2018 nhờ lợi nhuận từ bancassurance và ngân hàng đầu tư.
Thu nhập 1 lần từ TCB	890	1,439	-	Lợi nhuận đánh giá lại một lần từ việc bán cổ phiếu quỹ & niêm yết cổ phiếu TCB năm 2017 & 2018 sẽ không còn trong năm 2019
LNST cốt lõi – không bao gồm lợi ích CĐ thiểu số	2,213	3,478	5,386	
EPS hiệu chỉnh cốt lõi (VND)	1,903	2,990	4,608	P/E cốt lõi trượt 12 tháng xấp xỉ 30x và P/E dự phóng 2019 khoảng 21x theo giá thị trường hiện tại (27/02/2019)

Nguồn: MSN, KIS

6.2. Định giá

Tổng hợp từng phần (Tỷ đồng)	PP định giá	EBITDA 2019E	Định giá công ty cùng ngành ⁽ⁱ⁾	MSN sở hữu ⁽ⁱⁱ⁾	Giá trị quy đổi
Hàng tiêu dùng	EV/EBITDA	4,920	13.9	85.7%	58,635
Chuỗi giá trị thịt	EV/EBITDA	1,323	10.9	80.8%	11,618
Tài nguyên	EV/EBITDA	3,353	6.5	95.9%	20,823
Techcombank	P/B		1.6	21.5%	22,189
Công ty liên kết khác	Giá trị thị trường				2,410
Nợ ròng hợp nhất 2019E					14,681
Tổng giá trị VCSH					100,994
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)					1,169
Giá mục tiêu					86,400
Tương ứng P/E trượt 12 tháng					28.9
Tương ứng P/E dự phóng 2019					18.8

(i) Các công ty cùng ngành được trình bày trong Phụ lục 1. Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp trong khu vực có mô hình kinh doanh và quy mô tương tự như MSN

(ii) MSN sở hữu các mảng Hàng tiêu dùng & Tài nguyên thông qua Công ty TNHH MasanConsumerHoldings & CTCP Tầm nhìn Ma San. Tập đoàn MSN nắm giữ 20% cổ phần TCB và 1.5% lợi nhuận chia sẻ từ TCB thông qua hợp đồng kỳ hạn

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tổng hợp từng phần với các bội số EV/EBITDA cho 3 mảng cốt lõi để tính vào kế hoạch giảm nợ ròng hợp nhất của công ty mẹ. Do đó, chúng tôi định giá **86,400 đồng** cho MSN vào cuối năm 2019, tương ứng với P/E cốt lõi trượt 12 tháng là 29x và P/E dự phóng 2019E là 19x. Tổng mức sinh lời là **-3.9%** với giá đóng cửa ngày 27/02/2019.

Mặc dù ban lãnh đạo MSN có kế hoạch năm 2019 đầy tham vọng với mức tăng trưởng LNST cốt lõi 50% và CAGR 20% trong kế hoạch 5 năm từ 2018-2022, tuy nhiên chúng tôi tin rằng phần lớn triển vọng đó đã được phản ánh vào giá thị trường hiện tại ở mức P/E cốt lõi trượt 12 tháng gần 30x và P/E dự phóng 2019E là 20x, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu MSN.

Phụ lục 1: Chỉ số so sánh nhóm công ty cùng ngành

Ngành Hàng tiêu dùng

Mã CK	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hoá (triệu USD)	P/E	EV/EBITDA
FB PM Equity	PHILIPPINES	San Miguel Food and Beverage	11,396	29.2	18.3
2802 JT Equity	NHẬT BẢN	Ajinomoto Co Inc	8,351	36.9	12.0
2897 JT Equity	NHẬT BẢN	Nissin Foods Holdings Co Ltd	7,322	26.6	14.0
097950 KS Equity	HÀN QUỐC	CJ CheilJedang Corp	4,321	5.2	10.2
220 HK Equity	TRUNG QUỐC	Uni-President China Holdings	3,912	25.6	9.1
Bình quân gia quyền theo vốn hoá				27.1	13.9

Ngành Thịt & Thức ăn chăn nuôi

Mã CK	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hoá (triệu USD)	P/E	EV/EBITDA
288 HK Equity	HỒNG KÔNG	WH Group Ltd	13,424	12.6	9.0
CPF TB Equity	THÁI LAN	Charoen Pokphand Foods PCL	7,198	14.1	12.3
000876 CH Equity	TRUNG QUỐC	New Hope Liuhe Co Ltd	6,936	26.3	14.0
1610 HK Equity	TRUNG QUỐC	COFCO Meat Holdings Ltd	1,089	16.1	9.2
JAP SP Equity	SINGAPORE	Japfa Ltd	1,054	17.1	6.2
Bình quân gia quyền theo vốn hoá				16.5	10.9

Ngành Tài nguyên

Mã CK	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hoá (triệu USD)	P/E	EV/EBITDA
BHP AU Equity	ÚC	BHP Group Ltd	130,296	20.0	6.4
RIO AU Equity	ANH	Rio Tinto Ltd	99,019	12.3	6.0
GLEN LN Equity	THỤY SĨ	Glencore PLC	56,587	17.3	6.4
GMKN RM Equity	NGA	MMC Norilsk Nickel PJSC	34,709	11.2	8.0
GMEXICOB MM Equity	MEXICO	Grupo Mexico SAB de CV	20,527	15.2	6.8
Bình quân gia quyền theo vốn hoá				16.1	6.5

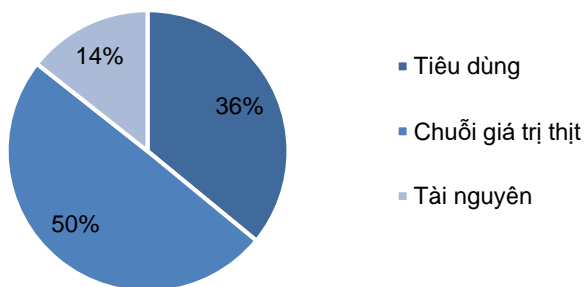
Ngành Ngân hàng

Mã CK	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hoá (triệu USD)	P/E	P/B
VPB VN Equity	VIỆT NAM	Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	2,251	20.0	1.5
MBB VN Equity	VIỆT NAM	Ngân hàng TMCP Quân đội	2,064	7.8	1.5
ACB VN Equity	VIỆT NAM	Ngân hàng TMCP Á Châu	1,651	7.5	1.8
HDB VN Equity	VIỆT NAM	Ngân hàng TMCP Phát triển TP Hồ Chí Minh	1,299	10.6	1.9
TPB VN Equity	VIỆT NAM	Ngân hàng TMCP Tiên Phong	761	9.0	1.7
Bình quân gia quyền theo vốn hoá				11.7	1.6

Nguồn: Bloomberg, KIS (cập nhật ngày 27/02/2019)

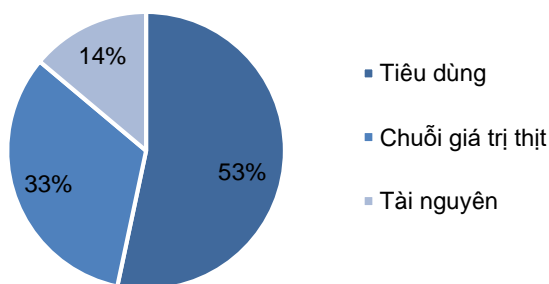
Phụ lục 2: Các biểu đồ chính

Hình 02. Cơ cấu doanh thu 2018



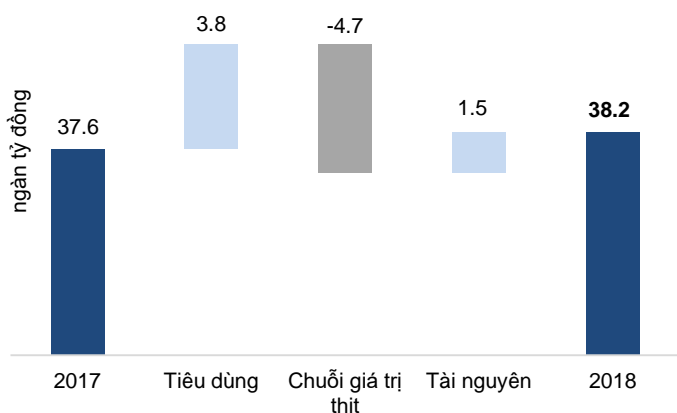
Nguồn: MSN, KIS

Hình 03. Cơ cấu lợi nhuận gộp 2018



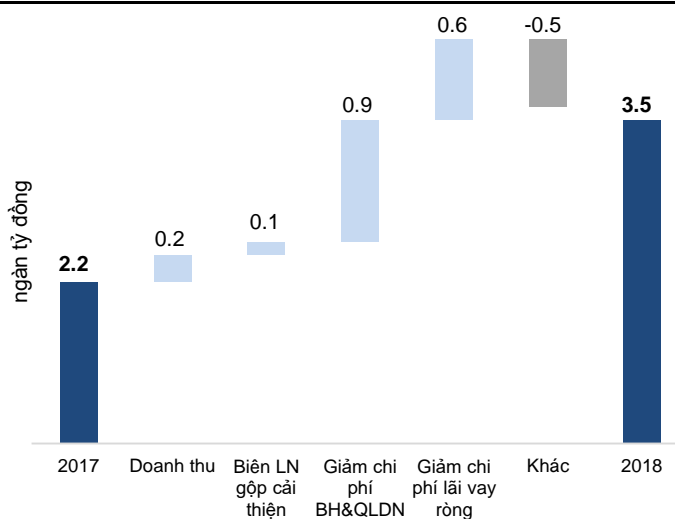
Nguồn: MSN, KIS

Hình 04. Động lực tăng trưởng doanh số 2018



Nguồn: MSN, KIS

Hình 05. Động lực tăng trưởng LNST cốt lõi 2018



Nguồn: MSN, KIS

Hình 06. P/E cốt lõi lịch sử 3 năm của MSN (không bao gồm thu nhập 1 lần từ TCB)



MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 104,700 tỷ đồng					CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)		2016	2017	2018U	2019E	2020E		
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E	2016	2017	2018U	2019E	2020E	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	43,297	37,621	38,188	43,780	49,505	Vòng quay phải thu (x)	16.0	16.6	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4
Tăng trưởng (%)	41.4%	-13.1%	1.5%	14.6%	13.1%	Vòng quay HTK (x)	4.1	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Tiêu dùng	14,826	13,526	17,345	20,266	23,480	Vòng quay phải trả (x)	2.9	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Chuỗi giá trị thị	24,422	18,690	13,977	16,126	18,427	Thay đổi vốn lưu động	-11,265	1,897	377	879	168				
Tài nguyên	4,049	5,405	6,865	7,388	7,597	Capex	2,921	2,111	2,638	2,878	2,767				
GVHB	30,367	25,989	26,306	30,208	34,253	Dòng tiền khác	29,067	3,578	5,230	3,019	3,019				
Biên LN gộp (%)	29.9%	30.9%	31.1%	31.0%	30.8%	Dòng tiền tự do	-14,572	-1,368	82	2,352	4,581				
Chi phí BH & QLDN	6,907	7,203	6,330	6,276	7,237	Phát hành cổ phiếu	15,580	3,513	10,928	-	-				
EBITDA	8,402	7,039	8,257	10,267	11,299	Cổ tức	177	2,713	1,304	-	-				
Biên lợi nhuận (%)	19.4%	18.7%	21.6%	23.5%	22.8%	Thay đổi nợ rỗng	-830	568	-9,705	-2,352	-4,581				
Khấu hao	2,379	2,611	2,705	2,970	3,284	Nợ rỗng cuối năm	26,171	26,739	17,034	14,681	10,100				
Lợi nhuận từ HĐKD	6,023	4,429	5,552	7,297	8,015	Giá trị doanh nghiệp	83,419	83,203	93,614	96,738	102,229				
Biên LN HĐKD (%)	13.9%	11.8%	14.5%	16.7%	16.2%	Tổng VCSH	20,313	20,225	35,470	41,628	48,879				
Chi phí lãi vay rỗng	2,401	3,090	2,575	1,998	1,761	Lợi ích cổ đông thiểu số	5,036	5,388	6,093	6,866	7,775				
% so với nợ rỗng	9.0%	11.7%	11.8%	12.6%	14.2%	VCSH	15,276	14,837	29,377	34,762	41,104				
Khả năng trả lãi vay (x)	2.5	1.4	2.2	3.7	4.6	Giá trị sổ sách/cp (VND)	19,889	12,819	25,259	29,741	34,992				
Lãi/lỗ khác	825	2,800	3,267	1,541	1,800	Nợ rỗng / VCSH (%)	129%	132%	48%	35%	21%				
Thu nhập từ cty liên kết	980	2,044	1,914	1,666	1,915	Nợ rỗng / EBITDA (x)	3.1	3.8	2.1	1.4	0.9				
Lợi nhuận 1 lần từ cổ phần TCB	-	890	1,439	-	-	Tổng tài sản	73,039	63,529	65,973	69,778	72,448				
Khác	-155	-134	-87	-125	-115	<i>Nợ rỗng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền</i>									
Thuế	674	531	622	682	803	CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ		2016	2017	2018U	2019E	2020E			
Thuế suất hiệu dụng (%)	15.2%	12.8%	10.0%	10.0%	10.0%	ROE (%)	17.5%	20.6%	22.2%	16.8%	16.7%				
Lợi nhuận ròng	3,772	3,608	5,622	6,158	7,251	(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	5.2%	5.7%	8.5%	8.8%	10.0%				
Biên lợi nhuận (%)	8.7%	9.6%	14.7%	14.1%	14.6%	ROA (%)	11.2%	12.9%	15.4%	14.3%	15.0%				
Lợi ích CĐ thiểu số	981	505	705	772	909	ROIC (%)	10.5%	11.6%	13.2%	13.7%	14.4%				
LN cho công ty mẹ	2,791	3,103	4,917	5,386	6,342	WACC (%)	37.5	47.2	30.1	19.5	16.7				
Số lượng CP (triệu)	768	1,157	1,163	1,169	1,175	PER (x)	4.5	7.0	3.6	3.0	2.5				
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,400	2,668	4,227	4,608	5,399	PBR (x)	2.4	2.8	2.7	2.4	2.1				
Tăng EPS (%)	88.8%	11.1%	58.5%	9.0%	17.2%	PSR (x)	9.9	11.8	11.3	9.4	9.0				
Cổ tức (VND)	0	3,000	0	0	0	EV/EBITDA (x)	1.9	2.2	2.5	2.2	2.1				
<i>EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN</i>						Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%				
<i>EBIT = EBITDA – Khấu hao</i>															
<i>Chi phí lãi vay rỗng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi</i>															
<i>Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác</i>															
<i>Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ</i>															

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 Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.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**.