

Tập đoàn đa ngành

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2018

 Khuyến nghị **OUTPERFORM**

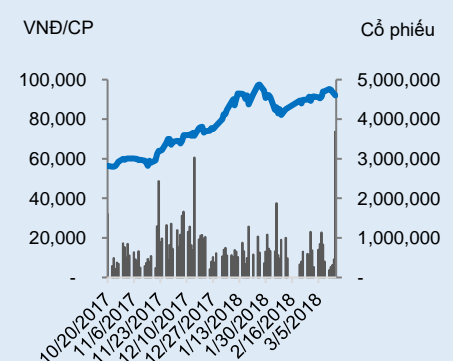
 Giá kỳ vọng (VNĐ) **110.000**

Giá thị trường (16/3/2018) 92.000

Lợi nhuận kỳ vọng +20%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	56.000-97.500
Vốn hóa	96.368 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.047.474.042
KLGD bình quân 10 ngày	882.687
% sở hữu nước ngoài	30.23%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
MSN	15,0%	8,2%	28,5%	71,0%
VN-Index	15,5%	10,4%	24,4%	42,7%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan

Mã giao dịch: MSN

Reuters: MSN.HM

Bloomberg: MSN VN

Tín hiệu tích cực từ MCH và MSR. Nâng 16% dự báo triển vọng lợi nhuận 2018.

Lợi nhuận đột biến từ bán trái phiếu Techcombank bù đắp một năm 2017 đầy biến động của MSN. MSN công bố kết quả kinh doanh 2017 với doanh thu 37.621 tỷ đồng (-13% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 3.103 tỷ đồng (+11% yoy). Kết quả lợi nhuận trên cao hơn 11% so với dự báo trước đây của chúng tôi chủ yếu do: (i) khoản lợi nhuận bất thường từ bán trái phiếu Techcombank cao hơn 133 tỷ đồng; (ii) lợi nhuận hạch toán từ Techcombank cao hơn 292 tỷ đồng.

KQKD Q1 2018 sẽ tăng trưởng rất khả quan với doanh thu đạt 8.148 tỷ đồng (-4,6% yoy) trong khi lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 628 tỷ đồng, tăng trưởng đến 165% yoy. Trong đó điểm nhấn chính là doanh thu của MCH tăng 75% nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ ở hầu hết các dòng hàng và giá Vonfram tiếp tục tăng thêm 12% kể từ đầu năm 2018.

Trên cơ sở đó, chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự báo KQKD 2018 đối với MSN với doanh thu 44.467 tỷ đồng (+18% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 3.737 tỷ đồng (+20% yoy) – cao hơn 16% so với dự báo lợi nhuận trong lần cập nhật trước.

Khuyến nghị đầu tư: Bằng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu lên **110.000 đồng/cp** và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu MSN. Nguyên nhân của sự điều chỉnh này và cũng như là các điểm nhấn chính của MSN trong năm 2018 bao gồm: (i) việc chuyển đổi mô hình bán hàng, đổi mới và định vị lại sản phẩm của MCH đang mang lại những thành công ngoài mong đợi; (ii) giá các loại hàng hóa như Vonfram, Đồng, Bismut và Florit tiếp tục tăng mạnh hơn so với dự báo lần trước của chúng tôi; (iii) kỳ vọng Techcombank tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm 2018 về hoạt động kinh doanh cốt lõi, bên cạnh các yếu tố khác như lợi nhuận bất thường từ TechcomFinance, việc niêm yết lên HOSE và sự tham gia của Warburg Pincus vào Techcombank.

Một số chỉ số tài chính của MSN

Chỉ số tài chính		2015	2016	2017	2018F
Doanh thu	Tỷ đồng	30.628	43.297	37.621	44.467
LNST (sau cđts)	Tỷ đồng	1.478	2.791	3.103	3.737
P/E	x		28,9	31,1	25,7
P/B	x		4,4	4,7	3,9

Cập nhật KQKD 2017: Lợi nhuận bất thường từ bán trái phiếu TCB bù đắp cho một năm nhiều biến động

MSN công bố kết quả kinh doanh 2017 với doanh thu 37.621 tỷ đồng (-13% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 3.103 tỷ đồng (+11% yoy). Kết quả lợi nhuận trên cao hơn 11% so với dự báo trước đây của chúng tôi chủ yếu do: (i) khoản lợi nhuận bất thường từ bán trái phiếu Techcombank cao hơn 133 tỷ đồng; (ii) lợi nhuận hạch toán từ Techcombank cao hơn 292 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh các mảng khác về cơ bản khá tương đồng với dự báo của chúng tôi. Các điểm nhấn chính được tóm tắt theo bảng sau:

Chi tiêu (Đvt: Tỷ đồng)	2016	2017	+/- yoy	Nhận định
Doanh thu hợp nhất:	43.297	37.621	-13%	
- MCH	14.826	13.526	-9%	<p>- Doanh thu giảm chủ yếu do MSN thực hiện thay đổi chiến lược bán hàng từ 'đẩy' sang 'kéo' để giải phóng tồn kho tại các điểm bán và tạo dư địa cho sản phẩm mới trong năm 2018. Các dòng hàng bị ảnh hưởng nhiều nhất bao gồm: gia vị (-13% yoy), cà phê (-15,6% yoy), bia (-67,4% yoy). Trong khi thực phẩm tiện lợi giảm nhẹ 2,7% yoy và nước uống không cồn lại tăng trưởng tốt 24,5% yoy (chủ yếu nhờ nước tăng lực). Ngoài ra doanh thu thịt chế biến sẵn tăng trưởng ấn tượng gấp 6 lần so với cùng kỳ nhờ sự thành công với sản phẩm xúc xích.</p> <p>- Cuối năm 2017 tồn kho tại các điểm bán của MSN đã giảm hơn 1.200 tỷ đồng so với cuối 2016. Số ngày tồn kho bình quân giảm từ 39 còn 20 ngày.</p>
- MNS	24.423	18.691	-23%	<p>- Với việc giá lợn hơi tiếp tục ở mức thấp hơn 30.000 đồng/kg, số lượng lợn nuôi ước tính đã giảm khoảng 40% yoy và qua đó nhu cầu thị trường thức ăn công nghiệp cho lợn ước tính cũng giảm giảm từ 6,3 triệu tấn còn 3,4 triệu tấn (-46% yoy).</p> <p>- Doanh thu của MNS nhìn chung giảm hơn 23% trong đó sản phẩm Non-Biozeem giảm mạnh hơn 42% trong khi Biozeem giảm 31%. Tuy nhiên do đây là mức sụt giảm thấp hơn thị trường chung nên thị phần cuối năm 2017 của MNS ước tính đạt 35%, tăng 5% so với năm trước đó.</p>
- MSR	4.049	5.405	34%	<p>- Chủ yếu nhờ giá đầu ra cải thiện trong đó: (i) Vonfram tăng 31,3%; (ii) Bismut tăng 11,6%; (iii) Đồng tăng 26,8% và Florit tăng 32,7%.</p> <p>- Tỷ lệ thu hồi Vonfram tăng từ 63% lên 67%.</p>

Lợi nhuận bộ phận:

- MCH	2.679	2.132	-20%	- Lợi nhuận giảm mạnh chủ yếu do MSN chi hơn 400 tỷ đồng chi phí khuyến mãi để đẩy sản phẩm cũ chủ yếu tập trung trong 1H 2017. Tỷ lệ chi phí này trên doanh thu giảm 9% trong 2H 2017 trong khi tỷ lệ chi phí xây dựng thương hiệu và quảng cáo tăng thêm 6%. Đây là tiền đề quan trọng do sản phẩm mới trong năm 2018. - Biên EBITDA trong 2H 2017 đạt 26% cải thiện đáng kể so với mức 13% trong 1H.
- MNS	1.538	629	-59%	- Lợi nhuận giảm mạnh do: (i) doanh thu giảm 23%; (ii) biên gộp giảm nhẹ 0,4%; (iii) tăng chi phí bán hàng để hỗ trợ nông dân và các đại lý – đây là yếu tố quan trọng tạo tư thế tốt hơn cho MNS để nắm bắt tốt nhất sự phục hồi của ngành chăn nuôi lợn trong 2018.
- MSR	110	206	87%	- Giá đầu ra cải thiện.

Lợi nhuận khác (sau thuế):

- Techcombank	980	2.043	108%	
- Khác		933	N/A	- Bán trái phiếu chuyển đổi tại Techcombank.
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất (mẹ):	2.791	3.103	11%	- EPS ước tính đạt 2.960 đồng/cp tương ứng với P/E trailing 31 lần.

Triển vọng 2018: Điều chỉnh tăng 16% dự báo lợi nhuận nhờ các tín hiệu khả quan trong KQKD Q1.

MSN công bố số liệu ước KQKD Q1 khả quan với doanh thu đạt 8.148 tỷ đồng (-4,6% yoy) trong khi lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 628 tỷ đồng, tăng trưởng đến 165% yoy. Một số cập nhật chính như sau:

- ❖ **Mảng hàng tiêu dùng:** Doanh thu MCH tăng 75,1% yoy (i) hàng gia vị tăng 85% nhờ các thương hiệu trụ cột như Nam Ngu và Chinsu (đóng góp 85%) và các sản phẩm phân khúc cao đã giới thiệu trong 2H 2017 (đóng góp 15%); (ii) hàng tiện lợi tăng trưởng 54% và đặc biệt sản phẩm Omachi Cây Thịt đang được thành công lớn; (iii) cà phê tăng trưởng 120%, nước giải khát tăng trưởng 30% và bia tăng trưởng 300%; (iv) thịt chế biến sẵn tăng trưởng 45% so với cùng kỳ.
- ❖ **Mảng khai khoáng:** Doanh thu MSR tăng 25,5% yoy: chủ yếu nhờ giá đầu ra tăng, tiêu biểu là giá Vonfram hiện đang giao động từ 310 – 330 USD/tấn, tăng hơn 12% so với đầu năm 2018 và 76% so với đầu năm 2017.

- ❖ **Màng thức ăn chăn nuôi:** Doanh thu MNS giảm mạnh 41,2% yoy. Ngành chăn nuôi lợn tiếp tục ảm đạm do giá lợn hơi tiếp tục ở mức thấp và chưa bức phá qua được ngưỡng 30.000 đồng/kg. MNS cho rằng một khi ngành chăn nuôi hồi phục trở lại, phân khúc trung cấp sẽ được hưởng lợi nhiều nhất. Do đó MNS sẽ giới thiệu một số sản phẩm vào phân khúc này với tiêu chí giá bán ngang bằng với đối thủ nhưng hiệu quả cao hơn 3-4%.
- ❖ **Thịt tươi sống:** Trang trại lợn hình mẫu với công suất 230-250 nghìn con/năm tại Nghệ An đã đi vào hoạt động từ tháng 12 2017. Ngoài ra, với việc giấy phép đã được phê duyệt, lễ động thổ nhà máy giết mổ với công suất chế biến 1,4 triệu con lợn thịt / năm tại tỉnh Hà Nam đã được tiến hành vào ngày 4/2/2018. Do đó, chúng tôi cũng kỳ vọng mảng thịt tươi sống sẽ tạo ra doanh thu sớm nhất vào cuối Q4 2018. MSN đặt ra mục tiêu thịt tươi sống sẽ chiếm 30% tổng doanh thu của MNS trong tương lai với biên lợi nhuận gộp ổn định trên 35%. Cuối cùng, một động thái quan trọng nhất là MSN đã mời được một CEO với 30 năm kinh nghiệm về thịt tươi sống và là người đã thành công đẩy nhanh quá trình hợp nhất ngành phân phối thịt tươi sống tại Philippines trên nền tảng bán lẻ.

Trên cơ sở đó, chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự báo KQKD 2018 đối với MSN với doanh thu 44.467 tỷ đồng (+18% yoy) và lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 3.737 tỷ đồng (+20% yoy) – cao hơn 16% so với dự báo lợi nhuận trong lần cập nhật trước. Các giả định cụ thể cho từng mảng như sau:

Chỉ tiêu (Đvt: Tỷ đồng)	2017	2018	+/- yoy	Giả định
Doanh thu hợp nhất:	37.621	44.467	18%	
- MCH	13.526	17.285	28%	<ul style="list-style-type: none"> - Giá vị (+20%): sản phẩm mới bao gồm hạt nêm và dầu hào Chinsu trong 1H 2018 và sốt mayonnaise Chinsu trong 2H 2018. - Thực phẩm tiện lợi (+30%): làm lại thương hiệu Omachi và Kokomi. Sản phẩm mới bao gồm Kokomi Ly, Kokomi đặc biệt, v.v. - Cà phê (+25%), bia (+150%) và nước uống không cồn (+30%).
- MNS	18.691	19.931	7%	<ul style="list-style-type: none"> - Chủ yếu nhờ Biozeem và các sản phẩm mới ở phân khúc trung cấp. Dự báo doanh thu chưa bao gồm doanh thu thịt sống tiềm năng trong Q4. - Tiếp tục duy trì các chương trình cho đại lý và nông dân nên tỷ lệ CPBH/doanh thu tiếp tục ở mức cao.
- MSR	4.049	7.250	79%	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng quặng chế biến bằng năm 2017. - Giá vonfram tăng 34% - Giá đồng tăng 16% - Giá bismuth tăng 6% - Giá florit tăng 19%

Lợi nhuận bộ phận:

- MCH	2.132	3.240	52%
- MNS	629	464	-26%
- MSR	206	756	267%

Lợi nhuận khác:

- Techcombank	2.043	2.220	9%	<ul style="list-style-type: none"> - Tính theo lợi ích kinh tế 25% lại Techcombank. - Kế hoạch lợi nhuận của Techcombank năm 2018 là 8.000 tỷ đồng sau thuế. - Khả năng Techcombank ghi nhận lợi nhuận đột biến trong 1H 2018 từ việc bán TechcomFinance cho đối tác Hàn Quốc.
---------------	-------	-------	----	---

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất (mẹ):	3.103	3.737	20%	- EPS dự phóng 3.568 đồng/cp và P/E tương ứng 25,7 lần
--	--------------	--------------	------------	---

Khuyến nghị đầu tư

Bằng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu lên **110.000 đồng/cp** và khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu MSN. Nguyên nhân của sự điều chỉnh này và cũng như là các điểm nhấn chính của MSN trong năm 2018 bao gồm: (i) việc chuyển đổi mô hình bán hàng, đổi mới và định vị lại sản phẩm của MCH đang mang lại những thành công ngoài mong đợi; (ii) giá các loại hàng hóa như Vonfram, Đồng, Bismut và Florit tiếp tục tăng mạnh hơn so với dự báo lần trước của chúng tôi; (iii) kỳ vọng Techcombank tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm 2018 về hoạt động kinh doanh cốt lõi, bên cạnh các yếu tố khác như lợi nhuận bất thường từ TechcomFinance, việc niêm yết lên HOSE và sự tham gia của Warburg Pincus vào Techcombank.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	16.089	30.628	43.297	37.621
Giá vốn	9.489	20.820	30.367	25.989
Lợi nhuận gộp	6.600	9.809	12.930	11.632
Doanh thu tài chính	1.571	1.382	769	1.405
Chi phí tài chính	1.711	2.715	3.291	3.696
Lợi nhuận sau thuế	1.080	1.478	2.791	3.103

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	5.166	8.324	13.149	7.417
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.347	878	1.296	1.222
Hàng tồn kho	1.605	4.418	5.390	4.333
Tài sản cố định hữu hình	18.410	19.965	23.317	23.768
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8.745	9.145	12.241	11.338
Tổng tài sản	52.965	71.850	73.039	63.529
Nợ ngắn hạn	11.797	15.005	17.898	15.533
Nợ dài hạn	19.243	29.735	34.828	27.770
Vốn chủ sở hữu	15.016	27.109	20.313	20.225
Tổng nguồn vốn	52.965	71.850	73.039	63.529

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	34,7%	90,4%	41,4%	-13,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	139,4%	36,9%	88,8%	11,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	41,0%	32,0%	29,9%	30,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,7%	4,8%	6,4%	8,2%
ROA (%)	2,2%	2,4%	3,9%	4,5%
ROE (%)	7,3%	7,0%	11,8%	15,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,59	0,62	0,72	0,68
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,07	1,65	2,60	2,14
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.468	1.980	3.634	2.681
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.408	36.304	26.446	17.475

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888