



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

KHỐI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Xuân Tùng
Vu Thi Thu Trang

Hà Nội, ngày 18/03/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê
Đại Hành- Hai Bà Trưng - Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 615
Fax: 04.35771966

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN MASAN (MSN – HSX)


Khuyến nghị đầu tư: Sau khi ước tính giá trị nội tại cũng như cân nhắc các rủi ro có liên quan, tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu MSN tại mức giá và điều kiện thị trường hiện tại.

Điểm mạnh

- MSN là một trong những doanh nghiệp có vốn hóa lớn trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Chiến lược kinh doanh theo mô hình sở hữu tài sản đầu tư chi phối vào những ngành kinh doanh, những công ty có khả năng sinh lời, có khả năng dẫn đầu thị trường về thị phần, đặc biệt là hàng tiêu dùng thực phẩm, ngân hàng, khoáng sản, không đầu tư vào bất động sản.
- Huy động vốn nhanh và nhiều từ các tổ chức uy tín để tham gia các thương vụ M&A như : KKR, JP Morgan, ngân hàng Standard Chartered. HSBC là đối tác chiến lược của Techcombank MountKellet, Standard Chartered cung cấp vốn cho công ty tài nguyên Masan Resources, từ năm 2009 đến nay số vốn huy động được từ các tổ chức tài chính và đối tác nước ngoài đã lên tới hơn 1 tỷ USD.

Điểm yếu và rủi ro khi đầu tư

- Chiến lược kinh doanh mang nhiều rủi ro do không đoán được khả năng thành công khi thực hiện
- MSN sử dụng đòn bẩy tài chính cao, điều này có thể gây khó khăn cho công ty trong bối cảnh lãi suất thị trường cao.
- Gặp rủi ro về cạnh tranh từ các công ty trong nước và nước ngoài. Ở Việt Nam lĩnh vực thực phẩm là lĩnh vực có sự cạnh tranh gay gắt, Masan Consumer đang phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt về thương hiệu và thị phần với các doanh nghiệp trong nước, hơn nữa sự gia nhập của các thương hiệu lớn từ nước ngoài càng khiến sự phát triển của Masan Cosumer gặp nhiều khó khăn.

- 
- Ngoài ra, MSN còn phải đối mặt với những rủi ro như: rủi ro tín dụng là những rủi ro về các khoản nợ khó đòi, chính sách tín dụng với khách hàng, rủi ro tín dụng của Techcombank. Rủi ro về tỷ giá hối đoái xuất hiện trong các khoản chi phí phát sinh bằng ngoại tệ, cả Masan Consumer, Techcombank, MasanResources đều phải gánh chịu các khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá hối đoái. Rủi ro về tính thanh khoản do không huy động được vốn trong tương lai.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 18/03/2013 (nghìn đồng)	120.0
EPS trailing (nghìn đồng)	2.27
P/E	54.30
Giá trị sổ sách (nghìn đồng)	20.27
Hệ số Beta	1.35
KLGD trung bình 10 phiên	49,313
KLCP lưu hành	687,280,123
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	84,535.46

Tháng 11/2004, Thành lập Công ty Cổ phần Hàng hải Ma San (MSC) với vốn điều lệ ban đầu là 3.2 tỷ đồng. Tháng 7/2009, MSC được chuyển toàn bộ cho công ty cổ phần tập đoàn Masan. Masan Group nắm giữ 54.8% cổ phiếu của Masanfood và 19.9% của ngân hàng Techcombank.

Tháng 10/2009, Masan Group tăng vốn từ 3,783,650 tỷ đồng lên 4,065,528 tỷ đồng thông

qua việc phát hành riêng lẻ cho các cổ đông hiện hữu và các cá nhân trong Tập đoàn.

Tháng 10/2009, Masan Group tăng vốn từ 4,065,528 tỷ đồng lên 4,285,927 tỷ đồng và lên 4,763,998 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho BI Private Equity New Markets II K/S, một quỹ đầu tư được quản lý bởi Bank Invest, và cho các nhà đầu tư khác.

Masan Group hoàn tất việc tái cấu trúc, nắm giữ 54.8% Masan Food. Hai công ty con của Masan Group là Hoa Bằng Lăng và Hoa Phong Lan lần lượt nắm giữ 11.0% và 7.0% cổ phiếu Masan Food. Masan Group vẫn tiếp tục giữ 19.99% cổ phiếu Techcombank.

Masan Group đăng ký thủ tục Công ty đại chúng và chính thức là Công ty đại chúng từ ngày 16/10/2009.

Hiện nay, Masan Group đang sở hữu 80.81% cổ phần của Masan Consumer, 65% cổ phần của Masan Resources, 19.7% cổ phần của Techcombank, sở hữu 52.56% vinacafe Biên Hòa (VCF) đã mua lại 40% cổ phần của cám con cò (Proconco). vừa công bố công ty con là Công ty Cổ phần Hàng tiêu dùng Ma San (Masan Consumer) sẽ mua lại 24.9% cổ phần của Công ty Cổ phần Nước khoáng Vĩnh Hảo. Masan Group có 4 công ty con là Hoa Bằng Lăng, Hoa Phong Lan, Hoa Thực Dược và Hoa Đồng Tiền (đều lần lượt nắm giữ 9.41%, 5.97%, 7.04% và 7.04% cổ phiếu Masan Consumer) và đều hoạt động trong lĩnh vực tư vấn đầu tư.

MÔ HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

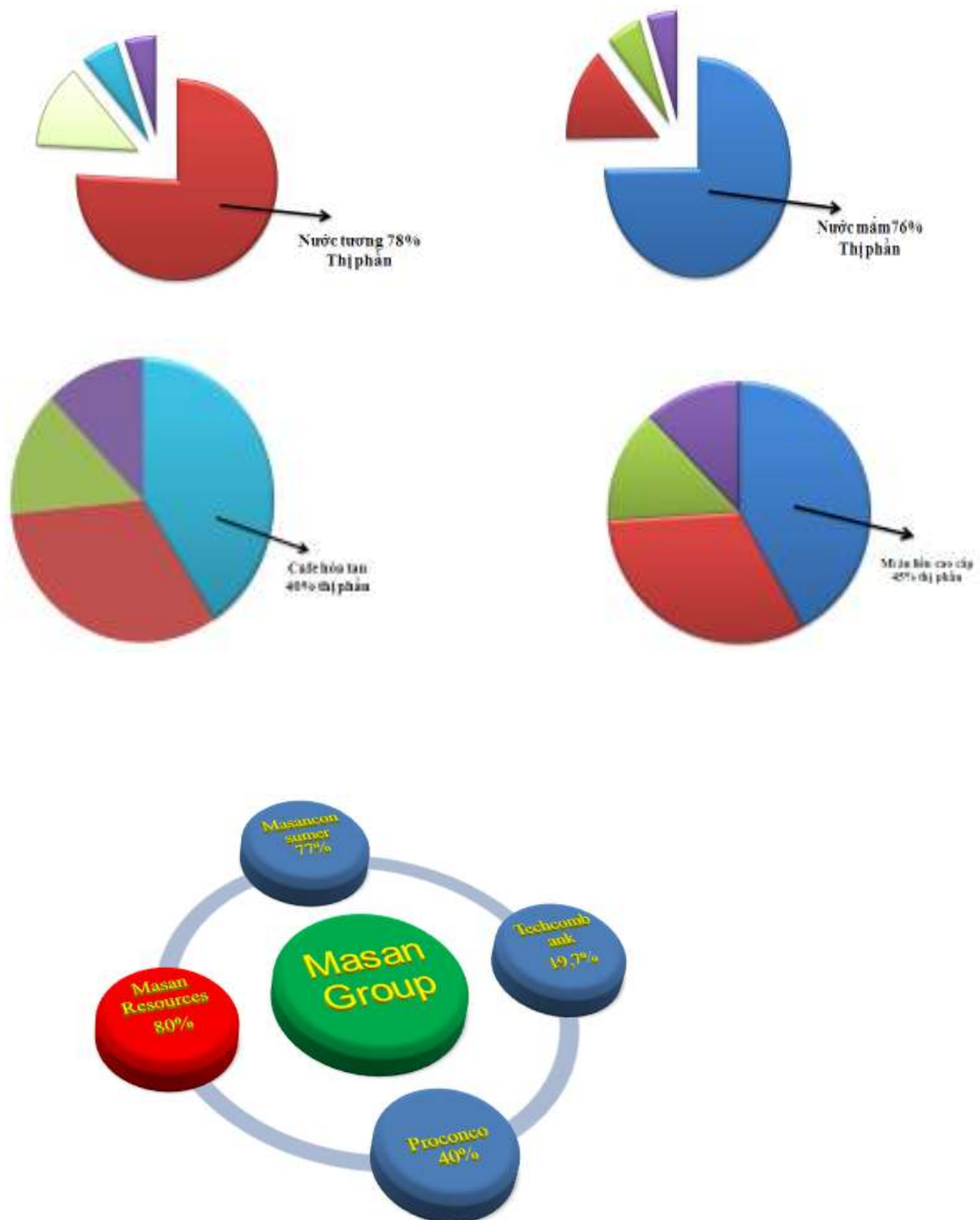
Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

Xác định và đánh giá các cơ hội kinh doanh, đầu tư trong các lĩnh vực được hưởng lợi ích từ ngành tiêu dùng và phân phối nội địa. Tăng vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh hiện nay và những khoản đầu tư mới. Điều hành các công ty con và công ty liên kết, đồng thời tư vấn kế hoạch phát triển chiến lược. Chính vì vậy, tính chất đa ngành của tập đoàn MaSan luôn được thể hiện trong các ngành như: Ngân hàng (Techcombank), khoáng sản (công ty tài nguyên Masan Resources), công ty hàng tiêu dùng (Masan Consumer). Nhưng lĩnh vực ngành tiêu dùng là lĩnh vực mang lại doanh thu và lợi nhuận lớn đóng góp chủ yếu vào lợi nhuận của Masan năm 2012:

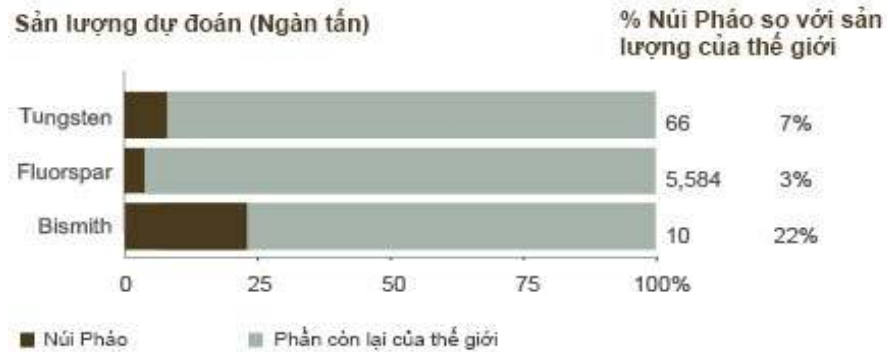
Tên	Tỷ lệ đóng góp	2012 (tỷ đồng)
CTCP hàng tiêu dùng Masan		2845
Mì ăn liền & nước chấm		2540
Đóng góp vào Masan	77%	1945
Proconco		600
Đóng góp vào Masan	30%	45
Vinacafe		296
Đóng góp vào Masan	40%	120
Techcombank		2950
khấu trừ		-576
Đóng góp vào Masan	30.5%	327
CT tài nguyên		-
Đóng góp vào Masan	80%	-

Vị thế và chiến lược phát triển

Với Masan Consumer: Hiện nay, sản phẩm Chín-Su chiếm khoảng 75% thị phần toàn quốc. Mạng lưới phân phối của sản phẩm Chín-Su rất mạnh các điểm bán hàng phủ đều 64/64 tỉnh thành, sản phẩm Chinsu còn được xuất khẩu sang nhiều nước. Ngày 14 tháng 7 năm 2007, Công ty Cổ phần Masan PQ (công ty thành viên thứ 12 của Masan Group) đã khởi công xây dựng Nhà máy nước mắm Masan Phú Quốc với sản phẩm chính là nước mắm cốt tại huyện đảo Phú Quốc, tỉnh Kiên Giang. Nhà máy này sẽ cung cấp ít nhất 50% nguồn nguyên liệu nước mắm cốt cho Công ty Liên doanh Chế biến Thực phẩm Vitecfood (thành viên của Masan Group, với nhãn hiệu nổi tiếng Chín-su từ năm 2002) vào năm 2010, nhằm ổn định sản lượng và chất lượng cùng với việc áp dụng khoa học kỹ thuật tiên tiến vào sản xuất để có giá thành tối ưu nhất. Giới thiệu nước mắm cao cấp Chín-su bằng chính nguồn nước mắm cốt từ nhà máy do công ty thành viên Masan Group sản xuất với chi phí hợp lý và chủ động về nguồn nguyên liệu sẽ mang lại hiệu quả kinh doanh cao, tăng cường năng lực cạnh tranh tại thị trường nội địa và chinh phục thị trường quốc tế, giới thiệu nghệ thuật ẩm thực Việt Nam với thế giới trong tương lai. Với chiến lược marketing “dựa trên sự sợ hãi” đã tạo nên sự ấn tượng cho những sản phẩm được ra đời sau đó như Nam Ngư, nước tương Tam Thái Tử đã chiếm được thị phần cao. Đặc biệt với sản phẩm mì gói Omachi và Tiển Vua, chỉ với 2 sản phẩm tập trung cùng những thông điệp marketing chưa có tiền lệ, nhóm sản phẩm mì ăn liền của Masan Food đã lại khuấy động thị trường. Sau chưa đầy 3 năm có mặt trên thị trường, Omachi và Tiển Vua đã giành được 15% thị trường, đánh bật cả thương hiệu lâu đời Vifon và một nhà sản xuất mạnh khác là Asia Food. Đối với sản phẩm nước tương, công ty này mới bắt đầu vào thị trường Việt Nam với sản phẩm nước tương Chín-su (đến nay đã luôn chiếm 70% thị phần gia vị phân khúc cao cấp). Trước đó, các tên tuổi trong lĩnh vực này như Vedan, Magi, Ajinomoto, Knorr... đều đã lần lượt tham gia và cùng nhau “phân chia” thị trường này. Chính vì vậy, không dễ dàng gì khi cái tên Chín-su lọt vào bếp Việt và trở thành nhãn hiệu số 1 trong ngành hàng gia vị tại Việt Nam 4 năm liên tiếp với việc chiếm 60% thị phần của ngành gia vị cao cấp. Ngày 9/12/2012, MSN đã nắm giữ hơn 50% cổ phần Vinacafe Biên Hòa. MSN đã chính thức xâm nhập thị trường cà phê Việt Nam bởi Vinacafe là thương hiệu cà phê với thị phần lớn chiếm trên 50%, với việc chiếm lĩnh này MSC (Masan Consumer) có thể tận dụng các kênh phân phối của vinacafe góp phần phát triển thương hiệu. Một thương vụ gần đây cũng gây sự chú ý, MSN mua lại 40% cổ phần của Proconco "Mua lại Proconco đặt nền móng cho Masan Consumer tham gia vào phân khúc thị trường cung cấp chất đạm (thịt, cá, hải sản) đầy tiềm năng tăng trưởng, dựa trên cơ sở gia tăng của dân số Việt Nam và mức độ tiêu thụ đạm/đầu người ngày càng gia tăng". Masan Consumer còn cho biết, để thực hiện được mục tiêu, một chuỗi giá trị "giống sạch - thức ăn sạch - nuôi sạch - chế biến sạch- phân phối bảo quản sạch" sẽ được xây dựng.



Với Masan Resources: Masan Resources là một trong những công ty tài nguyên lớn nhất thuộc khu vực kinh tế tư nhân ở Việt Nam, hiện đang phát triển dự án mỏ đa kim Núi Pháo đẳng cấp thế giới ở miền Bắc. Mỏ đa kim với trữ lượng vonfram, florit, đồng, bismut và vàng rất lớn, Một trong những trữ lượng vonfram đã được nhận diện lớn nhất thế giới nằm ngoài Trung Quốc, với 52.5 triệu tấn quặng WO₃ phẩm cấp trung bình 0.21%. Với phương pháp khai thác mỏ lộ thiên và tỷ lệ bóc đất thấp, dự án sẽ là một trong những nhà sản xuất vonfram với chi phí thấp nhất trên thế giới. Khi đi vào sản xuất, dự án dự kiến sẽ tạo ra doanh thu khoảng 400-500 triệu USD và EBITDA khoảng 250-300 triệu USD hàng năm. Tiến độ triển khai mạnh mẽ, mục tiêu đưa vào sản xuất vào đầu năm 2013.



Ghi chú: Trữ lượng Núi Pháo cũng có chứa một lượng đồng và vàng nhỏ.
 Số liệu được sử dụng là sản lượng theo công suất tối đa của Núi Pháo;
 số liệu 2010 được sử dụng cho thế giới
 Nguồn: Masan Resources; CRU; Somerley report; U.S. Geological Survey;

PHÂN TÍCH NGÀNH

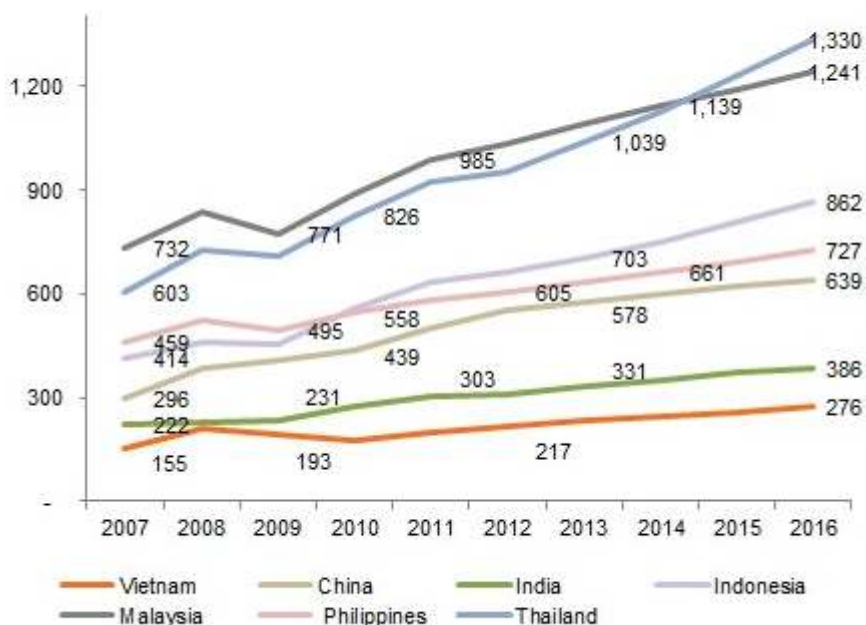
Ngành Thực phẩm – Tiêu dùng Việt Nam: Tiềm năng phát triển là rất lớn

Sự phát triển của nền kinh tế thị trường trong hơn 25 năm đổi mới đã giúp Việt Nam trở thành một trong những nền kinh tế phát triển nhanh nhất trong khu vực với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm là 14.1% (giai đoạn 2007-2011). Sự giàu lên của nền kinh tế đã kích thích và thúc đẩy người tiêu dùng chi tiêu mạnh hơn. Với tốc độ tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng bình quân đạt 17.2% (2007-2011).



Source: World bank, Euromonitor

CHI TIÊU TRÊN ĐẦU NGƯỜI DÀNH CHO THỰC PHẨM VÀ NƯỚC GIẢI KHÁT SO VỚI CÁC QUỐC GIA TRONG KHU VỰC (2007-2016)



Trong giai đoạn 2007-2011, chi tiêu bình quân của mỗi người dành cho thực phẩm và đồ uống không còn tại 7 quốc gia: Việt Nam, Ấn Độ, Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan đều có sự gia tăng. Tuy nhiên, Việt Nam có mức chi tiêu dành cho thực phẩm và đồ uống bình quân đầu người thấp nhất, chỉ 201 USD/người (năm 2011), và chi tiêu dành cho các mặt hàng này bình quân đầu người so với tổng thu nhập vẫn chỉ chiếm một phần nhỏ. Với dân số trẻ gia nhập thị trường lao động, mức chi tiêu trung bình của mỗi người tiêu dùng Việt Nam sẽ còn tiếp tục tăng vào năm 2012-2016. Năm 2012, dự kiến chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống của người tiêu dùng Việt sẽ đạt 276 USD/người/năm. Đến năm 2016, tổng chi tiêu của người tiêu dùng với thực phẩm và đồ uống sẽ tăng lên 25.2 tỷ USD so với mức 17.7 tỷ USD năm 2011.

Chiến lược ngành : Masan Consumer thực hiện chiến lược "chọn sân chơi". Các tiêu chí lựa chọn ngành bao gồm: Các mặt hàng thực phẩm và đồ uống có cơ hội thị trường lớn và có *qui mô thị trường tiềm năng đạt ít nhất 500 triệu USD*. Những thị trường có khả năng xây dựng một thương hiệu cao cấp và tạo ra lợi nhuận cao (*tỷ suất lợi nhuận gộp ít nhất là 30%*). Thị trường cạnh tranh, đang bị chi phối bởi các doanh nghiệp nhà nước hoặc thị trường manh mún và có lộ trình hợp nhất rõ ràng. Các thị trường có thể gia tăng giá trị thông qua nội địa hóa sản phẩm, tập trung vào khẩu vị địa phương và sức khỏe. Chiến lược dài hạn của công ty hàng tiêu dùng Masan (Masan consumer) là cung cấp các sản phẩm giàu protein chất lượng cao cho người tiêu dùng, bằng chứng là việc mua lại 40% cổ phần của proconco. Proconco sẽ là nền tảng cung cấp nguồn nguyên liệu đầu vào để hoàn thành chuỗi giá trị từ thức ăn gia súc đến chăn nuôi để chế biến và bán lẻ. Proconco là một trong những công ty sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn nhất Việt Nam với công suất 1.2 triệu tấn thức ăn chiếm 11% thị phần.

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011	2012
----------------------	------	------	------	------	------

Doanh thu thuần	1,922.09	3,957.81	5,586.29	7,056.85	10,389.42
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		105.91%	41.15%	26.32%	47.22%
Lợi nhuận sau thuế	400.11	679.52	2629.22	2,496.01	2,017.57
<i>Tăng trưởng LNST</i>		69.83 %	286.92%	-5.07%	-19.17%
Tổng tài sản	1,575.39	7,017.09	21,129.54	33,572.62	38,748.66
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		345.4%	201.11%	58.89%	15.41%
Vốn chủ sở hữu	471.82	4,762.09	10,623.69	15,875.65	13,928.03
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		909.3%	123%	49.43%	-12.26%

Doanh thu thuần của MSN tăng trưởng liên tục từ năm 2008 đến năm 2012, năm 2009 đối mặt với tình trạng suy thoái kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam cũng bị những ảnh hưởng nhất định. Tuy nhiên doanh thu năm 2009 vẫn tăng 105.91% so với năm 2008, sự gia tăng này chủ yếu là sự gia tăng thị phần của Masan Food với những sản phẩm nước chấm, mì ăn liền. Sự xuất hiện của những sản phẩm trung cấp như Nam Ngu, nước tương Tam Thái Tử và mì ăn liền Tiên Vua là nguyên nhân chính giúp tăng trưởng doanh thu của MSN do tận dụng được kênh phân phối của Masan Food, sự cạnh tranh được về giá cả và thị hiếu của người tiêu dùng. Bước sang năm 2010, doanh thu thuần đã tăng mạnh ở mức 41.15%, từ mức 3,957.81 tỷ đồng năm 2009 đã lên đến 5,586.29 tỷ đồng sự gia tăng này chủ yếu là do sự phát triển mạnh của Masan Consumer với 2 dòng sản phẩm nước mắm và mì Omachi. Sự gia tăng mạnh này do chính sách mở rộng thị trường, chiến dịch marketing hướng tới thị phần vùng nông thôn và mở rộng thêm 25 nhà phân phối, 15,081 điểm bán lẻ trong năm 2010. Năm 2011, việc giới thiệu sản phẩm mới cũng như mua lại thương hiệu vinacafe Biên Hòa cũng đã giúp doanh thu của Masan Consumer tăng vọt do vinacafe đã bắt đầu đóng góp vào doanh thu thuần của Masan Consumer vào quý IV, mạng lưới bán hàng đã tăng lên 163,594 vào ngày 31/12/2011. Doanh thu cả năm 2012 đạt 10,389 tỷ đồng, tăng trưởng 47.2% trên cơ sở tăng trưởng doanh thu của công ty cổ phần hàng tiêu dùng Masan Consumer.

Mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh và liên tục nhưng lợi nhuận sau thuế của MSN lại sụt giảm từ sau năm 2010. Năm 2009, lợi nhuận sau thuế đạt 680 tỷ đồng tăng 69.83% so với mức 400 tỷ đồng năm 2008 do sự đóng góp từ kết quả kinh doanh của Masan Food và Techcombank. Đặc biệt, năm 2010 lợi nhuận tăng đột biến hơn 286% so với năm 2009 do sự đóng góp từ kết quả kinh doanh tốt của Masan Consumer, Masan Resources và Techcombank. Lợi nhuận sau thuế năm 2011, giảm nhẹ 5.1% là do khoản thu nhập đột biến được ghi nhận như thu nhập tài chính từ khoản bất lợi thương mại liên quan đến thương vụ mua lại dự án Núi Pháo năm 2010. Và năm 2012, lợi nhuận đã giảm 19% so với năm 2011 do sự giảm đi từ lợi nhuận của Techcombank do trích lập dự phòng rủi ro rất thận trọng. Do kết quả của việc tái cơ cấu công ty cũng như việc huy động vốn mà tổng tài sản của MSN đã tăng mạnh, năm 2009 gấp 4 lần 2008. Bên cạnh đó việc thực hiện các thương vụ M & A như dự án Núi Pháo, vinacafe Biên Hòa và việc mở rộng dây chuyền sản xuất nước chấm, mì ăn liền đã thúc đẩy tài sản tăng trưởng mạnh mẽ đạt hơn 38,000 tỷ đồng vào năm 2012.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Khả năng thanh toán

Chỉ số	2008	2009	2010	2011	2012
Hệ số thanh toán hiện hành	1.82	2.02	1.43	3.46	1.78
Hệ số thanh toán nhanh	1.55	1.85	1.34	3.29	1.67
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.15	0.43	0.36	0.05	0.03

Các chỉ tiêu về thanh toán của MSN cho thấy khả năng thanh toán của MSN là tốt do có nền tảng tài chính mạnh, hơn nữa các chỉ số này đều lớn hơn mức trung bình của ngành dấu hiệu thể hiện sự vượt trội, mức độ an toàn vốn cao giảm thiểu tỷ lệ nợ. Từ năm 2008 đến năm 2010, nhìn chung khả năng thanh toán ở mức tốt đó là sự tăng lên của các chỉ số thanh toán nhanh và hiện hành, chỉ số thanh toán nhanh năm 2008 là 1.55 thì năm 2009 là 1.85. Tuy nhiên năm 2010, hầu hết các chỉ số này lại giảm điều này phù hợp với tình trạng nền kinh tế lúc này đang gặp khó khăn đã làm giảm tỷ trọng tài sản ngắn hạn mà thay vào đó tỷ lệ nợ đã tăng lên. Nhưng đến năm 2011, tình hình đã được cải thiện và phục hồi các chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh tăng vọt và đều lớn hơn 3, cho ta thấy tính thanh khoản và tình hình tài chính đã được cải thiện rõ rệt. Bước sang năm 2012, tình hình thanh toán nợ ngắn hạn đã giảm đi chỉ còn lớn hơn 1, tuy vậy cũng không hẳn là bất lợi đối với MSN trước bối cảnh khó khăn của nền kinh tế gặp phải trong năm 2012. MSN vẫn giữ được khả năng thanh toán tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Cấu trúc tài chính

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Vay dài hạn/Tài sản	0.10	0.24	0.22	0.33
Vốn vay/Tài sản	0.2	0.29	0.28	0.37
Công nợ/Tài sản	0.28	0.43	0.36	0.49

Tỷ trọng vay và nợ dài hạn của MSN tăng trong giai đoạn 2009 – 2012, từ 0.1 đến 0.33 đối với các khoản vay dài hạn và đối với vốn vay là từ 0.2 đến 0.37. Điều này hoàn toàn phù hợp với khả năng mở rộng sản xuất, cải tiến công nghệ đưa ra hàng loạt sản phẩm mới, bên cạnh đó trong giai đoạn này MSN tiến hành các thương vụ M&A mạnh mẽ nên cần huy động nhiều vốn hơn. Vì vậy tỷ trọng vay và nợ dài hạn tăng nên là điều tất yếu.

Hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Thời gian TB thu tiền KH	7.85	3.95	6.67	5.53
Thời gian TB xử lý HTK	27.04	27.97	41.22	34.76
Thời gian TB trả cho NCC	30.14	40.6	39.55	41.26
Chu kỳ tiền tệ	4.75	-8.68	8.34	-0.97

Do thực hiện chính sách bán hàng thu tiền ngay và tận dụng kênh phân phối rộng lớn mà hiệu quả hoạt động của Masan Consumer là tốt so với các doanh nghiệp khác cùng ngành. Các chỉ số về thời gian trung bình thu tiền khách hàng và hàng tồn kho tương đối thấp. Thời gian TB thu tiền KH giảm từ năm 2009-2012 từ 7.85 ngày xuống còn 5.53 ngày, tuy vậy thời gian trung bình xử lý HTK có tăng lên điều này phù hợp với tình hình hiện tại của nền kinh tế hoặc cũng có thể công xử lý hàng tồn kho chưa được tốt. Về thời gian TB trả cho NCC có tăng lên là do có thể MSN có uy tín đối với đối tác cung cấp nên có thể tăng thời gian trả nợ.

Tỷ suất sinh lời

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Lãi gộp/Doanh thu	34.71%	42.81%	43.35%	40.54%
Lãi hoạt động/Doanh thu	17.41%	46.13%	35.14%	25.67%
Lãi trước thuế/Doanh thu	18.52%	49.16%	40.65%	24.48%
Lãi ròng/Doanh thu	17.17%	47.07%	35.37%	19.42%
ROA	15.57%	16.22%	7.21%	3.6%
ROE	25.9%	34.17%	18.8%	13.53%

Hiệu quả từ kinh doanh đã kéo theo tỷ suất lợi nhuận của MSN tăng cao trong những năm qua, Masan Group với thế mạnh từ các công ty con như : Masan Consumer với những sản phẩm tiêu dùng mang lại doanh thu cao , ngân hàng Techcombank, dự án Núi Pháo. Tuy nhiên, với việc mở rộng quy mô tài sản cũng như việc gia tăng vốn chủ sở hữu đã làm giảm tỷ suất sinh lời (ROA, ROE), điều này chỉ là tạm thời do các dự án đầu tư đã bắt đầu hoạt động và sẽ mang lại lợi nhuận trong tương lai.

Phân tích Dupont

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Lãi ròng/Doanh thu	17.17%	47.07%	35.37%	19.42%
Doanh thu/Tổng tài sản	0.92	0.39	0.26	0.29
Tổng tài sản/Vốn CSH	1.64	1.83	2.06	2.42
ROE	25.9%	34.17%	18.8%	13.53%

Về khả năng sinh lời, tỷ suất lợi nhuận biên tăng khá mạnh từ năm 2009-2011, điều này làm ROE cũng tăng lên vào 2010 là 34.17%. Tuy nhiên vào năm 2011 thì ROE lại giảm mạnh điều này do 2 nguyên nhân : tỷ suất lợi nhuận biên giảm xuống còn 35.37% và tỷ suất doanh thu trên tổng tài sản giảm xuống còn 0,26 mặc dù đòn bẩy tài chính tăng lên nhưng không đáng kể để làm tăng được ROE. Điều này là phù hợp với tình hình hiện nay của MSN , vẫn đang tiếp tục mở rộng quy mô sang các ngành khác như : khoáng sản (Masan Resources), Thực phẩm (Proconco), đồ uống (Vĩnh Hảo).

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

Là một doanh nghiệp lớn, tình hình quản trị của MSN luôn được nhà đầu tư hết sức quan tâm. Hiện nay, Chủ tịch tập đoàn Masan là ông Nguyễn Đăng Quang, ông Quang lại là cổ đông lớn nhất sở hữu 46% cổ phần của CTCP Masan – công ty mẹ trực tiếp và gián tiếp nắm giữ 51% cổ phần của CTCP Tập đoàn Masan. Bà Nguyễn Hoàng Yến là thành viên hội đồng quản trị kiêm phó giám đốc Masan Group, thành viên hội đồng quản trị Masan Consumer. Ông Hồ Hùng Anh phó chủ tịch hội đồng quản trị và ông Quang là 2 thành viên chủ chốt của MSN. Ông Madhur Main là Tổng giám đốc MSN từ năm 2008 đến nay. Ông đồng thời cũng là thành viên HĐQT Ngân hàng Techcombank, Trước khi gia nhập Masan, ông Madhur đã có 14 năm làm việc tại ngân hàng Merrill Lynch và Deutsche Bank. Kể từ khi ông Madhur Maini đảm đương cương vị tổng giám đốc của Tập đoàn Masan công ty đã có những bước phát triển đáng kể.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ➤ MSN là một trong những doanh nghiệp có vốn hóa lớn trên thị trường chứng khoán Việt Nam. ➤ Có nền tảng tài chính vững mạnh, có khả năng huy động vốn lớn từ các cổ đông, tổ chức nước ngoài. ➤ Đầu tư vào những ngành, tài sản có tốc độ tăng trưởng cao, không đầu tư vào bất động sản. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Chiến lược kinh doanh mang nhiều rủi ro do không đoán được khả năng thành công khi thực hiện ➤ MSN sử dụng đòn bẩy tài chính cao, điều này có thể gây khó khăn cho công ty trong bối cảnh lãi suất thị trường cao. ➤ Gặp rủi ro về cạnh tranh từ các công ty trong nước và nước ngoài. Ở Việt Nam lĩnh vực thực phẩm là lĩnh vực có sự

<ul style="list-style-type: none"> ➤ Với ngành tiêu dùng, có sự đa dạng hóa sản phẩm đáp ứng nhu cầu và chiếm được thị phần cao trong ngành sản xuất tiêu dùng. 	<p>cạnh tranh gay gắt, Masan Consumer đang phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt về thương hiệu và thị phần với các doanh nghiệp trong nước, hơn nữa sự gia nhập của các thương hiệu lớn từ nước ngoài càng khiến sự phát triển của Masan Cosumer gặp nhiều khó khăn.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Ngoài ra, MSN còn phải đối mặt với những rủi ro như : rủi ro tín dụng là những rủi ro về các khoản nợ khó đòi, chính sách tín dụng với khách hàng, rủi ro tín dụng của Techcombank. Rủi ro về tỷ giá hối đoái xuất hiện trong các khoản chi phí phát sinh bằng ngoại tệ, cả Masan Consumer, Techcombank, Masan Resources đều phải gánh chịu các khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá hối đoái. Rủi ro về tính thanh khoản do không huy động được vốn trong tương lai.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Việt Nam với cơ cấu dân số đông và phát triển, với nền kinh tế trong giai đoạn đang phát triển hứa hẹn sẽ đầy tiềm năng với ngành hàng tiêu dùng. ➤ Với các dự án đầu tư mới như : vinacafe Biên Hòa, proconco, Núi Pháo, nước khoáng vĩnh hảo sẽ tăng tính chất đa ngành mang tới nhiều cơ hội sinh lời tốt hơn. ➤ Sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài là cơ hội tốt giúp MSN tăng sự uy tín cũng như huy động vốn hiệu quả hơn 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Sự cạnh tranh từ các đối thủ trong nước cũng như nước ngoài do tính chất ngành hàng tiêu dùng luôn khốc liệt. ➤ Gặp phải rủi ro từ các thương vụ M&A không mang lại hiệu quả . ➤ Lạm phát, tỷ giá , lãi suất cao và sự không ổn định của luật pháp ảnh hưởng không nhỏ đến sản xuất kinh doanh của công ty.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Nếu không tính đến lợi nhuận đột biến trong năm 2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân của MSN trong giai đoạn 2007 – 2011 vào khoảng 40%. Tuy vậy, trong bối cảnh giá nguyên vật liệu nhựa dự báo tiếp tục tăng mạnh trong năm 2012, tôi ước tính LNST năm 2012 của MSN vào khoảng 78.8 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng 20% trong năm này và EPS forward là 7,960 đồng.

Phương pháp P/E và P/B

Các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết trên cả 2 sàn hiện có P/E và P/B bình quân lần lượt là 17.91 và 3.65. Với EPS forward và BV của MSN lần lượt là 3,960 và 22,389 đồng, giá trị của cổ phiếu MSN lần lượt là 70,923 đồng và 81,719 đồng.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tính WACC		
Lãi suất phi Rủi ro (Risk Free Rate)	11.0%	LS Trái phiếu Chính phủ trung và dài hạn
Mức bù rủi ro (VN Index Equity Risk Premium)	8%	Source: Damodaran
Chỉ số Equity Beta của cổ phiếu	1.48	Risk of the company being valued vs VN Index
Chi phí vốn Cổ phần	22.8%	Risk Free Rate + Beta* Equity Risk Premium
Lãi suất Tiền vay của Doanh nghiệp	12.0%	Cost of Debts
Tỷ suất Thuế TNDN	25.0%	Effective Tax rate
Lãi tiền vay sau thuế	9.0%	
Vốn vay/Tổng tài sản	49.8%	Target Capital Structure
Tỷ lệ Chiết khấu WACC	17.4%	

Với giả định tỷ suất lợi nhuận biên không đổi, doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2013 đến 2017 tăng trưởng 15%/năm, từ sau giai đoạn này tăng trưởng 10%/năm, ta có bảng dự tính luồng tiền tự do như sau:

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	16,850	19,377.5	22,284.12	25,626.7	29,470.8
Lợi nhuận sau thuế	4,420	5,083	5,845.45	6,722.27	7,730.61
Lãi suất (1-T)	-	-	-	-	-
Khấu hao	1,573.8	1,809.87	2,081.35	2,393.55	2,752.6
Đầu tư vào tài sản cố định	1,436.7	1,652.2	1,900	2,185	2,512.8
Đầu tư vào vốn lưu động	1,176.3	1,352.75	1,555.66	1,789	2,057.36
Dòng tiền tự do (FCFF)	3,047.8	3,387.92	4,471.1	5,141.77	5,913
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017					87,896.5
Giá trị doanh nghiệp	52,870.66				
Giá trị nợ	15,871.15				
Số lượng cổ phiếu lưu hành					687,280,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)	53,834				

Như vậy, theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, MSN được định giá ở mức 53,834 đồng/cổ phiếu. Lưu ý là phương pháp này mang tính chủ quan rất cao, ngoài ra việc dự đoán kết quả kinh doanh của AAA trong các năm tới gặp nhiều khó khăn do kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước đang có nhiều bất ổn, nên chúng tôi chỉ để phương pháp này chiếm tỷ trọng 20% trong giỏ định giá cổ phiếu.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu
P/E	40%	70,923
P/B	40%	81,719
FCFF	20%	53,834
Trung bình	100%	71,823

Như vậy, tính trung bình cả 3 phương pháp, giá trị hợp lý của MSN vào khoảng 71,823 đồng/cổ phiếu. MSN đang được giao dịch trên thị trường với giá trị lớn hơn giá trị nội tại. Cần nhắc một số nguyên nhân sau:

Thứ nhất, MSN không trả cổ tức trong năm 2011 và 2012 có thể do MSN đang trong giai đoạn huy động vốn nhằm mục tiêu dài hạn là đạt 1 tỷ USD lợi nhuận hợp nhất và vươn lên đứng đầu trong các lĩnh vực kinh doanh đặc biệt là hàng tiêu dùng. Công ty hàng tiêu dùng (Masan Consumer) sẽ mở rộng hoạt động bằng các thương vụ mua bán sáp nhập ví dụ như proconco và nước khoáng Vĩnh Hảo đánh dấu bước chân đầu tiên vào lĩnh vực đồ uống.

Trong lĩnh vực khoáng sản, Công ty Masan Resources (MSR) - đơn vị MSN nắm 80% vốn đang có những hoạt động đầu tư rất lớn vào Dự án Núi Pháo (Thái Nguyên). Đây là dự án mà một khi đưa vào vận hành (quý I/2013), ước sẽ đem lại doanh thu 400 - 500 triệu USD, lợi nhuận 250 - 300 triệu USD/năm.

Trong lĩnh vực ngân hàng, Techcombank đã có những hoạt động phát triển khá tốt với mức tăng trưởng trên 50% trong năm 2011. Thời gian tới, cùng với những chính sách tích cực từ chính phủ về lãi suất cùng với việc Techcombank mở rộng mạng lưới các sản phẩm tiện ích khác sẽ mang lại lợi ích cho MSN trong tương lai.

MSN tiếp tục chính sách huy động vốn bằng cách phát hành riêng lẻ tối đa 310 triệu cổ phiếu, phát hành chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR) với quy mô 1.5 tỷ USD. Mới đây, hai nhà đầu tư hiện hữu của MSN là Richard Chandler Corporation và Mount Kellett đã đồng ý cho MSN vay thêm 185 triệu USD. Ngoài ra, Công ty Tài nguyên Masan Thái Nguyên, một công ty con của MSR đã huy động được khoản vay trị giá 80 triệu USD từ Ngân hàng Standard Chartered cho Dự án Núi Pháo.

Theo nhận định của chúng tôi. Trong tương lai, khi các dự án đầu tư được đưa vào hoạt động thì sự tăng trưởng của MSN sẽ rất ấn tượng. Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị Nắm Giữ đối với cổ phiếu này.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; **Website:** <http://www.apex.com.vn>