

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (MSN)

Ngày 25 tháng 3 năm 2015

## BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (24/3/2015)	Đồng	80.500
Giá mục tiêu	Đồng	94.000
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		Năm giữ
Mức kháng cự	Đồng	85.000
Mức hỗ trợ	Đồng	78.000
Mã Bloomberg: <b>MSN VN</b>	Sàn niêm yết: HSX	
Ngành:	Đa ngành	
Beta		0,79
Giá cao/thấp nhất (52 tuần)	108.000 – 78.500	
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		747
Vốn hóa (tỷ đồng)		65.074
KLGDBQ 12 tháng		265.937
Sở hữu nước ngoài (%)		35%
Năm	EPS (Đồng)	
2015F	2.083	
2014	1.447	
2013	646	
2012	2.176	

MSC	2010–14 CAGR	2015F (tỷ đồng)	2015-19 CAGR
Doanh thu	24%	16.039	24%
EBITDA	22%	4.285	27%
LN ròng	28%	3.898	24%

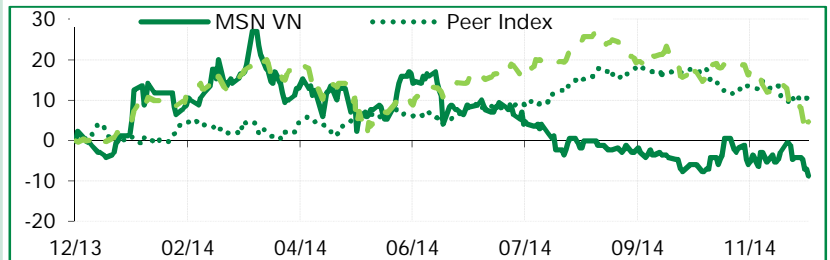
Chỉ số tài chính	MSN	Cùng ngành	VNI
P/E	56,8	27,3	12,9
P/B	4,2	3,3	1,8
EV/EBITDA	21,5	12,5	9,1
ROE	7,3%	14%	13,6%
ROA	4,1%	6,7%	2,6%
Biên LN ròng	6,7%	6,3%	9,1%

(\*) Các doanh nghiệp cùng ngành phụ thuộc vào tình hình kinh doanh ngành hàng tiêu dùng (xem thêm trang 24)

**Giới thiệu về công ty:** MSN được thành lập năm 2004 và niêm yết trên Sàn Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2009.

MSN sản xuất hàng tiêu dùng (chiếm 85% DTT), khai thác tài nguyên thiên nhiên (15% DTT), và có công ty liên kết trong lĩnh vực ngân hàng. Cụ thể MSN nắm 74,2% cổ phần MSR, hoạt động tại mỏ Núi Pháo, mỏ có trữ lượng tungsten lớn nhất ngoài Trung Quốc và nắm 30,4% cổ phần Techcombank.

Kết quả 2014: Tổng tài sản: 24.647 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 16.089 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 1.080 tỷ đồng.



Trong báo cáo lần đầu CTCP Tập đoàn Masan (MSN) chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn dựa trên những lập luận sau:

### Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ

❖ **Tăng trưởng doanh thu ấn tượng từ nội tại và M&A:** Từ 2010, Masan đã tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sản xuất nước chấm và thực phẩm tiện lợi, đồng thời từ các thương vụ M&A (cà phê và nước uống), hướng đến thị trường tiêu dùng có tổng giá trị năm tỷ USD. Công ty hàng tiêu dùng Masan (MSC) là một trong những công ty có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất với 24%/năm.

❖ **Dẫn đầu về hàng tiêu dùng ở Việt Nam:** MSC nắm những vị trí hàng đầu về sản xuất nước chấm, mì ăn liền và cà phê hòa tan. Mạng lưới phân phối rộng khắp, đầu tư sản phẩm và xây dựng thương hiệu là thế mạnh của công ty.

❖ **Tận dụng cơ sở để mở rộng:** MSN tận dụng mạng lưới phát triển để xây dựng các nhãn hàng. Điển hình công ty đã mở rộng mạng lưới của Vinacafe và đang thâm nhập vào thị trường bia và thịt chế biến, những ngành hàng tiềm năng có thể tạo ra lợi nhuận.

❖ **Phân bổ lợi thế thương mại (LTTM) từ các thương vụ M&A tác động đến lợi nhuận:** MSN phải khấu hao LTTM trong các thương vụ M&A. Ngoài ra, lợi ích cổ đông thiểu số lớn đã làm giảm lợi nhuận ròng của MSN, dẫn đến EPS -409 đồng/cổ phiếu trong 9T2014. Nhờ bán Công ty Bao bì Minh Việt và Masan Agri, MSN ghi nhận lợi nhuận ròng ở mức 1.080 tỷ đồng, tăng 139% trong 2014.

❖ **Tiềm năng khoáng sản:** Masan Resources (MSR) đã tạo ra lợi nhuận từ Q3/2014. VPBS dự báo EBITDA của MSR có thể đạt 150 triệu đô năm 2015. DTT của MSR sẽ đóng góp 33% trong tổng doanh thu MSN năm 2015. LNST hợp nhất sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số ước đạt 1.560 tỷ đồng, tăng 44% so với năm ngoài.

### Chưa chắc chắn về mỏ Núi Pháo đã làm ảnh hưởng giá cổ phiếu

❖ **Giá cổ phiếu tăng trưởng thấp hơn thị trường:** Giá cổ phiếu MSN đã tăng trưởng thấp hơn thị trường do hoạt động của mỏ Núi Pháo chậm hơn dự kiến. Tuy nhiên, mỏ Núi Pháo hiện nay đã bắt đầu đem lại lợi nhuận, do đó xu hướng này sẽ thay đổi.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

<b>TẬP ĐOÀN MASAN</b> .....	<b>3</b>
Sơ lược về doanh nghiệp .....	3
Sản xuất hàng tiêu dùng .....	5
Tài nguyên thiên nhiên.....	7
Techcombank (TCB).....	8
<b>TÌNH HÌNH KINH DOANH QUA CÁC NĂM</b> .....	<b>10</b>
Masan Consumer (MSC) .....	10
Những khoản đầu tư của MSC trong tương lai.....	15
Masan Resource (MSR) .....	17
Lợi nhuận từ công ty liên kết của MSN.....	18
Cơ cấu vốn của MSN: Gánh nặng nợ .....	19
Kết quả kinh doanh của MSN năm 2014 và dự báo năm 2015 .....	19
<b>DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ</b> .....	<b>20</b>
Dự phóng MSC .....	20
Định giá MSC .....	23
Dự phóng cho MSR .....	24
Dự phóng cho TCB.....	25
Định giá TCB.....	27
Định giá MSN .....	29
<b>PHÂN TÍCH KỸ THUẬT</b> .....	<b>30</b>
<b>PHỤ LỤC: DỰ PHÓNG CỦA VPBS</b> .....	<b>31</b>

# TẬP ĐOÀN MASAN

## Sơ lược về doanh nghiệp

### Thành lập và phát triển

*MSN là một trong những doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam với vốn hóa đạt 3 tỷ đô.*

Tập đoàn Masan (MSN) được thành lập vào T11/2004 và niêm yết trên Sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh vào T11/2009. MSN là một trong những doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam, tập trung vào ngành hàng tiêu dùng và khai thác tài nguyên. MSN quản trị hai công ty con là CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (MSC) và Masan Resources (MSR). MSN thành lập Công ty TNHH MTV Masan Consumer Holdings nắm giữ toàn bộ cổ phiếu của MSC và Công ty TNHH MTV Masan Brewery (sở hữu thương hiệu bia Sư Tử Trắng). Vốn hóa của MSN đạt 58.128 tỷ đồng, đứng thứ năm trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

### Tầm nhìn

MSN đặt mục tiêu trở thành doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam về quy mô, tỷ suất sinh lợi và lợi nhuận cổ đông. Để đạt được điều đó, MSN kết hợp tăng trưởng hữu cơ và đầu tư vào các thương vụ M&A có chọn lọc.

Nhà đầu tư MSN đều là những tập đoàn danh tiếng, hỗ trợ Tập đoàn MSN về mặt tài chính, chiến lược và kỹ thuật. Một vài cổ đông điển hình đồng thời là công ty con của Masan là:

- ❖ PENM Partners (cổ đông của MSN, nắm 6%): thành lập năm 2006. Trước đây, quỹ này thuộc Tập đoàn BankInvest. Hiện tại, quỹ đang vận hành ba quỹ PENM với tổng tài sản là 400 triệu đô, bao gồm quỹ PENM tại Việt Nam.
- ❖ Dragon Capital (cổ đông của MSN, nắm 4%): thành lập năm 1994. Quỹ hiện quản lý 1,3 tỷ đô tài sản của các cá nhân và tổ chức trên khắp thế giới.
- ❖ KKR (cổ đông của MSC, nắm 18%): quỹ Kohlberg Kravis Roberts (KKR) đã được thành lập từ năm 1976, đầu tư vào các tài sản đa dạng ở Bắc Mỹ, Châu Âu, Trung Đông, và Châu Á. KKR đã đầu tư 159 triệu đô vào CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (MSC) trong T4/2011 và đầu tư thêm 200 triệu đô vào T1/2013.
- ❖ Mount Kellett (cổ đông của MSR, nắm 20%): hiện đang quản lý 4,1 tỷ đô tài sản. Năm 2010, Mount Kellett đã đầu tư 100 triệu đô để sở hữu 20% Masan Resources (MSR).

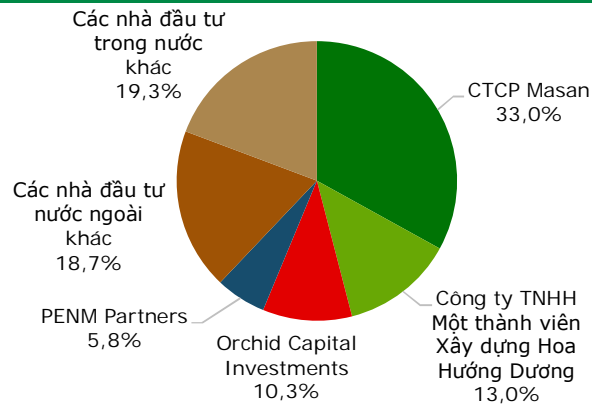
### Cơ cấu cổ đông

*Cơ cấu cổ đông đa dạng với sự góp mặt của nhiều quỹ đầu tư tài chính lớn trên thế giới.*

CTCP Masan thành lập năm 2000 và là cổ đông lớn nhất của MSN. Đây là công ty mẹ của MSN, nắm 33% cổ phần trực tiếp và thêm 13% cổ phần nhờ nắm toàn bộ Công ty TNHH MTV Xây dựng Hoa Hướng Dương.

Nhà đầu tư nước ngoài chiếm 35% trong cơ cấu cổ đông của MSN. Trong đó, Orchid Capital Investments Pte. Ltd. (Chandler Corporation) và Private Equity New Markets II K/S (PENM Partners) là hai quỹ đầu tư lớn sở hữu lần lượt 10% và 6%.

## Cơ cấu cổ đông của MSN



Nguồn: MSN

## Cơ cấu hoạt động

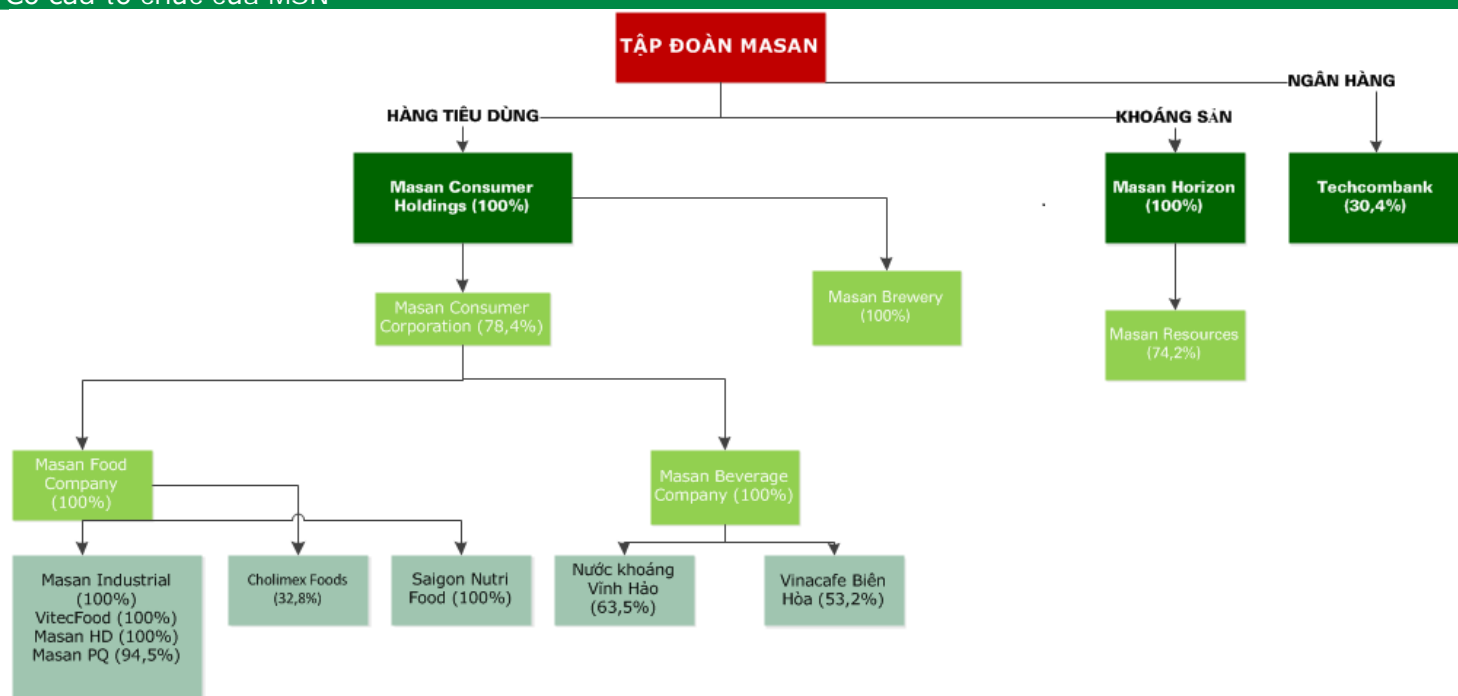
Ban quản trị của MSN bao gồm sáu thành viên: Ông Nguyễn Đăng Quang (Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc), Ông Hồ Hùng Anh (Phó Chủ tịch), Ông Nguyễn Thiều Nam (Phó Giám đốc) và ba thành viên khác.

MSN hoạt động chủ yếu ở hai lĩnh vực chính là sản xuất hàng tiêu dùng thiết yếu và khai thác khoáng sản. Ngoài ra, MSN có một ngân hàng liên kết là Ngân hàng Thương mại Cổ phần Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank) với tỷ lệ sở hữu là 30,36%. Ban quản trị của MSN luôn coi mảng sản xuất hàng tiêu dùng là mảng kinh doanh trọng tâm của công ty.

Về các kế hoạch tái cấu trúc, MSN đã đưa ra hàng loạt sự thay đổi để cải thiện mảng sản xuất hàng tiêu dùng, bao gồm:

- (1) Hợp nhất lợi ích trực tiếp và gián tiếp tại MSC vào Công ty TNHH MTV Masan Consumer Holdings (MCH).
- (2) Chuyển sở hữu và quản lý tại Masan Brewery (mảng sản xuất bia) của tập đoàn Masan sang cho MCH. Theo đó, kết quả kinh doanh của MCH sẽ hợp nhất theo chiều dọc với mảng sản xuất bia.
- (3) MSC thành lập một công ty con mới, Masan Beverage, phụ trách mảng nước uống không cồn, đặc biệt là nước uống đóng chai.
- (4) MSC bán công ty con không thuộc mảng hoạt động sản xuất chính là Công ty Bao bì Minh Việt. Tiền thu được từ việc bán công ty con sẽ dùng để đầu tư sản xuất.

## Cơ cấu tổ chức của MSN



Nguồn: MSN

### Các hoạt động kinh doanh

Hoạt động của MSN bao gồm hai mảng: tiêu dùng và khai thác tài nguyên. Ngoài ra, ngân hàng liên kết là Techcombank cũng đóng góp vào kết quả kinh doanh của MSN. Trước năm 2014, khoảng 80-90% lợi nhuận của MSN đến từ mảng sản xuất hàng tiêu dùng. Phần còn lại từ Techcombank. Tuy nhiên, từ Q3/2014, MSR đã bắt đầu tạo ra lợi nhuận và kỳ vọng đóng góp khoảng 30% vào lợi nhuận của tập đoàn trong những năm sau.

### Sản xuất hàng tiêu dùng

MCH, 100% thuộc quyền sở hữu của MSN, phụ trách mảng sản xuất hàng tiêu dùng.

- **Công ty TNHH MTV Masan Brewery** ban đầu do MSN trực tiếp kiểm soát. Tuy nhiên, sau khi cơ cấu, công ty Masan Brewery trực thuộc MCH. Công ty sở hữu 100% Công ty TNHH MTV Lamka - công ty đã mua 99,9% cổ phần của Công ty bia và nước giải khát Phú Yên (PYBECO). Giá trị của thương vụ này là 252 tỷ đồng, thấp hơn nhiều các thương vụ trước đó.
- **Masan Consumer Corporation (MSC)** cũng thuộc quyền quản lý của MCH. MSC quản lý hai công ty con lớn là Công ty TNHH MTV Thực phẩm Masan (Masan Food) và Masan Beverage. Tính đến cuối năm 2014, MSC có vốn điều lệ là 5.313 tỷ đồng.
- ❖ Công ty TNHH MTV Thực phẩm Masan (Masan Food) là một trong những công ty sản xuất thực phẩm lớn nhất Việt Nam. Masan Food quản lý một loạt các công ty thực phẩm chuyên sản xuất nước tương, nước mắm, tương ớt, mì ăn liền, cà phê hòa tan và ngũ cốc ăn liền. Dưới Masan Food là bốn công ty con bao gồm CTCP Công nghiệp Masan (Masan

Industrial) (sản xuất nước chấm và mì ăn liền), CTCP Công nghệ thực phẩm Việt Tiến (Vitecfood) (sản xuất nước chấm), Công ty TNHH MTV Masan HD (sản xuất nước chấm) và CTCP Masan PQ (sản xuất nước chấm). Công ty đã xây dựng những thương hiệu nổi tiếng như Chinsu, Nam Ngư, Tam Thái Tử, Omachi, Sagami và Kokomi. Bên cạnh đó, Masan Food còn nắm giữ hai khoản đầu tư của tập đoàn là CTCP Thực phẩm dinh dưỡng Sài Gòn (Saigon Nutri Food) và CTCP Thực phẩm Cholimex (Cholimex Food).

- ❖ Công ty Masan Beverage nắm giữ hai khoản đầu tư: CTCP Nước khoáng Vĩnh Hảo và CTCP Vinacafe Biên Hòa.
  - ✓ CTCP Nước khoáng Vĩnh Hảo: Masan Beverage nắm 63,9% của công ty này. Nước khoáng Vĩnh Hảo là công ty nổi tiếng về nước uống đóng chai. MSC đã chi 438 tỷ đồng để mua cổ phần Vĩnh Hảo từ T9/2013.
  - ✓ CTCP Vinacafe Biên Hòa (VCF): Từ T10/2011 đến cuối 2012, MSC đã mua 53,2% VCF với tổng giá trị ước tính là 1.209 tỷ đồng.

### Năng lực sản xuất

MSC chuyên sản xuất và kinh doanh nước tương, nước mắm, tương ớt, mì ăn liền, cà phê hòa tan, ngũ cốc ăn liền, nước đóng chai. Hầu hết các sản phẩm của MSC đều được bán ở Việt Nam. Chúng tôi ước tính MSC có thể sản xuất khoảng 400 triệu lít nước chấm, hai tỷ gói mì ăn liền và 4.000 tấn cà phê mỗi năm.

Vào T11/2014, MSC bắt đầu xây dựng Trung tâm thực phẩm Masan miền Bắc ở tỉnh Nghệ An, trên khu vực rộng 6,33 ha. Vốn đầu tư cho giai đoạn 1 là 1.200 tỷ đồng. Dự án dự kiến được hoàn thành trong năm 2015. Sau khi đi vào sản xuất, dự án sẽ tăng nguồn cung cho khu vực phía Bắc và giảm chi phí vận tải. Theo nguồn từ baodautu.vn, năng suất của cả dự án sẽ khoảng 540 triệu gói mì, 250 ngàn tấn các loại gói phụ gia và 130 triệu lít nước giải khát mỗi năm.

### Hệ thống phân phối

MSC sở hữu một trong những hệ thống phân phối rộng khắp đất nước với hơn 200.000 điểm bán lẻ tại 64 tỉnh thành. MSC có năm trung tâm phân phối ở Bình Dương, Tân Bình, Đà Nẵng, Hưng Yên và Hải Dương, sáu nhà máy và các cơ sở gia công bên ngoài.

### Chiến lược

MSC đã đưa ra định hướng chuyển đổi từ năm 2011 đến năm 2020, với mục tiêu trở thành công ty hàng tiêu dùng lớn nhất Việt Nam. Theo đó, công ty xác định thị trường cạnh tranh và phân loại các ngành hàng: nước chấm, đồ gia vị và tương ớt thuộc nhóm đồ phụ gia, mì ăn liền thuộc nhóm thực phẩm tiện ích, còn cà phê hòa tan và nước khoáng thuộc về mảng nước giải khát. Cụ thể, MSC tách Vinacafe và Vĩnh Hảo ra khỏi Masan Food, và để Masan Beverage kiểm soát hai công ty này trong năm 2014.

Dựa trên cơ sở phân loại rõ ràng cho từng ngành hàng, MSC đã liên tục đưa ra hàng loạt các sản phẩm mới phục vụ cho nhu cầu đa dạng của khách hàng, từ các sản phẩm bình dân đến các sản phẩm cao cấp và siêu cao cấp. Điển hình, nhãn hàng Chinsu đã được tái cơ cấu thành nhãn hàng cao cấp nhất ở phân



MSC nắm những vị trí dẫn đầu về sản xuất nước chấm, nước tương, mì ăn liền và cà phê hòa tan.

khúc nước tương, nước mắm và tương ớt. Ngoài ra, MSC còn đầu tư mạnh vào hệ thống IT và các hoạt động nghiên cứu và phát triển, để phục vụ cho chiến lược sản xuất của mình.

Thông qua việc khai thác thói quen và thị hiếu của người dùng, gia tăng nguồn nhân lực, hệ thống phân phối và các chiến dịch quảng cáo, MSC phấn đấu giữ vững vị trí dẫn đầu trong ngành thực phẩm và nước uống tại Việt Nam.

Vị thế của MSC trong ngành

Thực tế không có bảng xếp hạng chính thức cho các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm. Tuy nhiên, theo các báo cáo của các tổ chức nghiên cứu nổi tiếng trên thế giới như Euromonitor, Kantar World Pannel, thì MSC hiện đang giữ vai trò chủ đạo trong mảng thực phẩm đóng gói với vị trí tốp đầu về sản xuất nước chấm, mì và thực phẩm chế biến khô. Về mặt phổ biến thương hiệu, báo cáo Kantar World Pannel’s Brand Footprint 2014 đã cho thấy MSC là công ty lớn thứ ba trong số 10 công ty có mức độ thâm nhập mạnh nhất vào bốn thành phố lớn của Việt Nam gồm Cần Thơ, Đà Nẵng, Hà Nội và Hồ Chí Minh, chỉ đứng sau Vinamilk và Unilever. Trong khi đó, ở khu vực ngoại thành thì MSC đứng vị trí thứ hai, chỉ sau Unilever. Nam Ngư và Tam Thái Tử (hai nhãn hàng nước chấm), Wake-Up Café Saigon (cà phê) và Kokomi (mì ăn liền) là những nhãn hàng đóng góp vào sự tăng trưởng vượt bậc của MSC tại những khu vực được khảo sát.

Thị phần của MSC		
Nhóm hàng	Thị phần	Xếp hạng
Nước chấm, đồ phụ gia	49,20% (75% là nước mắm)	1
Mì ăn liền	26-30% (tăng từ 17-20% từ năm 2013)	2
Thực phẩm chế biến khô	16,80%	2
Cà phê (Vinacafe)	34,2% (43,5% là cà phê hòa tan)	1

Nguồn: Masan, Euromonitor

Tài nguyên thiên nhiên

MSN vận hành mảng kinh doanh này thông qua CTCP Masan Resources (MSN nắm 74,2%). Mount Keller, một công ty tư nhân của Mỹ, là cổ đông chiến lược của Masan Resources (MSR) với tỷ lệ sở hữu là 20%.

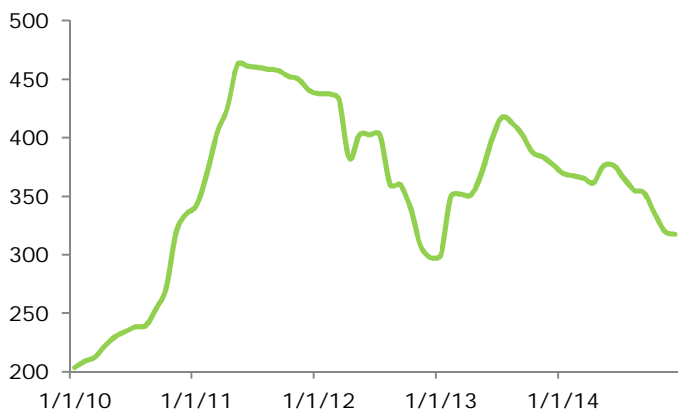
MSR khai thác và vận hành mỏ Núi Pháo thông qua hai công ty con là Công ty TNHH Masan Thái Nguyên và Công ty TNHH MTV Đầu tư thương mại Thái Nguyên. Núi Pháo cách khoảng 50 dặm về phía Tây Bắc của Hà Nội và đây là dự án duy nhất của công ty.

Masan đã mua 100% lợi ích kinh tế của Dragon Capital tại Núi Pháo từ năm 2010 thông qua việc phát hành 29,7 triệu cổ phiếu MSN để đổi lấy cổ phiếu của MSR và thanh toán 893 tỷ đồng bằng tiền mặt. Tổng giá trị mua cổ phiếu MSR từ Dragon capital bao gồm cả chi phí giao dịch là 2.917 tỷ đồng. Ngoài ra, MSN cho MSR vay và phát hành trái phiếu với tổng giá trị 319 triệu USD.

Núi Pháo là một mỏ đa kim với trữ lượng đáng kể về tungsten, bismuth, fluor spar và đồng

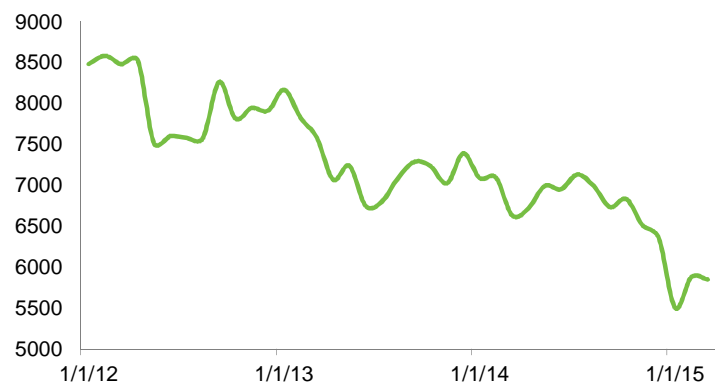
- ❖ Đây đều là những kim loại cần thiết trong ngành công nghiệp. Ví dụ, tungsten sử dụng trong ngành sản xuất xe hơi và thành phần đốt nóng trong ngành năng lượng.
- ❖ Bismuth được trộn lẫn với các kim loại khác như chì, thiếc, sắt hoặc cadimi để tạo nên những hợp kim có độ nóng chảy thấp, sử dụng trong hệ thống ống nước chữa cháy tự động, hệ thống báo cháy và cầu dao điện.
- ❖ Fluorspar là chất chính trong hydrogen fluoride, một chất hóa học được sử dụng để sản xuất nhiều loại vật liệu khác nhau. Mỏ Núi Pháo được coi là nơi có trữ lượng lớn thứ hai ngoài Trung Quốc với tổng trữ lượng khoảng 66 triệu tấn, trong đó tungsten có phẩm cấp 0,21%.

Giá tungsten (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Giá đồng (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

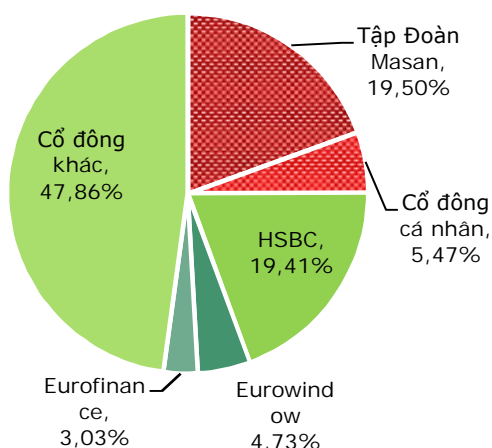
### Techcombank (TCB)

Được thành lập từ năm 1993, Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank) hiện là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần (TMCP) lớn nhất Việt Nam. Tính đến cuối năm 2013, Techcombank sở hữu hệ thống mạng lưới toàn quốc bao gồm 1.299 máy ATM, 315 chi nhánh và văn phòng đại diện, chỉ đứng sau Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB). Trong suốt 20 năm qua, Techcombank được đánh giá là ngân hàng tiên phong trong việc đổi mới và sáng tạo, cung cấp những giải pháp tài chính tốt nhất cho khách hàng, đặc biệt là khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ.

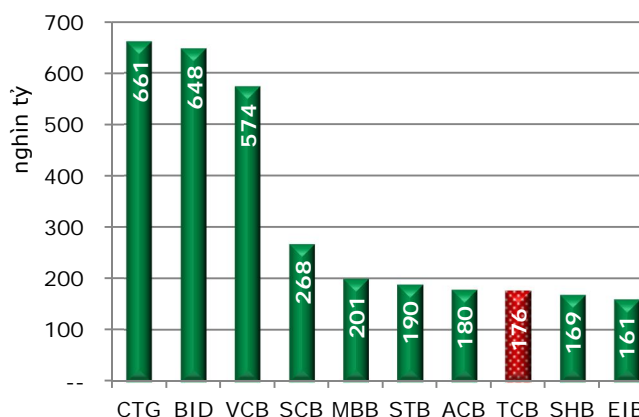
Như vậy, tính đến hết năm 2014, Techcombank là ngân hàng tư nhân lớn thứ tư về lợi nhuận trước thuế và lớn thứ năm về tổng tài sản. Hiện tại, Techcombank có mức vốn hóa thị trường là 8.825 tỷ đồng (tính theo giá OTC trung bình) và vốn điều lệ là 8.878 tỷ đồng.



## Cơ cấu cổ đông



## Top 10 ngân hàng TMCP về tổng tài sản 2014



Nguồn: Báo cáo thường niên, VPBS tổng hợp

Năm 2009, MSN thu tóm 19,99% cổ phần của Techcombank và tiếp tục gia tăng tỷ lệ sở hữu TCB dựa trên kết quả kinh doanh tích cực của ngân hàng. MSN hiện là cổ đông lớn nhất của TCB với hai thành viên tham gia vào ban quản trị là Ông Nguyễn Đăng Quang, thành viên HĐQT, và Ông Nguyễn Thiều Quang, Phó Chủ tịch TCB.

Năm 2010, MSN tăng lợi ích kinh tế năm giữ tại TCB lên 28,9% thông qua việc mua lại 3.936 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, và đồng ý việc bắt buộc chuyển đổi số trái phiếu này thành cổ phiếu.

Năm 2011, Tập đoàn này mua thêm 828,4 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, tăng lợi ích kinh tế năm giữ lên tới 30,8%, nhưng sau đó đã giảm xuống còn 30,6% do Techcombank phát hành cổ phiếu thưởng cho cán bộ nhân viên (ESOP).

Thông qua việc mua trái phiếu, MSN có thể tăng lợi ích kinh tế năm giữ tại Techcombank mà không vượt quá mức giới hạn sở hữu cho phép là 20% vốn điều lệ của một tổ chức tín dụng. Với tỷ lệ năm giữ lợi ích kinh tế lên tới 30,4%, trong năm 2013, MSN đã ghi nhận 200,3 tỷ đồng lợi nhuận từ Techcombank, giảm 16% so với 232,8 tỷ đồng năm 2012, do môi trường kinh doanh khó khăn và tăng trích lập dự phòng.

Tính đến cuối năm 2014, tổng vốn đầu tư của MSN vào TCB đạt 8.598 tỷ đồng, với lợi ích kinh tế đạt 30,4%. TCB đã đóng góp khoảng 331 tỷ đồng (chưa tính phân bổ lợi thể thương mại) vào LNST của MSN trong năm 2014.

## TÌNH HÌNH KINH DOANH QUA CÁC NĂM

### Masan Consumer (MSC)

#### Doanh thu

*MSC được xem là một trong những công ty hàng tiêu dùng có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam với CAGR là 24%.*

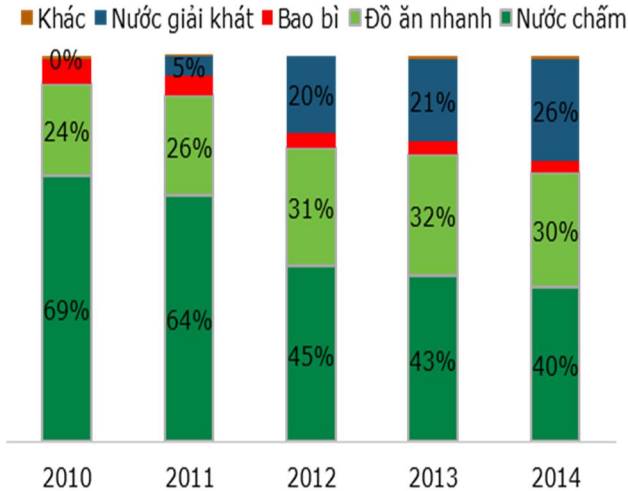
Từ năm 2010 đến năm 2014, doanh thu MSC ghi nhận tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 24%. Doanh thu năm 2014 của MSC là 13.098 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với năm 2010.

Nhờ hưởng tới thị trường tiêu thụ có tổng giá trị năm tỷ đô, tăng trưởng nội tại trong sản xuất nước chấm và mì ăn liền cùng hàng loạt các thương vụ M&A đã làm cho cơ cấu doanh thu của MSC đã thay đổi không ngừng. Năm 2010, tỷ trọng doanh thu từ nước chấm chiếm phần lớn 69% trong cơ cấu doanh thu của MSC, theo sau là thực phẩm tiện lợi (24%), bao bì và các sản phẩm khác chiếm tỷ trọng còn lại. Tuy nhiên, trong bốn năm sau đó, tỷ trọng doanh thu của mảng nước chấm đã giảm xuống mức 40% trong năm 2014, do hàng loạt các loại thực phẩm tiện ích mới được tung ra thị trường (Sagami, B'fast, cháo Komi, cà phê Wake Up 3-trong-1 và Phinn 2-trong-1). Tỷ trọng doanh thu từ mì ăn liền đã tăng lên 30% năm 2014 từ mức 24% năm 2010. Doanh thu từ mảng nước uống, chủ yếu từ Vinacafe và Vĩnh Hào, đóng góp 26% doanh thu của MSC chỉ sau ba năm gia nhập vào tập đoàn từ năm 2012.

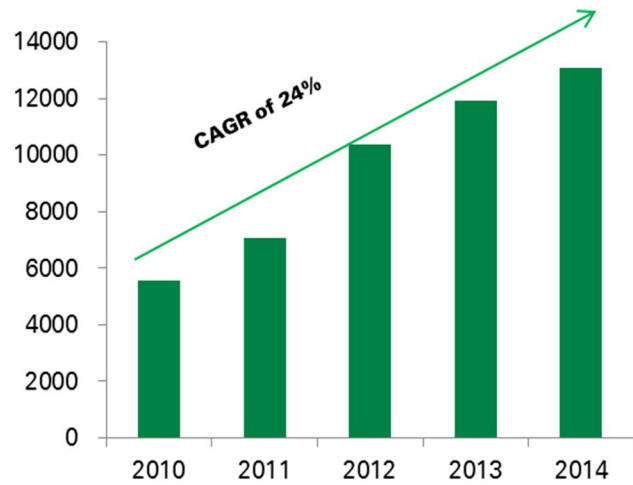
Trong năm 2014, tổng doanh thu của MSC tăng 10% so năm ngoái. Mức tăng trưởng này thấp hơn mức tăng trưởng năm ngoái do (1) Tết Nguyên đán năm 2015 đến muộn: dịp Tết năm nay muộn hơn một tháng so với năm ngoái, do đó, một phần doanh thu từ dịp này đã ghi nhận vào Q1/2015 thay vì Q4/2014 (2) nhu cầu tiêu dùng thấp trong năm 2014. Nhìn chung, chỉ số lạm phát năm 2014 chỉ tăng 4,09% so với năm 2013 và là mức đáy trong vòng 10 năm gần đây. Trong đó, nhóm hàng thực phẩm và đồ uống chỉ tăng khoảng 4%. Nhu cầu trì trệ ảnh hưởng đến nền kinh tế chung, bao gồm cả nhu cầu đối với ngành hàng tiêu dùng.

Nhìn chung, VPBS ước tính tăng trưởng doanh thu của MSC năm 2014 sẽ là 2% từ nước chấm và gia vị, 3% từ thực phẩm tiện ích và 30% từ phân khúc nước giải khát (chủ yếu là Vinacafe Biên Hòa). Trong cơ cấu doanh thu của MSC, Vinacafe Biên Hòa tăng trưởng mạnh nhờ nhãn hàng cà phê Wake-up. Danh mục sản phẩm phối hợp các nhãn hàng giữa phân khúc trung đến cao cấp tăng trưởng mạnh như: nước mắt Chinsu 3 ngon và Nam Ngư 3-trong-1. Trong Q3/2014, MSC đưa ra sản phẩm hạt nêm Nam Ngư rất thành công. MSC đã mở rộng thị trường nước chấm và gia vị lên tổng giá trị một tỷ USD và đưa ra các nhãn hiệu mới, SKU và khai trương một số nhãn hàng đồ phụ gia đóng gói. Đối với mì ăn liền, Omachi, Sagami và Kokomi là các nhãn hàng ghi nhận mức tăng trưởng khá tốt. Hiện nay, MSC dự kiến mở rộng các nhãn hàng này như "Sagami Red" và "Kokomi Happy".

## Cơ cấu doanh thu của MSC



## Doanh thu thuần của MSC (tỷ đồng)



Nguồn: MSC, VPBS ước tính

*Nước chấm và gia vị chiếm 40% doanh thu của MSC trong năm 2013. Tốc độ CAGR đạt 8% từ 2010 đến 2014 với biên lợi nhuận gộp là 57%.*

### Nước chấm và gia vị

Người tiêu dùng chọn sản phẩm của MSC nhờ nhận thức đây là những sản phẩm có chất lượng đáng tin cậy và được kiểm soát tốt về an toàn vệ sinh thực phẩm. Để giành được sự quan tâm của người tiêu dùng, MSC đã cố gắng nỗ lực trong hoạt động R&D và quảng cáo các sản phẩm tạo ấn tượng tốt cho sức khỏe người tiêu dùng. Nhờ đó, người tiêu dùng chuyển dần sang sử dụng các sản phẩm MSC. Các sản phẩm được ưa thích như nước tương Chinsu, Tam Thái Tử không có chất 3-MCPD gây ung thư, sản phẩm mì không chiên Omachi.

Mặc dù có sự thay đổi nhiều trong cơ cấu sản phẩm, nhưng mảng nước chấm và gia vị vẫn đóng góp lớn nhất vào doanh thu của MSC với 40%. Từ năm 2010 đến năm 2014, mảng này đã đạt tốc độ CAGR là 8%. Đây cũng là mảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất trên 50% mỗi năm. Trong năm 2014, biên lợi nhuận gộp mảng này đạt mức cao nhất trong bốn năm là 57%.

**Nước mắm:** đây là loại nước chấm không thể thay thế trong bữa ăn của người Việt. Do đó, nước mắm chiếm ưu thế trong cơ cấu doanh thu mảng nước chấm của MSC với 77%. MSC có hai nhãn hàng (8 loại sản phẩm) cho nước mắm, trong đó Nam Ngư (bình dân) và Chinsu (cao cấp) với giá bán lẻ từ 11.000 đến 33.000 đồng cho chai từ 500 đến 900 ml. Nam Ngư là sản phẩm đại trà, ngoài ra còn có nước mắm Nam Ngư II, và Nam Ngư III (hiện đổi tên thành Nam Ngư Siêu Tiết Kiệm), cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm không có thương hiệu.

Từ năm 2008 đến năm 2013, thị trường nước mắm tăng trưởng nhanh với tốc độ tăng mỗi năm đạt 11% về sản lượng và 19% về giá trị. Thị trường này khá phân tán với các nhãn hiệu nước mắm đa dạng và nước mắm không có thương hiệu. VPBS ước tính nước mắm của MSC chiếm 70-75% thị phần.

**Nước tương:** Hầu hết các món ăn truyền thống của Việt Nam thiên về sử dụng nước mắm hơn là nước tương. Tuy nhiên, nước tương lại được sử dụng chính trong chế biến thực phẩm chay. Nước tương chiếm 18% doanh thu nước chấm của MSC. MSC sở hữu sáu loại sản phẩm nước tương dưới hai thương hiệu là

Tam Thái Tử (bình dân) và Chinsu (cao cấp), với giá bán lẻ của nước tương từ 9.500 đến 18.000 đồng. Trong đó nước tương Chinsu chiếm 70% thị phần nước tương cao cấp tại Việt Nam. Trong giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2013, thị trường nước tương tăng trưởng 9% về sản lượng và 17% về giá trị mỗi năm, thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng của nước mắm.

Tương ớt: đóng góp tỷ trọng khiêm tốn trong doanh thu của MSC với 5%. Tương ớt trước đây chủ yếu đóng vai trò là nước chấm, nhưng ngày càng được sử dụng phổ biến như là gia vị nấu nướng. MSC hiện có hai nhãn hàng tương ớt là Rong Việt (bình dân, 6.000 đồng/chai) và Chinsu (cao cấp, 10.000 đồng/chai). Tương ớt tăng trưởng 11%/năm về sản lượng, và tăng mạnh về giá trị 20%/năm nhờ giá bán trung bình tăng. Dựa vào giá trị thị trường 874 tỷ đồng năm 2013, thị phần tương ớt của MSC đạt hơn 50%.

### Thực phẩm tiện ích

*Tỷ trọng doanh thu mì ăn liền tăng từ mức 24% năm 2010 lên 30% năm 2014. Tốc độ CAGR là 30% từ năm 2010 đến năm 2014, với biên lợi nhuận gộp đạt 36%.*

Mì ăn liền chiếm 30% doanh thu của MSC với biên lợi nhuận gộp 36% năm 2013, thấp hơn biên lợi nhuận gộp của mangan nước chấm. Từ năm 2010 đến năm 2014, doanh thu thực phẩm tiện ích ghi nhận tốc độ tăng trưởng CAGR là 30%, nhờ chiến lược linh động của MSC trong quảng cáo và liên tục đưa ra các sản phẩm mới đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng. Tính đến nay, MSC hiện có 14 loại mì gói bình dân và trung cấp, giá từ 2.500 đến 6.500 đồng/gói, với các thương hiệu Kokomi, Sagami và Omachi. Dựa trên quy mô thị trường là 22.342 tỷ đồng, MSC chiếm 30% thị phần, chỉ đứng sau Acecook Việt Nam.

Ngoài mì ăn liền, MSC còn đánh dấu sự hiện diện của mình trên thị trường hàng thực phẩm tiện ích, thông qua sản phẩm mì Ý ăn liền (Omachi spaghetti), bữa sáng ăn liền (B'fast), và cháo ăn liền (Komi), do đó mở rộng thị trường nói chung.

### Nước giải khát (Vinh Hào và Vinacafe Biên Hòa)

*Nước uống đóng góp 26% doanh thu của MSC năm 2014. Tốc độ CAGR là 118% từ năm 2011 đến năm 2014, với biên lợi nhuận gộp ở mức 36%. Doanh thu nước uống tăng nhanh nhờ việc hợp nhất Vinacafe Biên Hòa và Nước khoáng Vinh Hào.*

Mangan nước uống chiếm 26% doanh thu của MSC trong năm 2014. Doanh thu mangan này đến từ Vinh Hào (10%) và Vinacafe Biên Hòa (90%). Từ khi mua lại Vinacafe Biên Hòa năm 2011, doanh thu mangan nước uống của MSC đã tăng 8 lần, từ 333 tỷ đồng lên 3.433 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp mangan nước uống là 35%, tăng dần qua các năm.

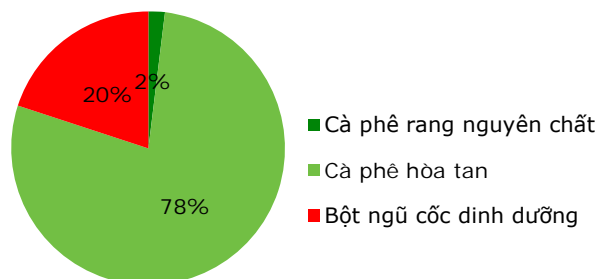
Vinacafe Biên Hòa (VCF): VCF là một trong những công ty sản xuất cà phê đầu tiên ở Việt Nam từ năm 1969. Sản phẩm chính bao gồm cà phê rang xay, cà phê hòa tan, và bột ngũ cốc ăn liền. Trong đó, sản phẩm từ cà phê chiếm 80% doanh thu và ngũ cốc chiếm phần còn lại. Thương hiệu cà phê của VCF gồm có Vinacafe 3-trong-1, Wake Up Café, Phinn Coffee và Wake Up 247. Sản phẩm của VCF được xuất khẩu sang Nhật, Mỹ, Trung Quốc và một số nước Đông Âu, với doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 7%.

Năm 2013, VCF là công ty lớn thứ hai trên thị trường đồ uống nóng với 19,7% thị phần, chỉ sau Nestle Việt Nam (27%), và là doanh nghiệp lớn nhất trong mangan cà phê hòa tan với 43% thị phần. Tính đến cuối năm 2014, vốn điều lệ của VCF là 265,8 tỷ đồng.

Về công suất, VCF có ba nhà máy với tổng công suất là 4.080 tấn cà phê hòa tan mỗi năm. Hai trong số ba nhà máy đã hoạt động được một thời gian dài, từ

năm 1968 và năm 1998. Nhà máy mới nhất và cũng to nhất có công suất là 3.200 tấn cà phê hòa tan mỗi năm, chiếm 78% tổng công suất. Nhà máy này bắt đầu hoạt động từ năm 2013.

**Cơ cấu doanh thu VCF (năm 2013)**



**Thị phần của VCF**

Loại	Thị phần	Xếp hạng
Cà phê tươi	1,8%	2
Cà phê hòa tan	43,5%	1
Đồ uống nóng khác	26,9%	2
Đồ uống nóng nói chung	19,7%	2

*Nguồn: Euromonitor, VPBS ước tính*

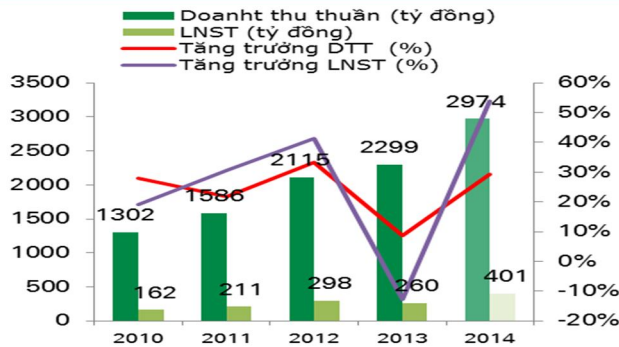
Sau khi MSN mua 53,2% cổ phần VCF trong năm 2011, VCF đã tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR doanh thu là 23%/năm, cao hơn nhiều so với mức tăng chung của ngành là 16%, nhờ khai thác hiệu quả hệ thống phân phối của MSC. Ngoài ra, hàng loạt sản phẩm mới đã được giới thiệu ra thị trường sau thương vụ mua bán như Wake up Saigon, Wake up café, New Vinacafe (nhóm hàng cà phê), và Kachi (hàng ngũ cốc ăn liền). Theo đó, biên lợi nhuận gộp của VCF đã cải thiện từ 20% năm 2008 lên mức 35,8% trong năm 2014. Ngoài ra, chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) cũng gia tăng theo tăng trưởng doanh thu. Tỷ lệ SG&A trên doanh thu của VCF tăng từ 11% năm 2008 lên mức 24% năm 2014, dẫn đến biên lợi nhuận ròng của công ty tăng từ 11% lên mức 13,5%.

Trong năm 2014, VCF ghi nhận doanh thu là 2.927 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ. Nhờ giá vốn hàng bán thấp, lợi nhuận gộp tăng mạnh 55% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp trong năm 2014 tăng lên mức đỉnh 35,8%. Tăng trưởng lợi nhuận gộp đã bù đắp cho sự gia tăng chi phí SG&A. Kết hợp với lợi nhuận tài chính tăng cao bốn lần năm 2014 (17 tỷ đồng năm 2013 lên 61 tỷ đồng năm 2014) và chi phí thuế thấp, LNST năm 2014 của VCF (201 tỷ đồng) tăng 54% so với năm ngoái. Theo đó, biên lợi nhuận ròng của VCF là 13,5%, cao hơn nhiều so với 11,3% trong năm 2013. So với kế hoạch 3.000 tỷ đồng doanh thu và 400 tỷ đồng LNST, VCF đã hoàn thành kế hoạch năm.

Tính đến cuối T12/2014, VCF không có nợ vay dài hạn, chỉ có khoảng 533 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn cho nhu cầu vốn lưu động, tương đương 21% tổng vốn. 90% nợ bằng đồng nội tệ với chi phí vay khá thấp, khoảng 6% đến 8%.

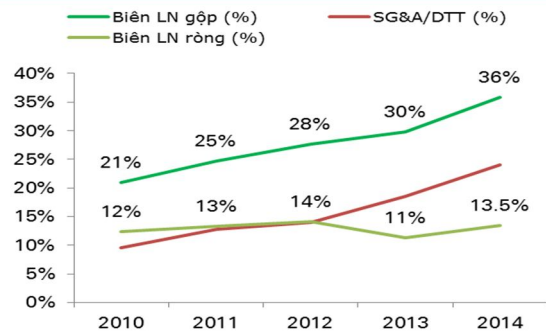


## Tăng trưởng doanh thu của VCF



Nguồn: VCF

## Biên lợi nhuận của VCF



Nguồn: VCF

Masan đã thâm nhập vào thị trường nước uống đóng chai có giá trị khoảng 2,5 tỷ USD thông qua nước khoáng Vĩnh Hảo.

### Nước khoáng Vĩnh Hảo:

Suối nước khoáng Vĩnh Hảo được khám phá từ năm 1909 tại tỉnh Bình Thuận và một công ty của Pháp khai thác thương mại vào năm 1928. Năm 1995, CTCP Vĩnh Hảo thuộc sự kiểm soát của Ủy Ban Nhân Dân tỉnh Bình Thuận và CTCP Tài Chính Sài Gòn (hiện là Ngân hàng Việt Á). Vĩnh Hảo đăng ký trở thành công ty đại chúng năm 2008. Tuy nhiên, từ T9/2014 đã không còn là công ty đại chúng, nên chúng tôi chỉ có thể thu thập báo cáo tài chính của Vĩnh Hảo từ năm 2013 trở về trước.

Sản phẩm chính của Vĩnh Hảo bao gồm nước tinh khiết đóng chai, nước khoáng có ga và không có ga đóng chai, các loại nước khoáng có hương vị (chanh, dâu, cam), và nước khoáng tăng lực. Đối với nước tinh khiết đóng chai, Vĩnh Hảo tập trung vào bình loại lớn (5 lít và 25 lít), sử dụng tại nhà và văn phòng. Trong năm 2013, Vĩnh Hảo bán 133,4 triệu lít nước, tăng 8,1% so với cùng kỳ.

CTCP Vĩnh Hảo có hai cơ sở sản xuất ở Bình Thuận và Bình Dương, bốn chi nhánh ở TP. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Hưng Yên và Bình Dương là các trung tâm phân phối sản phẩm. Ngoài ra, Vĩnh Hảo có hệ thống phân phối với hơn 40 đại lý và 25.000 điểm bán lẻ. Trong T9/2013, Vĩnh Hảo trở thành công ty con của MSC do MSC đã mua 63,5% cổ phần Vĩnh Hảo. Sau khi sáp nhập, sản phẩm của Vĩnh Hảo được tung ra thị trường với thiết kế mẫu mã hấp dẫn hơn và được phân phối thông qua mạng lưới rộng lớn hơn.

Vĩnh Hảo có một công ty con (CTCP Thương mại, Dịch vụ Và Sản xuất Krongpha) và một công ty liên kết với 30% tỷ lệ sở hữu (Công ty Tảo Vĩnh Hảo). Vĩnh Hảo mua 99,9% cổ phần Krongpha với giá trị là 45,6 tỷ đồng. Krongpha cũng sở hữu một nguồn nước khoáng ở Bình Thuận. Tính đến cuối năm 2013, vốn điều lệ của Vĩnh Hảo là 81 tỷ đồng.

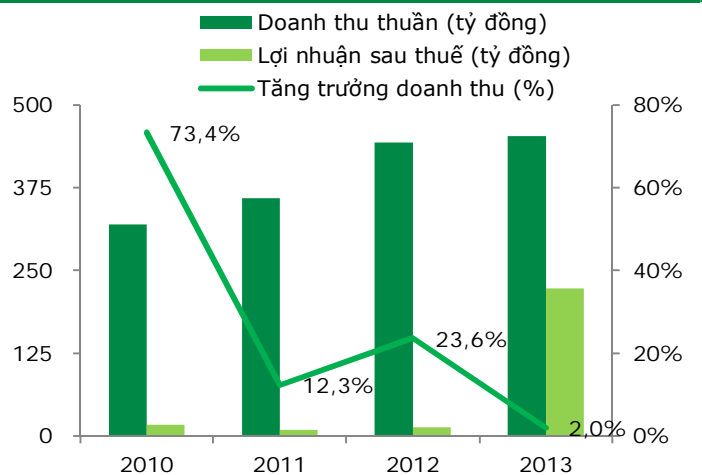
Dựa trên doanh thu hiện có, chúng tôi ước tính Vĩnh Hảo chiếm 7% thị phần nước uống đóng chai, và là công ty đứng đầu về nước đóng chai có ga và đứng thứ bảy về nước tinh khiết đóng chai.

Từ năm 2010 đến năm 2013, tốc độ CAGR về doanh thu của Vĩnh Hảo là 12% với biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định ở mức 36%. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu cao (30%-33%) đã thu hẹp biên lợi nhuận ròng xuống còn 3%-5%. Nhờ hợp nhất công ty con Krongpha, Vĩnh Hảo ghi nhận 214 tỷ đồng

doanh thu tài chính, dẫn đến LNST của công ty tăng từ 13,3 tỷ đồng năm 2012 lên 223 tỷ đồng trong năm 2013.

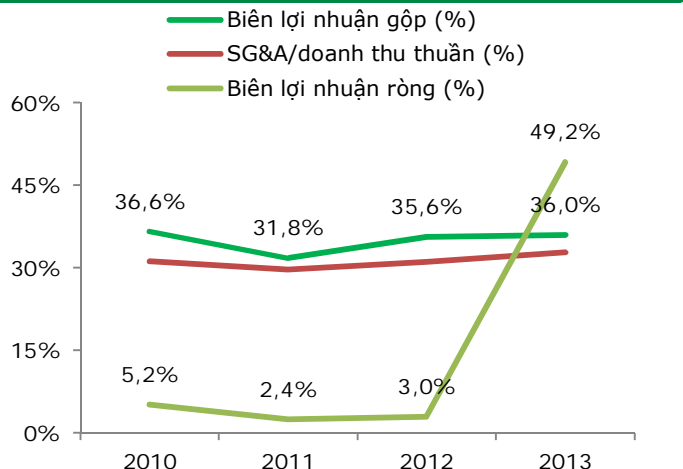
Lợi ích lớn hơn từ thương vụ sáp nhập này là thông qua mạng lưới và cơ sở sản xuất của nước khoáng Vĩnh Hảo sẽ giúp Masan thâm nhập vào thị trường nước uống đóng chai với tổng giá trị ước tính 2,5 tỷ USD, đang tăng mạnh với tốc độ 20%. Nhờ thế, MSC đã có đà để tung ra các loại nước tăng lực và nước uống bù khoáng như nước tăng lực Storm, nước bù khoáng Aktiva. Trong ba năm tới, quy mô Masan Beverage dự kiến sẽ tương đương như Masan Food.

#### Kết quả kinh doanh của Vĩnh Hảo



Nguồn: Vĩnh Hảo

#### Biên lợi nhuận của Vĩnh Hảo



Nguồn: Vĩnh Hảo

#### Những khoản đầu tư của MSC trong tương lai

MSN thường mở rộng quy mô hoạt động thông qua tăng trưởng hữu cơ và các thương vụ M&A để nắm quyền kiểm soát các công ty tiềm năng trong ngành hàng tiêu dùng. Vào ngày 11/11/2014, MSN thông báo rằng MSC sẽ chào mua công khai 49% cổ phần CTCP Thực Phẩm Cholimex (Cholimex Food) với giá là 90.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với giá trị là 729 tỷ đồng. Masan Food, một trong các công ty con của MSC, trực tiếp tham gia thương vụ này.

Đây là thương vụ M&A đầu tiên của Masan trong ngành thực phẩm, sau khi mua Vinacafe Biên Hòa, nước khoáng Vĩnh Hảo và bia Phú Yên.

Cholimex Food được thành lập năm 1983, cổ phần hóa năm 2006, và vốn điều lệ hiện là 81 tỷ đồng. Hoạt động chính bao gồm sản xuất, chế biến và phân phối thực phẩm, sản phẩm chủ yếu là nước chấm, thực phẩm đông lạnh với 30% xuất khẩu và 70% bán nội địa. Hơn 30 năm có mặt trên thị trường, công ty đã thành công với sản phẩm tương ớt và thương hiệu "Hương Việt".

Cholimex Food có kết quả tăng trưởng ấn tượng. Từ năm 2006 đến năm 2014, doanh thu tăng từ 53,7 tỷ đồng lên 1.017 tỷ đồng (CAGR đạt 44%), và LNST tăng từ 1,5 tỷ đồng lên mức 40 tỷ đồng (CAGR đạt 51%). Trong năm 2015, doanh thu và LNST của Cholimex lần lượt đạt 1.260 tỷ đồng (+18% so với cùng kỳ) và 18 tỷ đồng (+8% so với cùng kỳ). Ngoài ra, Cholimex Food chi trả cổ tức đều đặn với tỷ lệ 15%-20% trên mệnh giá mỗi năm.

*Masan tiếp tục hướng đến những thị trường hấp dẫn như bia và thịt chế biến sẵn.*



Cơ cấu cổ đông của Cholimex Food bao gồm: Cholimex (40,7%), Nichirei (19%), VCSC (14,6%), Vietcapital Land (10%) và nhà đầu tư khác (15,7%). Tính đến nay, MSN đã mua lại 33% cổ phần trong tổng mức dự kiến 49%. Tuy nhiên vẫn cần phải chờ xem xét thêm liệu MSC có mua được đủ lượng cổ phiếu nắm quyền kiểm soát trong thương vụ này không.

Vào ngày 13/1/2015, Masan Consumer, công ty con của MSN, đã công bố sẽ tiến hành mua lại toàn bộ số vốn điều lệ của Công ty Giao dịch Saigon Nutri Food, thuộc Công ty TNHH Dinh Dưỡng Sài Gòn. Masan Food, công ty con của Masan Consumer, sẽ trực tiếp tiến hành thương vụ này. Mặc dù chưa có thông tin cụ thể liên quan đến giá trị thương vụ và ngày thực hiện, nhưng chúng tôi cho rằng Masan có thể sớm hoàn thành thương vụ này và hợp nhất hoạt động của SNF kể từ Q2/2015.

Công ty TNHH Saigon Nutri Food (SNF) được thành lập vào năm 2006 thuộc Tập đoàn Quang Dũng, một công ty tư nhân. Công ty chuyên sản xuất xúc xích, đồ hộp và chả giò snack ăn liền tại tỉnh Bình Dương. Từ khi thành lập đến năm 2013, doanh thu của SNF tăng lên đáng kể ở mức 61%/năm. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu từ năm 2010 đến năm 2013 chậm hơn với 5%/năm, từ 95 tỷ đồng lên 104 tỷ đồng.

Với giá trị thị trường của dòng sản phẩm thịt chế biến sẵn (1.051 tỷ đồng) và thực phẩm chế biến/bảo quản đóng hộp (3.016 tỷ đồng) trong năm 2013, vị thế SNF là rất khiêm tốn. Tuy nhiên, đây là thương vụ đầu tiên giúp Masan Consumer thâm nhập vào mảng thực phẩm chế biến, bên cạnh các dòng sản phẩm quen thuộc của mình như nước chấm, mì ăn liền và nước giải khát.

Lượng tiêu thụ protein tại Việt Nam ước tính sẽ ngày càng gia tăng. Chúng tôi quan sát thấy rằng tại các thị trường Châu Á khác, lượng tiêu thụ protein tăng mạnh cùng với mức GDP bình quân đầu người đạt mức 2.072 đô (IMF-31/12/2014). Ngoài ra, thị phần về thịt chế biến tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng do nhà tiêu dùng đang dần chú trọng vào chất lượng và quy chuẩn hóa. Xu hướng này cho thấy rằng đây là thị trường rất tiềm năng và SNF vì vậy sẽ giúp MSN thâm nhập vào thị trường này.

Bia Phú Yên (PYBECO): được thành lập năm 2003 và chính thức đi vào hoạt động năm 2006, chuyên sản xuất, kinh doanh bia và nước giải khát, các hoạt động liên quan đến bia như là sản xuất và lắp đặt thiết bị liên quan đến bia và nước ngọt. Ban đầu, PYBECO thường nhận những đơn đặt hàng ở ngoài để sản xuất Bia Sài Gòn và Bia 333 cho Sabeco. Ngoài ra, PYBECO cũng sản xuất các sản phẩm bia mang thương hiệu riêng của mình như American Beer, Tuy Hòa 450, Tuy Hòa Special. Đến năm 2013, MSC đã mua 99,9% cổ phần PYBECO. Sau đó, PYBECO sản xuất loại bia mới mang thương hiệu "Sư Tử Trắng". PYBECO có tổng tài sản đạt 270 tỷ đồng và công suất 50 triệu lít bia một năm. Dựa vào tổng lượng bia tiêu thụ là 3,3 tỷ lít/năm thì sản lượng của PYBECO rất nhỏ, chỉ khoảng 2%. Tuy nhiên, thị trường bia vẫn khá lớn và tiềm năng tại Việt Nam. Do đó, nếu Masan thực hiện thành công và gây dựng được thương hiệu trong phân khúc này, MSC có thể sẽ thắng lớn.

MSR bắt đầu ghi nhận lợi nhuận khoảng 200 tỷ đồng sau khi vượt điểm hòa vốn vào Q3/2014

## Masan Resource (MSR)

Núi Pháo đã ký hợp đồng bao tiêu cho hầu hết các sản phẩm của mình và được bán theo giá thế giới. Từ T7/2013, công ty hợp tác với H.C.Stark (Đức) để khai thác các hợp chất tungsten có giá trị gia tăng cao. Liên doanh giữa Núi Pháo (51%) và H.C.Stark (49%) sẽ mua 100% sản phẩm tungsten từ mỏ Núi Pháo và chế biến thành các sản phẩm có giá trị cao hơn như sodium tungstate (ST), ammonium para tungstate (APT) và blue tungsten oxide (BTO). Liên doanh cam kết mua 10.000 tấn tungsten/ năm trong 10 năm tiếp theo. H.C.Starks sẽ chịu trách nhiệm về vận hành kỹ thuật trong khi Núi Pháo sẽ quản lý tài chính. Ngoài ra, H.C.Stark sẽ thu mua 60% sản phẩm từ liên doanh làm ra.

### Kế hoạch đầu ra cho sản phẩm Núi Pháo

	Đối tác	Chi tiết hợp đồng bao tiêu
Tungsten	H.C.Stark	Liên doanh, bao tiêu tối đa 10.000 tấn/năm
Fluorspa	CMC Cometals (Mỹ)	Hợp đồng bao tiêu 200.000 tấn/năm có áp dụng mức thị trường
Bismuth	Sidech S.A (Bi)	Bao tiêu 2.000 tấn/năm
Đồng	N/A	Bán trong nước

Nguồn: MSN

MSR đã bắt đầu có lợi nhuận gộp trong Q3/2014 và doanh thu năm 2014 đạt 2.742 tỷ đồng. Tuy nhiên, do chi phí tài chính (565 tỷ đồng) và chi phí hoạt động (2.213 tỷ đồng) lớn, MSR bắt đầu ghi nhận lợi nhuận ròng khoảng 200 tỷ đồng sau khi hòa vốn vào Q3/2014.

Theo thông báo của công ty thì sản lượng của MSR đã đạt 90% công suất thiết kế, và tỷ lệ thu hồi đã cải thiện ở tất cả sản phẩm.

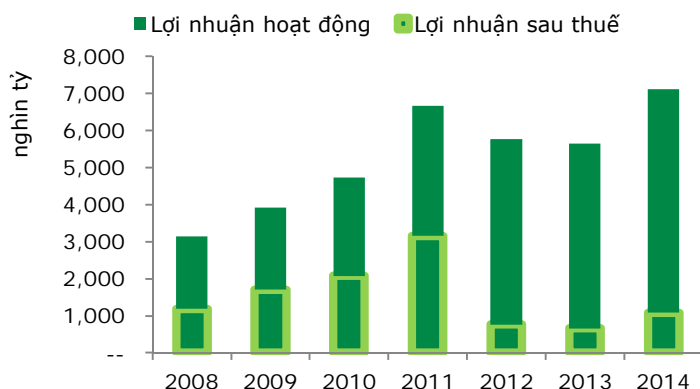
Tính đến cuối năm 2014, vốn điều lệ của MSR là 225 triệu đô, tổng tài sản đạt 940 triệu đô. Dựa vào ước tính vòng đời của dự án là 20 năm, chi phí khấu hao của MSR khoảng 30 triệu đô/năm.

## Techcombank (TCB)

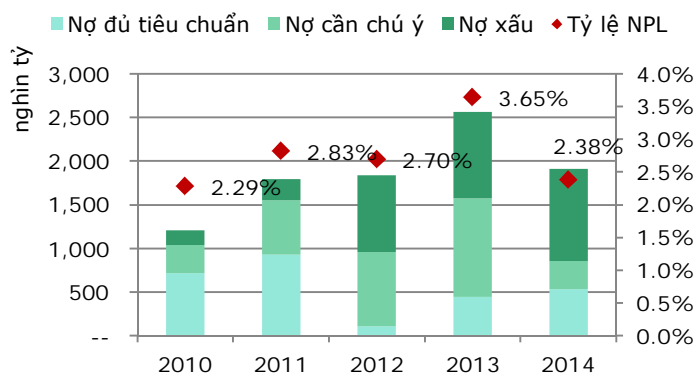
TCB ghi nhận kết quả kinh doanh rất tốt trong giai đoạn 2008-2011 nhưng bắt đầu sụt giảm từ năm 2012. Tuy nhiên, NH đã bắt đầu hồi phục từ đầu năm 2014 sau khi tái cấu trúc.

**Sự phục hồi trong năm 2014:** Từ năm 2008 đến năm 2013, hoạt động huy động và cho vay khách hàng của TCB đã tăng mạnh với tỷ lệ CAGR lần lượt đạt 27,8% và 31,9%, nhưng tốc độ tăng trưởng đã giảm dần từ năm 2012. Điều này được thể hiện qua tốc độ tăng trưởng gộp ấn tượng của LNST trong giai đoạn 2008-2011 đạt 138,7%, nhưng sau đó đã giảm mạnh trong năm 2012 và năm 2013 do trích lập dự phòng có phần thận trọng hơn, thu nhập thuần ngoài lãi giảm trong khi chi phí hoạt động lại gia tăng. Sau hai năm tái cấu trúc, TCB đã dần phục hồi với LNST đạt 1.082 tỷ đồng trong năm 2014, tăng 64,1% so với cùng kỳ và suýt soát đạt kế hoạch cả năm, hoàn thành 91,6% kế hoạch, nhờ sự cải thiện của thu nhập lãi thuần (tăng 33%).

## Thu nhập của TCB (tỷ đồng)



## Tỷ lệ nợ xấu của TCB và cơ cấu nợ xấu (triệu đồng)



Nguồn: TCB

Môi trường cho vay rủi ro làm suy giảm chất lượng tài sản, tuy nhiên, tình hình đã được cải thiện trong năm 2014: Các hoạt động cho vay của TCB chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng cá nhân. Techcombank hiện là ngân hàng dẫn đầu về cho vay tiêu dùng trong top 10 ngân hàng TMCP năm 2013. Xét về cơ cấu cho vay theo ngành, trong những năm gần đây, TCB đã mở rộng cấp tín dụng cho ngành bất động sản và xây dựng, với tỷ trọng từ 9% năm 2010 lên 22% năm 2013. Điều này phần nào làm tăng đột biến tỷ lệ nợ xấu từ 2,7% năm 2012 lên 3,65% năm 2013, vượt ngưỡng 3%. Chất lượng tài sản tiếp tục giảm sút trong 6T2014 với tỷ lệ nợ xấu tăng lên mức 4,12%. Tuy nhiên, TCB đã trích lập dự phòng thận trọng hơn vào thời điểm cuối năm, tăng vọt 59.7% từ 1,414 tỷ đồng năm 2013 lên 2,258 tỷ đồng năm 2014, nhờ vậy đã kiểm chế được tỷ lệ nợ xấu xuống còn 2,38%. Thêm vào đó, chiến lược của TCB trong năm 2014 là chuyển dịch cho vay sang những ngành công nghiệp ưu tiên và ít rủi ro hơn như nông nghiệp, công nghiệp hỗ trợ và doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này cũng góp phần làm giảm tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng. Tuy nhiên, tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng của TCB (LLC) hiện ở mức 50.15% vào thời điểm cuối năm 2014, khá thấp so với trung bình ngành

## Lợi nhuận từ công ty liên kết của MSN

MSN hiện có hai công ty liên kết là Techcombank (30,6%) và Proconco (20,4%). Trong năm 2014, hai công ty đã đóng góp 610 tỷ đồng vào kết quả lợi nhuận của MSN. Tuy nhiên sau khi phân bổ lợi thể thương mại, lợi nhuận đóng góp giảm xuống mức âm 53 tỷ đồng.

### Lợi nhuận từ công ty liên kết (tỷ đồng)

Đóng góp của TCB	331
Đóng góp của Proconco	279
Tổng đóng góp	610
Phân bổ LTTM của TCB	-576
Phân bổ LTTM của Proconco	-87
Đóng góp vào lợi nhuận	-53

Nguồn: MSN, VPBS ước tính

## Cơ cấu vốn của MSN: Gánh nặng nợ

MSN ghi nhận tổng nợ vay là 23.564 tỷ đồng, trong đó 74% là nợ vay dài hạn, tính đến cuối năm 2014. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của MSN trong năm 2014 ở mức cao 157% trong khi tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu ở mức thấp hơn là 123% nhờ số dư tiền mặt. Trong khi nợ vay ngắn hạn chủ yếu là nợ bằng VNĐ, thì cơ cấu nợ vay dài hạn là 22% vay bằng USD, và 78% là trái phiếu có bảo lãnh (13.600 tỷ đồng), trái phiếu chuyển đổi (568 tỷ đồng). Gánh nặng nợ lớn dẫn đến chi phí tài chính cao 1.710 tỷ đồng trong năm 2014 với lãi suất trung bình 8,0%, cao gấp ba lần chi phí tài chính trong năm 2013. Đó chủ yếu do hạch toán chi phí nợ khi mỏ Núi Pháo bắt đầu hoạt động từ 1/3/2014 và gánh nặng nợ sẽ giảm dần khi mỏ này sẽ giúp tạo dòng tiền.

## Kết quả kinh doanh của MSN năm 2014 và dự báo năm 2015

MSC hiện đóng góp 82% vào kết quả kinh doanh của MSN. Trong năm 2014, MSN ghi nhận doanh thu thuần tăng 35% so với cùng kỳ và đạt 16.089 tỷ đồng, trong đó doanh thu của MSC là 13.098 tỷ đồng.

EBITDA hợp nhất của MSN tăng trưởng 26%/năm từ năm 2010 đến năm 2014, thấp hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu 30% do chi phí SG&A tăng (sau khi khấu hao các thương vụ M&A) do MSN đầu tư vào các sản phẩm mới và xây dựng thương hiệu để đạt mục tiêu thị phần về đồ uống và thực phẩm tiện lợi. Trong năm 2014, lợi nhuận ròng của MSN là 2.037 tỷ đồng, tăng 56% so với năm ngoái nhờ việc bán Masan Agri (khoản đầu tư Proconco) và Công ty Bao bì Minh Việt. Lợi nhuận tài chính tăng lên 1.571 tỷ đồng. Điều này giúp phần nào bù đắp chi phí khấu hao lớn (1.121 tỷ đồng) và chi phí tài chính (1.710 tỷ đồng) khi mỏ Núi Pháo đi vào hoạt động.

Ngoài ra, lợi ích của cổ đông thiểu số đã làm cho LNST của cổ đông công ty mẹ giảm 17% trong vòng năm năm gần đây. Trong năm 2014, LNST của công ty mẹ sau khi trừ đi lợi ích cổ đông thiểu số đạt 1.080 tỷ đồng, tăng 139% so với cùng kỳ. Con số này sẽ dần được cải thiện trong tương lai do các hoạt động kinh doanh của MSN đã vượt mức hòa vốn.

Dựa trên triển vọng lợi nhuận của MSC, Masan Agri và TCB, chúng tôi ước tính MSN có thể ghi nhận 23.801 tỷ đồng doanh thu, tăng 48% theo năm và LNST sau khi trừ đi lợi ích cổ đông thiểu số đạt 1.537 tỷ đồng, tăng 44% y-o-y.

Do chúng tôi chưa có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu của công ty, chúng tôi tạm thời cho rằng vốn điều lệ năm 2015 sẽ tăng lên 7.448 tỷ đồng do MSN phát hành thêm chín triệu cổ phiếu theo cam kết trong khoản nợ vay chuyển đổi với Tập đoàn Goldman Sachs trong tháng 12/2015.

*Doanh thu của MSN tăng trưởng ấn tượng nhờ vào các thương vụ M&A nhưng LNST chịu gánh nặng chi phí khấu hao, chi phí SG&A, chi phí tài chính và lợi ích lớn của cổ đông thiểu số.*

### Ước tính năm 2015 (tỷ đồng)

	2014	2015
MSC	13098	16039
MSR	2991	7762
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>16089</b>	<b>23801</b>
Lợi nhuận gộp	6600	10537
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-53	42
Lợi nhuận trước thuế	2740	3975
Thuế	-703	-875
Lợi nhuận sau thuế	2037	3101
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-957	-1541
LNST của công ty mẹ sau khi trừ đi cổ đông thiểu số	1080	1560
<b>EPS (đồng)</b>	<b>1447</b>	<b>2083</b>

Nguồn: VPBS

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng MSC

Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu thuần của MSC sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 24% trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2019. Sự tăng trưởng của MSC chủ yếu đến từ những mảng trụ cột gồm nước chấm và gia vị, thực phẩm tiện lợi và nước giải khát.

**Nước chấm và gia vị: doanh thu tăng trưởng 15%.** Chi tiết,

- ❖ **Nước mắm: Doanh thu đạt tốc độ CAGR là 14% và biên lợi nhuận gộp là 60%.** Dựa vào giả định rằng phân khúc nước mắm có thể tăng trưởng từ 9% trong năm 2014 đến 15% vào năm 2019. Doanh thu nước mắm của MSC tăng trưởng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng dự kiến của phân khúc này là 6%/năm từ 2014 đến 2019. MSC hiện dẫn đầu trong sản xuất nước mắm, vì vậy chúng tôi dự báo thị phần của công ty có thể tiếp tục được cải thiện cùng với khả năng mở rộng các sản phẩm trung và cao cấp, gia vị dạng bột và các dòng sản phẩm khác.
- ❖ **Nước tương: Doanh thu đạt tốc độ CAGR là 8% và biên lợi nhuận gộp là 58%.** Nhu cầu nước tương khá ổn định, do vậy, tốc độ tăng trưởng của dòng sản phẩm này được dự báo ở mức 10%/năm trong năm năm tới. Doanh thu nước tương của MSC có thể tăng 15%/năm và kỳ vọng MSC giữ vững vị trí dẫn đầu về thị phần.
- ❖ **Tương ớt: Doanh thu đạt tốc độ CAGR là 20%+ và biên lợi nhuận gộp là 46%.** Khả năng MSC có thể thu tóm Cholimex vẫn là một ẩn số. Tuy nhiên, chúng ta có thể thấy trước được mối quan hệ hợp tác giữa hai công ty này trong nhóm sản phẩm tương ớt, đặc biệt là dòng sản phẩm cao cấp. Dựa vào sự hợp tác đầy triển vọng này cùng với các sản phẩm mới đang được nghiên cứu phát triển, thị phần của MSN trong mảng tương ớt có thể đạt 70%. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi không gộp chung hoạt động của Cholimex vào mô hình dự báo.

**Thực phẩm tiện lợi: doanh thu tăng trưởng 25%.** Mì ăn liền chiếm tỷ trọng lớn nhất trong mảng này. Ngoài ra MSC sẽ phát triển sản xuất snack, cháo ăn liền, mì Ý ăn liền và các sản phẩm thịt chế biến sẵn.

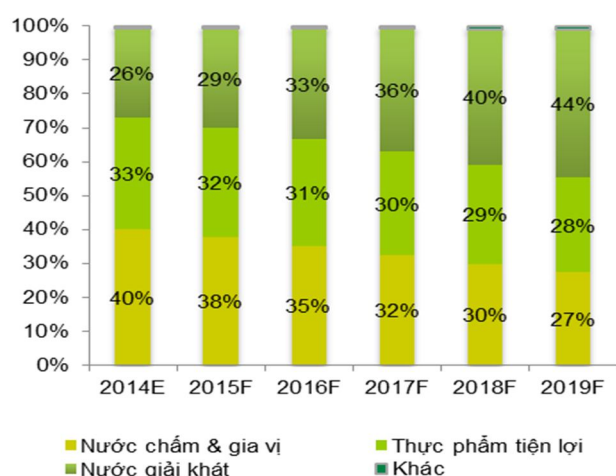
- ❖ **Mì ăn liền: Doanh thu đạt tốc độ CAGR là 20% và biên lợi nhuận gộp là 45%.** Mì ăn liền tiếp tục giữ vai trò quan trọng nhất trong doanh thu của MSC (chiếm 32% tổng doanh thu). Mặc dù thị trường phân tán với sự tham gia của nhiều thương hiệu mới, nhưng chúng tôi vẫn tin rằng thị phần của MSC sẽ dao động trong khoảng từ 30% năm 2014 đến 58% vào năm 2019. Đẩy mạnh hoạt động nghiên cứu và phát triển, xây dựng quảng bá thương hiệu cùng các chiến dịch quảng cáo tiếp thị sẽ giúp MSC thành công giới thiệu các sản phẩm mới đến người tiêu dùng.

**Nước giải khát- doanh thu CAGR tăng trưởng với tốc độ 35%.** Mảng này dự báo là mảng tăng trưởng mạnh nhất của MSC với cơ sở là Vinacafe và Vĩnh Hào.

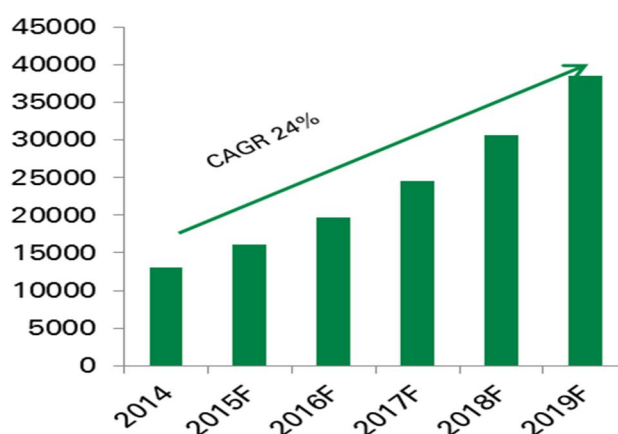
- ❖ **Cà phê hòa tan: Doanh thu đạt tốc độ CAGR là 30% và biên lợi nhuận gộp là 35%.** Do nhà máy thứ ba của Vinacafe đi vào hoạt động trong năm 2013, chúng tôi ước tính rằng nhà máy vận hành đạt công suất thiết kế và góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu từ sản phẩm cà phê hòa tan của MSC đạt mức 11%/năm, với thị phần kỳ vọng sẽ đạt 70% trong năm 2015.
- ❖ **Nước đóng chai: Doanh thu đạt tốc độ CAGR là 50% và biên lợi nhuận gộp là 40%.** Sau thương vụ với MSC, các sản phẩm của Vĩnh Hào đã được tung ra thị trường dưới mẫu mã mới bắt mắt, góp phần làm tăng doanh thu phân khúc này. MSC cũng đã tung ra sản phẩm nước tăng lực và nước uống thể thao dựa trên cơ sở sản xuất của Vĩnh Hào, điều này có thể mang lại tăng trưởng mạnh mẽ của MSC thông qua việc giành thị phần nước giải khát có tổng giá trị 2,5 tỷ USD.

**Các sản phẩm khác:** Chúng tôi dự đoán doanh thu các sản phẩm khác như bao bì, ngỗng cốc, sẽ tăng trưởng 15%/năm với biên lợi nhuận gộp là 55%.

Cơ cấu doanh thu của MSC



Tổng doanh thu của MSC





### Giả định về biên lợi nhuận gộp

Chúng tôi giả định rằng biên lợi nhuận gộp của mảng nước chấm, mì ăn liền, nước uống đóng chai sẽ dần cải thiện do chi phí cố định trung bình giảm dần nhờ lợi thế quy mô sản xuất lớn. Bên cạnh đó, sự kết hợp khéo léo giữa các sản phẩm có thể giúp cải thiện lợi nhuận gộp của MSC. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của MSC sẽ dao động ở mức 45% so với mức 44% trong năm 2014 và mức trung bình trong năm năm trước là 43%.

### Giả định về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)

Do tính chất của ngành tiêu dùng, MSC phải chịu chi phí lớn để xây dựng thương hiệu, quảng cáo và thiết lập mạng lưới phân phối. Ngoài ra, đáng chú ý là chi phí phân bổ lợi thế thương mại từ việc mua lại Vinacafe, Vĩnh Hào được ghi nhận vào chi phí quản lý doanh nghiệp. Theo tính toán của chúng tôi, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu sẽ tiếp tục duy trì ở mức 20% mỗi năm so với mức 26% trong năm 2014 và mức trung bình trong năm năm trước là 20%.

### Doanh thu và chi phí tài chính

Doanh thu tài chính của MSC đến từ hai mảng chính: cho công ty có liên quan trong tập đoàn vay (60%) và gửi tiền tại ngân hàng (15%). Trong năm 2014, MSC đã ghi nhận lần lượt 1.247 tỷ đồng và 330 tỷ đồng từ hai mảng này.

Với lượng tiền mặt lớn (3.150 tỷ đồng/năm) và 9.000 tỷ đồng các khoản cho vay cho các công ty khác trong nội bộ tập đoàn, chúng tôi dự báo doanh thu tài chính của MSC có thể đạt khoảng 1.682 tỷ đồng mỗi năm (lãi suất 10%/năm).

Thông thường MSC sử dụng nguồn tiền của mình vào các thương vụ M&A và đầu tư tăng trưởng. Masan Consumer Holdings đã huy động thành công 2.100 tỷ đồng trái phiếu. Đây là giao dịch trái phiếu kỳ hạn 10 năm hiếm hoi với lãi suất rất thấp (8%/năm), do một công ty tư nhân ở Việt Nam phát hành. Thông qua việc phát hành thành công trái phiếu đã cho thấy niềm tin của nhà đầu tư vào chiến lược phát triển sản xuất hàng thực phẩm của MSC, cung cấp nguồn vốn cho công ty phát triển. MSC hiện nay có khoảng 4.386 tỷ đồng nợ ngắn hạn và 3.844 tỷ đồng nợ dài hạn, chủ yếu là các khoản trái phiếu có đảm bảo. Theo đó, MSC sẽ phải trả khoảng 900 tỷ đồng mỗi năm cho chi phí tài chính. Tuy nhiên, MSC vẫn có tiền mặt trong sổ sách, vì vậy công ty sẽ không còn nợ ròng nhiều. Trong năm 2014, MSC ghi nhận 1.660 tỷ đồng lợi nhuận thuần từ hoạt động tài chính, tăng 26% so với năm ngoái. .

### Thuế suất

Chúng tôi giả định thuế suất hiệu dụng của MSC là 18% trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2019. Trong đó, thuế suất doanh nghiệp (CIT) của công ty mẹ ở mức 22% là thuế suất được áp dụng trong năm 2014 và năm 2015, và 20% trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2019. Thuế suất CIT đối với các công ty con không đồng nhất do phụ thuộc vào thuế suất áp dụng của từng công ty.

### Lợi nhuận sau thuế (LNST)



Chúng tôi dự phóng rằng MSC có thể ghi nhận 16.039 tỷ đồng doanh thu thuần và LNST còn lại sau lợi ích của cổ đông thiểu số là 3.898 tỷ đồng trong năm 2015, lần lượt tăng 22% và 17% trong năm 2015. Theo đó, EPS của MSC sẽ tăng từ 6.171 đồng lên 7.374 đồng, tăng 20%.

### Cổ tức

Cổ tức của MSC được quyết định bởi Hội đồng quản trị của MSC. Theo nghiên cứu của chúng tôi, MSC có lịch sử trả cổ tức bằng cổ phiếu. Tuy nhiên, trong Q2/2014, MSC đã chi 5.800 tỷ đồng (tương đương 11.000 đồng/cổ phiếu) để trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2013 và cổ tức tạm ứng cho năm 2014.

### Bảng cân đối kế toán

Chúng tôi đưa ra các giả định sau cho bảng cân đối kế toán của MSC:

- Số ngày bán hàng: khoảng 51 ngày. Mức trung bình ba năm trong quá khứ là 48 ngày.
- Số ngày hàng tồn kho: dao động ở mức 49 ngày, tăng từ mức trung bình ba năm trong quá khứ là 40 ngày.
- Vòng quay phải trả: duy trì ở mức 29 ngày, bằng với dữ liệu của ba năm gần nhất.
- Tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn: duy trì ổn định theo tỷ lệ tương ứng với doanh thu và chi phí liên quan.
- Chi phí đầu tư: Chúng tôi không có kế hoạch đầu tư của MSC, vì vậy chúng tôi dự phóng dựa trên giả định rằng MSC từ năm 2015 đến năm 2019, chi phí đầu tư của MSC ước tính là 830 tỷ đồng/năm, tương đương với mức đầu tư của 2014.

### Định giá MSC

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu MSC (145.553 đồng/cổ phiếu) dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp EV/EBITDA.

Tổng hợp định giá		
Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Giá DCF	141.734	50%
EV/EBITDA	149.373	50%
Giá mục tiêu cổ phiếu MSC (đồng/cp)	145.553	

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi xác định được giá trị nội tại của MSC theo phương pháp DCF là 141.734 đồng/cổ phiếu.

Chi phí vốn chủ sở hữu	
Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm	5,40%
Beta	0,79
Chênh lệch lãi suất thực tế	8,76%
<b>Chi phí vốn chủ sở hữu</b>	<b>12,30%</b>
Chi phí sử dụng nợ	

Lãi suất dài hạn	9,0%
Thuế suất hiệu dụng	18,0%
Chi phí sử dụng nợ sau thuế	7,4%
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng/cp)	84.000
Số lượng cổ phiếu (triệu)	529
Vốn hóa (tỷ đồng)	44.402
Nợ vay (tỷ đồng)	8.271
<b>WACC</b>	<b>11,6%</b>
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	6,0%
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cp)</b>	<b>141.734</b>

### Phương pháp EV/EBITDA

Chúng tôi sử dụng mức EV/EBITDA trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực để đưa ra mức giá tương đối cho MSC là 149.373 đồng/cổ phiếu. 14 công ty cùng ngành được dùng để so sánh là các công ty đa ngành có hoạt động chính trong mảng thực phẩm đóng gói.

Tên công ty	Quốc gia	P/E	P/B	ROE (%)	EV/EBITDA	EV/EBITDA thị trường	EV/EBITDA tương đối
Century Pacific Food, Inc.	Phi-líp-pin	N/A	4,6	23,9	14,5	14,7	1.0
PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	In-đô-nê-xi-a	27,7	4,8	19,6	14,3	11,4	1.3
PT Mayora Indah Tbk	In-đô-nê-xi-a	38,4	4,8	13,1	12,5	11,4	1.1
PT Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk	In-đô-nê-xi-a	43,9	4,8	13,9	12,6	11,4	1.1
Khon Kaen Sugar Industry PCL	Thái Lan	13,1	1,4	15,7	10,6	10,7	1.0
Bright Dairy & Food Co., Ltd.	Trung Quốc	40,8	4,4	12,4	13,9	11,8	1.2
Xiwang Foodstuffs Company Limited	Trung Quốc	22,9	2,6	12,8	10,4	11,8	0.9
Chongqing Fuling Zhacai Group Company Limited	Trung Quốc	44,0	4,5	14,4	19,6	11,8	1.7
Thai Union Frozen Products Public Company Limited	Thái Lan	18,9	2,3	13,1	11,2	10,7	1.1
Jonjee High-Tech Industrial and Commercial Holding Co Ltd	Trung Quốc	28,8	3,4	12,2	15,8	11,8	1.3
Chacha Food Company Limited	Trung Quốc	25,3	2,6	11,6	12,4	11,8	1.1
Dongwon F&B Co., Ltd.	Hàn Quốc	20,7	2,5	12,8	10,2	8,0	1.3
Ottogi Corporation	Hàn Quốc	17,3	2,1	13,2	9,6	8,0	1.2
Daesang Corporation	Hàn Quốc	12,9	1,5	12,9	7,5	8,0	0.9
<b>Trung bình</b>		<b>27,3</b>	<b>3,3</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>10,9</b>	<b>1.1</b>
<b>Masan Consumer</b>		<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>23,0</b>	<b>15,4</b>	<b>13,8</b>	
EV của MSC (tỷ đồng)	84.762						
Tiền mặt (tỷ đồng)	3.596						
Nợ vay (tỷ đồng)	8.271						
Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	1.129						
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	529						
Giá trị (tỷ đồng)	78.958						
<b>Giá cổ phiếu (đồng/cp)</b>	<b>149.373</b>						

### Dự phóng cho MSR

Từ Q1/2014, MSR bắt đầu có lợi nhuận gộp nhưng còn lỗ ròng do chi phí cao. Tuy nhiên đến Q3/2014 MSR đã ghi nhận lãi ròng. Trong năm 2015, chúng tôi dự phóng EBITDA của MSR sẽ đạt 150 triệu đô với lợi nhuận ròng là 112 triệu đô.

Trữ lượng của mỏ Núi Pháo được kiểm định và cập nhật như bên dưới được cung cấp trong bản tin IR của công ty từ Q3/2014

Tổng	Nghìn tấn	Tungsten %	Fluorspar %	Đồng %	Bismuth %
	66.000 (trước đó 52.550)	0,21	8,00	0,21	0,10

Nguồn: MSN

Doanh thu mỗi năm được tính toán dựa trên sản lượng khai thác trung bình là 3,3 triệu tấn mỗi năm và vòng đời của dự án là 20 năm. Về giá của kim loại, chúng tôi dùng giá hiện tại cho giai đoạn dự báo. Xin lưu ý rằng đây là mức giá gần như đã chạm đáy và có khả năng tăng lại trong tương lai.

Định giá MSR (triệu đô)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tổng doanh thu	364	364	375	384	396	395
Chi phí hoạt động	157	153	158	157	162	158
<b>EBITDA</b>	150	154	158	166	171	175
-Giá trị khấu hao	30	30	30	30	30	30
-Lãi vay	8	8	7	7	7	6
Lợi nhuận trước thuế	112	116	121	129	135	139
-Thuế	0	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận ròng</b>	112	116	121	129	135	139
+ Giá trị khấu hao	30	30	30	30	30	30
-Chi đầu tư	20	20	20	20	20	10
+Vay ròng	-31	-31	-31	-31	-31	-31
<b>Dòng tiền</b>	90	95	99	108	113	127
Tổng NPV	<b>704</b>					

### Dự phóng cho TCB

*Bảng cân đối kế toán tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2014 và năm 2015 và bắt đầu khởi sắc từ năm 2016.*

Bảng cân đối kế toán tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2014 và 2015 và bắt đầu khởi sắc từ năm 2016

Mặc dù có sự suy giảm đáng kể về tổng tài sản trong năm 2013, TCB đang cho thấy dấu hiệu phục hồi trong năm 2014. Do đó, chúng tôi dự báo tổng tài sản của TCB sẽ tăng trưởng lũy kế 11,6% trong giai đoạn 2014-2019. Cụ thể như sau:

- *Huy động vốn và cho vay khách hàng:* Tốc độ tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ đạt 14%-17% trong giai đoạn 2015-2019. Huy động khách hàng sẽ tăng trưởng 13%-14% trong năm tới.

Dự phóng TTS (tỷ đồng)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<u>Tổng tài sản</u>	175.915	195.801	215.939	239.083	270.436	304.744
Tăng trưởng	11%	11%	10%	11%	13%	13%
<u>Tài sản sinh lời</u>	157.055	174.647	195.045	218.730	248.267	282.081
% của TTS	89%	89%	90%	91%	92%	93%
Tăng trưởng	15%	11%	12%	12%	14%	14%
Trong đó						
Tăng trưởng cho vay KH	14%	14%	14%	14%	15%	17%
Tăng trưởng cho vay/ vay	22%	3%	3%	3%	3%	3%
Tăng trưởng chứng khoán	15%	10%	11%	12%	14%	11%
nợ						
<u>Chất lượng tài sản</u>						
Tỷ lệ NPL(trước xóa nợ xấu)	4,19%	3,20%	3,46%	3,15%	3,07%	3,08%
Tỷ lệ NPL (báo cáo)	2,38%	2,98%	2,68%	2,41%	2,41%	2,41%
LLC	50%	75%	79%	83%	85%	85%

- *Thu nhập lãi thuần tăng trưởng lũy kế 11,8% do NIM đang dần được cải thiện, tăng trưởng tín dụng ổn định, chỉ số LDR tương đối cao hơn và có xu hướng tăng theo chỉ số trung bình ngành (82,7%), vì lợi nhuận từ đầu tư trái phiếu chính phủ sẽ không còn là nguồn thu nhập cao và ổn định như trước.*
- *Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 21,3%, chủ yếu đến từ tăng trưởng thu nhập phí và hoa hồng.*
- *Chi phí dự phòng sẽ giảm bớt từ năm 2016 trở đi, chi phí dự phòng sẽ chiếm khoảng 29.4% lợi nhuận hoạt động trước dự phòng mỗi năm (PPOP).*

Dự phóng thu nhập (tỷ đồng)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Thu nhập lãi thuần	5.773	6.097	6.717	8.046	9.074	10.098
Tăng trưởng	33%	6%	10%	20%	13%	11%
NIM	3,94%	3,68%	3,63%	3,89%	3,89%	3,81%
Thu nhập ngoài lãi	1.334	1.753	2.075	2.485	2.946	3.502
Tăng trưởng	2%	31%	18%	20%	19%	19%
Thu nhập phí	1.123	1.539	1.847	2.245	2.694	3.232
Tăng trưởng	52%	37%	20%	22%	20%	20%
Thu nhập ngoại hối	23	25	28	30	34	37
Tăng trưởng	0%	10%	10%	10%	10%	10%
Đầu tư chứng khoán	180	180	191	199	207	219
Lợi suất	28%	20%	20%	20%	20%	20%
Thu nhập khác	8	9	10	11	12	14
Tăng trưởng	-98%	10%	10%	10%	10%	10%
Thu nhập hoạt động	7.106	7.850	8.792	10.531	12.021	13.600
Tăng trưởng	26%	10%	12%	20%	14%	13%
Chi phí hoạt động	3.431	4.244	4.731	5.723	6.621	7.599
Tăng trưởng	2%	24%	11%	21%	16%	15%
CIR	48%	54%	54%	54%	55%	56%
Dự phòng rủi ro tín dụng	2.258	2.205	1.615	1.547	1.330	1.250
Tăng trưởng	60%	-2%	-27%	-4%	-14%	-6%
Dự phòng/Lợi nhuận trước CPDP	61%	61%	40%	32%	25%	21%
Lợi nhuận sau thuế	1.082	1.093	1.957	2.609	3.256	3.801
Tăng trưởng	64%	1%	79%	33%	25%	17%

## Định giá TCB

TCB là cổ phiếu OTC chưa niêm yết, được giao dịch với mức giá 9.940 đồng/cổ phiếu. Dựa trên hai phương pháp định giá (thu nhập thặng dư và phương pháp chỉ số giá giao dịch), chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TCB là 16.209 đồng/cổ phiếu, cao hơn mức giá hiện tại là 63,1% và lợi nhuận dự kiến một năm cũng là 63,1% vì chúng tôi cho rằng TCB sẽ không tiến hành chi trả cổ tức trong tương lai gần.

Tổng hợp định giá		
Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	19.637	30%
P/B	14.739	70%
Giá mục tiêu	<b>16.209</b>	

## Phương pháp so sánh theo thị trường

Chúng tôi lựa chọn bốn ngân hàng: MBB, STB, EIB và ACB để so sánh với TCB vì bốn ngân hàng này có quy mô, hiệu quả và mô hình hoạt động tương đồng với TCB. Nhìn chung TCB hoạt động vượt trội những ngân hàng tương đương xét trên hầu hết các chỉ số dưới đây.

Ngân hàng	Số CP đang lưu hành	Giá CP tại ngày 12/3/1	P/E	P/B	TLM EPS (đồng)	BVPS 2014 (đồng)	ROE (%)	ROA (%)	NIM 2014 (%)
STB	1.143	20.400	10,54	1,29	1.936	15.815	12,2%	1,2%	4,31%
MBB	1.159	13.900	6,44	0,97	2.119	14.284	15,1%	1,2%	3,77%
EIB*	1.229	13.200	289,35	1,15	46	11.443	0,4%	0,0%	1,79%
ACB	896	17.100	16,10	1,24	1.062	13.831	7,7%	0,5%	3,06%
<b>Trung bình</b>			<b>11,03</b>	<b>1,16</b>			<b>8,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,23%</b>
TCB	<b>888</b>	<b>9.940</b>	<b>8,16</b>	<b>0,59</b>	<b>1.219</b>	<b>16.895</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,94%</b>

\*Chúng tôi không sử dụng hệ số P/E của EIB khi tính TB do P/E của EIB hiện ở mức quá cao

Nguồn: VPBS tổng hợp, Bloomberg

Áp dụng phương pháp định giá theo chỉ số P/B, dựa trên giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu TCB là 16.895 đồng, chúng tôi định giá TCB là 14.739 đồng. Trong mô hình định giá này, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 25% do tính thanh khoản kém của cổ phiếu TCB.

Định giá theo chỉ số P/B	
Giá trị sổ sách 2014 (đồng)	16.895
P/B của TCB	0,60
P/B điều chỉnh	0,87
Giá mục tiêu	<b>14.739</b>

### Phương pháp thu nhập thặng dư

Dựa trên kết quả dự báo tài chính của TCB với hệ số Beta 0,8 và phần bù rủi ro thị trường là 8,76%, mô hình thu nhập thặng dư của chúng tôi đưa ra mức giá 19.637 đồng cho mỗi cổ phiếu TCB, cao hơn mức giá hiện tại là 98%. Vì TCB là cổ phiếu chưa niêm yết, chúng tôi sử dụng hệ số Beta trung bình của các NH tương đương để ước tính cho Beta của TCB và tăng mức chi phí vốn chủ sở hữu thêm 1% do tính thanh khoản kém của mã cổ phiếu này.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	1,081,859	1,092,905	1,957,011	2,609,329	3,255,520	3,801,482
Vốn chủ sở hữu	13,920,070	14,999,712	17,867,757	19,292,084	21,368,728	25,130,299
Chi phí vốn chủ	1,855,267	1,999,162	2,381,415	2,571,249	2,848,024	3,349,366
Thu nhập thặng dư	(773,408)	(906,257)	(424,403)	38,080	407,496	452,115
Giá trị sau cùng						5,700,302
Hệ số chiết khấu hiện tại	1.000	0.882	0.779	0.687	0.606	0.535
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(773,408)	(799,676)	(330,449)	26,163	247,044	3,291,241
Tổng giá trị thặng dư	2,434,323					
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	14,999,710					
Giá trị VCSH	17,434,033					
Số lượng cổ phiếu	887,808					
<b>Giá trị cổ phiếu (đồng)</b>	<b>19,637</b>					

## Định giá MSN

Do CTCP Tập đoàn Masan (MSN) là một tập đoàn gồm nhiều công ty con hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau, chúng tôi sử dụng phương pháp tổng các giá trị thành phần (SOP) để định giá công ty. Chúng tôi tính toán chung trên tổng giá trị của MSC, TCB và MSR.

Tổng các giá trị thành phần (SOP)	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)	Sở hữu của MSN	Giá trị cổ phiếu MSN (tỷ đồng)
MSC	DCF	79.517	78,4%	61.594
TCB	P/B & Thu nhập thặng dư	17.434	30,4%	5.293
MSR	NPV	14.671	74,2%	11.185
Tổng				78.072
+ Số dư tiền mặt				9.209
- Tổng các khoản vay				16.764
VCSH của MSN				70.517
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)				747
Giá cổ phiếu (đồng/cp)				94.400



## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cổ phiếu MSN cho thấy cổ phiếu đang nằm trong kênh đi ngang kéo dài từ tháng 9/2014 trong khoảng 78.000 – 85.000 đ/cp. Sau nỗ lực tăng điểm lên ngưỡng kháng cự 90.000 đồng trong tháng 2/2015, MSN giảm điểm khá mạnh và hiện đang tích lũy gần cận dưới của kênh đi ngang.

Sau khi bị bán mạnh trong phiên 20/3/2015, khối lượng giao dịch của MSN đang giảm về mức thấp dưới mức trung bình 10 phiên trong những phiên gần đây, cho thấy áp lực cung đã giảm bớt. Đồng thời hỗ trợ tại cận dưới của kênh đi ngang có thể giúp MSN chứng lại đà giảm điểm.

Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu MSN tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã cổ phiếu	MSN
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	90.000
Giá thấp nhất trong ba tháng	77.500
Đường MA50 ngày hiện tại	84.000
Đường MA100 ngày hiện tại	83.000
Ngưỡng cản trung hạn	85.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	78.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>

Diễn biến giá cổ phiếu



## PHỤ LỤC: DỰ PHÓNG CỦA VPBS

Kết quả kinh doanh MSC (tỷ đồng)	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>13.098</b>	<b>16.039</b>	<b>19.760</b>	<b>24.504</b>	<b>30.597</b>	<b>38.483</b>
Tăng trưởng	10%	22%	23%	24%	25%	26%
<b>Giá vốn hàng bán</b>						
GVHB (trừ khấu hao)	6.855	8.404	10.354	12.840	16.033	20.165
GVHB % Doanh thu	52%	52%	52%	52%	52%	52%
Khấu hao trong GVHB	472	483	610	685	798	903
Giá vốn hàng bán	7.327	8.887	10.964	13.526	16.831	21.068
Trừ: Khấu hao trong GVHB	472	483	610	685	798	903
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>6.855</b>	<b>8.404</b>	<b>10.354</b>	<b>12.840</b>	<b>16.033</b>	<b>20.165</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.243</b>	<b>7.635</b>	<b>9.406</b>	<b>11.664</b>	<b>14.564</b>	<b>18.318</b>
Biên lợi nhuận gộp						
Chi phí bán hàng	2.710	2.675	3.296	4.087	5.103	6.419
Chi phí quản lý doanh nghiệp	647	533	581	634	663	693
Thu nhập từ công ty liên kết	74	30	30	30	30	30
<b>EBITDA</b>	<b>2.960</b>	<b>4.457</b>	<b>5.559</b>	<b>6.973</b>	<b>8.828</b>	<b>11.236</b>
Khấu hao	472	408	501	565	672	790
<b>EBIT</b>	<b>2.488</b>	<b>4.049</b>	<b>5.058</b>	<b>6.408</b>	<b>8.156</b>	<b>10.446</b>
Doanh thu tài chính	2.171	1.928	1.659	1.426	2.164	1.721
Chi phí tài chính						
Chi phí lãi vay	511	873	872	920	930	961
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá						
Chi phí tài chính khác						
<b>Lãi (lỗ) thu nhập tài chính</b>	<b>1.660</b>	<b>1.055</b>	<b>787</b>	<b>505</b>	<b>1.234</b>	<b>759</b>
Thu nhập khác	80					
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>4.228</b>	<b>5.104</b>	<b>5.845</b>	<b>6.913</b>	<b>9.390</b>	<b>11.205</b>
Chi phí thuế thu nhập	729	880	1.008	1.192	1.619	1.932
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	191	218	258	351	419
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3.341</b>	<b>4.033</b>	<b>4.619</b>	<b>5.463</b>	<b>7.420</b>	<b>8.854</b>

<b>Bảng cân đối kế toán MSC</b> (tỷ đồng)	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>						
Tiền và các khoản tương đương tiền	3.596	3.327	1.870	4.754	3.199	5.176
Đầu tư ngắn hạn	3.718	2.926	3.310	3.318	3.185	3.271
Khoản phải thu ngắn hạn	921	2.127	3.256	3.003	4.283	5.481
Tồn kho	912	1.118	1.378	1.708	2.133	2.683
Tài sản ngắn hạn khác	34	34	34	34	34	34
<b>Tài sản ngắn hạn</b>						
<b>Tài sản dài hạn</b>						
Nguyên giá	3.028	3.585	4.363	5.288	6.281	7.180
Khấu hao lũy kế	843	1.251	1.752	2.317	2.989	3.780
Tài sản cố định	2.185	2.334	2.611	2.970	3.291	3.400
Đầu tư dài hạn	388	388	388	388	388	388
Tài sản cố định vô hình	1.138	1.138	1.138	1.138	1.138	1.138
Tài sản dài hạn khác	11.065	10.790	11.261	11.758	12.282	12.836
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>14.776</b>	<b>14.650</b>	<b>15.398</b>	<b>16.254</b>	<b>17.100</b>	<b>17.761</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>23.957</b>	<b>24.181</b>	<b>25.246</b>	<b>29.072</b>	<b>29.933</b>	<b>34.406</b>
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>						
Khoản phải trả	550	674	831	1.030	1.286	1.618
Người mua trả trước	0	0	0	0	0	0
Vay và nợ ngắn hạn	4.386	2.887	2.964	3.676	1.530	1.924
Nợ phải trả ngắn hạn khác	2.021	1.295	1.658	1.476	1.567	1.522
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>6.957</b>	<b>4.856</b>	<b>5.453</b>	<b>6.182</b>	<b>4.383</b>	<b>5.064</b>
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>						
Vay và nợ dài hạn	3.885	4.370	2.334	2.611	2.079	2.304
Nợ dài hạn khác	223	223	223	223	223	223
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>4.108</b>	<b>4.593</b>	<b>2.557</b>	<b>2.834</b>	<b>2.302</b>	<b>2.527</b>
<b>Tổng công nợ phải trả</b>	<b>11.065</b>	<b>9.449</b>	<b>8.009</b>	<b>9.016</b>	<b>6.686</b>	<b>7.591</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>						
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	5.336	5.336	5.336	5.336	5.336	5.336
LNST chưa phân phối	3.245	5.164	7.668	10.488	13.679	17.248
Vốn chủ sở hữu khác	3.182	3.182	3.182	3.182	3.182	3.182
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.763</b>	<b>13.682</b>	<b>16.186</b>	<b>19.006</b>	<b>22.197</b>	<b>25.766</b>
Cổ đông thiểu số	1.129	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>23.957</b>	<b>24.181</b>	<b>25.246</b>	<b>29.072</b>	<b>29.933</b>	<b>34.406</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ MSC (tỷ đồng)</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lợi nhuận ròng	3.341	4.033	4.619	5.463	7.420	8.854
Khấu hao	472	408	501	565	672	790
Thay đổi vốn lưu động	(180)	(2.014)	(869)	(60)	(1.357)	(1.462)
Các khoản điều chỉnh phi tiền tệ khác	(1.676)	275	(471)	(497)	(524)	(553)
<b>LCTT từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.957</b>	<b>2.702</b>	<b>3.780</b>	<b>5.471</b>	<b>6.210</b>	<b>7.629</b>
Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0	0
Đầu tư TSCĐ	(748)	(557)	(778)	(925)	(993)	(899)
Tăng/giảm đầu tư	(797)	792	(384)	(8)	133	(86)
Các hoạt động đầu tư khác	917	0	0	0	0	0
<b>LCTT từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(628)</b>	<b>236</b>	<b>(1.163)</b>	<b>(933)</b>	<b>(860)</b>	<b>(985)</b>
(Chi trả cổ tức)	(2.458)	(2.114)	(2.114)	(2.643)	(4.229)	(5.286)
Tăng (giảm) vay và nợ ngắn hạn	2.214	(1.499)	77	712	(2.146)	394
Tăng (giảm) vay và nợ dài hạn	0	485	(2.036)	277	(531)	225
Tăng (giảm) vốn cổ phần	57	(79)	0	0	0	0
Các hoạt động tài chính khác	(1.640)	0	0	0	0	0
<b>LCTT từ hoạt động tài chính</b>	<b>(1.827)</b>	<b>(3.207)</b>	<b>(4.074)</b>	<b>(1.654)</b>	<b>(6.906)</b>	<b>(4.667)</b>

<b>Phân tích chỉ số MSC</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>						
EV/EBIT	32,0	19,6	15,7	12,4	9,7	7,6
EV/EBITDA	26,9	17,8	14,3	11,4	9,0	7,1
<b>Chỉ số sinh lời</b>						
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	47,7%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%	47,6%
Biên LN hoạt động	22,6%	27,8%	28,1%	28,5%	28,9%	29,2%
Biên LN ròng	19,0%	25,2%	25,6%	26,2%	26,7%	27,1%
Chỉ số LN/tổng tài sản	25,5%	25,1%	23,4%	22,3%	24,3%	23,0%
Chỉ số LN/vốn chủ sở hữu	14,0%	17,5%	19,6%	21,1%	26,3%	28,8%
Chỉ số LN/chi phí vốn	24,1%	31,7%	30,9%	31,0%	36,0%	36,9%
<b>Hệ số nợ</b>						
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/Lãi)	4,9	4,6	5,8	7,0	8,8	10,9
EBITDA / (I + Capex)	2,4	3,1	3,4	3,8	4,6	6,0
Tổng nợ/Vốn	41,3%	34,7%	24,7%	24,9%	14,0%	14,1%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	70,3%	53,0%	32,7%	33,1%	16,3%	16,4%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>						
Hệ số vòng quay tài sản	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1
Hệ số vòng quay khoản phải thu	14,2	7,5	6,1	8,2	7,1	7,0
Hệ số vòng quay khoản phải trả	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	14,4	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	2,0	1,8	2,1	2,9	3,3
Hệ số thanh toán nhanh	1,2	1,7	1,6	1,8	2,4	2,8

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích cao cấp - Phân tích cơ bản  
bant@vpbs.com.vn

### Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích - Phân tích cơ bản  
ngoccla@vpbs.com.vn

### Lê Thị Diệu Linh

Trợ lý phân tích - Phân tích cơ bản  
linhltd@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro công hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phủ hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418