

**MUA [+35%]**

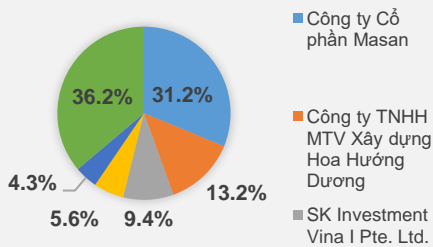
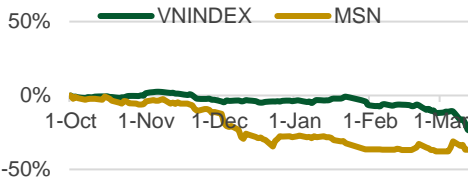
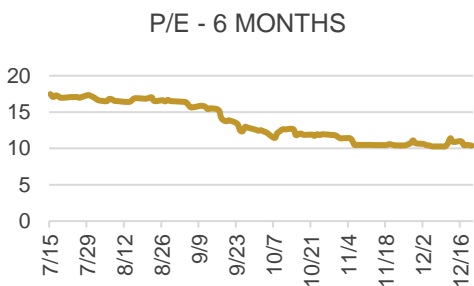
Ngày cập nhật: 19/03/2020

Giá mục tiêu	69,980	VND
Giá hiện tại	49,500	VND

**PHS**

 (+82-28) 5 413 5479 – [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)
**Thông tin cổ phiếu**

CP đang lưu hành (triệu)	1168.9
Free-float (triệu)	467.6
Vốn hóa (tỷ đồng)	67,214
KLGD TB 3 tháng	1,294,911
Sở hữu nước ngoài	38.01%
Ngày niêm yết đầu tiên	05/11/2009

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**


Nguồn: Fiinpro

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	30,628	43,297	37,621	38,188	37,354	84,934
LNST Cổ đông công ty mẹ (tỷ VND)	1,478	2,791	3,103	4,916	5,558	3,355
EPS (VND)	1,965	2,462	2,727	4,561	4,754	2,870
Tăng trưởng EPS (%)	36%	25%	11%	67%	4%	-40%
Giá trị sổ sách (VND)	36.034	17.915	17.776	31.615	44.389	47.428
P/E	40.59	27.77	18.54	19.29	16.69	23.69
P/B	2.21	3.82	2.84	2.78	1.79	1.43
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	30%	0%	15%	45%	-

**Vincommerce - 'quân cờ' tăng trưởng dài hạn của Masan**
**Cập nhật KQKD 2019:**

Kết thúc năm 2019, MSN ghi nhận doanh thu thuần đạt 37,354 tỷ đồng, giảm nhẹ 2.2% so với năm 2018. Sự sụt giảm doanh thu bắt nguồn từ giá vonfram giảm, trì hoãn việc bán đồng và dịch tả lợn Châu Phi. Tuy nhiên, mức sụt giảm này đã được bù đắp một phần nhờ tăng trưởng doanh thu Masan Consumer Holdings (MCH). LNST đạt 6,365 tỷ đồng (+13.2%YoY) nhờ chiến lược mua hàng hiệu quả của MML, tối ưu hóa chi phí marketing và khuyến mãi của MCH, một khoản thu nhập bất thường từ vụ kiện Jacobs của MSR và tiết kiệm 28.8% chi phí tài chính hợp từ việc giảm dự nợ vay.

**Điểm nhấn đầu tư:**

**Masan Consumer Holding (MCH):** Doanh thu của MCH trong năm 2019 đạt 18,845 tỷ đồng (+8.6% YoY) nhờ chiến lược cao cấp hóa sản phẩm trong ngành hàng gia vị, thực phẩm tiện lợi, đồ uống và thịt chế biến. Masan dự kiến doanh thu thuần của MCH năm 2020 dự kiến tăng 8-10% với chiến lược tiếp tục xu hướng cao cấp hóa danh mục sản phẩm trong ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi, tăng trưởng mạnh mẽ hai chữ số ở ngành chăm sóc gia đình sau khi hoàn tất mua 52% cổ phiếu của NET.

**Masan MEAT Life (MML):** Doanh thu thuần năm 2019 của MML đạt 13,799 tỷ đồng (-1.3% YoY) do doanh thu thức ăn gia súc giảm 24.5% trong bối cảnh ảnh hưởng của dịch tả heo Châu Phi (ASF) nhưng được bù đắp bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của thức ăn gia cầm (tăng 13.4%) và thức ăn thủy sản (tăng 17.8%). Việc mở rộng hệ thống phân phối sau thương vụ sáp nhập Vincommerce, MSN dự kiến doanh thu năm 2020 của MEATDeli đóng góp từ 20-25% doanh thu thuần hợp nhất của MML.

**Masan Resource (MSR):** Doanh thu thuần 4,706 tỷ đồng (-31.4%YoY) và EBITDA giảm 44% trong năm 2019 do giá vonfram giảm mạnh và hàng tồn kho tăng cao. MSR vẫn đang tiếp tục tìm kiếm các giải pháp nhằm giải quyết vấn đề tồn kho đồng thời kiểm soát chi phí, ước tính sẽ giúp tiết kiệm gần 14 triệu USD/năm. Dự kiến doanh thu thuần năm 2020 khoảng hơn 5,000 tỷ đồng.

**Vincommerce (VCM):** Cuối năm 2019, MSN nhận chuyển giao VCM từ Vingroup thông qua hoán đổi cổ phần MCH. "Cái bắt tay" với Vingroup kỳ vọng giúp MSN tăng sức cạnh tranh trước sự cạnh tranh khốc liệt của doanh nghiệp nước ngoài khi VCM sở hữu hơn mạng lưới hơn 3,000 chuỗi cửa hàng và hệ thống 18 nông trường công nghệ cao VinEco.

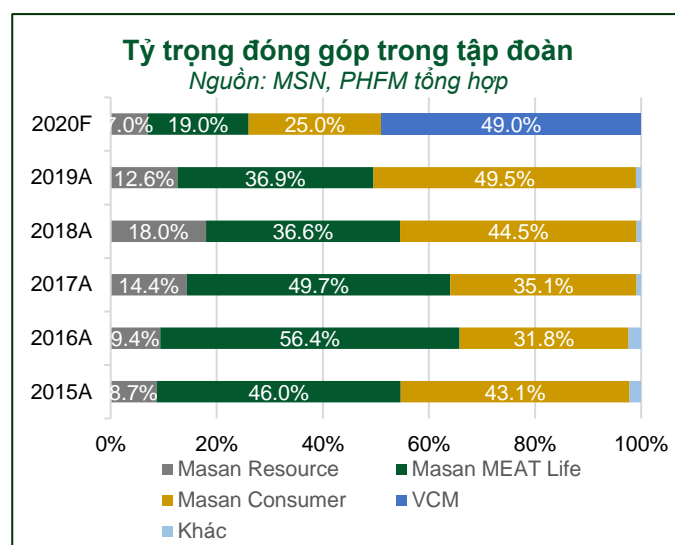
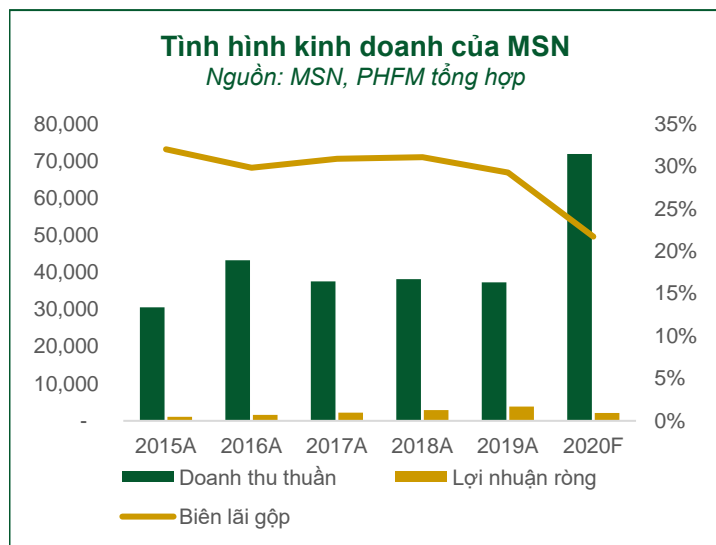
**Định giá & khuyến nghị:**

Bằng phương pháp SOTP (Sum-of-the-part) đối với giá trị vốn chủ sở hữu đóng góp vào tập đoàn của các công ty con bao gồm MCH, MML, MSR, VCM và công ty liên kết Techcombank, chúng tôi dự báo giá trị hợp lý cho mỗi cổ phần của MSN sẽ vào khoảng **69,980 đồng/ cổ phiếu**, từ đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

**Rủi ro:**

(1) Ngành công nghiệp thực phẩm và đồ uống, bán lẻ đang chịu nhiều sự cạnh tranh khốc liệt từ các tập đoàn nước ngoài; (2) Dịch bệnh trong chăn nuôi (3); Dịch Covid 19 ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng; (4) Rủi ro biến động giá khoáng sản toàn cầu; (5) Nghị định 100/2019/NĐ-CP được ban hành ảnh hưởng tới sản phẩm có cồn; (6) Rủi ro chu kỳ hệ thống ngân hàng.

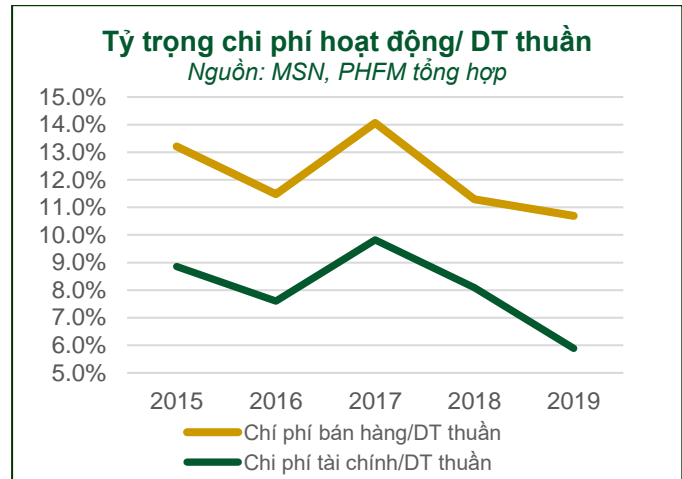
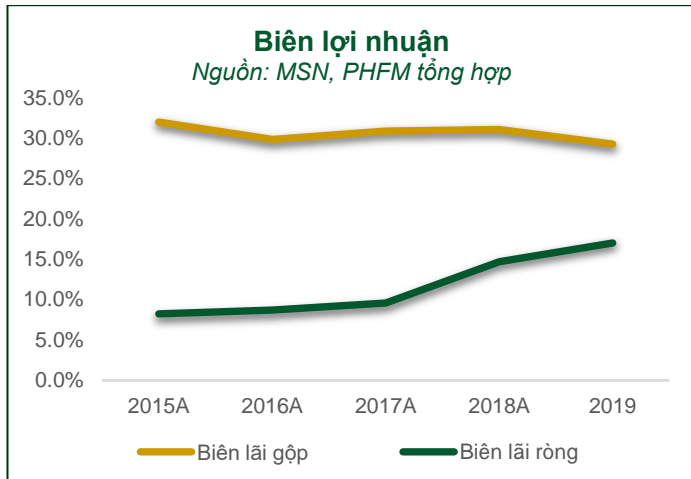
## Tình hình kinh doanh của MSN năm 2019



Doanh số của MSN tăng từ 30,628 tỷ đồng lên tới 37,354 tỷ đồng, với tốc độ tăng trưởng kép CAGR khoảng 5% trong giai đoạn 2015 – 2019. Mức tăng trưởng doanh thu của MSN trong giai đoạn 2015 - 2017 chủ yếu đến từ Masan MEAT Life (trước đây là Masan Nutri – Science) với tỷ trọng đóng góp doanh thu cao nhất. Tuy nhiên, tỷ trọng doanh thu của Masan MEAT Life bắt đầu giảm dần từ năm 2017, cụ thể từ mức 49.7% trong năm 2017 giảm xuống còn 36.6% trong hai năm 2018 do thị trường thức ăn heo chăn nuôi chậm phục hồi sau khủng hoảng giá heo hơi. Vào T7/2019, Masan Nutri-Science đã chuyển đổi mô hình sản phẩm nông nghiệp sang mô hình hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) có tốc độ tăng trưởng nhanh với hình thức kinh doanh thịt đóng gói có thương hiệu phục vụ cho người tiêu dùng và đổi tên thành Masan MEAT Life. Đây là bước chuyển mình mạnh mẽ giúp MML nhanh chóng đạt được mục tiêu trọng tâm là cung cấp nguồn đạm động vật chất lượng cho người tiêu dùng Việt Nam bởi trước đây bản chất kinh doanh của Masan MEAT Life vẫn hoàn toàn đến từ mảng thức ăn chăn nuôi với tỷ trọng doanh thu năm 2018 là 99%. Trong năm 2019, doanh thu của MML đã được cải thiện, nâng tỷ trọng doanh thu lên 36.9% nhờ thương hiệu thịt mát MEATDeli.

Tận dụng cơ hội thị trường F&B đang trên đà tăng trưởng, MSN đã tập trung phát triển ngành hàng thực phẩm đồ uống vào năm 2018 nhằm giảm thiểu mức độ ảnh hưởng tiêu cực của Masan Nutri – Science. Sự kiện ông Trương Công Thắng trở lại làm Tổng giám đốc của MCH và MSC giúp Masan Consumer lấy lại được đà tăng thu nhập bằng hai chiến lược kinh điển thành công trong quá khứ là cao cấp hoá các sản phẩm chủ chốt (gia vị và thực phẩm tiện lợi) và giảm chi phí hoạt động nhờ chuyển sang “chiến lược tiếp thị kéo” (pull-marketing). Kết quả là tỷ trọng doanh thu của Masan Consumer năm 2018 lên tới 44.5% doanh thu của toàn công ty. Trong năm 2019, Masan Consumer tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính của MSN. Mức tăng trưởng doanh thu có được nhờ các sáng kiến về cao cấp hóa và ra mắt các sản phẩm mới.

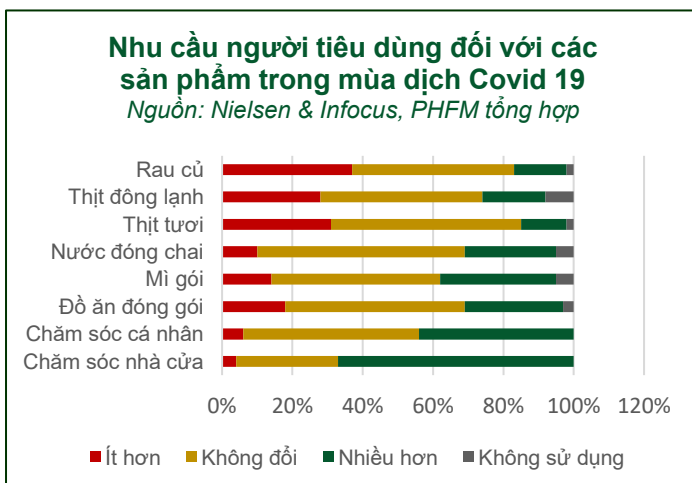
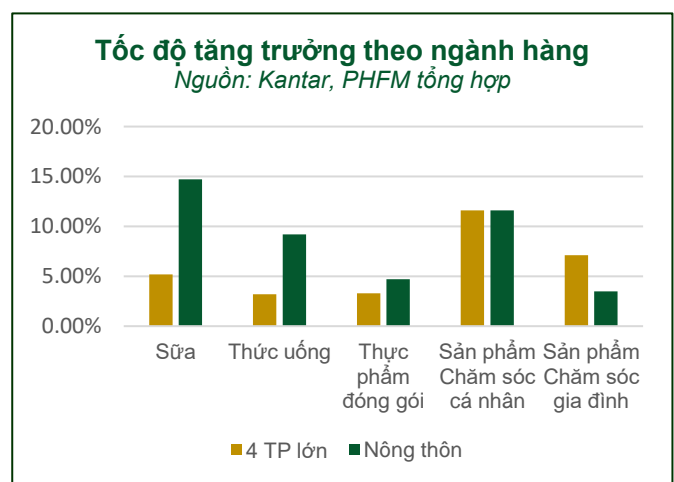
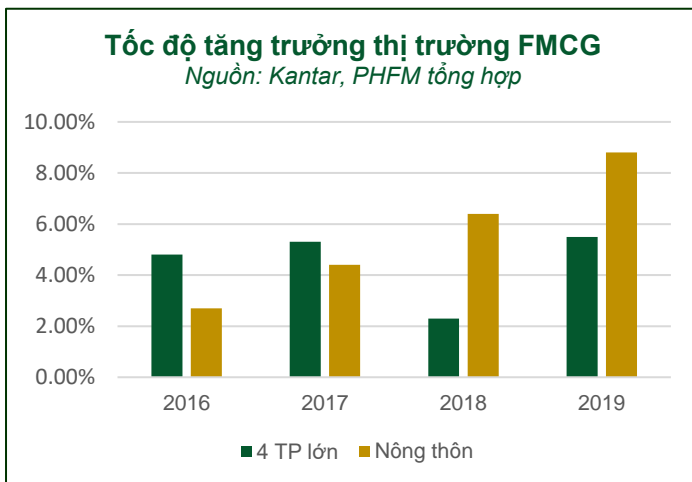
Masan Resource vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ (dưới 20%) trong cơ cấu doanh thu của MSN và chịu nhiều tác động từ giá Vonframe.



Biên lợi nhuận gộp của MSN trong năm 2019 đạt 29.3%, thấp hơn so với mức 31.1% của 2018. Trong đó, biên lãi gộp của Masan Consumer giảm nhẹ từ 43.7% năm 2018 xuống còn 41.9% năm 2019 do lợi nhuận gộp của ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi thấp. Bên cạnh đó, biên lãi gộp của Masan Resource giảm mạnh từ 31% năm 2018 xuống còn 16% năm 2019 do giá Vonfram bán ra thấp hơn nhiều so với dự kiến. Tuy nhiên, biên lãi ròng trong năm 2019 lại được cải thiện đáng kể, đạt 17%, cao hơn 230 điểm cơ bản so với năm 2018. Đóng góp cho sự cải thiện của biên lãi ròng đến từ quản lý hiệu quả chi phí hoạt động. Tỷ trọng chi phí bán hàng/ DT thuần có xu hướng giảm từ năm 2018, từ mức 11.3% xuống còn 10.7% trong năm 2019 nhờ vào việc thay đổi chính sách giá từ chương trình khuyến mãi sang chiết khấu bán hàng trực tiếp ở danh mục mì gói phân khúc phổ thông của MCH và tối ưu hóa chi phí bán sản phẩm thức ăn chăn nuôi của MML. Ngoài ra, một khoản thu nhập bất thường khoảng 130 triệu USD từ vụ kiện Jacobs tại trọng tài quốc tế và tỷ trọng chi phí tài chính/ DT thuần giảm từ 10% năm 2017 xuống còn 6% năm 2019 do giảm nợ vay.

## Masan Consumer (MCH): Động lực tăng trưởng chính trong ngắn hạn

### 1. Tổng quan thị trường ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG)



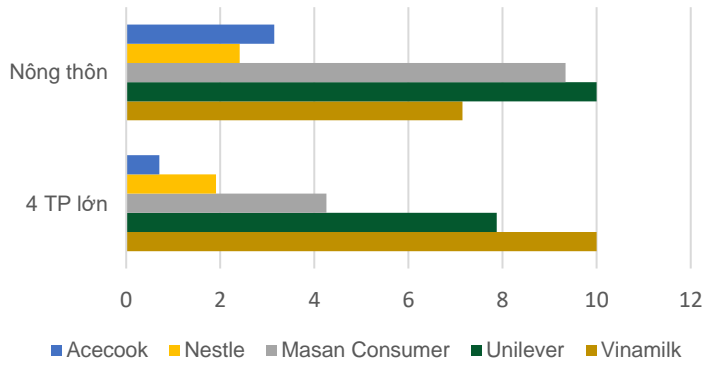
Theo báo cáo của Kantar, thị trường tiêu dùng nhanh năm 2019 tăng trưởng khoảng 5.5% ở 4 thành phố lớn và 8.8% ở vùng nông thôn. Trong đó, tốc độ tăng trưởng của ngành sữa cao nhất với 5.2% tại khu vực thành thị và 14.7% tại khu vực nông thôn. Kế tiếp là ngành sản phẩm chăm sóc cá nhân (kem chống nắng, sữa tắm, nước rửa tay,...) có tốc độ tăng trưởng khoảng 11.6% ở cả nông thôn và thành thị. Ngành có tốc độ tăng trưởng thấp ở cả hai khu vực thành thị và nông thôn là thực phẩm đóng gói, với tốc độ tăng trưởng lần lượt là 3.3% và 4.7%. Kantar dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR trong giai đoạn 2020-2025 của thị trường FMCG tại Việt Nam từ 5%-6% do thu nhập khả dụng tăng và cơ cấu dân số trẻ (với 67% dân số nằm trong độ tuổi từ 10 – 55). Ước tính chi tiêu dùng trong một tháng cho thực phẩm tươi sống và mặt hàng tiêu dùng

nhanh chiếm khoảng 27.1% ở khu vực thành thị và 26.9% ở khu vực nông thôn – đây là tỷ trọng chi tiêu lớn nhất ở cả 2 khu vực.

Đầu năm 2020, dịch bệnh Covid 19 bùng phát, các sản phẩm như chăm sóc nhà cửa, chăm sóc cá nhân, mì gói, nước đóng chai, v.v đều rơi vào tình trạng “cháy hàng” do rất nhiều người tiêu dùng mua với số lượng lớn để tích trữ nhằm hạn chế việc đến những nơi công cộng trong mùa dịch. Điều này là tín hiệu lạc quan đối với MSN trước tình hình dịch Covid diễn biến phức tạp ảnh hưởng tiêu cực tới tình hình sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp Việt Nam.

**Các nhà sản xuất hàng tiêu dùng được lựa chọn mua nhiều nhất**

Nguồn: Kantar, PHFM tổng hợp

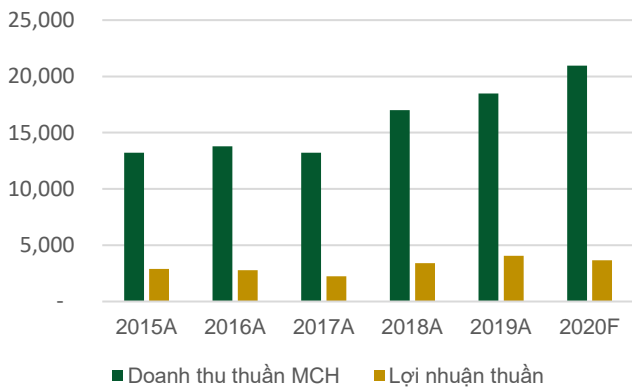


Theo bảng xếp hạng Brand Footprint, Masan Consumer năm thứ 7 liên tiếp duy trì vị trí Top 3 nhà sản xuất sở hữu các thương hiệu được chọn mua nhiều nhất tại Thành thị 4 thành phố và Nông thôn. Yếu tố thành công của Masan là sự đa dạng hóa trong danh mục sản phẩm, đáp ứng được sự thay đổi nhu cầu nhanh chóng của người tiêu dùng Việt Nam.

**2. Masan Consumer duy trì tăng trưởng nhờ cao cấp hóa sản phẩm**

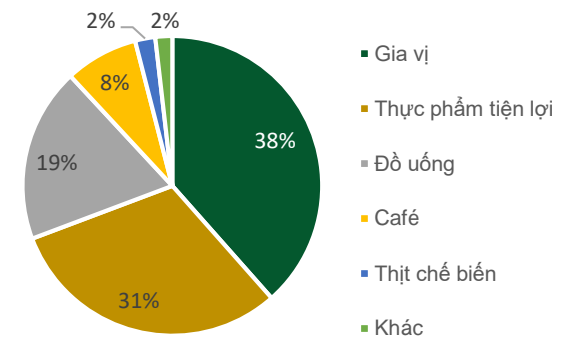
**Tình hình kinh doanh của MCH**

Nguồn: MCH, PHFM tổng hợp



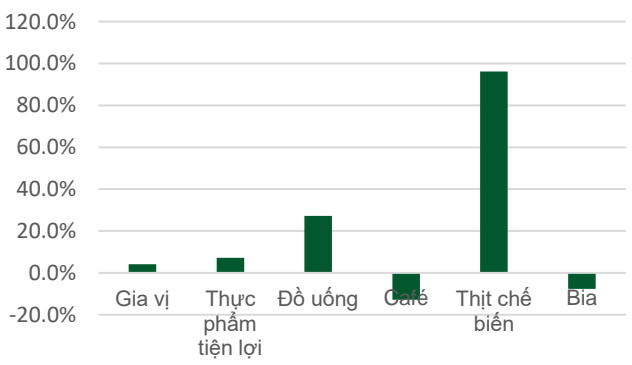
**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**

Nguồn: MCH, PHFM ước tính



**Tốc độ tăng trưởng theo từng ngành hàng năm 2019**

Nguồn: MCH, PHFM tổng hợp



Trong năm 2019, doanh thu thuần của MCH đạt 18,845 tỷ đồng (+ 8.6% YoY) chủ yếu nhờ chiến lược cao cấp hóa và ra mắt các sản phẩm mới như Hạt nêm Chinsu, Chinsu Mặn Mà, Mỳ lỳ và Mỳ tô Omachi, nước tăng lực Compact, v.v. Trong đó, ngành hàng gia vị chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất khoảng 38%. Tiếp đến là thực phẩm tiện lợi với 31%, đồ uống khoảng 19%, cafe hòa tan khoảng 8% và thịt chế biến 2%.

Các ngành hàng tăng trưởng mạnh của MCH năm 2019 gồm ngành hàng gia vị, thực phẩm tiện lợi, đồ uống trong khi đó cafe hòa tan và bia không đạt được mức tăng trưởng kỳ vọng đã đề ra. Cụ thể:

**Ngành hàng gia vị:** Ngành hàng này của Masan đang chiếm hơn 65% thị trường với doanh thu thuần đạt 7,250 tỷ đồng (+4.2% YoY) nhờ tăng trưởng trong danh mục nước mắm - đóng góp 11% trong năm 2019 và doanh số hạt nêm tăng trưởng gấp 4 lần, đạt gần 400 tỷ đồng chỉ sau một năm ra mắt. Hạt nêm tiếp tục đóng góp mạnh mẽ vào doanh thu – đóng góp

4.4% vào tổng doanh thu ngành hàng gia vị trong năm 2019. Các sản phẩm cao cấp như nước mắm Nam Ngư Phú



Quốc, Chin-su Mặn Mả và Chin-su Cá Cơm Mùa Xuân sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng của danh mục gia vị cao cấp trong năm 2020.

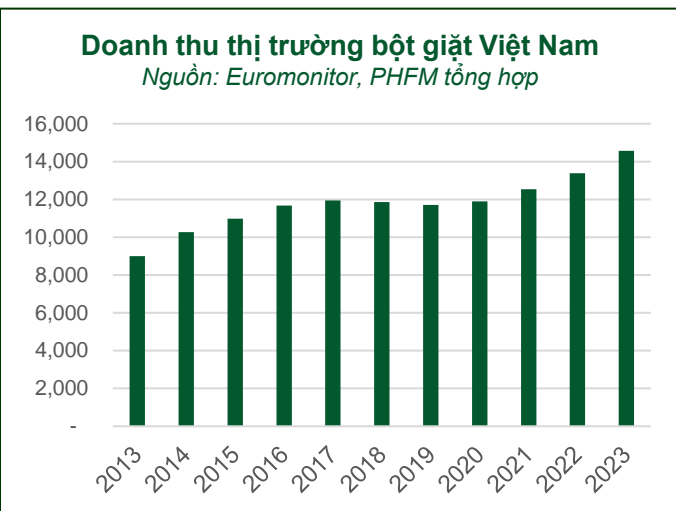
**Ngành hàng thực phẩm tiện lợi:** đạt doanh thu khoảng 5,804 tỷ đồng trong năm 2019 (+ 7.2% YoY) nhờ vào mức tăng trưởng 32% của danh mục sản phẩm Omachi trong Q4/2019. Danh mục các sản phẩm cao cấp hiện đóng góp hơn 50% tổng doanh số ngành hàng thực phẩm tiện lợi, trong khi danh mục các giải pháp cho bữa ăn hoàn chỉnh chiếm 9% với tốc độ tăng trưởng của hai danh mục lần lượt là 25.2% và 80% trong năm 2019.

**Ngành thực phẩm đồ uống:** Doanh thu đạt 3,548 tỷ đồng (+ 27.2% YoY) trong năm 2019 nhờ vào tăng trưởng doanh thu 32.5% ở nước tăng lực và 15.2% ở nước đóng chai. Danh mục nước tăng lực tiếp tục được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng gần 30% của thương hiệu WakeUp 247 và sản phẩm nước tăng lực Compact hiện đóng góp gần 7% danh mục nước tăng lực của MCH. Đầu năm 2020, MCH cũng mới cho ra mắt thương hiệu “Hổ Vằn”.

**Ngành hàng thịt chế biến:** Doanh thu thuần đạt 410 tỷ đồng (+96.1% YoY) trong năm 2019. Các nhãn hiệu như Heo cao bồi tiếp tục phát triển thông qua các sản phẩm mới được liên tục ra mắt thị trường. Ngành hàng dự kiến sẽ tăng trưởng doanh thu gấp đôi vào năm 2020 nhờ vào các phát kiến mới, sản phẩm thịt mới, các hương vị mới mang tính đa phương được hỗ trợ bởi các chiến dịch truyền thông xã hội mang tính chiến lược.

**Ngành hàng cà phê hòa tan:** mảng kinh doanh cà phê đạt kết quả tốt hơn vào Q4/2019 nhưng tăng trưởng doanh thu năm 2019 đã giảm 12.8%. MCH đang xem xét các loại sản phẩm cà phê hòa tan mới như cà phê rang xay và cà phê uống liền bởi đây có thể là động lực tăng trưởng tiềm năng.

**Ngành hàng bia:** Doanh thu thuần năm 2019 giảm 7.7% so với năm 2018. Thương hiệu bia mới – Red Ruby được ra mắt vào cuối năm 2019 và Ban điều hành MCH đang tiếp tục theo dõi tiềm năng của sản phẩm này. Tuy nhiên, doanh thu của ngành bia cũng sẽ chịu tác động tiêu cực trong năm 2020 do Nghị định 100 liên quan đến việc hạn chế tác hại của bia rượu có hiệu lực từ ngày 1/1/2020 và dịch Covid 19 đang bùng nổ.



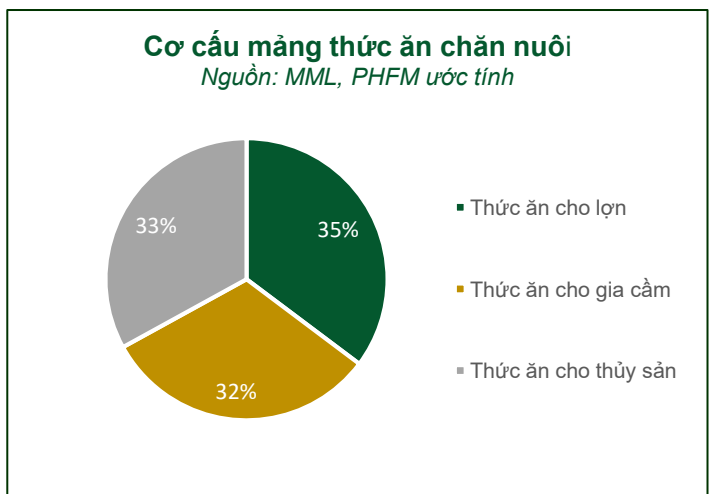
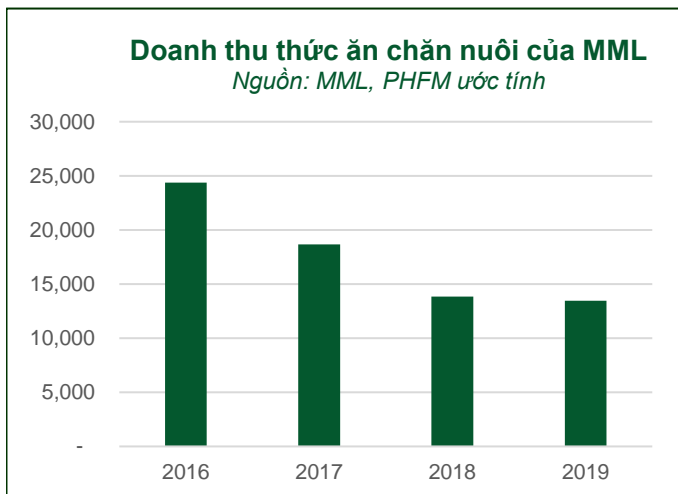
Vào T2/2020, MCH hoàn tất mua 52% bột giặt với mức giá trung bình 48,000 đồng/cổ phiếu, tương đương mức định giá xấp xỉ 46 triệu USD. Theo Euromonitor, thị trường bột giặt Việt Nam đạt khoảng 11.9 nghìn tỷ đồng trong năm 2019 với tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2020 - 2025 khoảng 6% và NET đứng thứ 5 về thị phần bột giặt tại Việt Nam với 1.5% xếp sau lần lượt Unilever với 54.9%, Procter & Gamble với 16%, Đại Việt Hương 11.6%, LIX 2.7% và Vico với 2.4%. Đây được xem là chiến lược mở rộng danh mục ngành hàng nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng của MCH vào năm 2020.

Dự kiến mức tăng trưởng của MCH khoảng 8-10% trong năm 2020. Động lực tăng trưởng chính là đẩy mạnh xu hướng cao cấp hóa danh mục sản phẩm trong ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi, đồ uống, chăm sóc cá nhân và gia đình. Bên cạnh đó, đẩy mạnh phân phối các sản phẩm NET thông qua

mạng lưới phân phối toàn quốc của Masan và phát triển danh mục sản phẩm vượt trội.

## Masan MEAT Life (MML): đặt trọng tâm vào sản phẩm thịt mát

### 1. Mảng thức ăn chăn nuôi:

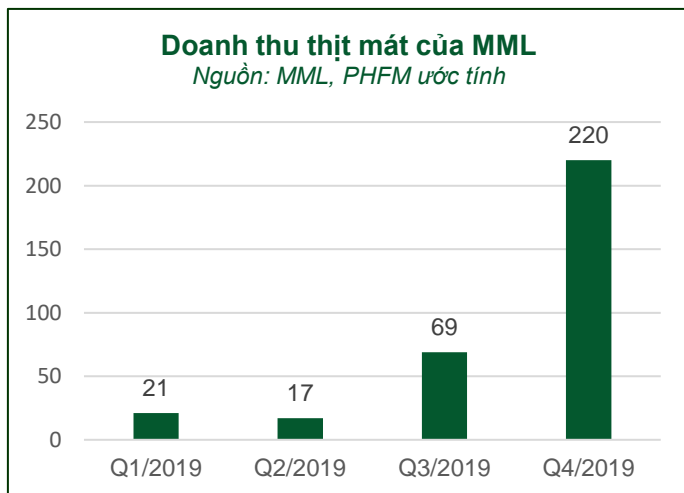


Doanh thu thuần năm 2019 của MML đạt 13,799 tỷ đồng (-1.3% YoY), Trong đó, mảng thức ăn chăn nuôi vẫn đóng góp chủ yếu với 98% trong tổng cơ cấu doanh thu và ước tính đạt khoảng 11% thị phần trong thị trường thức ăn chăn nuôi.

Hiện MML có 13 nhà máy sản xuất cám chăn nuôi với công suất 3 triệu tấn/năm, chiếm 60% thị phần thức ăn cho lợn. MML nổi tiếng với thương hiệu thức ăn chăn nuôi BIO-ZEEM đi đầu về năng suất cao, không có chất bảo quản sinh học và không chứa chất tăng trọng. Đây là thương hiệu thức ăn chăn nuôi lớn thứ 3 của Việt Nam, chiếm hơn 35% thị phần thức ăn chăn nuôi cho lợn tại Việt Nam. Doanh thu thức ăn gia súc tiếp tục giảm mạnh trong năm 2019 khoảng 24.5% do đàn lợn cả nước sụt giảm và các dịch bệnh nghiêm trọng (dịch tả lợn châu Phi) ước tính đóng góp khoảng 35% trong tổng doanh thu thức ăn chăn nuôi trong năm 2019. Tuy nhiên, sự sụt giảm này được bù đắp bởi thức ăn gia cầm (tăng trưởng 13.4%) và thức ăn thủy sản (tăng trưởng 17.8%) nhờ nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm gia cầm và thủy sản từ Trung Quốc. Trong năm 2020, MML dự kiến mảng thức ăn chăn nuôi tăng trưởng một chữ số nếu tốc độ tái đàn lợn tăng cao tại Việt Nam.

Biên lợi nhuận gộp của MML đạt 16.4% trong năm 2019, tăng 1.4% so với 2018 nhờ cải thiện chi phí sản xuất. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận EBITDA được cải thiện trong năm 2019, tăng 2.4% so với năm 2018 do chi phí SG&A/ DT thuần giảm 30 điểm cơ bản. Ban điều hành sẽ tiếp tục hợp lý hóa chi phí để mang lại lợi nhuận hoạt động bền vững ở mức hai chữ số.

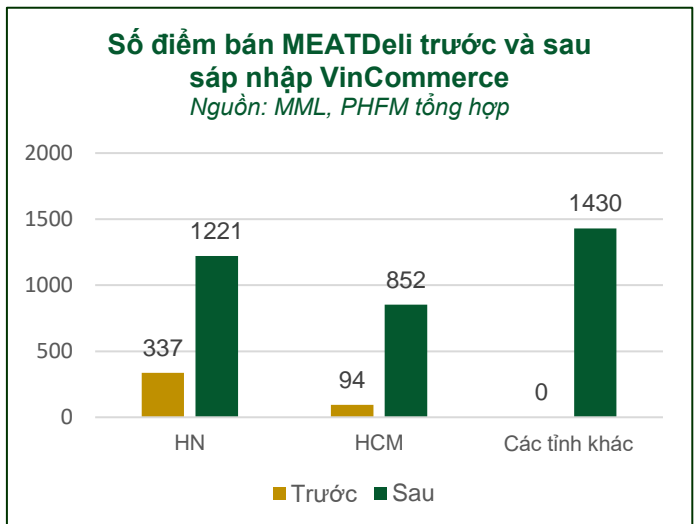
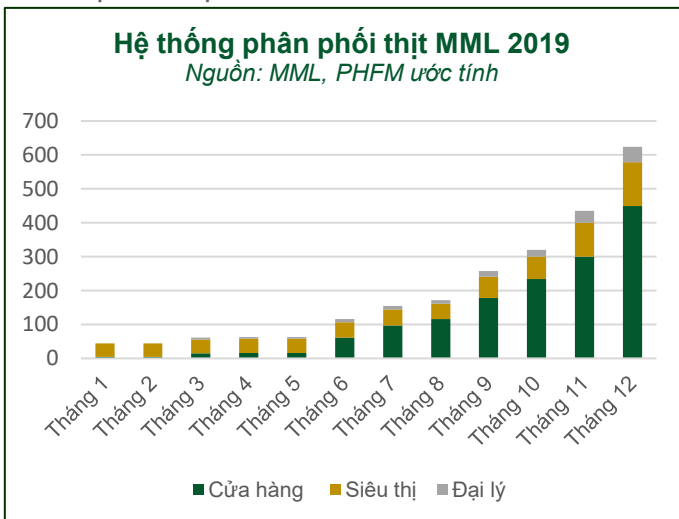
## 2. Màng thịt mát có thương hiệu:



Trước tình hình khó khăn của ngành thức ăn chăn nuôi, MML có bước chuyển mình mạnh mẽ của - chuyển trọng tâm từ kinh doanh sản phẩm nông nghiệp sang kinh doanh thịt mát với thương hiệu “MEATDeli” - một phân khúc thịt tươi mới với quy mô lớn nhằm tiêu thụ 100% thức ăn cho lợn trong tương lai, hoàn thành chuỗi giá trị 3F “Feed – Farm – Food” tại thị trường thịt tươi trị giá 10 tỷ USD và còn khá phân mảnh của Việt Nam.

Doanh thu thịt mát của MML trong năm 2019 ước tính đạt 307 tỷ đồng (+141% YoY). Trong đó, doanh thu Q2/2019 sụt giảm xuống còn 17 tỷ đồng do đóng cửa Tổ hợp chế biến thịt MEAT Hà Nam từ giữa T4/2019 cho tới cuối T5/2019. Tuy nhiên, sự sụt giảm này được bù đắp bởi doanh thu tháng 12/2019 tăng mạnh, đạt 100 tỷ đồng, chiếm gần 50% doanh thu Q4/2019 và xấp xỉ bằng 60% doanh thu thịt tươi của Vissan sau 1 năm kể từ khi MEATDeli ra mắt thị trường.

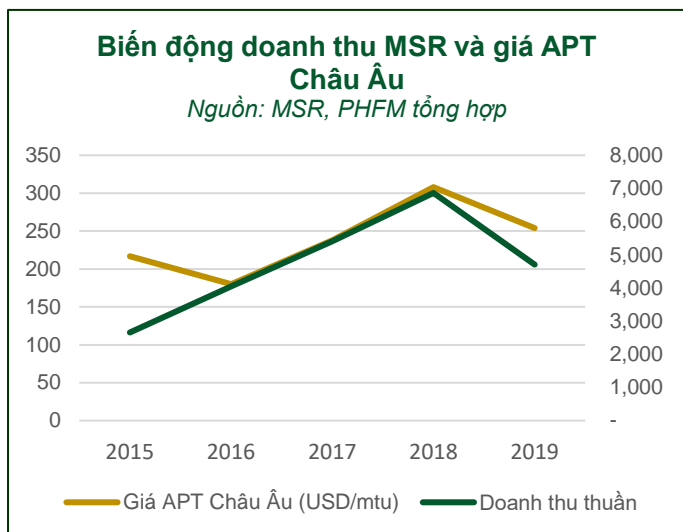
Bên cạnh đó, tỷ lệ huỷ hàng quá hạn thịt mát MEATDeli được công ty khống chế ở mức 2%, điều này giúp doanh thu thịt mát được cải thiện.



Các điểm bán của MML đều phủ trên cả ba kênh bao gồm: cửa hàng do chính MML đầu tư, siêu thị và đại lý. Trong đó kênh đại lý đóng góp doanh thu nhiều nhất 65-70%, siêu thị 20%. MML đã mở 624 điểm bán có bảo quản lạnh tại Hà Nội và Hồ Chí Minh trong năm 2019. Đầu tháng 12/2019, thương vụ Masan Consumer sáp nhập với Vinmart, Vinmart+ giúp MML mở rộng mạng lưới phân phối thịt. Ước tính MEATDeli sẽ có thêm 3,072 điểm bán (gồm 3,000 VinMart+ và 72 VinMart) trên toàn quốc, nâng tổng số điểm bán lên 3,503 điểm. Bên cạnh kênh bán hàng offline, MML cũng tích cực phát triển kênh bán hàng online cho MEATDeli, nhất là trong mùa dịch Covid 19. Ngoài ra, trong năm 2020, MML dự kiến đưa Tổ hợp chế biến thịt mát thứ 2 đi vào hoạt động tại Long An. Khi nhà máy đi vào hoạt động, Công ty sẽ giảm thiểu được chi phí vận chuyển và gia tăng khả năng cung ứng ra thị trường miền Nam. Theo ước tính của Công ty, chi phí

logistic chiếm khoảng 4-5%/tổng doanh thu. Doanh thu thịt mát được kỳ vọng đóng góp từ 20-25% doanh thu thuần của MML năm 2020.

## Masan Resource (MSR): giá Vonfram giảm mạnh

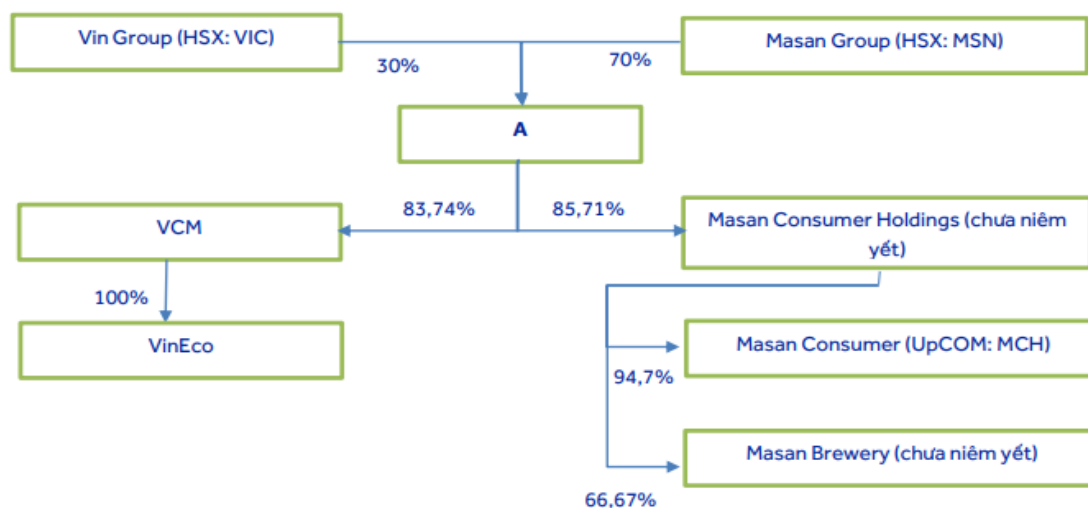


Doanh thu thuần của MSR đạt 4,706 tỷ đồng (-31.4% YoY) trong năm 2019 do các yếu tố sau (1) giá bán Vonfram thực tế giảm 22% (2) Vonfram tồn kho do giá thị trường giảm và (3) lượng Đồng tồn kho gia tăng. Lợi nhuận sau thuế của mảng kinh doanh chính sụt giảm mạnh nhưng được bù đắp bởi khoản thu nhập bất thường đến từ vụ kiện Jacobs tại trọng tài quốc tế. MSR vẫn đang tiếp tục tìm kiếm các giải pháp xây dựng nhà máy tinh luyện để bán sản phẩm tại địa phương và chờ đợi sự chấp nhận của cơ quan chức năng về việc xuất khẩu nhằm giải quyết vấn đề tồn kho. Mục tiêu tiếp theo của MSR là kiểm soát chi phí, ước tính sẽ giúp tiết kiệm gần 14 triệu USD hàng năm, bù đắp phần nào cho ảnh hưởng của giá Vonfram. Dự kiến doanh thu thuần năm 2020 sẽ vào khoảng hơn 5,000 nghìn tỷ đồng, chưa bao gồm việc hợp nhất dự kiến từ HC Starck sau khi giao dịch hoàn tất. Ban điều hành kỳ vọng giá vonfram năm 2020 sẽ đạt 260 USD/MTU, tăng 40% so với 2019.

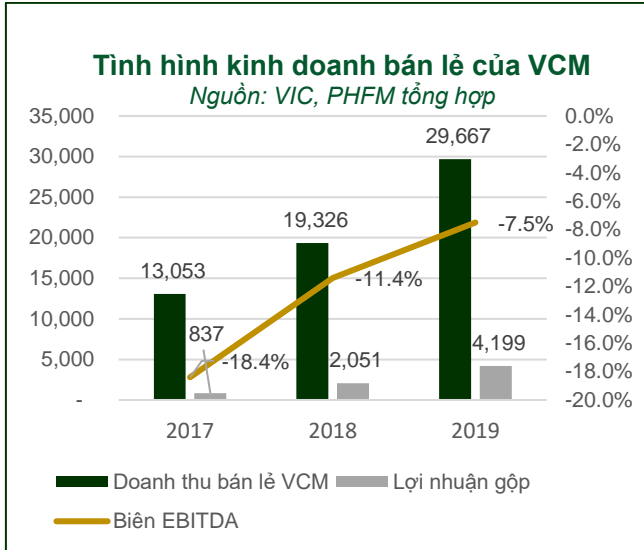
## VinCommerce (VCM): chú trọng hoạt động hiệu quả trong 2020

### 1. Tình hình hoạt động của VCM

Đầu T12/2019, Masan và VIC công bố việc sáp nhập giữa VinCommerce (Vinmart và Vinmart+), VinEco và Masan Consumer. Chỉ sau 1 tháng, giao dịch cơ bản đã được hoàn tất thông qua việc thành lập một pháp nhân mới (A), trong đó MSN sở hữu 70% và VIC sở hữu 30%. Pháp nhân (A) này sở hữu 83.74% VCM và 85.71% MCH. Qua đó, sau thương vụ sáp nhập, lợi ích kinh tế của MSN tại VCM là 58.6% và 60% tại MCH. MSN trực tiếp điều hành hai công ty này.



Doanh thu mảng bán lẻ của VCM đạt 29,667 tỷ đồng (+53% YoY). Kết quả này là một phần nhờ mức tăng trưởng doanh số từ các cửa hàng hiện hữu (SSSG) 20% tại VinMart và 17% tại VinMart+ cộng với doanh thu từ các cửa hàng mở mới. Biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ cũng dần cải thiện qua từng năm, đạt 14% trong năm 2019, cao hơn mức 11% của 2018. Tuy nhiên, do chi phí hoạt động tại mỗi cửa hàng, nhất là chi phí mặt bằng và logistic vẫn còn cao nên biên EBITDA vẫn ở mức nhỏ hơn 0.



VCM được biết tới là nền tảng bán lẻ lớn nhất về số lượng điểm bán và chiếm 25% thị phần kênh bán lẻ hiện đại. Hiện VCM đang sở hữu 3,022 siêu thị Vinmart và Vinmart+, trong đó có 134 siêu thị VinMart (1,500-5,000 m<sup>2</sup>/cửa hàng) và 2,888 cửa hàng VinMart+ (siêu thị mini, 80-100 m<sup>2</sup>/cửa hàng). Vinmart đang dẫn đầu mảng siêu thị ở Hà Nội, doanh thu trên mỗi mét vuông của một tháng của một cửa hàng ở Hà Nội năm 2019 đạt 6.2 triệu đồng, cao hơn gần 9% so với khu vực khác, con số này của Vinmart+ là 8 triệu/m<sup>2</sup>/tháng, gần gấp đôi các khu vực khác. Ước tính doanh thu của Hà Nội đóng góp 45% doanh thu của VCM trong năm 2019.

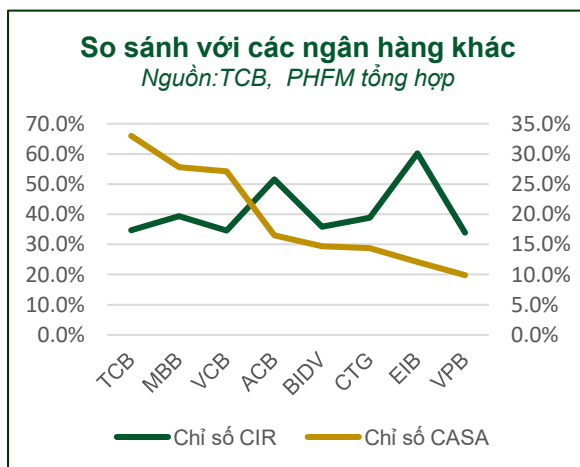
## 2. Kế hoạch “cải tổ” Vincommerce của Masan

Masan đã có kế hoạch “cải tổ” VCM trong năm 2020 :

- (1) Tiếp tục tăng sự hiện diện tại Hà Nội để củng cố thị phần, mở cửa hàng một cách có chọn lọc ở các tỉnh thành ngoài Hà Nội để thúc đẩy lợi nhuận.
- (2) Phát triển mô hình thành công cho các tỉnh thành ngoài Hà Nội bằng việc địa phương hóa danh mục sản phẩm phù hợp hơn với nhu cầu của người tiêu dùng và xây dựng định vị thương hiệu.
- (3) Đóng cửa từ 150 – 300 cửa hàng không có khả năng hòa vốn hay không đạt chỉ tiêu lưu lượng khách hàng.
- (4) Gia tăng mức đóng góp sản phẩm tươi sống từ 30% lên 35% thông qua VinEco và MEATDeli, qua đó sở hữu định vị giá trị "tươi ngon và chất lượng".
- (5) Hệ thống siêu thị sẽ được cải tổ và số hóa, trong đó hàng tồn kho sẽ được quản lý theo thời gian thực, áp dụng công nghệ trong trải nghiệm mua hàng như Scan&go, kết hợp mô hình O2O Retail (online to offline). Dự kiến Masan sẽ đầu tư 15 triệu USD để nâng cao tính hiệu quả hoạt động của nền tảng này.
- (6) Vạch lộ trình cụ thể hướng đến mục tiêu hòa vốn ở mức độ EBITDA: tăng tỷ suất lợi nhuận gộp ngang bằng với thị trường, tăng lưu lượng hàng hóa qua trung tâm phân phối trung tâm nhằm giảm chi phí logistics và tối ưu hóa chi phí SG&A nhưng không ảnh hưởng đến tăng trưởng trung hạn.

MSN ước tính doanh số VinMart năm 2020 vào khoảng 17,000 tỷ (+48% yoY), VinMart+ là 25,000 tỷ đồng (+78% YoY) và biên EBITDA khoảng -3%.

## Techcombank (TCB): hiệu quả hoạt động được duy trì

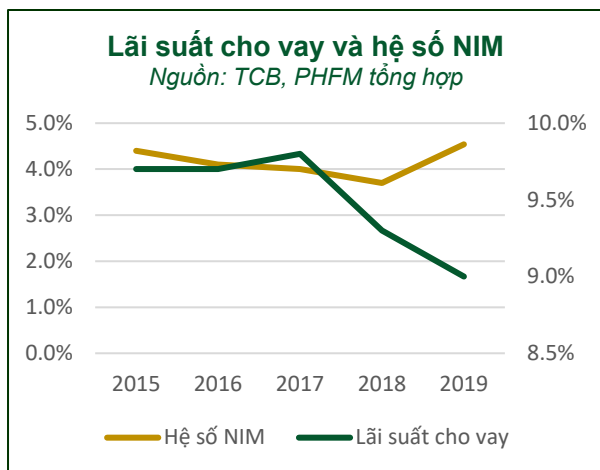


Kết thúc năm 2019, thu nhập hoạt động của TCB ghi nhận 21,100 tỷ đồng (+14.8% YoY), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 14,258 tỷ đồng (+28.1% YoY). Năm 2019 được xem là dấu mốc của Techcombank khi lợi nhuận trước thuế đạt 12.8 nghìn tỷ đồng (+20.4% YoY), vượt 9% kế hoạch của 2019.

Hệ số chi phí trên thu nhập (CIR) tăng từ 33.5% lên 34.7% trong năm 2019, đây vẫn là mức hiệu quả trong các ngân hàng. Chi phí nhân viên tăng 32% trong khi số lượng nhân viên tăng 14%, bởi sự dịch chuyển từ việc giới thiệu khách hàng cho đối tác bảo hiểm là Manulife sang hoạt động tư vấn bảo hiểm trực tiếp.

Hệ số CASA (Current Account Savings Account) của TCB đạt 33% - mức cao nhất trong các ngân hàng, giúp ngân hàng giải quyết được bài toán vốn. Bên cạnh đó, hệ số NIM của TCB đạt mức 4.54%, cải thiện hơn so với mức 4.2% của 2018





Ban lãnh đạo của TBC cũng cho biết chỉ số sức khỏe doanh nghiệp (OHI) năm 2019 của ngân hàng đạt mức 88, nằm trong top 25% ngân hàng đứng đầu Đông Nam Á.

TCB được đánh giá là ngân hàng duy trì được vị thế vốn hàng đầu Việt Nam, với tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu cuối kỳ theo Basel II đạt 15.5%, cao gần gấp đôi so với yêu cầu tối thiểu của trụ cột I Basel II. Với chuỗi tăng trưởng ấn tượng, TCB cũng là ngân hàng duy nhất có mặt trong TOP 3 của bảng xếp hạng 500 doanh nghiệp tư nhân có lợi nhuận cao nhất năm 2019 (Vietnam Profit500) do VNReport công bố và được Asia Risk vinh danh là “Ngân hàng xuất sắc nhất Việt Nam”

Cuối năm 2019, TCB thu xếp thành công khoản tín dụng hợp vốn 1,200 tỷ đồng tài trợ cho dự án Tổ hợp Chế biến Thịt tại Long An, góp phần quan trọng cho tổng thể các hoạt động chiếm lĩnh mảng sản xuất và chế biến thịt, đặc biệt phân khúc thịt mát với thương hiệu Meat Deli của Masan. Masan MeatLife đặt mục tiêu chiếm 10%

thị phần thịt heo của Việt Nam khi kết thúc năm 2022.

### Dự báo kết quả kinh doanh 2020:

Năm 2020 ước tính doanh thu cả năm đạt 84,934 tỷ đồng (+127% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 4,028 tỷ đồng (-55% YoY).

(tỷ đồng)	2019A	2020F	%g	Điểm nhấn đầu tư
<b>Doanh thu</b>	<b>37,354</b>	<b>84,934</b>	<b>127%</b>	
<b>MCH</b>	18,845	20,336	8%	Chiến lược cao cấp hóa danh mục sản phẩm chính (nhóm gia vị, thực phẩm tiện lợi, đồ uống) và tung ra thị trường nhiều sản phẩm mới Mở rộng danh mục sản phẩm ngành hàng chăm sóc gia đình với bột giặt NET.
<b>MML</b>	13,799	16,559	20%	Cải thiện biên lãi gộp nhờ chính sách mua hàng hiệu quả Đặt trọng tâm vào sản phẩm thịt mát MEATDeli
<b>MSR</b>	4,706	5,416	15%	Kỳ vọng giá Vonfram phục hồi đạt 260 USD/MTU trong năm 2020
<b>VCM</b>	0	42,000	4,464	Mở rộng chuỗi cửa hàng có chọn lọc Gia tăng mức đóng góp sản phẩm tươi sống từ 30% lên 35% Hệ thống siêu thị sẽ được cải tổ và số hóa, áp dụng công nghệ trong trải nghiệm mua hàng
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6,365</b>	<b>4,028</b>	<b>-37%</b>	

### Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Bằng phương pháp SOTP, tổng giá trị vốn hóa của Tập đoàn đạt 78,300 tỷ đồng, tương ứng với giá trị mỗi cổ phần sẽ vào khoảng **69,980 đồng/ cổ phiếu** (+35% mức giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này.

### Phương pháp SOTP

	Phương pháp định giá	EV (tỷ đồng)	Lợi ích kinh tế	Giá trị đóng góp vào MSN (tỷ đồng)
MCH	EV/EBITDA(~12x)	63,556	60%	38,134
MSR	DCF	11,682	96%	11,203
MML	EV/EBITDA(~12x)	15,383	79.85%	12,284
TCB	P/B(~1.2x)	71,859	20%	14,372
VCM	P/B(~5.6x)	36,047	58.6%	21,124
Các khoản đầu tư dài hạn khác				4,379
Nợ ròng 2020E				(23,190)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)				78,300
Số lượng cổ phiếu (triệu)				1,168,946,447
<b>Giá hợp lý</b>				<b>69,980</b>

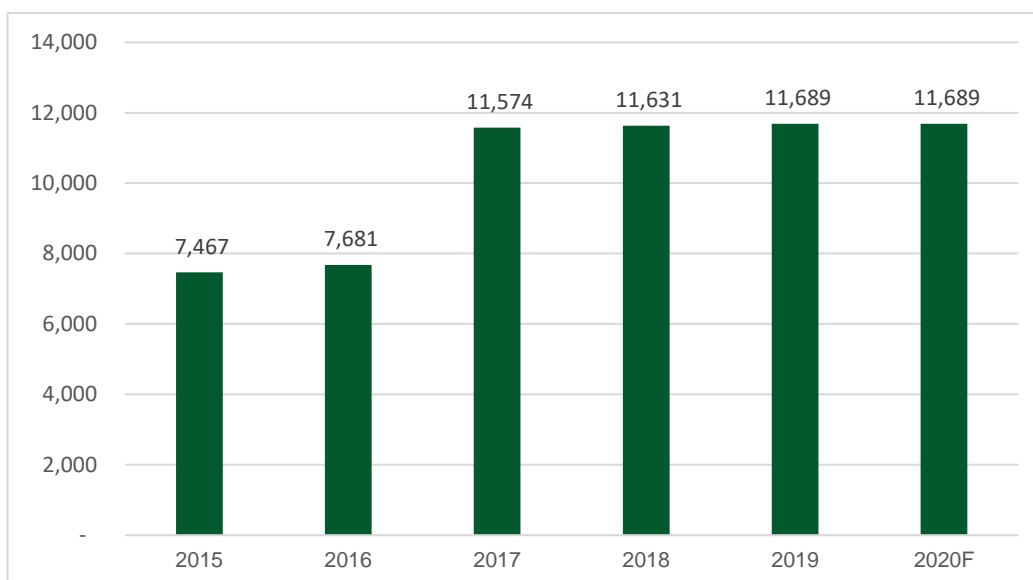
## Sơ lược công ty

Công ty là một trong những tập đoàn kinh doanh hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu những danh mục đầu tư và những ngành nghề kinh doanh thuộc loại đứng đầu về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Hoạt động chính của Công ty là xây dựng phát triển các ngành kinh doanh mà Công ty đã đầu tư, bao gồm việc tuyển dụng đội ngũ quản lý nội địa có kinh nghiệm, hiểu biết về những tập tục, thông lệ quốc tế để quản lý các công ty nằm trong danh mục đầu tư. Ngoài ra, Công ty cũng chủ động tìm kiếm, đánh giá các cơ hội mở rộng kinh doanh nhằm củng cố danh mục đầu tư và tăng nguồn vốn hỗ trợ cho hoạt động đầu tư của mình.



Hiện tại, công ty đang sở hữu gián tiếp 26 công ty con hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và phân thực phẩm, nước giải khát, bia, gia vị và bao bì thông qua công ty con sở hữu trực tiếp 85.71% cổ phần tại Masan Cosumer Holding (MCH). Bên cạnh đó, công ty cũng sở hữu gián tiếp 6 công ty con hoạt động khai thác và chế biến quặng, kim loại quý thông qua công ty Tầm Nhìn Masan (nắm giữ 99.9% cổ phần) và 19 công ty con hoạt động chăn nuôi và chế biến thịt lợn, sản xuất thực phẩm chăn nuôi thông qua CTCP Masan MEAT Life (79.85%).

## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: MSN, PHFM tổng hợp

**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>
Doanh thu thuần	43,297	37,621	38,188	37,354	84,934
Giá vốn hàng bán	(30,367)	(25,989)	(26,306)	(26,413)	(66,546)
Lợi nhuận gộp	12,930	11,632	11,881	10,941	18,389
Chi phí bán hàng	(4,971)	(5,291)	(4,314)	(3,995)	(8,266)
Chi phí QLDN	(1,936)	(1,912)	(2,015)	(2,103)	(4,221)
Lợi nhuận từ HĐKD	6,023	4,429	5,552	4,843	5,901
Lợi nhuận tài chính	(2,522)	(2,291)	(1,189)	(1,012)	(1,977)
Chi phí lãi vay	(3,112)	(3,435)	(2,668)	(1,866)	(6,051)
Lợi nhuận trước thuế	4,446	4,139	6,244	7,105	4,496
Lợi nhuận sau thuế	3,772	3,608	5,622	6,365	4,028
LNST của cổ đông Công ty mẹ	2,791	3,103	4,916	5,558	3,355
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>22,876</b>	<b>15,145</b>	<b>12,500</b>	<b>24,262</b>	<b>58,598</b>
Tiền và tương đương tiền	13,149	7,417	4,586	6,801	25,463
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,771	640	376	784	1,784
Phải thu ngắn hạn	2,277	2,247	2,413	5,418	5,418
Hàng tồn kho	5,390	4,333	4,333	9,622	24,242
Tài sản ngắn hạn khác	290	508	792	1,637	1,692
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>50,163</b>	<b>48,383</b>	<b>52,079</b>	<b>73,035</b>	<b>75,429</b>
Phải thu dài hạn	1,817	1,454	1,377	1,600	3,387
Tài sản cố định	29,804	29,825	29,204	40,792	43,440
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	2,356	1,838	2,171	3,279	3,279
Đầu tư tài chính dài hạn	12,241	11,338	15,348	17,506	12,391
Tài sản dài hạn khác	3,201	3,296	3,459	5,874	8,196
Lợi thế thương mại	745	632	520	3,985	4,736
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>73,039</b>	<b>63,528</b>	<b>64,579</b>	<b>97,297</b>	<b>134,027</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>52,726</b>	<b>43,303</b>	<b>30,499</b>	<b>45,409</b>	<b>78,586</b>
Nợ ngắn hạn	17,898	15,533	15,796	30,492	36,214
Nợ dài hạn	34,828	27,770	14,703	14,917	42,372
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20,313</b>	<b>20,225</b>	<b>34,080</b>	<b>51,888</b>	<b>55,441</b>
Vốn góp	7,681	11,574	11,631	11,689	11,689
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>73,038</b>	<b>63,529</b>	<b>64,579</b>	<b>97,297</b>	<b>134,027</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	4,119	2,766	4,391	5,104	(1,728)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(19,165)	3,134	(3,867)	(6,011)	(3,232)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	19,871	(11,635)	(3,357)	3,117	23,622
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	4,825	(5,735)	(2,832)	2,210	18,662
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	8,324	13,149	7,417	4,586	6,801
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	13,149	7,417	4,586	6,801	25,463
Chỉ số tài chính (%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	41.4%	-13.1%	1.5%	-2.2%	127.4%
Lợi nhuận sau thuế	49.3%	-4.4%	55.8%	13.2%	-36.7%
Tổng tài sản	1.7%	-13.0%	1.7%	50.7%	37.7%
Tổng vốn chủ sở hữu	-25%	0%	69%	52%	7%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất lãi gộp	29.9%	30.9%	31.1%	29.3%	21.7%
Tỷ suất EBIT	13.9%	11.8%	14.5%	13.0%	6.9%
Tỷ suất lãi ròng	8.7%	9.6%	14.7%	17.0%	4.7%
ROA	5.2%	5.7%	8.7%	6.5%	3.0%
ROE	18.6%	17.8%	16.5%	12.3%	7.3%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày phải thu	18.7	15.9	15.2	6.8	6.8
Số ngày tồn kho	64.2	60.2	60.1	132.1	132.1
Số ngày phải trả	12.9	11.8	9.9	5.6	7.1
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.28	0.98	0.79	0.80	1.62
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.98	0.70	0.52	0.48	0.95
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.72	0.68	0.47	0.47	0.59
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	2.60	2.14	0.89	0.88	1.42
Vay ngắn hạn/VCSH	0.88	0.77	0.46	0.59	0.65
Vay dài hạn/VCSH	1.71	1.37	0.43	0.29	0.76

Nguồn: PHFM

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801