

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN MASAN (MSN-HOSE)

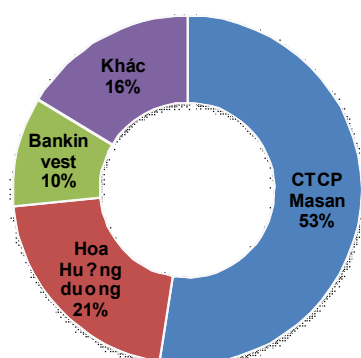
GIÁ MỤC TIÊU 44.000 ĐỒNG

BÁO CÁO LẦN ĐẦU – 18.11.2009

TỔNG QUAN

Lĩnh vực	Đa ngành
Niêm yết	HOSE
Mã chứng khoán	MSN
Vốn điều lệ (tỷ VND)	4.764
Cao nhất 52 tuần	45.300
Thấp nhất 52 tuần	34.200
KLGD trung bình 10 ngày	285.459

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



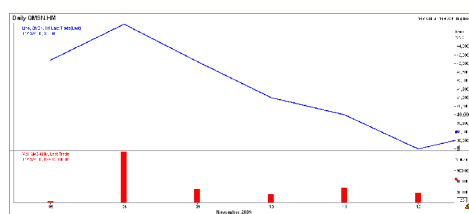
Nguồn: Bản cáo bạch công ty

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (17/11/2009)	41.000
Giá trị vốn hóa (VND bn)	19.532
EPS 2009 (*)	1.451
PE 2009 (*)	28.2
EPS 2010	2.445
PE 2010 (*)	16.8
PEG	0,24

(*) Điều chỉnh cho lãi suất trái phiếu và lợi thế thương mại của TCB

GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: Reuters

Chúng tôi lập báo cáo lần đầu cho CTCP tập đoàn Masan (MSN), một trong những tập đoàn đầu tư đa ngành có quy mô hàng đầu trên thị trường hiện nay. MSN chủ trọng phát triển các doanh nghiệp có tiềm năng thuộc các ngành có tốc độ tăng trưởng cao. Hiện tại công ty đang nắm giữ cổ phần ở 2 doanh nghiệp lớn là CTCP thực phẩm Masan (MFC) và Techcombank (TCB).

Chúng tôi ước tính giá trị MSN vào khoảng 40.000 – 44.000 đồng một cổ phiếu

Chúng tôi định giá MSN dựa trên giá trị của 2 công ty thành viên hiện tại, sử dụng kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) cho MFC và phương pháp P/B cho TCB. Trong mô hình định giá, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng của MFC là 48% bình quân năm trong giai đoạn 2008-2013 nhờ vào sự tăng trưởng mạnh của ngành hàng ăn uống. Ngoài ra, khả năng chế biến các sản phẩm chất lượng cao với vị ngon đặc trưng, chiến lược marketing hiệu quả, xây dựng thương hiệu uy tín nhằm khai thác xu hướng tiêu dùng ngày càng chuộng các sản phẩm có thương hiệu của người dân, cùng với hệ thống phân phối sâu rộng khắp cả nước sẽ giúp MFC xâm chiếm thị phần của các đối thủ cạnh tranh nhỏ lẻ, từ đó đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn nhiều so với bình quân ngành. Với TCB, chúng tôi kì vọng ngân hàng có thể duy trì được mức ROE 33% trong các năm sau nhờ vào chiến lược tập trung vào bán lẻ cũng như sức mạnh công nghệ của ngân hàng. Việc định giá cho kết quả trong khoảng từ 40.000 đồng – 44.000 đồng. Chúng tôi cho rằng mức giá này phản ánh đúng giá trị hiện tại của công ty, nhưng chưa tính đến các giá trị tăng thêm từ hoạt động mua bán sáp nhập (M&A) cũng như đầu tư thành lập các doanh nghiệp mới (Ventures) mà MSN có thể thực hiện trong tương lai.

Các hoạt động M&A cũng như Ventures có thể mang lại nhiều giá trị gia tăng cho công ty trong thời gian tới

MSN hội tụ đầy đủ các yếu tố cần thiết để thành công trong lĩnh vực đầu tư phát triển doanh nghiệp. Công ty có khả năng huy động nguồn vốn lớn, có đội ngũ lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm trong và ngoài nước cũng như khả năng lựa chọn đối tác chiến lược phù hợp để phát triển doanh nghiệp. Điều này đã được chứng tỏ khá rõ qua 2 trường hợp của MFC và TCB. Với chiến lược phát triển đa ngành, chúng tôi kì vọng công ty sẽ tiếp tục làm gia tăng giá trị cho cổ đông thông qua việc nhân rộng mô hình thành công của MFC và TCB.

Hoạt động quản trị doanh nghiệp minh bạch với sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chuyên nghiệp

Hoạt động quản trị doanh nghiệp của công ty khá minh bạch với việc tham gia của các đối tác lớn trong và ngoài nước. Hiện tại, HSBC nắm giữ 20% cổ phần của TCB và là cổ đông chiến lược của ngân hàng. Mekong Capital và Bankinvest là 2 quỹ đầu tư các doanh nghiệp tư nhân hàng đầu Việt Nam cũng đang có cổ phần lớn tại MFC. Ngoài ra Bankinvest và TPG hiện đang là cổ đông lớn của MSN. Các nhà đầu tư tổ chức này tham gia vào HĐQT của các công ty và có những đóng góp lớn vào chiến lược hoạt động.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân đạt 35% và 42% trong giai đoạn 2009-2013E

Trên cơ sở phân tích khả năng phát triển của MFC và TCB, chúng tôi dự đoán MSN có thể tăng trưởng doanh thu 35% trong giai đoạn 2009-2013E, và tăng trưởng EBITDA 38%. Theo đó, lợi nhuận điều chỉnh – loại trừ ảnh hưởng của khấu hao lợi thế thương mại, và lãi vay trái phiếu chuyển đổi – sẽ tăng trung bình 42%.

Các chỉ tiêu tài chính	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.168	6.639	8.988	11.408	13.843
Tăng trưởng yoy	NA	59%	35%	27%	21%
LNST (tỷ đồng)	691	1.165	1.778	2.253	2.788
Biên LN gộp	35%	34%	34%	34%	34%
Biên LNST	17%	18%	20%	20%	20%
ROA	11%	16%	20%	20%	19%
ROE	13%	21%	26%	24%	22%
EPS (đồng)	1.451	2.445	3.731	4.441	5.496

ĐỊNH GIÁ CÔNG TY

Chúng tôi định giá MSN bằng cách tính giá trị của MFC và TCB tương ứng với phần sở hữu của MSN tại hai công ty này. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF để tính giá trị của MFC, và kiểm tra kết quả thông qua việc so sánh với các công ty cùng ngành ở trong nước cũng như ở các nước trong khu vực. Đối với TCB, chúng tôi sử dụng phương pháp P/B trong mối tương quan với các ngân hàng khác. Kết quả định giá MSN từ 40.000 - 44.000 đồng mỗi cổ phiếu

Phương pháp chiết khấu dòng tiền 3 giai đoạn cho giá trị của MFC là 19.000 tỷ

Các giả định cho việc dự báo và định giá được tóm tắt trong bảng sau

Giả định	
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (2008-2013)	48%
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (2014-2020)	15%
Biên lợi nhuận EBITDA (2008-2013)	19.2%
Biên lợi nhuận EBITDA (2014-2020)	18%
Chi phí đầu tư tài sản cố định (% doanh thu)	0,5%
Thay đổi vốn lưu động (% doanh thu)	0,3%
Tăng trưởng ổn định (sau 2020)	1,5%

Nguồn: VCSC dự báo

Các giả định của chúng tôi dựa trên kì vọng tăng trưởng doanh thu bình quân năm trong giai đoạn 1 (2008-2013) là 48% và giai đoạn 2 (2014-2020) là 15%. Theo đó, biên lợi nhuận EBITDA tương ứng là 19.2% và 18%. Mô hình cho kết quả giá trị của MFC ở mức 19.000 tỷ đồng, tương ứng 16,2x EBITDA 2010 của công ty. Theo đó, giá trị đóng góp của MFC vào MSN là 14.500 tỷ đồng.

Masan Food - DCF												
Tỷ đồng	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	4,168	6,639	8,988	11,408	13,843	16,335	19,275	22,745	26,839	31,670	37,370	44,097
EBITDA	765	1,178	1,827	2,278	2,715	2,859	3,373	3,980	4,697	5,542	6,540	7,717
Trừ: Khấu hao	(116)	(147)	(166)	(177)	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)	(174)
EBIT	649	1,031	1,661	2,101	2,541	2,684	3,199	3,806	4,523	5,368	6,366	7,543
Trừ: Thuế	(85)	(158)	(260)	(453)	(706)	(671)	(800)	(952)	(1,131)	(1,342)	(1,591)	(1,886)
EBIT sau thuế	564	873	1,400	1,648	1,835	2,013	2,399	2,855	3,392	4,026	4,774	5,657
Cộng: Khấu hao	116	147	166	177	174	174	174	174	174	174	174	174
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(538)	(513)	(312)	(224)	(58)	(82)	(96)	(114)	(134)	(158)	(187)	(220)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(113)	(61)	(62)	(61)	(60)	(49)	(58)	(68)	(81)	(95)	(112)	(132)
Dòng tiền thuần	29	446	1,192	1,539	1,892	2,057	2,419	2,847	3,351	3,947	4,649	5,478
Giá trị công ty tại năm 2020												38,311
Giá trị hiện tại của dòng tiền	29	409	942	1,049	1,111	1,041	1,056	1,071	1,086	1,103	1,120	9,091
Giá trị công ty	19,107											

Nguồn: VCSC ước tính

So sánh với các công ty cùng ngành cho thấy các chỉ số định giá của MFC là tương đối hấp dẫn

Company	Country	Market Capital USD mn	EV USD mm	P/B 2009E	EV/EBITDA		Growth adjusted EV/EBIT	P/E		PEG	EBITDA Margin		2009-2011E CAGR		
					2009E	2010E		2009E	2010E		2009E	2010E	Revenue	EBITDA	income
PT Indofood	Indonesia	4,833	4,296	3.0	7.3	6.5	0.4	18.6	14.4	1.7	14.3	15.0	6.2	14.7	8.7
Tingyi	China	12,615	13,256	8.5	15.9	13.4	0.7	35.3	29.3	1.4	15.9	15.7	20.9	18.4	21.1
Want Want China Holdings	China	7,520	7,547	7.4	18.7	14.7	0.6	25.7	20.5	0.8	22.1	22.7	24.9	26.4	24.9
Ajinomoto	Japan	6,534	7,671	1.0	6.5	6.2	1.4	44.4	27.0	0.7	9.2	9.4	3.2	4.3	40.9
UniPres China	China	1,521	1,748	2.7	11.7	10.0	0.7	22.4	19.3	1.5	12.4	12.7	12.7	14.3	12.9
Fraser and Neave	Singapore	1,628	7,738	1.0	12.1	10.7	0.9	16.1	12.7	0.9	18.4	18.5	12.5	11.8	14.6
Vietnam Dairy Products	Vietnam	1,654	1,628	3.1	9.4	8.5	0.6	12.3	10.7	0.7	24.15	24.2	18.1	15	15
Mean				3.8	11.7	10.0	0.8	25.0	19.1	1.1	16.6	16.9	14.1	15.0	19.7
Median				3.0	11.7	10.0	0.7	22.4	19.3	0.9	15.9	15.7	12.7	14.7	15.0
Masan Food		1,097	1,080	3.8	23.5	13.9	0.3	28.3	16.8	0.2					

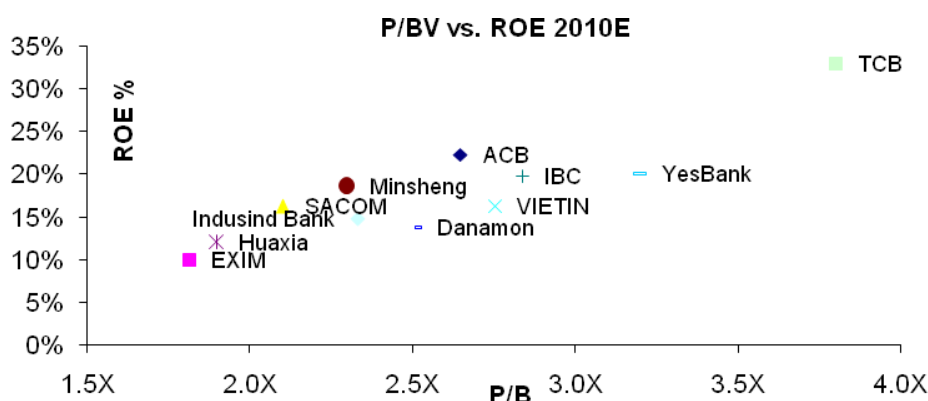
Nguồn: Bloomberg (10.11.2009), VCSC ước tính, tỷ giá VND/USD 17.800

Giá trị của TCB dao động trong khoảng từ 23.946 tỷ đến 32.498 tỷ đồng theo mô hình định giá so sánh P/B

Chúng tôi sử dụng mức PB từ 2,8x – 3,8x để đánh giá giá trị của TCB dựa trên nguồn vốn của công ty cũng như khả năng sử dụng nguồn vốn này để tạo ra lợi nhuận. Mức P/B này tương đối cao hơn so với các công ty trong ngành. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức giá trị này là hợp lý dựa trên 2 cơ sở:

- Chỉ số ROE 2010 của TCB ở mức 33% là khá cao so với mức trung bình của các ngân hàng khác là 18%.
- Sự hỗ trợ chiến lược của HSBC trong những năm tới sẽ giúp TCB tiếp tục tạo nên những đột phá mới trong công nghệ cũng như phát triển sản phẩm để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của ngân hàng.

Như vậy, giá trị của MSN thông qua việc sở hữu 20% của TCB tương ứng là 4.768 tỷ đến 6.500 tỷ.



Dựa trên kết quả định giá riêng lẻ của MFC và TCB, giá trị tổng hợp của MSN tương ứng là 19.191 tỷ - 20.902 tỷ.

Nói cách khác, giá trị mỗi cổ phần của MSN là từ 40.000 – 44.000 đồng.

So sánh định giá Techcombank với các ngân hàng trong nước và khu vực

Ngân hàng	Quốc tịch	Vốn hóa (Triệu USD)	P/B		P/E		ROE	
			2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
Vietnamese Banks								
Asia Commercial Bank	Việt Nam	1.790	3,1	2,6	15,3	12,8	23,1	22,3
EXIM Bank	Việt Nam	1.296	1,7	1,6	19,4	16,2	8,9	10,0
Sacom Bank	Việt Nam	1.042	2,0	1,8	13,9	11,6	15,6	16,2
VIETIN Bank	Việt Nam	1.988	2,6	2,3	15,6	15,1	17,7	16,3
VIETCOM Bank	Việt Nam	3.395	4,7	3,9	17,7	17,2	26,1	25,2
Mean			2,8	2,5	16,4	14,6	18,3	18,0
Median			2,6	2,3	15,6	15,1	17,7	16,3
Regional banks								
Huaxia Bank	Trung Quốc	8.491	1,9	1,8	17,0	14,2	12,0	12,3
Minsheng Bank	Trung Quốc	21.260	2,3	2,0	13,5	12,2	18,6	16,0
Industrial Bank of China	Trung Quốc	26.496	2,8	2,5	15,1	12,4	19,8	21,7
Danamon Bank	Indonesia	3.916	2,5	2,4	28,2	18,9	13,7	16,9
YesBank	Ấn Độ	924	3,2	2,5	17,4	13,5	20,1	20,6
Indusind Bank	Ấn Độ	661	2,3	2,5	16,1	11,2	14,8	18,6
Mean			2,5	2,3	17,9	13,7	16,5	17,7
Median			2,4	2,4	16,1	14,2	16,7	16,9

Nguồn: Bloomberg (10.11.2009), VCSC ước tính

CÁC LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chiến lược đầu tư tăng trưởng, khả năng xây dựng thương hiệu, và đội ngũ lãnh đạo giỏi là những nhân tố quan trọng quyết định thành công của công ty

MFC và TCB là hai ví dụ điển hình về năng lực phát triển doanh nghiệp và xây dựng thương hiệu tuyệt vời của MSN

Việt Nam là quốc gia đang phát triển với động lực tăng trưởng chính là tiêu dùng dân cư. Thực tế, chi tiêu của người dân chiếm khoảng 65% trong GDP quốc gia. Nhận thấy tiềm năng to lớn từ ngành hàng tiêu dùng, mà thực phẩm lại là ngành tăng trưởng cao nhất trong nhóm này, Masan đã đầu tư thành lập MFC từ năm 2002 với hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất nước chấm và gia vị. Từ đó đến nay, MFC đã không ngừng phát triển mở rộng với các thương hiệu nổi tiếng như Chin-Su, Tam Thái Tử, Nam Ngư, và Omachi. Bí quyết thành công của công ty là đã xây dựng thương hiệu rất thành công và khai thác đúng sự thay đổi trong xu hướng tiêu dùng của người dân. Cùng với sự tăng trưởng thu nhập, người tiêu dùng đang chuyển dần sang sản phẩm có thương hiệu với chất lượng đảm bảo từ các sản phẩm không có thương hiệu như trước đây. Khả năng xây dựng thương hiệu cùng với nắm bắt nhu cầu của thị trường đã giúp doanh thu của MFC tăng gấp 3 lần từ năm 2006-2008.

Việc tham gia vào lĩnh vực ngân hàng của MSN cũng xuất phát từ nhận định về triển vọng phát triển nhảy vọt của ngành này từ rất sớm. Hiện tại mức độ sử dụng dịch vụ ngân hàng của người dân còn khá thấp, ở mức dưới 10%. Do đó, khi kinh tế phát triển thì ngành ngân hàng sẽ nằm trong топ đầu về tăng trưởng. Việc đầu tư vào TCB và phát triển ngân hàng trở thành một trong ba ngân hàng cổ phần bán lẻ hàng đầu Việt Nam đã chứng tỏ khả năng của MSN trong việc hỗ trợ xây dựng thương hiệu và lòng tin nơi khách hàng của TCB. Hiện tại, TCB được xem là ngân hàng bán lẻ năng động có sức mạnh công nghệ hiện đại bậc nhất trong số các ngân hàng TMCP trong nước.

Đội ngũ lãnh đạo có kinh nghiệm cả trong nước và quốc tế

Mục tiêu của MSN là xây dựng một môi trường làm việc đạt chuẩn mực quốc tế đồng thời am hiểu thị trường trong nước. Do đó, công ty đã chiêu mộ các nhà điều hành đáp ứng được cả hai yêu cầu này. Chủ tịch HĐQT công ty ông Nguyễn Đăng Quang là một trong những doanh nhân rất thành đạt tại Việt Nam. Với kinh nghiệm nhiều năm trên thương trường, ông đã phát triển được một mạng lưới quan hệ sâu rộng với các đối tác trong nhiều ngành nghề khác nhau. Trong khi đó, tổng giám đốc Madhur Maini có kinh nghiệm làm việc hơn 14 năm trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư ở các tổ chức lớn như Deutsche Bank và Merrill Lynch. Ngoài ra, công ty cũng có một đội ngũ lãnh đạo cấp trung có kinh nghiệm làm việc ở các công ty đa quốc gia như JP Morgan, HSBC, Unilever, và Nestlé

Khả năng tạo nên giá trị gia tăng từ các hoạt động M&A

Chúng tôi cho rằng ngoài việc tăng trưởng dựa vào MFC và TCB, các hoạt động M&A cũng sẽ là động lực phát triển đáng kể cho công ty trong thời gian tới. Chúng tôi đánh giá công ty hoàn toàn có thể tài trợ cho các hoạt động này thông qua việc tăng vốn hoặc tăng nợ vay từ ngân hàng bởi vì hiện tại công ty gần như không vay nợ (trừ khoản trái phiếu nhiều khả năng sẽ chuyển đổi thành cổ phiếu). Thực tế trong giai đoạn khủng hoảng năm 2008, công ty đã có thể thu về 57 triệu USD từ việc phát hành cho Bankinvest và gần đây là TPG.

Về bản chất, hoạt động M&A của MSN hoàn toàn khác với việc đầu tư tài chính thuần túy của các quỹ đầu tư. Bằng việc nắm giữ cổ phần chi phối trong doanh

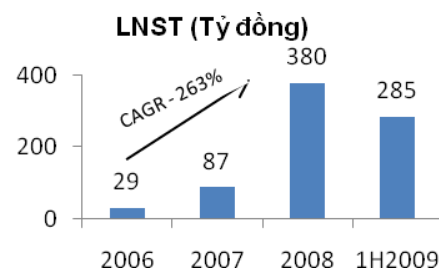
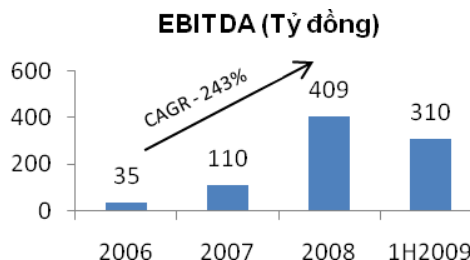
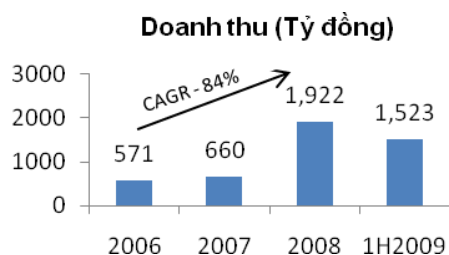
nghiệp được mua lại, MSN có thể định hướng phát triển cho doanh nghiệp này một cách chủ động, từ đó kiểm soát tích cực khoản đầu tư của mình, và làm gia tăng giá trị cho cổ đông. Việc đầu tư của MSN vào MFC với lợi ích kinh tế 75,8% và TCB dù chỉ có 20% (do luật quy định) nhưng có ảnh hưởng chi phối (vì các thành viên trong HĐQT của MSN cũng là thành viên HĐQT của TCB, và họ cùng nắm giữ một tỷ lệ chi phối trong TCB) chứng tỏ phương thức đầu tư của MSN là rất chủ động. Chúng tôi cho rằng công ty có thể nhân rộng mô hình thành công của MFC và TCB trong tương lai.

Các dự án Ventures cũng sẽ là đòn bẩy tăng trưởng

Một động lực tăng trưởng khác của MSN là khả năng đầu tư vào các doanh nghiệp mới thành lập Ventures nhưng có kết quả hoạt động tốt và triển vọng phát triển cao. Khả năng này đến từ sự hỗ trợ của cổ đông lớn là Masan Corp. Masan Corp chuyên tìm kiếm các cơ hội đầu tư Ventures và phát triển các doanh nghiệp này. Một khi các Ventures đã đạt được mức độ thành công nhất định, Masan Corp sẽ chuyển giao sang cho MSN. Các doanh nghiệp này thuộc các lĩnh vực như dịch vụ giao nhận (logistics), dịch vụ tài chính, hàng hóa nông nghiệp (commodities) và dịch vụ thuê ngoài (outsourcing). Gần đây, Masan Corp đã mua lại CompOne Services, là một công ty chuyên về outsourcing trong ngành y tế có trụ sở tại Mỹ.

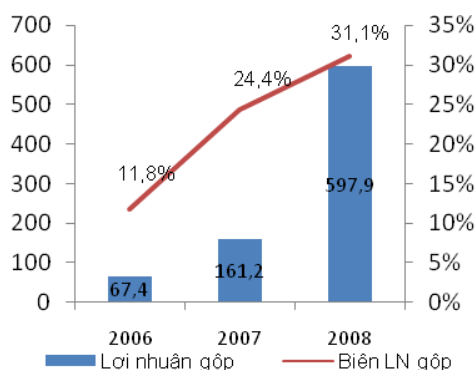
PHÂN TÍCH CÔNG TY THỰC PHẨM MASAN

Các phân tích tài chính cho thấy công ty tăng trưởng mạnh trong các năm qua là do (1) doanh thu tăng trưởng cao nhờ tăng thị phần các sản phẩm hiện hữu và tung các sản phẩm mới, và (2) cải thiện đáng kể biên lợi nhuận



Nguồn: MSN

Thay đổi biên lợi nhuận gộp 2006-2008



Doanh thu tăng gấp 3 lần trong 3 năm 2006-2008

Doanh thu tăng với tốc độ bình quân 83,6% từ 570,5 tỷ năm 2006 lên 1.922 tỷ năm 2008, phần lớn là nhờ tăng trưởng về sản lượng hàng bán. Doanh thu 6 tháng 2009 đạt 1.523 tỷ, tăng 120% so với cùng kì năm 2008.

Nguyên nhân chủ yếu là do sự tăng trưởng mạnh của các dòng sản phẩm mới lần lượt được giới thiệu ra thị trường trong thời gian qua, đặc biệt là các dòng sản phẩm cấp trung vì phân khúc thị trường của các sản phẩm này là rất lớn. Nhờ có vị ngon đặc trưng, cộng với chiến lược xây dựng thương hiệu và marketing hiệu quả nên chỉ trong thời gian ngắn các sản phẩm mới của công ty như Tam Thái Tử, Nam Ngư, Omachi đã được thị trường đón nhận rất tốt. Bên cạnh đó, một số các nhãn tổ khách quan cũng đã tạo nên cơ hội lớn cho MFC như việc phát hiện có thành phần u-rê trong nước mắm, hay độc tố 3-MCPD trong nước tương của một số sản phẩm không có thương hiệu. Chính những sự kiện này đã khiến người dân quan tâm hơn đến vấn đề chất lượng và thương hiệu sản phẩm, dẫn đến nhu cầu tăng vọt đối với các sản phẩm có thương hiệu tốt như của MFC.

Trong khi đó, biên lợi nhuận được cải thiện đáng kể đã giúp cho lợi nhuận tăng mạnh

Biên lợi nhuận gộp của MFC tăng vọt từ 11,8% năm 2006 lên 31,1% trong năm 2008. Một số nguyên nhân lớn như: MFC đã chuyển hướng từ xuất khẩu sang thị trường nội địa, nhờ đó công ty đã loại bỏ một số sản phẩm có biên lợi nhuận thấp và không hiệu quả, đồng thời phát triển các mặt hàng cao cấp hơn nên cải thiện đáng kể hiệu suất sinh lời. Ngoài ra, tính kinh tế theo quy mô và việc áp dụng các chương trình quản trị chi phí tiên tiến đã giúp công ty tiết giảm chi phí ở mức tối ưu, từ đó làm tăng hiệu quả hoạt động.

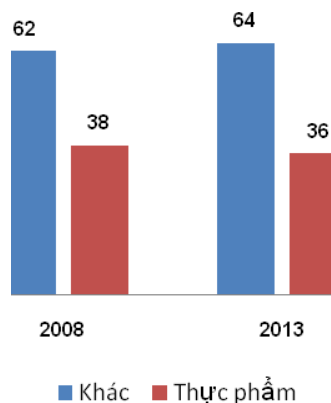
Qua sáu tháng đầu năm 2009, công ty đạt 516 tỷ lợi nhuận gộp, tăng 139% so với cùng kì năm trước. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp cũng tăng lên 34% trong giai đoạn này.

Động lực tăng trưởng của công ty đến từ khả năng chiếm thị phần của các đối thủ cạnh tranh khác cộng với tốc độ tăng tự nhiên của ngành

Thực phẩm là một trong những ngành dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng

Trong những năm gần đây, thực phẩm chiếm một tỷ lệ khá cao hơn 50% trong cơ cấu chi tiêu của người dân. Chính vì thế mà tốc độ tăng trưởng của ngành luôn ở tốp đầu trong nền kinh tế. Trong vòng 5 năm tới, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng

Thực phẩm vẫn giữ mức đóng góp lớn trong tổng tiêu dùng trong thời gian tới (%)



Nguồn: Tổng cục thống kê, EIU

có thể duy trì ở mức hai con số. Euromonitor dự đoán ngành thực phẩm đóng gói sẽ tăng trưởng ở mức 12% mỗi năm và thị trường này có thể đạt giá trị 7 tỷ USD vào năm 2013. Các sản phẩm của MFC như nước chấm, mì ăn liền là những sản phẩm có tốc độ phát triển cao thuộc phân khúc thực phẩm đóng gói này.

MFC có thể đạt mức tăng trưởng cao hơn bình quân ngành nhờ chiếm thị phần của các đối thủ khác

Từ thành công của các thương hiệu sản phẩm hiện tại, MFC có thể mở rộng thị phần của mình thông qua việc đánh chiếm phân khúc sản phẩm không có thương hiệu, vốn còn rất nhiều tiềm năng với nhiều nhà sản xuất nhỏ, rời rạc. Một minh chứng thành công cụ thể là sản phẩm nước tương của MFC. Với chiến lược đánh vào phân khúc thị trường bình dân, MFC đã cho ra đời sản phẩm Tam Thái Tử mà trong thời gian ngắn sản phẩm này đã tăng trưởng nhảy vọt. Tại thời điểm năm 2008, ngành hàng nước tương của MFC chiếm khoảng 62,8% thị phần cả nước và vẫn đang tăng trưởng tốt. Do đó, trong thời gian tới, chúng tôi kì vọng công ty sẽ nối tiếp thành công này đối với nước mắm và mì ăn liền, 2 chủng loại sản phẩm mà MFC chưa chiếm thị phần chi phối, nhưng còn rất nhiều tiềm năng.

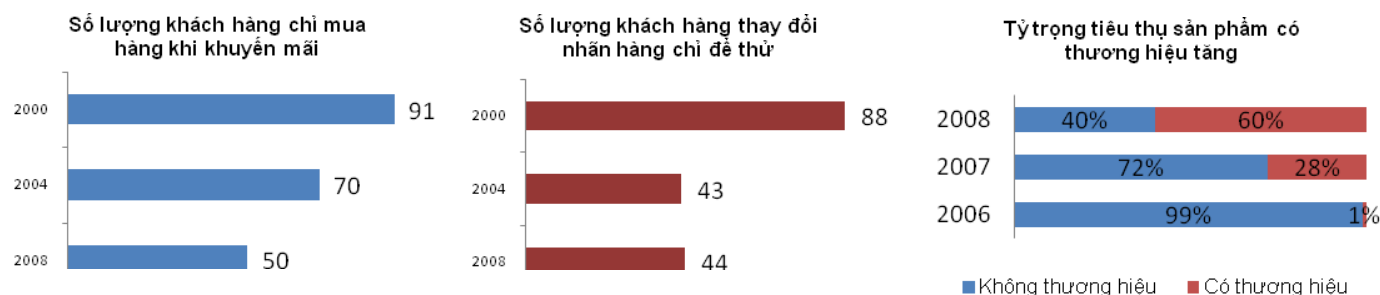
Nhãn hàng	% Doanh thu 2008	Thời điểm giới thiệu	Phân khúc sản phẩm	Thị phần
Nước chấm				
Nước mắm				
Chin-Su	45.5%	03-2003	Cao cấp	19.4%
Nam Ngư #	30.9%	11-2007	Trung cấp	6.4%
Nước tương	23.7%			62.8%
Chin-Su	2.3%	2002	Cao cấp	6.2%
Tam Thái Tử #	21.4%	05-2007	Trung cấp	56.6%
Tương ớt	2.7%			25.5%
Chin-Su #	2.0%	06-2007	Cao cấp	18.3%
Rồng Việt	0.8%	06-2007	Trung cấp	7.2%
Mì ăn liền	15.1%			
Omachi	13.9%	06-2007	Cao cấp	2.3%
Tiến Vua	1.2%	2009	Trung cấp	0.2%
Bột nêm				
Chin-Su	1.4%		Trung cấp	9.5%

Chin-Su, Tiến Vua và Omachi là một trong 50 thương hiệu hàng đầu Việt Nam (AC Nielsen)

đầu ngành

Nguồn: Euromonitor, MFC

Cùng với việc tăng trưởng thu nhập, người dân đang dần thay đổi thói quen tiêu dùng và mong muốn sử dụng các sản phẩm có chất lượng cao. Do đó, các sản phẩm không có thương hiệu ngày càng không phải là sự lựa chọn của họ. Đây chính là cơ hội để MFC có những sự bứt phá hơn nữa để chinh phục người tiêu dùng.



Nguồn: McKinsey & Company TNS, Open Asia

Bên cạnh nỗ lực xây dựng thương hiệu, việc phát triển hệ thống phân phối để mở rộng thị trường ở các thành phố cấp hai cũng như vùng nông thôn là động lực tăng trưởng thứ hai của MFC

Hệ thống phân phối của MFC

Vùng miền	SL Nhà PP	NV BH	Điểm bán lẻ
Bắc	42	385	48.976
HCM + Miền Đông	40	412	33.905
Miền Trung	25	177	17.796
ĐBSCL	23	277	17.741
Horeca	1	8	1.100
Siêu thị	1	68	90
Total	132	1.277	119.608

Nguồn: MFC tại thời điểm 12.2008

Chúng tôi đánh giá đây là một chiến lược hiệu quả để góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong thời gian tới. Hiện tại, dân số thành thị của Việt Nam chỉ chiếm khoảng 28% nên một đại bộ phận dân cư đang ở trong khu vực nông thôn và thành phố nhỏ. Để thực hiện chiến lược này, MFC sẽ:

- Xây dựng hệ thống phân phối ở các thành phố nhỏ với quy mô khoảng 20.000 dân
- Thực hiện các chương trình khuyến mãi riêng cho vùng nông thôn
- Đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm cấp trung như Nam Ngư, Tam Thái Tử, Rồng Việt để phù hợp với thu nhập của người dân địa phương.

Với hệ thống phân phối hiện tại gồm 120.000 cửa hàng bán lẻ ở 65 tỉnh thành phố, chúng tôi tin rằng công ty có thể tiếp tục phát triển để đánh mạnh vào khu vực thị trường đầy tiềm năng này. Tính đến cuối tháng 8/2009, MFC có tất cả 130 nhà phân phối. Công ty đã xây dựng 5 trung tâm phân phối tại Bình Dương, Tân Bình, Đà Nẵng, Hưng Yên, và Hải Dương để có thể cung cấp hàng cho các nhà phân phối theo đơn hàng chỉ trong vòng 24 tiếng.

Trong khi đó, ban lãnh đạo dày dạn kinh nghiệm là nhân tố quan trọng không kém đằng sau tất cả các chiến lược của công ty

MFC có một ban điều hành đầy kinh nghiệm là những người đã từng làm việc tại các công ty đa quốc gia như Unilever, P&G, Nestle và đồng thời có sự am hiểu tường tận về thị trường trong nước. Ngoài ra, các thành viên trong ban lãnh đạo có kinh nghiệm làm việc rất đa dạng như Marketing/Bán hàng, Nghiên cứu phát triển R&D hoặc từ lĩnh vực điều hành chuỗi cung ứng nguyên liệu.

Ông Trương Công Thắng, TGD

Từng là giám đốc marketing của P&G Việt Nam trong 7 năm

Ông Castillo Santos, Phó TGD

Kinh nghiệm 31 năm điều hành sản xuất và cung ứng, bao gồm 14 năm làm việc tại Unilever Việt Nam

Ông Phạm Đình Toại, CFO

Chín năm kinh nghiệm làm việc tại bộ phận tài chính của Unilever Việt Nam

Ông Nguyễn Đình Toàn, GD Marketing

Từng là giám đốc của 9 nhãn hàng tại Unilever như OMO, Vim, Sunlight

Phân tích và dự báo các ngành hàng

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận có thể tăng bình quân 35% trong giai đoạn 2009-2013 với 3 động lực chính là nước mắm, mì ăn liền và nước tương

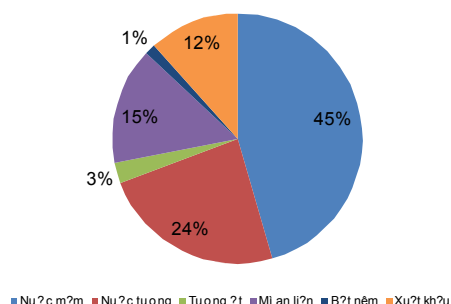
1. Nước mắm

Nước mắm chiếm 45% cơ cấu doanh thu và 42% trong cơ cấu lợi nhuận EBITDA của công ty. Trong giai đoạn 2006-2008, tăng trưởng CAGR của doanh thu đạt 410% mỗi năm với động lực chính là nước mắm Nam Ngư được tung ra thị trường vào năm 2007. Lợi nhuận EBITDA biên của ngành hàng nước mắm là 20%.

Dự báo

Chúng tôi dự báo doanh thu từ nước mắm có thể đạt mức tăng trưởng bình quân mỗi năm 51% trong giai đoạn 2008-2013E với giả định tốc độ tăng trưởng của ngành

Cơ cấu doanh thu năm 2008



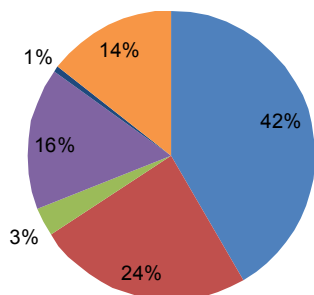
Nguồn: MFC

là khoảng 10%. Nước mắm là sản phẩm có khả năng phát triển mạnh nhất từ việc chiếm thị phần của các sản phẩm không có thương hiệu khác vì hiện tại MFC chỉ chiếm khoảng 19% thị phần và phân khúc sản phẩm không thương hiệu còn rất lớn. Động lực tăng trưởng chính sẽ là sản phẩm cấp trung Nam Ngư với tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu lần lượt là 44,6% mỗi năm. Ngoài ra, MFC cũng đã giới thiệu một sản phẩm mới là Nam Ngư Đệ Nhị nhắm tới phân khúc khách hàng thấp hơn. Sản phẩm này có thể đạt 390 tỷ doanh thu trong năm nay và tăng trưởng CAGR doanh thu 54% bình quân trong các năm tới.

Nước mắm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006-2008 CAGR	2008-2013E CAGR
Doanh thu	34	123	874	2.033	2.999	4.186	5.550	6.929	410%	51%
Tăng trưởng %		266%	611%	133%	48%	40%	33%	25%		
Tỷ trọng trong tổng DT	6%	19%	45%	49%	45%	47%	49%	50%		
Toàn ngành	3.660	4.208	4.966	5.785	6.190	6.686	7.287	7.979	16%	10%
Nhãn hàng										
Chin-Su	34	104	280	413	558	699	846	996	189%	29%
Nam Ngư	-	18	594	1.233	1.731	2.337	3.028	3.761	nm	45%
Nam Ngư II	-	-	-	387	710	1.150	1.676	2.173	nm	54%
% trên doanh thu										
Chin-Su	100%	85%	32%	20%	19%	17%	15%	14%		
Nam Ngư	0%	15%	68%	61%	58%	56%	55%	54%		
Nam Ngư II	0%	0%	0%	19%	24%	27%	30%	31%		
EBITDA			177	409	624	947	1.240	1.538	nm	54%
Tăng trưởng %				131%	52%	52%	31%	24%		
Biên lợi nhuận EBITDA			20%	20%	21%	23%	22%	22%		
% tổng doanh thu	0%	0%	42%	53%	53%	52%	54%	57%		

Nguồn: MFC và VCSC ước tính – nm: không có dữ liệu

Cơ cấu lợi nhuận năm 2008 - EBITDA



■ Nước mắm ■ Nước tương ■ Mì ăn liền ■ Bún nem ■ Xúc xích ■ Khác

Nguồn: MFC

2. Nước tương

Nước tương đóng góp khoảng 24% vào tổng doanh thu và lợi nhuận của công ty trong năm 2008. Doanh thu tăng trưởng bình quân 175% trong giai đoạn 2006-2008 trong khi tốc độ tăng trưởng tự nhiên của ngành là 49%. Biên lợi nhuận EBITDA trong năm 2008 là 23%.

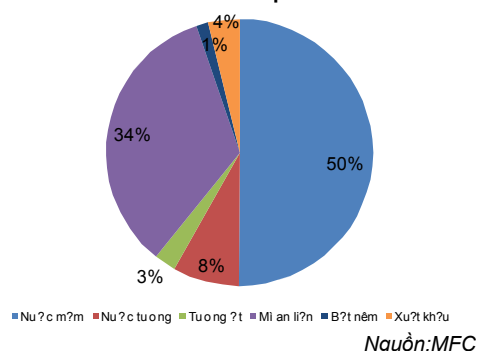
Dự báo

Chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR của doanh thu khoảng 19% trong năm 2008-2013 với giả định tốc độ tăng trưởng của ngành là 9%. Theo đó, nhãn hàng Chin-Su sẽ đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn Tam Thái Tử bởi vì người tiêu dùng sẽ chuyển dần từ phân khúc trung cấp sang cao cấp. Do đó, biên lợi nhuận EBITDA cũng sẽ được cải thiện ở mức 30% - 32%.

Nước tương	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006-2008 CAGR	2008- 2013E CAGR
Doanh thu	60	169	455	587	711	844	975	1.106	175%	19%
Tăng trưởng %		181%	170%	29%	21%	19%	16%	13%		
Tỷ trọng trong tổng DT	11%	26%	24%	14%	11%	9%	9%	8%		
Toàn ngành	281	351,2	625,2	719	776,5	834,7	893,2	946,7	49%	9%
Nhãn hàng										
Chin-Su	60	55	44	85	102	122	141	159	-15%	30%
Tam Thái Tử	-	113	412	503	608	722	835	947	nm	18%
% trên doanh thu										
Chin-Su	100%	33%	10%	14%	14%	14%	14%	14%		
Tam Thái Tử	0%	67%	90%	86%	86%	86%	86%	86%		
EBITDA			103	174	212	269	319	359	nm	28%
Tăng trưởng %				70%	22%	27%	19%	13%		
Biên lợi nhuận EBITDA			23%	30%	30%	32%	33%	32%		
% tổng doanh thu			24%	23%	18%	15%	14%	13%		

Nguồn: MFC và VCSC ước tính– nm: không có dữ liệu

Cơ cấu doanh thu dự báo năm 2013



3. Mì ăn liền

Mì ăn liền đóng góp khoảng 15% vào doanh thu của toàn công ty trong năm 2008. Trong giai đoạn 2006-2008 tăng trưởng đạt mức 555% trong khi tốc độ của ngành vào khoảng 19%. Biên lợi nhuận EBITDA là 23% trong năm 2008.

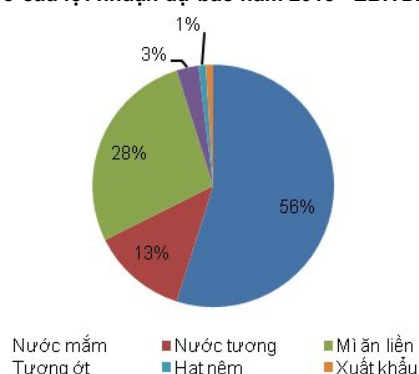
Dự báo

Chúng tôi dự báo mì ăn liền sẽ tăng trưởng ở mức bình quân 75% trong giai đoạn 2008-2013 so với bình quân ngành là 8% mỗi năm. Ước tính này là dựa trên cơ sở dự đoán về sự phát triển của mì Tiến Vua với 176% tăng trưởng trong giai đoạn dự báo. Tuy nhiên, do sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ như Vina AceCook (Đệ Nhất, Hào Hào), Vifon, Asia, biên lợi nhuận của mì ăn liền không cao như các loại nước chấm. Trong năm 2009 do đẩy mạnh sản phẩm mới là Tiến Vua nên công ty tăng cường chi phí quảng cáo và marketing, từ đó làm giảm lợi nhuận biên xuống còn khoảng 9%. Trong các năm sau, khi chi phí quảng cáo giảm xuống thì ước tính biên lợi nhuận sẽ tăng lên 16%.

Mì ăn liền	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006-2008 CAGR	2008- 2013E CAGR
Doanh thu	7	87	291	1.021	2.300	3.205	3.981	4.729	555%	75%
Tăng trưởng %		1177%	236%	251%	125%	39%	24%	19%		
Tỷ trọng trong tổng DT	1%	13%	15%	24%	35%	36%	35%	34%		
Toàn ngành	9.599	11.405	13.627	15.831	16.835	17.866	18.910	19.953	19%	8%
Nhãn hàng										
Omachi	-	-	267	298	450	608	755	897	nm	27%
Tiến Vua	-	-	24	723	1.850	2.597	3.225	3.832	nm	176%
% trên doanh thu										
Omachi			92%	29%	20%	19%	19%	19%		
Tiến Vua			8%	71%	80%	81%	81%	81%		
EBITDA			68	87	256	526	644	755	nm	62%
Tăng trưởng %				29%	194%	105%	23%	17%		
Biên lợi nhuận EBITDA			23%	9%	11%	16%	16%	16%		
% tổng doanh thu	0%	0%	16%	11%	22%	29%	28%	28%		

Nguồn: MFC và VCSC ước tính – nm: không có dữ liệu

Cơ cấu lợi nhuận dự báo năm 2013 - EBITDA



Nguồn: MFC

4. Tương ớt

Doanh thu từ tương ớt hiện tại chỉ chiếm 3% tổng doanh thu của MFC, nhưng lại đang tăng trưởng rất nhanh. Doanh thu tăng trưởng bình quân là 86% so với tăng trưởng bình quân của ngành là 15% trong giai đoạn 2006-2008, biên lợi nhuận EBITDA là 25% trong năm 2008.

Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng doanh thu bình quân của tương ớt là 47% trong giai đoạn 2008-2013 so với tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành đạt 8%. Chúng tôi kỳ vọng cơ cấu sản phẩm hiện tại gồm 71% Chin-Su so với 29% Rong Viet sẽ đảo ngược vì chúng tôi dự báo tốc độ tăng doanh thu CAGR là 73% dành cho Rong Viet, còn CAGR dành cho Chin-Su sẽ khiêm tốn hơn ở mức 29% từ năm 2008-2013. Dự báo này bao gồm cả thương hiệu tương ớt Tam Thái Tử được Rong Viet tung ra gần đây, vì những sản phẩm này đều là những sản phẩm chủ đạo. Dự báo EBITDA ở mức 22% cho năm 2009 và tăng lên 24% vào năm 2013.

Tương ớt	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006-2008	2008-2013E
Doanh thu	15	24	53	183	218	258	307	365	86%	47%
Tăng trưởng %		60%	116%	247%	19%	19%	19%	19%		
% trên tổng doanh thu	3%	4%	3%	4%	3%	3%	3%	3%		
Nhãn hàng										
Chin-Su	10	16	38	67	80	95	113	134	96%	29%
Rong Viet	5	8	15	116	138	163	194	231	NA	73%
% trên doanh thu TO										
Chin-Su	64%	67%	71%	37%	37%	37%	37%	37%		
Rong Viet	36%	33%	29%	63%	63%	63%	63%	63%		
EBITDA			13	39	45	59	76	89	NA	46%
Tăng trưởng				197%	13%	32%	29%	17%		
EBITDA biên			25%	22%	21%	23%	25%	24%		
% tổng lợi nhuận EBITDA	0%	0%	3%	5%	4%	3%	3%	3%		

Nguồn: MFC và VCSC ước tính – nm: không có dữ liệu

5. Hạt nêm

Tăng trưởng doanh thu bình quân của hạt nêm trong năm 2006-2008 là 149% so với tăng trưởng trung bình ngành là 24%. Lợi nhuận EBITDA biên của ngành hàng này đạt 12% trong năm 2008.

Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng doanh thu bình quân của hạt nêm là 49% trong giai đoạn năm 2008-2013E, và tăng trưởng doanh thu bình quân cho sản phẩm mới dự đoán sẽ đạt 26% từ năm 2009-2013E so với ước tính tốc độ tăng trưởng của ngành là 5%. Do cơ cấu lại hoạt động, công ty sẽ phải tăng mức chi tiêu cho hạt nêm trong năm 2009 nên nhiều khả năng EBITDA năm nay sẽ âm 6 tỉ đồng. Trong các năm sau, chúng tôi kỳ vọng EBITDA biên có thể tăng lên 11%.

PHÂN TÍCH TECHCOMBANK (TCB)

Chiến lược phát triển tương lai của Techcombank (TCB) sẽ tập trung vào ba điểm chính:

1. Tập trung vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ
2. Thiết lập hoạt động ngân hàng bán lẻ cho các khách hàng cá nhân có thu nhập cao
3. Phát triển các dịch vụ khác dựa trên giao dịch ngân hàng

Nhiệm vụ ngân hàng cho khối doanh nghiệp sẽ thúc đẩy tăng trưởng của TCB

Hiện nay, khoảng 74% các khoản cho vay doanh nghiệp và 59% các khoản tiền gửi của TCB đều là từ các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Nhờ vậy, TCB đã nhanh chóng tăng được thị phần cho vay doanh nghiệp và huy động tiền gửi với tỷ lệ tăng trưởng bình quân tương ứng đạt 64% và 54% mỗi năm, từ năm 2004 đến 2008.

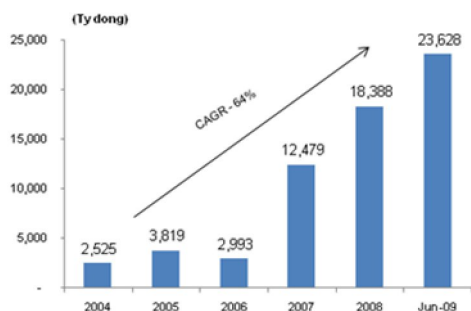
TCB là một trong những ngân hàng đầu tiên đưa dịch vụ tài trợ hàng hóa nông nghiệp, tài trợ và bao thanh toán kho vận, tài trợ thương mại, dịch vụ thanh toán trong nước và quốc tế, hối đoái và các công cụ hàng hóa phái sinh. Bên cạnh đó, TCB cũng tiên phong trong việc cung cấp dịch vụ ngân hàng di động và ngân hàng trực tuyến cho các khách hàng doanh nghiệp, đáp ứng kịp thời nhu cầu của khách hàng. Ngoài ra, thông qua mối quan hệ hợp tác với HSBC, TCB đang dần nâng cấp các mô hình đánh giá tín dụng nội bộ và đánh giá rủi ro để gia tăng tính an toàn và uy tín đối với các hoạt động cho vay.

Do tập trung vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ, tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) đã cung cấp cho TCB khoản tín dụng trị giá 60 triệu USD trong năm 2008 để cấp vốn cho các hoạt động cho vay các doanh nghiệp nhỏ. Ngoài ra, PROPARCO, một tổ chức tài chính phát triển được thành lập bởi Cơ quan Phát triển Pháp đã ký một hợp đồng cho vay trị giá 15 triệu Đôla Mỹ với TCB để hỗ trợ chương trình cho vay đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Dịch vụ tài chính cá nhân và ngân hàng bán lẻ sẽ là nhân tố góp phần quan trọng vào tăng trưởng của TCB

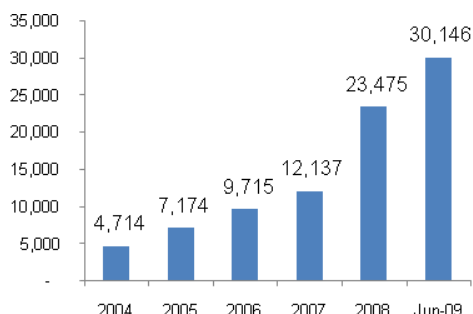
TCB đã có kinh nghiệm triển khai dịch vụ ngân hàng bán lẻ với các khách hàng uy tín của mình. Từ năm 2004 đến 2008, tốc độ tăng trưởng CAGR cho vay bán lẻ của TCB bình quân đạt 71% mỗi năm, số dư tiền gửi từ khách hàng cá nhân tăng trưởng bình quân là 83% mỗi năm.

Tổng các khoản vay và ứng trước cho khách hàng doanh nghiệp



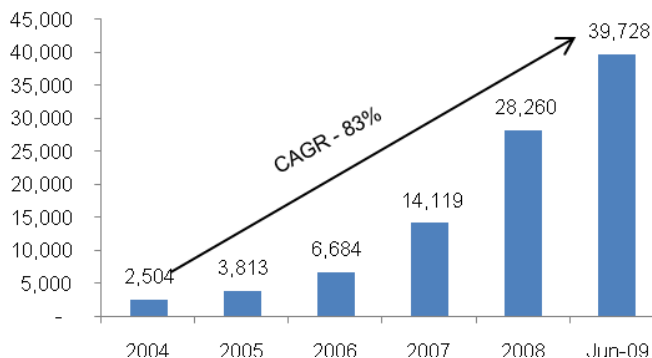
Nguồn:TCB

Số lượng khách hàng vay

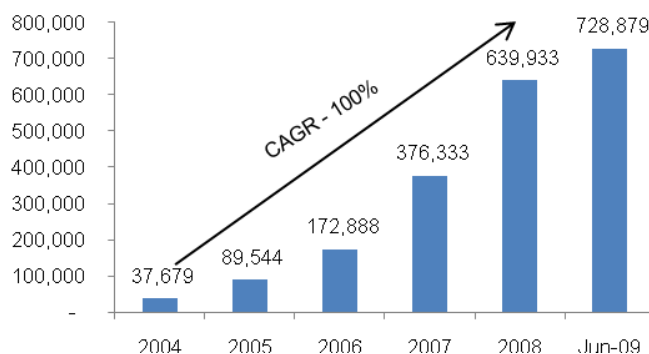


Nguồn:TCB

Số dư tiền gửi cá nhân (Tỷ đồng)

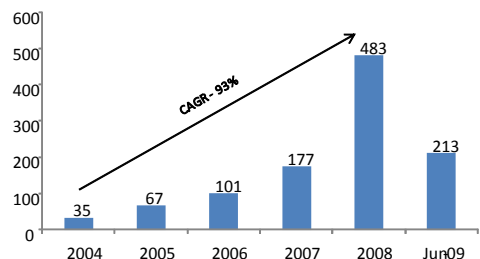


Số lượng khách hàng gửi tiền cá nhân



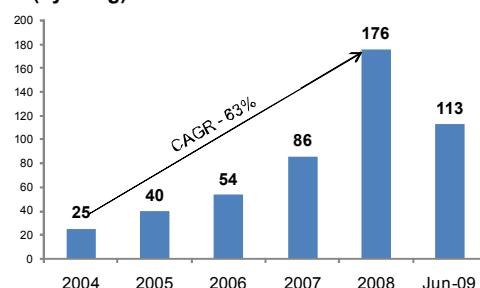
Nguồn: TCB

Doanh thu thuần từ phí và hoa hồng (Tỷ đồng)

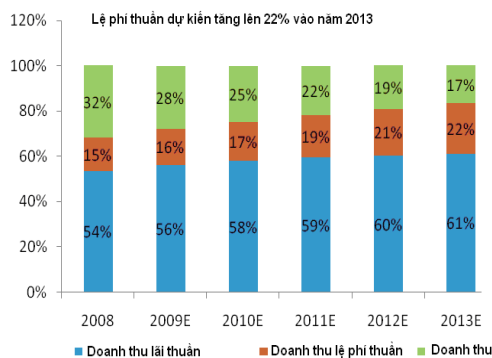


Nguồn:TCB

Doanh thu từ dịch vụ thanh toán quốc tế (Tỷ đồng)

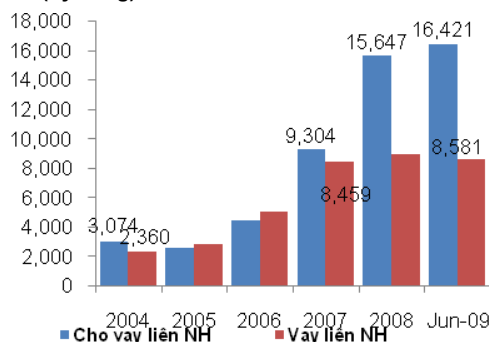


Nguồn:TCB



Nguồn:TCB, VCSC ước tính

Doanh thu từ hoạt động liên ngân hàng (Tỷ đồng)



Nguồn:TCB

Hơn nữa, TCB còn thu hút thêm nhiều khách hàng thông qua mạng lưới thẻ tín dụng và ATM của mình bằng cách liên kết với SmartLink, Banknetvn, HSBC, VISA và MasterCard. TCB là một trong ba ngân hàng phát hành thẻ quốc tế lớn nhất ở Việt Nam với hơn 143.000 thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ tính đến cuối năm 2008. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tăng khả năng sinh lợi của mình bằng cách khai thác các cơ hội cung cấp dịch vụ cho các khách hàng hiện tại của mình.

Nâng tỷ trọng doanh thu từ phí và hoa hồng

Trong những năm qua, TCB đã thành công trong việc dần dần hướng khách hàng sử dụng các sản phẩm giá trị gia tăng. Điều này được minh chứng rõ ràng với sự gia tăng doanh thu từ phí ở mức CAGR 93% mỗi năm trong giai đoạn 2004-2008.

Doanh thu từ dịch vụ thanh toán quốc tế tăng 63% mỗi năm từ năm 2004-2008, đóng góp 176 tỷ đồng vào lợi nhuận trước thuế của ngân hàng. Sáu tháng đầu năm 2009, doanh thu từ dịch vụ thanh toán quốc tế đã đạt 113 tỷ đồng. Do TCB đầu tư đáng kể vào xây dựng các sàn giao dịch điện tử và hệ thống thông tin, dịch vụ thanh toán quốc tế của TCB có nhiều lợi thế cạnh tranh hơn so với các ngân hàng đối thủ. Hoạt động ngoại hối và dịch vụ bảo lãnh của TCB cũng đạt được những kết quả tương tự trong giai đoạn 2004-2008, tương ứng tăng 133% và 222% mỗi năm.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ phí của TCB sẽ đạt 3.246 tỷ đồng vào năm 2013 với mức tăng trưởng CAGR là 46% từ năm 2008 đến năm 2013. Điều này sẽ làm tăng tỷ trọng doanh thu từ phí vào tổng doanh thu ngân hàng từ 15% năm 2008 lên 22% năm 2013.

Các đặc điểm nổi bật của TCB tạo nền tảng cho tăng trưởng ổn định trong tương lai

Một trong những lý do khiến TCB thành công là sự hỗ trợ tích cực từ HSBC khi HSBC mua 20% cổ phần của TCB. Là cổ đông chiến lược, HSBC đã hỗ trợ TCB cải thiện năng lực quản lý, tạo lợi thế cạnh tranh so với các ngân hàng khác trong nước và giúp TCB trở thành một trong những ngân hàng tư nhân được quản lý tốt nhất ở Việt Nam.

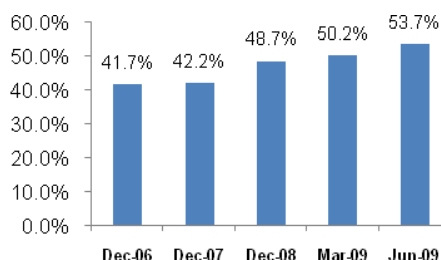
1. Là ngân hàng tiên phong đổi mới sản phẩm và áp dụng công nghệ mới

Đội ngũ quản lý của TCB đóng vai trò quan trọng trong việc giới thiệu các sản phẩm và dịch vụ mới, cũng như áp dụng các tiến bộ công nghệ vào hệ thống điều hành hoạt động của ngân hàng. Chính điều này khiến TCB trở nên khác biệt với các ngân hàng khác và giúp TCB có lợi thế là đơn vị triển khai đầu tiên nhiều sản phẩm và dịch vụ gia tăng cho khách hàng như dịch vụ ngân hàng trực tuyến và ngân hàng di động ở Việt Nam. Ngoài ra, TCB là ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên liên kết hệ thống ATM/POS với bốn ngân hàng nhà nước thông qua hệ thống Smartlink-Banknetvn, giúp khách hàng của TCB có thể truy cập vào tài khoản của mình tại hơn ba phần tư tổng số máy ATM ở Việt Nam. Thêm nữa, TCB cũng là một trong những ngân hàng thương mại cổ phần đầu tiên phát hành VISA Card vào năm 2008. Đến nay, TCB đã phát hành 6.113 Visa Card và được coi là một trong ba ngân hàng lớn nhất phát hành thẻ tín dụng quốc tế ở Việt Nam.

2. Tăng khả năng sinh lợi bằng việc tích cực tham gia cho vay trên thị trường liên ngân hàng

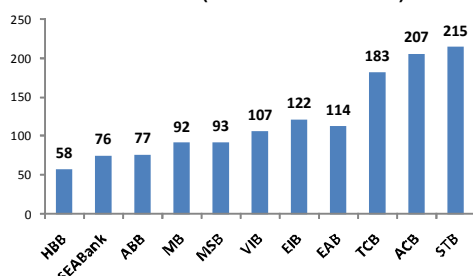
Do bảng cân đối tài sản mạnh và tính thanh khoản tốt, tính đến cuối tháng 6 năm 2009, TCB đã cho các ngân hàng và tổ chức tài chính khác vay tổng cộng 16.421 tỷ đồng (so với khoản vay liên ngân hàng 8.581 tỷ đồng). Chính điều này giúp TCB tăng đáng kể khả năng sinh lợi của mình trong năm 2008 và các tháng đầu năm 2009.

Tỷ lệ trích lập dự phòng nợ xấu



Nguồn: TCB

Số địa điểm của Techcombank và các NHTMCP khác (tính đến 30/06/2009)



Nguồn: VCSC tổng hợp

3. Không ngừng nâng cao chất lượng tài sản của ngân hàng

Hiện nay, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của TCB là 2,54% (so với mức trung bình của ngành là 3,50%). Ngay trong thời kỳ đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tín dụng năm 2008, TCB vẫn có thể duy trì tỷ lệ nợ xấu ở mức 2,53%.

Ngoài việc thực hiện các yêu cầu theo quy định của Ngân hàng nhà nước Việt Nam và tiêu chuẩn kế toán VAS và IFRS, bản thân TCB tự áp đặt các quy định cụ thể cần thiết dựa trên chất lượng sổ sách các khoản cho vay. Điều này làm cho tỷ lệ trích lập dự phòng nợ xấu tăng lên đến 53,7% tính đến cuối nửa đầu năm 2009 so với mức 42,2% năm 2007.

4. Mở rộng mạng lưới phân phối để tăng khả năng tiếp cận của khách hàng

TCB tập trung mở rộng mạng lưới ở khu vực thành thị và các trung tâm thương mại lớn trong nước. Với 51 chi nhánh và 132 văn phòng giao dịch tính đến cuối tháng 6 năm 2009, TCB có mạng lưới lớn thứ ba trong số các ngân hàng thương mại cổ phần ở Việt Nam.

Ngoài ra, nhờ sự liên kết của TCB với hệ thống SmartLink-Banknetvn và hợp tác chặt chẽ với Visa và MasterCard, khách hàng của TCB có khả năng tiếp cận hơn ba phần tư số máy ATM ở Việt Nam. Kết quả của việc mở rộng này được thể hiện rõ khi số lượng những giao dịch rút tiền và chuyển tiền qua ATM tăng 149% tương ứng với 7.744 tỷ đồng từ năm 2007 đến 2008.

5. Chiến lược xây dựng thương hiệu

Đội ngũ quản lý của TCB đã xây dựng được một thương hiệu mạnh ở Việt Nam. TCB là ngân hàng tiên phong đổi mới sản phẩm của các ngân hàng ở Việt Nam và được coi là một trong những ngân hàng được trang bị công nghệ hiện đại nhất. Hơn nữa, TCB là ngân hàng tư nhân đầu tiên ở Việt Nam được Moody xếp hạng Ba3 về hoạt động tín dụng, tương đương với vị trí cao nhất theo đánh giá của Chính phủ Việt Nam.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH CỦA TCB

Thu nhập lãi thuần

Doanh thu lãi thuần tăng bình quân là 78% tính từ năm 2004 đến 2008, tốc độ tăng trưởng tài sản sinh lời là 65%, và biên lãi thuần (NIM) tăng lên mức cao nhất trong lịch sử là 3,8% trong năm 2008.

Dự báo

Chúng tôi kì vọng thu nhập lãi thuần của TCB sẽ đạt 8.873 tỷ đồng vào năm 2013 với mức tăng bình quân là 38% từ năm 2008 đến 2013. Giả định của chúng tôi dựa trên mức tăng trưởng 40% đối với tài sản sinh lãi và biên lãi thuần ở mức 3,4% trong khoảng thời gian đó. Chúng tôi cho rằng do kinh tế tiếp tục tăng trưởng, sẽ có thêm nhiều đối tượng đủ điều kiện vay, do đó kích thích nhu cầu cho vay. Đồng thời, lãi suất cho vay sẽ cạnh tranh hơn khi những ngân hàng mới tham gia thị trường và những ngân hàng hiện tại có thể tăng hiệu suất hoạt động của mình lên. Chúng tôi ước tính lượng tiền gửi tăng bình quân 37% mỗi năm.

Tỷ đồng	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 2004-2008	CAGR 2008-2013E
Thu nhập lãi thuần	1.761	2.158	3.186	4.545	6.402	8.873	78%	38%
Tài sản sinh lãi	26.019	37.978	52.814	72.451	101.859	139.893	65%	40%
Tổng tiền gửi	39.618	57.900	79.672	107.112	142.773	187.740	71%	37%
Biên lãi thuần	3,8%	3,1%	3,3%	3,4%	3,6%	3,8%		

Thu nhập ngoài lãi

Lệ phí và doanh thu từ hoa hồng của TCB tăng 93% mỗi năm trong giai đoạn 2004 đến 2008, và thu nhập từ đầu tư chứng khoán, nghiệp vụ ngân quỹ và các khoản thu khác thể hiện mức tăng trưởng tương tự là 95% mỗi năm trong cùng thời gian đó. Năm 2008, lệ phí và thu nhập từ hoa hồng chiếm 15% tổng thu nhập, trong khi đó các hoạt động ngân quỹ đóng góp 32% vào tổng thu nhập.

Dự báo

Chúng tôi hy vọng thu nhập từ lệ phí và hoa hồng sẽ đạt mức tăng trưởng bình quân CAGR 46% từ năm 2008 đến 2013 vì TCB tiếp tục đặt trọng tâm phát triển các dịch vụ. Chúng tôi ước tính doanh thu từ phí và hoa hồng sẽ đóng góp 22% vào thu nhập trước thuế năm 2013 so với 15% của năm 2008. Doanh thu từ hoạt động ngân quỹ tăng trưởng bình quân khoảng 18% và đóng góp khoảng 17% vào tổng thu nhập ngân hàng năm 2013.

Tỷ đồng	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 2004-2008	CAGR 2008-2013E
Doanh thu phí và hoa hồng	483	608	940	1.420	2.180	3.246	93%	46%
% trên tổng doanh thu	15%	16%	17%	19%	21%	22%		
Dịch vụ ngân quỹ và khác	1.047	1.078	1.370	1.687	2.042	2.410	95%	18%
% trên tổng doanh thu	32%	28%	25%	22%	19%	17%		

Khả năng sinh lợi – Tỷ lệ chi phí trên thu nhập và Thu nhập trên vốn cổ phần (ROE)

Năm 2008, TCB đạt tỷ lệ chi phí trên doanh thu là 26% so với mức trung bình của ngành ngân hàng là 40%. Do mở rộng nhanh mạng lưới và chi phí liên quan đến việc tuyển dụng đội ngũ quản lý có năng lực cao, tỷ lệ này trong tương lai sẽ tăng nhẹ và trung bình đạt khoảng 32% từ 2009 đến 2013.

Chúng tôi tin rằng TCB có thể tăng tỷ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần ROE từ 26% năm 2008 lên 33% vào năm 2013 do tốc độ tăng trưởng thu nhập nhanh và quản lý tốt các chi phí hoạt động; con số này cao hơn nhiều so với mức trung bình của một ngân hàng thương mại cổ phần trong nước là 12-15%, và mức trung bình trong khu vực là 16-17%.

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Tỷ lệ phí/Doanh thu	26%	30%	31%	32%	33%	34%
ROA	2%	2%	2%	2%	2%	3%
ROE	26%	27%	33%	33%	33%	33%

Chất lượng tài sản

Chúng tôi dự báo hệ số an toàn vốn CAR ở mức khoảng 10%, cao hơn nhiều so với mức quy định 8%. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ có thể duy trì tỷ lệ nợ xấu ở khoảng 2,5%-2,8% trong giai đoạn 2010 - 2013. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ do TCB tăng cường cho vay trong năm năm tới. Tuy nhiên, TCB cũng sẽ tăng trích lập dự phòng rủi ro và do đó, tỷ lệ thu hồi vốn vay đối với các khoản nợ xấu sẽ tăng từ 49% năm 2008 lên 66-68% trong thời gian dự báo.

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Hệ số an toàn vốn	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Nợ xấu/Tổng dư nợ	2,5%	2,5%	2,7%	2,8%	2,7%	2,8%
Dự phòng/Nợ xấu	49%	70%	68%	67%	67%	66%

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG CỦA MSN

Tập đoàn Masan
BCTC hợp nhất
Tỷ đồng

Báo cáo KQKD	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu	4.168	6.639	8.988	11.408	13.843
GVHB	2.721	4.379	5.908	7.504	9.109
LN gộp	1.447	2.261	3.080	3.904	4.734
Chi phí bán hàng và quản lý	845	1.292	1.481	1.865	2.256
Lợi nhuận từ HDKD	602	969	1.598	2.039	2.478
LN khác	4	4	4	4	4
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	12	12	12	12	12
EBIT	618	985	1.614	2.055	2.494
Khấu hao (không bao gồm khấu hao LTTM TCB)	201	399	418	429	426
EBITDA	819	1.384	2.032	2.483	2.921
Lãi tiền gửi/(tiền vay)	4	23	75	165	282
Lãi trái phiếu chuyển đổi	(24)	(152)	(121)	(31)	-
LN từ TCB	107	484	665	906	1.218
Khấu hao LTTM TCB	(84)	(252)	(252)	(252)	(252)
LNTT	621	1.087	1.982	2.843	3.743
Thuế TNDN	(85)	(158)	(260)	(453)	(706)
LNST	536	929	1.721	2.390	3.037
Lợi ích cổ đông thiểu số	167	169	317	420	501
LN thuộc về tập đoàn	369	760	1.405	1.970	2.536
+lãi trái phiếu chuyển đổi	24	152	121	31	-
+Khấu hao LTTM TCB	84	252	252	252	252
+Điều chỉnh LN từ TCB cho cả năm	214				
Tổng LNST điều chỉnh	691	1.165	1.778	2.253	2.788
 # SL cổ phiếu lưu hành	 476	 476,4	 476,4	 507,3	 507,3
 EPS	 1.451	 2.445	 3.731	 4.441	 5.495

Nguồn: VCSC ước tính

Bảng CDKT	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Tài sản lưu động					
Tiền mặt	348	539	1,750	3,398	5,521
Các khoản phải thu	240	388	526	667	809
Tồn kho	372	610	823	1,047	1,275
TSLD khác	183	292	396	504	612
Tổng tài sản lưu động	1,142	1,829	3,495	5,616	8,217
TSCD hữu hình	696	1,111	1,293	1,366	1,263
TSCD vô hình	156	109	72	47	34
Đầu tư dài hạn	4,431	4,663	5,076	5,730	6,697
Tài sản dài hạn khác	23	23	23	23	23
Tổng tài sản dài hạn	5,379	5,977	6,536	7,238	8,088
Tổng cộng tài sản	6,521	7,807	10,032	12,855	16,305
Nợ phải trả					
Nợ ngắn hạn	(0)	-	-	-	-
Các khoản phải trả	321	525	709	903	1,098
Phải trả khác	376	601	809	1,028	1,251
Tổng nợ ngắn hạn	697	1,126	1,519	1,931	2,349
Nợ dài hạn	664	654	644	4	-
Dự phòng trợ cấp thất nghiệp	1	1	1	1	1
Dự phòng lãi vay phải trả trái phiếu	24	176	297	-	-
Tổng nợ dài hạn	689	832	943	6	1
Tổng nợ	1,386	1,958	2,462	1,937	2,350
Vốn chủ sở hữu					
Vốn điều lệ	4,764	4,764	4,764	5,073	5,073
Thặng dư vốn cổ phần	1,160	1,160	1,160	1,808	1,808
Các quỹ dự trữ	(1,892)	(1,952)	(1,952)	(1,952)	(1,952)
LN giữ lại	771	1,360	2,725	4,675	7,200
Lợi ích cổ đông thiểu số	334	516	874	1,312	1,825
Tổng vốn CSH	5,136	5,849	7,570	10,918	13,955
Tổng cộng nguồn vốn	6,521	7,807	10,032	12,855	16,305

Nguồn: VCSC ước tính

Các chỉ số tài chính	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Tăng trưởng YoY (%)					
Doanh thu		59%	35%	27%	21%
GVHB		61%	35%	27%	21%
LN gộp		56%	36%	27%	21%
EBITDA		61%	65%	28%	22%
EBIT		59%	64%	27%	21%
LNST điều chỉnh		69%	53%	27%	24%
EPS		69%	53%	19%	24%
Biên lợi nhuận					
LN gộp	35%	34%	34%	34%	34%
EBITDA	14%	15%	18%	18%	18%
EBIT	15%	15%	18%	18%	18%
LNST điều chỉnh	17%	18%	20%	20%	20%
ROAA	11%	16%	20%	20%	19%
ROAE	13%	21%	26%	24%	22%
Hiệu quả hoạt động (x)					
Vòng quay tài sản	0.64x	0.93x	1.01x	1.00x	0.95x
Vòng quay khoản phải thu	17.39x	17.10x	17.10x	17.10x	17.10x
Vòng quay tồn kho	7.31x	7.18x	7.18x	7.16x	7.15x
Vòng quay khoản phải trả	8.48x	8.33x	8.33x	8.31x	8.29x
Chỉ số thanh khoản (x)					
Khả năng thanh toán hiện tại	1.64x	1.62x	2.30x	2.91x	3.50x
Khả năng thanh toán nhanh	1.11x	1.08x	1.76x	2.37x	2.96x
Đòn bẩy tài chính					
Nợ/Vốn	0.13	0.11	0.09	0.00	-
Nợ/EBITDA	0.81	0.47	0.32	0.00	-
Chỉ số định giá (x)					
P/S - Price/sales	4.7x	2.9x	2.2x	1.7x	1.4x
P/E	28.3x	16.8x	11.0x	8.7x	7.0x
P/B	3.8x	3.3x	2.6x	1.8x	1.4x
P/FCF	330.8x	46.8x	16.0x	11.8x	9.2x
EV/EBITDA	23.5x	13.9x	9.5x	7.7x	6.6x

Nguồn: VCSC ước tính

CTCP Thực phẩm Masan
Báo cáo hợp nhất
Tỷ đồng

Báo cáo KQKD	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu	4.168	6.639	8.988	11.408	13.843
GVHB	2.721	4.379	5.908	7.504	9.109
LN gộp	1.447	2.261	3.080	3.904	4.734
Chi phí bán hàng và quản lý	814	1.246	1.435	1.819	2.209
Lợi nhuận từ HDKD	633	1.015	1.645	2.085	2.525
EBIT	649	1.031	1.661	2.101	2.541
Khấu hao	116	147	166	177	174
EBITDA	765	1.178	1.827	2.278	2.715
Lãi tiền gửi /(tiền vay)	60	23	75	165	282
EBT	709	1.054	1.736	2.266	2.823
Thuế TNDN	85	158	260	453	706
LNST	624	896	1.476	1.813	2.117
Bảng CDKT	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Tài sản lưu động					
Tiền mặt	209	668	1.925	3.620	5.789
Các khoản phải thu	244	388	526	667	809
Tồn kho	380	610	823	1.047	1.275
TSLD khác	185	294	398	506	614
Tổng tài sản lưu động	1.017	1.960	3.673	5.840	8.487
TSCD hữu hình	696	1.111	1.293	1.366	1.263
TSCD vô hình	156	109	72	47	34
Đầu tư dài hạn	72	72	72	72	72
TS dài hạn khác	23	23	23	23	23
Tổng cộng tài sản	1.965	3.274	5.133	7.348	9.879
Nợ phải trả					
Nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-
Các khoản phải trả	327	525	709	903	1.098
Phải trả khác	371	596	804	1.023	1.245
Tổng nợ ngắn hạn	698	1.121	1.514	1.926	2.344
Nợ dài hạn	34	24	14	4	-
Dự phòng trợ cấp thất nghiệp	1	1	1	1	1
Tổng nợ phải trả	733	1.147	1.529	1.932	2.345
Vốn CSH					
Vốn điều lệ	630	630	630	630	630
Thặng dư vốn cổ phần	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Các quỹ dự trữ	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
LN giữ lại	606	1.502	2.978	4.791	6.908
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2	2
Tổng vốn CSH	1.232	2.128	3.603	5.416	7.534
Tổng cộng nguồn vốn	1.965	3.274	5.133	7.348	9.879

Nguồn: VCSC ước tính

**Techcombank
BCTC hợp nhất
Tỷ đồng**

Báo cáo KQKD	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Thu nhập lãi	6.318	8.933	12.226	16.542	22.134
Chi phí lãi	4.160	5.747	7.681	10.140	13.261
Thu nhập lãi thuần	2.158	3.186	4.545	6.402	8.873
Thu nhập từ dịch vụ	608	940	1.420	2.180	3.246
Kinh doanh ngoại hối, chứng khoán và khác	1.078	1.370	1.687	2.042	2.410
Tổng thu nhập lãi và ngoài lãi	3.844	5.496	7.651	10.624	14.529
Chi phí BH và QLDN	1.153	1.704	2.448	3.506	4.940
Khấu hao	60	83	112	149	196
Dự phòng rủi ro tín dụng	493	483	659	928	1.271
LNTT	2.138	3.227	4.432	6.041	8.122
Thuế TNDN	534	807	1.108	1.510	2.031
LNST	1.603	2.420	3.324	4.531	6.092
Cổ tức	321	484	665	906	1.218
Bảng CDKT	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Tài sản					
Tiền mặt, vàng	2.228	3.072	4.136	5.525	7.271
Tiền gửi tại NHNN	2.895	3.984	5.356	7.139	9.387
Tiền gửi tại các TCTD khác	21.676	29.435	38.317	46.101	54.838
Đầu tư	16.341	22.528	30.337	40.520	53.326
Cho vay khách hàng	37.978	52.814	72.451	101.859	139.893
Tài sản cố định	820	1.131	1.523	2.034	2.677
Tài sản khác	2.104	2.900	3.905	5.216	6.865
Tổng tài sản	84.041	115.864	156.027	208.393	274.257
Nợ phải trả					
Vay NHNN	-	-	-	-	-
Vay các TCTD khác	13.079	18.012	24.220	32.290	42.469
Phát hành giấy tờ có giá	4.027	5.545	7.457	9.942	13.076
Ủy thác đầu tư	338	466	626	835	1.098
Tiền gửi của khách hàng	57.900	79.672	107.112	142.773	187.740
Dự phòng công nợ tiềm ẩn	50	69	92	123	162
Nợ khác	2.049	2.822	3.794	5.058	6.653
Dự phòng thuế	481	726	997	1.359	1.828
Tổng nợ phải trả	77.924	107.311	144.299	192.380	253.026
Vốn CSH					
Vốn điều lệ	5.400	5.400	5.400	5.400	5.400
Thặng dư vốn cổ phần					
Vốn khác	0	0	0	0	0
LN giữ lại	717	2.653	5.637	9.473	14.386
Quỹ dự trữ		499	690	1.139	1.444
Tổng vốn CSH	6.117	8.553	11.727	16.013	21.230
Tổng cộng nguồn vốn	84.041	115.864	156.026	208.393	274.256

Nguồn: VCSC ước tính

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Báo cáo được viết với sự hỗ trợ của Amba Research, một đơn vị tư vấn độc lập nước ngoài của Masan Group.

Trịnh Thanh Cần	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thị Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Ông Thị Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Đinh Thị Như Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Trương Vĩnh An	an.truong@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn
Lê Chí Hiếu	hieu.le@vcsc.com.vn
Vũ Thanh Tú	tu.vu@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209
<http://www.vcsc.com.vn>