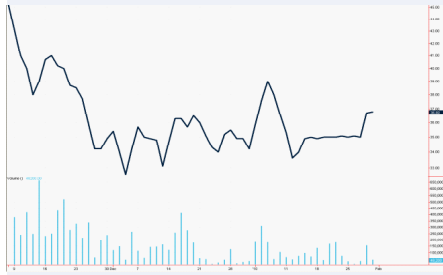


Biểu đồ giá



Thông tin cổ phiếu

Vào ngày 29/1/2010

Giá CP (đồng)	36,800
Số lượng niêm yết hiện tại	485,399,820
Số lượng CP đang lưu hành	485,399,820
Giá cao nhất trong 52 tuần	45,300
Giá thấp nhất trong 52 tuần	32,600
Thay đổi giá trong 3 tháng	NA
Thay đổi giá trong 6 tháng	NA
Thay đổi giá trong 12 tháng	NA
Khối lượng giao dịch (cp)	48,200
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	1,784
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	17,862,713
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	940
Số lượng được phép sở hữu	233,435,912
Số lượng còn được phép mua	163,183,143
% sở hữu nước ngoài	14.75%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Nguồn: HOSE

Cơ cấu sở hữu

Vào ngày 29/1/2010	Số lượng cổ phiếu	%
CTCP Masan	350,239,051	73.5%
NĐTNN	74,668,889	13.8%
Khác	60,491,880	12.7%
Tổng	485,399,820	100%

Nguồn: Công ty, HOSE

Trưởng phòng phân tích

Trần Hương Mỹ

my.th@hsc.com.vn

Nguyễn Thị Tâm Hạnh

hanh.ntt@hsc.com.vn

Tel: (84 8) 3 823 3299

Mô hình dự báo lợi nhuận

Đơn vị tính: tỷ đồng	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Doanh thu thuần	3,979	5,636	7,143	8,375	9,674
LN trước thuế	692	892	1,273	1,689	2,021
LN sau thuế	371	575	866	1,209	1,442
LN ròng đã điều chỉnh	387	744	988	1,230	1,442
Tăng trưởng doanh thu	NA	41.6%	26.7%	17.3%	15.5%
Tăng trưởng LN trước thuế	NA	28.9%	42.7%	32.6%	19.7%
Tăng trưởng LN sau thuế	NA	54.9%	50.7%	39.6%	19.3%
EPS	764	1,176	1,667	2,328	2,777
EPS điều chỉnh	797	1,523	1,903	2,368	2,777
BVPS	9,759	10,327	11,907	13,023	14,279
P/E theo giá thị trường	48.2	31.3	22.1	15.8	13.3
P/B theo giá thị trường	3.77	3.56	3.09	2.83	2.58
P/E theo giá mục tiêu	40.9	21.4	17.1	13.8	11.7
P/B theo giá mục tiêu	3.3	3.2	2.7	2.5	2.3

Nguồn: HSC dự báo

CTCP Tập đoàn Masan (MSN – HOSE): Đánh giá ban đầu - NĂM GIỮ

- Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu MSN với mức giá mục tiêu là 33,000đ/cp. Với mức giá này, P/E dự phóng năm 2010 là 21.4. Mặc dù giá thị trường không rẻ, nhưng chúng tôi cho rằng phần chênh lệch là hợp lý.
- Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất của MSN sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 24.5%/năm và lợi nhuận thuần là 39%/năm từ năm 2010 đến 2013. Tốc độ tăng trưởng ấn tượng là một giải thích hợp lý cho việc cổ phiếu MSN được giao dịch với giá cao trên thị trường.
- Với cổ phần khổng lồ tại Masan Foods, một công ty hàng đầu trong ngành sản xuất thực phẩm đồ uống và Techcombank, một trong những ngân hàng TMCP tốt nhất Việt Nam, tiềm năng lợi nhuận tương lai của MSN đã được bảo đảm
- Đội ngũ điều hành năng động của MSN có trọng tâm rõ ràng và đã bắt đầu thực hiện chiến lược kinh doanh của mình, trong đó tập trung mua vào thêm các doanh nghiệp trong những ngành có tiềm năng phát triển và đầu tư phát triển các doanh nghiệp này.
- Chúng tôi cho rằng MSN là một cổ phiếu nắm giữ dài hạn tốt, trước mắt cho phép các nhà đầu tư tiếp cận được với hai ngành tăng trưởng nhanh là hàng tiêu dùng và dịch vụ tài chính, và trong tương lai là những ngành tiềm năng khác. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào khi giá giảm.

Định giá

Chúng tôi định giá MSN ở mức giá mục tiêu là 32,610đ/cp với P/E dự phóng năm 2010 là 21.4. Do MSN là một công ty đầu tư nên chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) để định giá công ty. Chúng tôi tính toán NAV của MSN bằng cách lấy giá trị hợp lý của cổ phiếu của Công Ty Cổ phần Thực phẩm Masan (Masan Food) và Ngân hàng TMCP Techcombank thuộc sở hữu của công ty trừ đi các khoản nợ và cộng với tiền mặt.

Sử dụng P/E dự phóng của bảy doanh nghiệp cùng ngành trong nước và trong khu vực của Masan Food, chúng tôi tính được giá trị hợp lý là 250,904đ. Bảy doanh nghiệp mà chúng tôi sử dụng để làm cơ sở tính ra giá trị hợp lý này bao gồm 1 doanh nghiệp trong nước là Vinamilk và 6 doanh nghiệp trong khu vực là Nestle (Malaysia) Berhad, Ajinomoto Co. Inc, Uni-President Enterprises Corporation, Nong Shim Company Limited, Tingyi Holdings Corporation và Want Want China Holdings Limited. Chúng tôi tính P/E trung bình dự phóng năm 2010 của nhóm các doanh nghiệp này là 22.2, sau đó trừ đi 20% để tính ra mức P/E dự phóng 2010 của Masan Food là 17.7 (do Masan Food có quy mô nhỏ hơn so với các 7 doanh nghiệp cùng ngành nói trên).

Ở Việt Nam, chúng tôi cho rằng Vinamilk là sự so sánh tốt nhất với Masan Food trong số các doanh nghiệp ngành thực phẩm và đồ uống. Cả Vinamilk và Masan Food đều có thị phần lớn nhất trong các phân khúc thị trường thực phẩm thiết yếu là sản phẩm sữa và sản phẩm gia vị. Cũng giống như Vinamilk, Masan Food có những lợi thế chủ yếu về mặt marketing, thương hiệu và hệ thống phân phối rộng khắp. Vinamilk và Masan Food lần lượt là doanh nghiệp đứng thứ nhất và thứ hai trong ngành thực phẩm đồ uống tại Việt Nam xét về số lượng điểm bán lẻ trên toàn quốc. Mặc dù hiện tại, doanh thu của Vinamilk cao gấp 2.5 lần doanh thu của Masan Food, thì Masan Food lại có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn Vinamilk và có khả năng bắt kịp doanh thu của Vinamilk trong vòng 5 năm nữa.

Trong 6 doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, Tingyi và Want Want China là hai doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gần với Masan Food nhất. Hai công ty này hiện có P/E dự phóng 2010 lần lượt là 27 và 21.4. Và với tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận rất nhanh, lợi nhuận biên và ROE cao, Masan Food vượt trội so với 4 doanh nghiệp còn lại mặc dù có quy mô nhỏ hơn nhiều.

Với mức giá mục tiêu là 250,904đ, Masan Food có PEG dự phóng 2010 là 0.5, thấp hơn nhiều so với PEG dự phóng bình quân năm 2010 của 7 doanh nghiệp cùng ngành là 1.3. PEG dự phóng 2010 được tính bằng cách lấy P/E dự phóng 2010 chia cho mức tăng trưởng của EPS năm dự phóng 2010 so với EPS 2009.

Định giá MSN

	Số lượng CP Masan sở hữu	Giá hợp lý	Giá trị hợp lý
Tài sản			
Masan Food	45,864,000	250,904	11,507,483,692,866
Techcombank	107,946,000	43,258	4,669,507,993,440
Tổng nợ phải trả vào ngày 31/12/2009			-
Lượng tiền mặt vào ngày 31/12/2009			660,100,767,832
Giá trị tài sản ròng			16,837,092,454,139
Số CP đang lưu hành			516,321,583
Giá trị tài sản ròng/CP			32,610
Khoản giảm trừ/Thặng dư			0.0%
Giá mục tiêu của MSN			32,610

Nguồn: HSC

Đối với Techcombank, chúng tôi lập một bảng so sánh trong đó gồm các ngân hàng trong nước, chủ yếu là các NHTMCP lớn. Techcombank là một trong số ít các ngân hàng hàng đầu gồm ACB, Eximbank và MB, trong đó, Techcombank nổi bật là doanh nghiệp phát triển thành công mảng ngân hàng bán lẻ với một cơ cấu danh mục sản phẩm đa dạng, được hỗ trợ bởi một hệ thống các chi nhánh ngày càng mở rộng cùng hệ thống công nghệ ngân hàng cốt lõi. Nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ từ đối tác chiến lược là ngân hàng HSBC, chúng tôi đánh giá Techcombank là ngân hàng đứng thứ hai sau ACB về cơ sở hạ tầng ngân hàng.

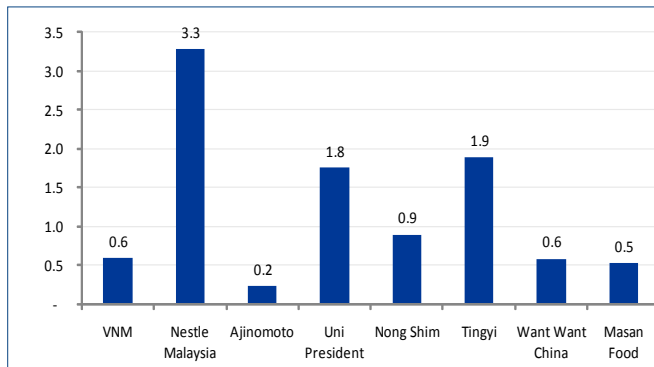
Sử dụng P/E và P/B bình quân của các ngân hàng cùng ngành, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu Techcombank là 43,258đ.

Cộng giá trị hợp lý của cổ phiếu của Masan Food và Techcombank, trừ đi nợ và cộng với tiền mặt, chúng tôi tính được NAV của MSN là 32,610đ/cp. Vào thời điểm 31/12/2009, MSN có tổng nợ là 630 tỷ đồng và tiền mặt là 660 tỷ đồng. Công ty đã thanh toán 900 tỷ nợ gốc ngân hàng trong Q4.

Trong 630 tỷ đồng nợ có 4 trái phiếu chuyển đổi phát hành cho TPG năm ngoái. Do những trái phiếu này sẽ được chuyển đổi trong khoảng thời gian từ 1/4/2010 cho đến tháng 11/2012, nên chúng tôi coi đó như cổ phiếu và cộng thêm số cổ phiếu mới dự kiến sẽ được chuyển đổi từ những trái phiếu nói trên vào số lượng cổ phiếu lưu hành khi tính NAV.

Trong mô hình định giá của mình, chúng tôi không tính đến lợi nhuận từ các mảng kinh doanh mới thông qua các khoản đầu tư góp vốn cũng như các khoản đầu tư sẽ được chuyển từ Masan Ventures về MSN trong tương lai mà đợi cho tới khi công ty công bố các chính thức về các khoản đầu tư này.

Tỷ số PEG năm 2010 của Masan Food so với các Cty cùng ngành



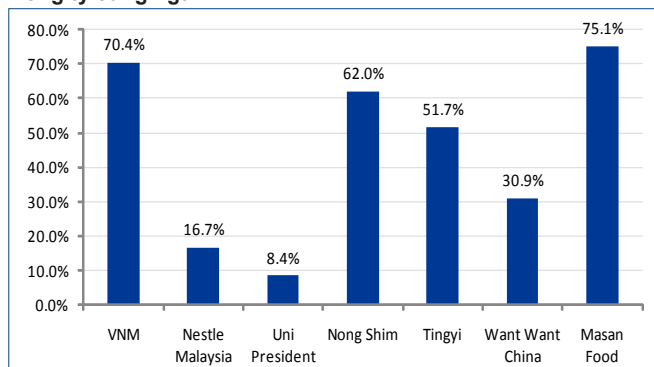
Chú thích: tỷ số PEG 2010 của Masan Food được tính dựa trên giá mục tiêu

Thay vào đó, chúng tôi không áp dụng khoản giảm trừ (discount) hoặc thặng dư (premium) nào khi định giá MSN vì theo chúng tôi, phần giảm trừ đáng lẽ ra phải có đối với một công ty đầu tư có thể được bù đắp bởi phần giá trị thặng thêm từ lợi nhuận của các thương vụ đầu tư phát triển doanh nghiệp mà công ty đang tiến hành.

MSN cần phải được giảm trừ khi định giá do các công ty trong danh mục đầu tư hiện tại của công ty không được giao dịch rộng rãi. Khoản giảm trừ này xuất phát từ sự thiếu thanh khoản thể hiện ở sự khó khăn trong việc bán các cổ phiếu mà công ty nắm giữ do các cổ phiếu này không được niêm yết và giao dịch trên các sàn giao dịch chứng khoán so với các cổ phiếu được niêm yết. Thêm vào đó, do nắm giữ cổ phần khổng lồ tại Masan Food và Techcombank nên MSN sẽ gặp khó khăn trong việc bán một khối lượng cổ phiếu lớn của hai công ty này ở mức giá hợp lý.

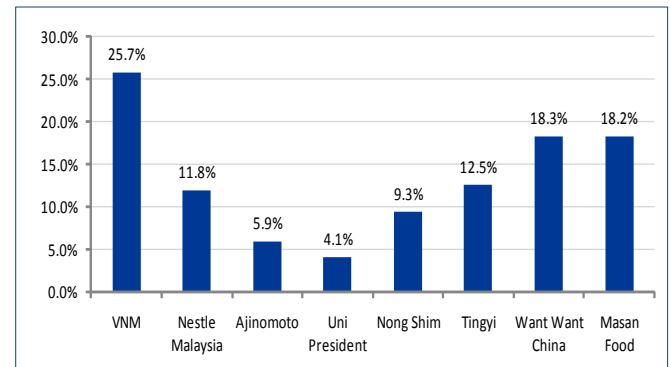
Trái lại, MSN cần được cộng thêm một khoản thặng dư khi định giá cho khả năng khai thác các cơ hội kinh doanh trong các mảng kinh doanh mới thông qua hoạt động mua bán, sáp nhập và đầu tư góp vốn nhờ công ty có một ban giám đốc với bề dày kinh nghiệm trong việc huy động vốn, góp vốn đầu tư và nghiệp vụ ngân

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của Masan Food so với các Công ty cùng ngành



Nguồn: Reuters, Bloomberg, HSC dự báo

Tỷ suất lợi nhuận trước thuế của Masan Food so với các Công ty cùng ngành



hàng đầu tư với tầm nhìn về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư mang tính toàn cầu.

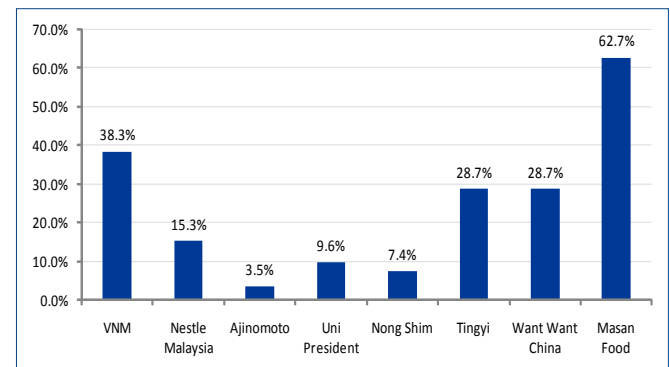
Theo quan điểm định giá của chúng tôi, phần thặng dư và giảm trừ nói trên bù trừ lẫn nhau và do đó, trong quá trình định giá, chúng tôi không áp dụng khoản thặng dư hay giảm trừ nào.

Các nhà đầu tư có hai sự lựa chọn: mua cổ phiếu MSN hoặc mua cổ phiếu của Techcombank và Masan Food trên thị trường OTC. Xét trên quan điểm khả năng tiếp cận cổ phiếu, chúng tôi cho rằng mặc dù MSN không phải là cổ phiếu có khối lượng giao dịch lớn hàng ngày nhưng rõ ràng với tính thanh khoản cao hơn, việc mua cổ phiếu này vẫn là cách dễ dàng nhất để sở hữu cả Techcombank và Masan Food.

Techcombank được giao dịch khá thường xuyên trên thị trường OTC với khối lượng bình quân ngày là 100,000 cổ phiếu trong thời gian gần đây. Trái lại, Masan Food ít được giao dịch.

Với giá thị trường hiện tại của MSN là 36,800đ/cp, chúng tôi tính giá trị hàm ý của Masan Food theo công thức sau:

ROE của Masan Food so với các Công ty cùng ngành



Nguồn: Reuters, Bloomberg, HSC dự báo

Bảng so sánh định giá Masan Food

Công ty	Quốc gia	Mô tả	Vốn hóa thị trường	P/E 2010F	PEG 2010F	EPS 2010F	Tỷ suất LN gộp	Tỷ suất LN trước thuế	Tăng trưởng doanh thu	Tăng trưởng LN sau thuế	ROE
Công ty CP Sữa Việt Nam	Việt Nam	Là Cty đứng đầu trong lĩnh vực thực phẩm đồ uống tại Việt Nam, chuyên về các sản phẩm sữa. Các sản phẩm chính của công ty gồm sữa bột, sữa đặc có đường, sữa nước (gồm sữa tươi, UHT và sữa chua uống và sữa chua). Vinamilk hiện tại chiếm 40% thị phần sản phẩm sữa trong nước.	1,690	12.4	0.7	0.39	36.5%	25.7%	29.3%	70.4%	38.3%
Nestle (Malaysia) Berhad	Malaysia	Nestle (Malaysia) Bhd là một công ty đầu tư. Cùng với các công ty con của mình, Nestle (Malaysia) Bhd chuyên sản xuất, tiếp thị và tiêu thụ các sản phẩm thực phẩm tại Malaysia. Các sản phẩm của công ty gồm: các sản phẩm sữa, đồ uống có sô cô la và mạch nha, cà phê, gia vị, mỳ ăn liền và sô cô la .	2,294	20.0	3.3	0.49	32.9%	11.8%	13.5%	16.7%	15.3%
Ajinomoto Co. Inc.	Nhật Bản	Là một công ty Nhật Bản chuyên về sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm thực phẩm và hóa mỹ phẩm. Các sản phẩm chính gồm thực phẩm chế biến, gia vị, dầu ăn, đồ uống và sản phẩm đông lạnh, đường dùng cho thực phẩm chức năng, dược phẩm, thực phẩm y tế, đóng gói, logistics và các dịch vụ khác. Công ty có 133 công ty con và 20 công ty liên doanh liên kết.	6,712	24.2	0.2	0.40	32.9%	5.9%	-6.6%	547.2%	3.5%
Uni-President Enterprises Corporation	Đài Loan	Chủ yếu sản xuất, chế biến và tiêu thụ các sản phẩm thực phẩm. Công ty cung cấp các sản phẩm của mình theo 5 nhóm chính nhóm Nguyên liệu(Provision Group)(đậu nành, ngô, bột mỳ, thức ăn chăn nuôi, dầu ăn, bột&ngũ cốc); nhóm Thực phẩm ăn liền(Instant Food Group)(mỳ ăn liền); nhóm Đồ uống(Beverage Group) (nước hoa quả, nước giải khát, cà phê, nước khoáng, nước tăng lực, chè, sữa tươi, sữa đậu nành, sữa chua&đồ ăn tráng miệng); nhóm Thực phẩm tổng hợp(General Food Group) (thực phẩm đông lạnh, tương, thịt, gia vị & kem); nhóm Consumer Health Group (sữa bột, bánh mỳ & bánh ngọt)	4,121	14.5	1.8	0.07	29.0%	4.1%	3.9%	8.4%	9.6%
Nong Shim Company Limited	Hàn Quốc	Nongshim Co. Ltd là công ty sản xuất thực phẩm Hàn Quốc, chuyên sản xuất mỳ ăn liền, bánh snack, cơm ăn liền và đồ uống. Hiện tại công ty là nhà sản xuất mỳ ăn liền lớn nhất Hàn Quốc.	1,191	9.6	0.9	20.49	NA	9.3%	10.1%	62.0%	7.4%
Tingyi Holdings Corporation	Trung Quốc	Tingyi Holdings Corporation là một công ty đầu tư. Cùng với các công ty con của mình, Tingyi Holdings Corporation sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm mỳ ăn liền, bánh mỳ và đồ uống tại Trung Quốc thông qua mạng lưới bán hàng gồm 5,552 văn phòng và 84 cửa hàng, phục vụ cho 5,872 đại lý bán buôn và 69,096 đại lý bán lẻ trực tiếp. Các sản phẩm của công ty mang thương hiệu Master Kong.	12,620	27.0	1.9	0.08	35.0%	12.5%	20.8%	51.7%	28.7%
Want Want China Holdings Limited	Trung Quốc	Want Want China Holdings Limited là một công ty đầu tư có trụ sở tại Hồng Kong. Cùng với các công ty con của mình, Want Want China Holdings Limited sản xuất, phân phối và tiêu thụ các loại bánh gạo, các sản phẩm sữa, đồ uống, bánh snack và các sản phẩm thực phẩm khác.	8,733	21.4	0.6	0.03	39.0%	18.3%	42.0%	30.9%	28.7%
Bình quân				22.2	1.3						
Masan Food theo giá thị trường	Việt Nam		375	7.8	0.2	0.76	35.0%	18.2%	107.0%	75.1%	62.7%
Masan Food theo giá mục tiêu	Việt Nam		854	17.7	0.5	0.76	35.0%	18.2%	107.0%	75.1%	62.7%

Nguồn: HOSE, Reuters, Bloomberg

Chú thích:

- Vốn hóa thị trường: triệu USD; EPS: USD

- Tỷ suất LN gộp, tỷ suất LN trước thuế, và ROE là số liệu của 12 tháng gần nhất (TTM); - Tăng trưởng doanh thu, tăng trưởng LN sau thuế, tăng trưởng EPS là tính theo số liệu của 12 tháng gần nhất so với 1 năm trước đó; Do Nestle Malaysia chưa công bố kết quả kinh doanh năm 2009, nên chúng tôi sử dụng số liệu của năm 2008.

- Năm tài khóa của Ajinomoto kết thúc vào ngày 31/03 và công ty chưa công bố báo cáo tài chính vào ngày 31/12/2009, do đó chúng tôi sử dụng báo cáo tài chính ngày 30/9/2009; - Nong Shim ROE: FY2008

Bảng so sánh định giá Techcombank

	Giá	Số CP đang lưu hành	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	EPS 2009	P/E 2009	BVPS 2009	P/B 2009	EPS 2010	P/E 2010	BVPS 2010	P/B 2010
ACB	35,400	770,574,400	27,278	2,777	12.7	14,161	2.5	2,537	14.0	16,746	2.1
STB	22,600	670,058,024	15,143	2,413	9.4	15,468	1.5	1,675	13.5	16,936	1.3
EIB	23,700	880,000,000	20,856	1,380	17.2	15,170	1.6	1,396	17.0	16,416	1.4
MB	26,500	530,000,000	14,045	1,940	13.7	12,438	2.1	1,910	13.9	14,348	1.8
VCB	42,800	1,322,371,500	56,598	2,856	15.0	12,695	3.4	3,121	13.7	14,698	2.9
CTG	28,100	1,206,000,000	33,889	1,823	15.4	13,067	2.2	2,279	12.3	11,768	2.4
Trung bình			167,809		14.4		2.5		13.9		2.3
TCB theo giá thị trường	31,000	540,041,700	16,741.29	3,528	8.8	13,108	2.4	3,535	8.8	16,565	1.9
TCB theo giá mục tiêu	43,258	540,041,700	23,361.12	3,528	12.3	13,108	3.3	3,535	12.2	16,565	2.6

Nguồn: HOSE, dự báo của chuyên viên, các công ty

Giá trị hàm ý của một cổ phiếu Masan Food do MSN sở hữu = (giá trị thị trường của MSN + Nợ của MSN – Tiền mặt của MSN – giá trị hợp lý của cổ phiếu của Techcombank do MSN sở hữu)/số lượng cổ phiếu của Masan Food mà MSN sở hữu.

Kết quả thu được là 298,077đ/cp. Điều này có nghĩa là giá trị hàm ý của cổ phiếu của Masan Food tính dựa trên giá thị trường của cổ phiếu của MSN là 36,800đ/cp cao hơn 19% so với giá trị hợp lý của Masan Food là 250,904đ.

Mô hình dự báo lợi nhuận của Masan Food

(Tỷ đồng)	FY2007	FY2008	FY2009A	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Doanh thu thuần	660	1,922	3,979	5,636	7,143	8,375	9,674
Lợi nhuận trước thuế	115	435	725	967	1,239	1,459	1,678
Lợi nhuận sau thuế	82	382	668	891	1,143	1,346	1,510
EPS	7,109	15,433	10,609	14,150	18,140	21,358	23,969
Tăng trưởng doanh thu	15.7%	191.2%	107.0%	41.6%	26.7%	17.3%	15.5%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	215.3%	277.6%	66.7%	33.4%	28.2%	17.7%	15.0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	206.8%	366.5%	75.1%	33.4%	28.2%	17.7%	12.2%
Tăng trưởng EPS	200.8%	240.3%	61.7%	33.4%	28.2%	17.7%	12.2%
DPS (*)	NA	15,433	3,183	4,245	5,442	6,407	7,191
Tỷ lệ chi trả cổ tức	NA	100.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Cổ tức/giá	NA	14.0%	2.9%	3.9%	4.9%	5.8%	6.5%

(*) Dự báo của HSC về việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ năm 2010 trở về sau của Masan Food. Masan Food chưa có thông báo về kế hoạch chi trả cổ tức trong những năm sắp tới.
 Nguồn: Công ty, HSC dự báo

Mô hình dự báo lợi nhuận

1. Mô hình lợi nhuận của Masan Food

Các giả định về doanh thu

Chúng tôi cho rằng doanh thu thuần của Masan Food sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 25%/năm trong giai đoạn từ 2010 đến 2013, chủ yếu dựa trên tăng trưởng của mảng nước mắm và mì ăn liền. Việc mở rộng thị phần trong hai mảng kinh doanh này là yếu tố chủ đạo trong việc thúc đẩy sự tăng trưởng trong trung hạn của công ty.

Nước tương: Chúng tôi giả định doanh thu từ mảng sản xuất nước tương sẽ tăng trưởng bình quân 10%/năm trong 4 năm tới. Việc mở rộng thị phần và sự tăng trưởng của ngành sẽ là những nhân tố chính thúc đẩy sự tăng trưởng doanh thu của công ty. Với vị trí đứng

đầu với 66% thị phần trong ngành sản xuất nước tương trong năm ngoái, chúng tôi cho rằng thị phần trong tương lai của Masan Food sẽ tăng dần trong trung hạn. Chúng tôi dự báo đến cuối năm nay, công ty sẽ có thị phần 69% và đến năm 2013 sẽ đạt thị phần là 74.5% đối với sản phẩm này.

Nước mắm: Chúng tôi dự báo doanh thu nước mắm của Masan Food sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 25%/năm trong giai đoạn 2010-2013. Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định là thị phần nước mắm của công ty có thể tăng từ 34% năm 2009 lên 45% năm 2010. Trong vòng 4 năm tới, thị phần của Masan Food sẽ mở rộng và đạt 60% vào năm 2013.

Mặc dù Masan Food đã là doanh nghiệp đứng đầu trong lĩnh vực sản xuất nước mắm, nhưng công ty vẫn có khả năng mở rộng thị phần, đặc biệt là phân khúc thị trường có thu nhập thấp và trung bình. Công ty cũng đang thâm

Thị phần của Masan Food

Sản phẩm	2008	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F
Nước tương	62.80%	66.4%	69.0%	71.5%	73.0%	74.5%
Chinsu	6.20%	7.4%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
Tam Thái Tử	56.60%	59.0%	60.0%	62.0%	63.0%	64.0%
Nước mắm	19.40%	34.0%	45.0%	53.0%	57.0%	60.0%
Chinsu	6.40%	8.0%	10.0%	11.0%	12.0%	12.0%
Nam Ngư	13%	18.0%	20.0%	22.0%	23.0%	24.0%
Nam Ngư Đệ Nhị		8.0%	15.0%	20.0%	22.0%	24.0%
Tương ớt	25.50%	27.5%	28.5%	29.5%	30.5%	31.5%
Hạt nêm	9.50%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Mì ăn liền	2.50%	8.0%	12.0%	15.0%	17.0%	19.0%
Omachi	2.30%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
Tiến vua	0.20%	5.0%	8.0%	10.0%	11.0%	12.0%

Nguồn: Công ty, HSC dự báo

nhập sâu hơn vào các thị trường nông thôn, nơi mà các sản phẩm không có thương hiệu vẫn chiếm lĩnh thị trường. Theo nghiên cứu gần đây của Euromonitor, phân khúc thị trường dành cho các sản phẩm không có thương hiệu có thể có quy mô ngang với phân khúc thị trường dành cho các sản phẩm đã có thương hiệu.

Việc tung ra sản phẩm Nam Ngư Đệ Nhị, sản phẩm dành cho người tiêu dùng có thu nhập thấp sẽ là yếu tố chủ chốt giúp công ty nâng thị phần. Được tung ra thị trường vào tháng 8 vừa qua, sản phẩm này có nhãn hiệu thiết kế giống nước mắm Nam Ngư, dòng sản phẩm chính chiếm 25% tổng doanh thu trong năm ngoái và chỉ khác tên. Nước mắm Nam Ngư Đệ Nhị rẻ hơn 55% so với nước mắm Nam Ngư và nhắm vào phân khúc thị trường dành cho người tiêu dùng có thu nhập thấp, chủ yếu là ở vùng ngoại ô. Với dân số đông và lượng tiêu thụ các sản phẩm có tên tuổi thấp, thị trường nông thôn có nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Mì ăn liền: Dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 31.5%/năm trong giai đoạn 2010-2013. Chúng tôi dự kiến mì “Tiến Vua”, nhãn hiệu mì ăn liền mới tập trung vào phân khúc thị trường trung bình sẽ giúp công ty tăng được đáng kể thị phần trong năm nay. Được chính thức đưa ra thị trường vào Q2/2009, mì “Tiến Vua” mang đến một thông điệp mới cho người tiêu dùng: đây là một sự lựa chọn tốt hơn cho sức khỏe vì các sợi mì không dùng dầu chiên đi chiên lại nhiều lần.

Hiện tại, thị trường mì ăn liền là một thị trường cạnh tranh cao và bị chia nhỏ đồng thời mức độ trung thành đối với nhãn hiệu sản phẩm thấp. Do đó, chúng tôi cho rằng mì “Tiến Vua” với hình ảnh mới mẻ là một loại mì tốt cho sức khỏe có thể sẽ giúp Masan Food giành được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh khác.

Vào thời điểm cuối năm 2008, thị phần của Masan Food trong mảng sản xuất mì ăn liền chỉ là 2.5%. Sau khi đưa ra sản phẩm mì “Tiến Vua”, thị phần của công ty vào cuối năm 2009 đã tăng mạnh lên 8%. Chúng tôi cho rằng thị phần của sản phẩm mì “Tiến Vua” trong năm 2010 sẽ tăng lên 12%. Chúng tôi dự báo tổng thị phần của cả mì Tiến Vua và Omachi sẽ đạt 19% vào năm 2013.

Các sản phẩm khác: Chúng tôi dự báo doanh thu của các sản phẩm khác bao gồm tương ớt, hạt nêm và bao bì sẽ tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân năm lần lượt là 10.8%, 5.5% và 10% trong 4 năm tới.

Dự báo về tỷ suất lợi nhuận gộp

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của Masan Food sẽ biến động trong phạm vi hẹp từ 33.8-34.2% trong giai đoạn 2010-2013.

Tỷ suất lợi nhuận gộp phân theo sản phẩm

	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F
Nước tương	48.0%	46.0%	47.0%	47.0%	47.0%
Nước mắm	42.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
Tương ớt	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
Hạt nêm	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Mì sợi	22.3%	21.0%	21.0%	21.1%	21.2%
Omachi	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Tiến Vua	20.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Bao bì	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
Tổng tỷ suất LN gộp	35.0%	34.2%	34.0%	33.9%	33.8%

Nguồn: Công ty, HSC dự báo

Chúng tôi giả định trong 3 năm tới, chi phí cố định bình quân trên một sản phẩm của các sản phẩm trong phân khúc thị trường đang tăng trưởng gồm nước mắm, mì ăn liền, nước tương sẽ giảm do công ty sẽ tiếp tục hưởng lợi thế kinh tế theo quy mô trong việc sản xuất các sản phẩm này.

Theo đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của sản phẩm nước mắm sẽ được cải thiện lên mức 43% từ mức 42% trong năm ngoái và sẽ tiếp tục được cải thiện sau đó do chi phí nguyên liệu để sản xuất nước mắm có khả năng sẽ giữ ổn định trong trung hạn.

Với mảng sản xuất mì ăn liền, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2009 của sản phẩm mì ăn liền Omachi tăng lên mức 26% và của mì Tiến Vua tăng lên mức 20%. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận của cả 2 nhãn hiệu sản phẩm này sẽ tăng nhẹ từ năm 2010 nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ được bù trừ bởi chi phí đầu vào cao hơn chẳng hạn như chi phí bột mì tăng.

Cụ thể, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cho 2 nhãn hiệu Omachi và Tiến Vua sẽ đạt 25% và 19% trong năm 2010. Dự kiến tỷ trọng đóng góp của nhãn hiệu “Tiến Vua” (có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn) tăng, nên tỷ suất lợi nhuận chung của nhóm mì ăn liền sẽ giảm nhẹ từ mức 22.3% xuống 21% trong năm nay.

Tỷ suất lợi nhuận của nhóm nước tương dự báo sẽ giảm xuống mức 45% trong giai đoạn 2010-2013 từ mức 48% trong năm 2009 khi giá đậu nành, nguyên liệu chính để sản xuất nước tương tăng.

Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp của tất cả các nhóm sản phẩm chính đều được dự báo sẽ tăng trong 4 năm tới, nhưng tỷ suất lợi nhuận chung sẽ giảm nhẹ do cơ cấu sản phẩm thay đổi theo hướng tăng tỷ trọng doanh thu của nhóm sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn (mì ăn liền). Năm 2009, doanh thu từ nhóm mì ăn

Dự báo về chi phí bán hàng và chi phí quản lý

(Tỷ đồng)	FY2009E	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Chi phí quản lý và bán hàng	747	1,057	1,340	1,571	1,815
Chi phí bán hàng	645	913	1,157	1,357	1,567
Chi phí quảng cáo	340	425	539	632	729
Các chi phí bán hàng khác	305	488	618	725	837
Chi phí quản lý	102	144	183	214	248
Chi phí quản lý và bán hàng/doanh thu (%)	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
Chi phí bán hàng/doanh thu (%)	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
Chi phí quảng cáo/doanh thu (%)	8.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Các chi phí bán hàng khác/doanh thu (%)	7.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
Chi phí quản lý/doanh thu (%)	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

Nguồn: Công ty, HSC dự báo

liên chiếm 31.8% trong tổng doanh thu và chúng tôi dự báo vào năm 2013 doanh thu của nhóm này sẽ chiếm 40.3% tổng doanh thu.

Dự báo về chi phí bán hàng và chi phí quản lý

Với mục tiêu trở thành doanh nghiệp đứng đầu trong ngành kinh doanh thực phẩm đồ uống vào năm 2012, thì hiện tại tăng trưởng là ưu tiên số 1 của Masan Food. Do đó, chúng tôi tin tưởng rằng công ty sẽ đầu tư mạnh hơn vào việc xây dựng thương hiệu, mở rộng kênh phân phối và quảng cáo.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp so với doanh thu tăng mạnh từ mức 7.2% năm 2006 lên 18.8% năm 2009 và Masan Food đã đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu là 91% trong giai đoạn này. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu đạt mức cao nhất là 18.8% vào năm 2009 khi công ty tung ra thị trường hai sản phẩm mới là mì Tiên Vua và nước mắm Nam Ngư Đệ Nhị.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu sẽ ổn định ở mức 18.8%, trong đó, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu là 16.2% và tỷ lệ chi phí quản lý/ doanh thu là 2.6%.

Chúng tôi cũng dự báo tỷ lệ chi phí quảng cáo trên doanh thu trong 2 năm tới sẽ đạt mức 7.5% và chi phí này sẽ chiếm 47% trong tổng chi phí bán hàng.

Thu nhập tài chính thuần

(Tỷ đồng)	2009A	2010F	2011F	2012F	2013F
Đầu tư ngắn hạn	1,080	1,500	2,000	2,200	2,500
Thu nhập tài chính	145	104	144	172	192
Chi phí tài chính	59	47	47	43	40
Thu nhập tài chính thuần	86	57	97	129	152
Thu nhập tài chính thuần/ LN trước thuế (%)	11.9%	5.9%	7.8%	8.8%	9.1%

Nguồn: Công ty, HSC dự báo

Lợi nhuận và chi phí tài chính

Năm 2009 thu nhập từ hoạt động tài chính của Masan Food là 141 tỷ đồng, chủ yếu là từ lãi cho vay các tổ chức khác và lãi tiền gửi ngân hàng. Do công ty có một lượng tiền mặt nhàn rỗi lớn phát sinh từ hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng đầu tư ngắn hạn của công ty sẽ đạt giá trị 1,500 tỷ đồng gồm tiền gửi có kỳ hạn và tiền cho vay các tổ chức khác vào cuối năm 2010. Từ năm 2011, đầu tư ngắn hạn dự báo sẽ tăng trưởng ổn định và đạt 2,500 tỷ đồng vào cuối năm 2013.

Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận tài chính thuần sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của công ty trong những năm tới.

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp

Chúng tôi dự báo thuế suất thuế thu nhập mà Masan Food phải nộp là 7.8% trong giai đoạn 2010-2012 và là 10% trong năm 2013 dựa theo những dự báo sau:

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của công ty mẹ là 25% trong giai đoạn 2010-2013

Thuế suất áp dụng cho CTCP Bao Bì Minh Việt, một công ty con của Masan Food là 10% theo những điều khoản quy định trong giấy phép đăng ký kinh doanh của công ty này.

CTCP Công nghiệp Masan (MSI), một công ty con của Masan Food, chịu mức thuế suất 15% trên lợi nhuận chịu thuế. Tuy nhiên, các điều khoản quy định trong giấy phép kinh doanh cho phép công ty được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 3 năm kể từ năm công ty có lợi nhuận chịu thuế và 7 năm sau đó sẽ được giảm 50%. Do đó, mức thuế áp dụng cho MSI sẽ là 7.5% trong giai đoạn 2010-2013.

Dự báo lợi nhuận và cổ tức của Techcombank

	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Tổng tài sản	59,360	85,247	108,387	137,640	174,158	219,701
Tổng dư nợ cho vay	26,019	42,082	56,865	76,910	102,806	132,215
Tiền gửi khách hàng + giấy tờ có giá	42,692	63,570	85,819	108,990	139,507	178,569
Tổng vốn chủ sở hữu	5,616	7,254	7,808	8,678	9,894	11,723
Lợi nhuận trước thuế	1,616	2,251	2,605	3,028	3,671	4,306
Lợi nhuận sau thuế	1,183	1,689	1,954	2,271	2,753	3,229
EPS pha loãng	2,879	3,528	3,535	4,122	5,016	5,887
Tăng trưởng tài sản	67.0%	43.6%	27.1%	27.0%	26.5%	26.1%
Tăng trưởng tổng dư nợ cho vay	27.0%	61.7%	35.1%	35.2%	33.7%	28.6%
Tăng trưởng huy động tiền gửi khách hàng	62.8%	48.9%	35.0%	27.0%	28.0%	28.0%
Tăng trưởng vốn tự có	57.1%	29.2%	7.6%	11.2%	14.0%	18.5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	131.8%	42.7%	15.7%	16.2%	21.2%	17.3%
DPS (**)	3,573	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ chi trả	8.0%	6.4%	5.5%	4.8%	3.9%	3.3%
Cổ tức/giá	11.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%

(**) Dự báo của HSC về việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ năm 2010 trở về sau của Techcombank. Techcombank chưa có thông báo về kế hoạch chi trả cổ tức trong những năm sắp tới.

Nguồn: Techcombank, HSC dự báo

CTCP Công nghiệp thực phẩm Việt Tiến, một công ty con của Masan Food, chuyên sản xuất các sản phẩm nước chấm, chịu mức thuế suất 15% trên phần lợi nhuận chịu thuế. Tuy nhiên, các điều khoản quy định trong giấy phép đăng ký kinh doanh cho phép miễn thuế cho công ty trong 3 năm kể từ năm công ty có lợi nhuận chịu thuế (từ 2003 đến 2005) và 7 năm sau đó sẽ được giảm 50% (từ 2006 đến 2012). Tức là thuế suất áp dụng sẽ vào khoảng 7.5% trong giai đoạn từ 2010-2012 và 15% trong năm 2013.

2. Mô hình lợi nhuận của Techcombank

Dự báo năm 2010

Với việc ngân hàng tiếp tục tập trung vào mảng ngân hàng thương mại, chúng tôi tin tưởng rằng thu nhập lãi ròng của Techcombank sẽ đóng góp chủ yếu vào tổng lợi nhuận trong năm 2010.

Cơ cấu lợi nhuận của Techcombank

	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009E	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Thu nhập lãi ròng	74.8%	76.2%	55.7%	63.6%	66.8%	68.4%	71.0%	72.9%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	16.6%	14.6%	15.4%	15.2%	15.6%	16.0%	15.7%	15.6%
Lãi thuần từ HĐKD ngoại hối + vàng	1.2%	2.0%	0.7%	3.9%	2.2%	1.9%	1.5%	1.3%
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán KD	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư	0.1%	6.6%	24.9%	10.3%	8.8%	7.5%	6.1%	5.1%
Thu nhập khác	7.2%	0.4%	0.3%	4.4%	3.7%	3.2%	2.6%	2.2%
Thu nhập từ cổ tức	0.0%	0.2%	3.0%	2.6%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
Tổng thu nhập thuần từ HĐKD	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: Techcombank, HSC dự báo

Chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ có mức tăng trưởng dư nợ cho vay là 35% trong năm 2010, cao hơn so với ngành. Dự báo này thấp hơn tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay trong năm 2009 do những nguyên nhân sau:

(1) Lãi suất cho vay hiện tại đã ở mức cao và chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tiếp tục chuyển một phần tăng trong chi phí vốn sang khách hàng vay thông qua việc thu phí. Do đó, chi phí đi vay tăng và nhu cầu vay vốn sẽ có khả năng giảm;

(2) NHNN đã đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2010 là 25%, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng tín dụng 38% của năm 2010. Không giống như năm 2009 khi mà mục tiêu tăng trưởng tín dụng đặt ra ban đầu đã bị vượt quá, NHNN sẽ chặt chẽ hơn trong việc kiểm soát tăng trưởng tín dụng để tăng trưởng tín dụng năm 2010 của các ngân hàng sẽ trong giới hạn mục tiêu đề ra.

Chúng tôi cũng dự báo tỷ lệ NIM bình quân sẽ vào khoảng 3.8% trong năm 2010, tương đương với tỷ lệ NIM bình quân trong giai đoạn 2003-2009. Từ hai phân tích trên, chúng tôi cho rằng thu nhập lãi ròng sẽ tăng khoảng 24-25%/năm và đóng góp 66.8% vào tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh.

Thu nhập từ phí dự báo sẽ tăng 22%/năm trong năm 2010 và đóng góp 16.5% vào tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh. Ngân hàng cũng dự kiến tăng dư nợ cho vay thêm 31%, đồng thời tích cực đưa ra các sản phẩm mới để đạt được mục tiêu này. Bên cạnh đó, TCB sẽ nâng số chi nhánh và phòng giao dịch của mình từ con số 167 vào thời điểm hiện tại lên 200 vào cuối năm 2010. Các chi nhánh mới khai trương trong năm 2009 sẽ giúp ngân hàng tăng cường tiếp cận khách hàng nhằm cung cấp thêm các dịch vụ đến các ngân hàng cá nhân. Cũng cần lưu ý rằng thông thường, các chi nhánh và phòng giao dịch mới khai trương sẽ lỗ trong từ 6 đến 12 tháng hoạt động đầu tiên nhưng sau đó sẽ bắt đầu tạo ra lợi nhuận.

Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ giảm do các nguồn thu liên quan đến vàng dự kiến sẽ không còn và thị trường ngoại hối sẽ không biến động nhiều. Thị trường ngoại hối có tính thanh khoản thấp, do đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ngoại hối (không bao gồm nguồn thu liên quan đến vàng) sẽ không cao. Dựa trên những dự báo này, chúng tôi cho rằng lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ giảm 33%.

Lợi nhuận từ đầu tư cổ phiếu và trái phiếu sẽ khó dự báo. Năm 2009 thị trường trái phiếu không thuận lợi cho việc tìm kiếm lợi nhuận thông qua giao dịch và TCB cũng không đầu tư mạnh vào thị trường cổ phiếu niêm yết. Lãi từ đầu tư của TCB chiếm 10.2% trong tổng lãi từ hoạt động kinh doanh trong năm 2009. Trong năm 2010, tính thanh khoản của thị trường trái phiếu sẽ ở mức thấp như năm 2009, đồng thời TCB cũng sẽ không tạo ra được nhiều lợi nhuận thông qua đầu tư trên thị trường chứng khoán. Do đó, HSC dự báo lãi từ hoạt động đầu tư sẽ không thay đổi.

Về lãi từ cổ tức, chúng tôi dự báo hoạt động đầu tư dài hạn sẽ tăng 20%/năm và TCB sẽ nhận được mức cổ tức 8%/mệnh giá từ các khoản đầu tư dài hạn của mình. Với những dự báo này, ngân hàng sẽ nhận được 123 tỷ đồng cổ tức, cao hơn từ 31-37% so với năm 2008, 2009.

HSC cũng dự báo tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng trưởng 18-19%/năm trong năm 2010, đạt 4,553 tỷ đồng và tăng 45% so với năm 2008. Mức tăng trưởng này có được chủ yếu là do sự tăng trưởng của thu nhập lãi ròng.

Chúng tôi dự báo chi phí ngoài lãi sẽ tăng 24%/năm trong năm 2010. Với mức chi phí này, tỷ lệ tổng chi phí ngoài lãi/tổng tài sản sinh lãi là 1.7%, thấp hơn mức 1.8% của năm 2009. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5 sẽ tăng lên mức 2.88% trước khi được xử lý. Tổng chi phí dự phòng nợ xấu dự kiến vào khoảng 514 tỷ đồng, tăng từ mức 431 tỷ đồng của năm 2009 theo dự tính của chúng tôi. Tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập thuần sẽ vào khoảng 32%, cao hơn năm 2009 (là 30% theo dự tính của chúng tôi) và 2008 (là 28.9%).

Dựa trên những dự báo nói trên, HSC dự báo TCB sẽ đạt lợi nhuận trước trích lập dự phòng là 2,653 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2009. EPS đạt khoảng 3,603 đồng, tăng 2% so với năm 2009 do tác động của yếu tố pha loãng. Nếu không tính yếu tố pha loãng, EPS tăng 18% so với năm 2009. Từ đó, P/E dự phóng vào khoảng 9 lần và P/B là 2.0 lần vào thời điểm cuối năm 2010. Mặc dù kết quả thực tế có thể cao hơn hoặc thấp hơn dự báo của chúng tôi, thì cổ phiếu của TCB vẫn rẻ hơn so với các ngân hàng khác.

FY2011 – FY2013

Sau 2 năm tái cơ cấu, từ năm 2008 đến 2009, TCB đã có được một cơ cấu được tổ chức tốt và một đội ngũ quản lý mạnh. Điều này đã giúp ngân hàng phát triển một cách nhanh chóng và hiệu quả trong những năm tới. Theo quan điểm của chúng tôi, TCB sẽ tiếp tục có thành tích vượt trội so với ngành trong giai đoạn 2011-2013. Thu nhập lãi ròng sẽ chiếm 70% tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh và thu nhập từ phí dự báo sẽ chiếm từ 15-16%.

Đối với hệ thống ngân hàng, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân năm sẽ từ 25-30%/năm trong giai đoạn 2011-2013. TCB hiện tại đang nỗ lực mở rộng hệ thống phân phối và đa dạng hóa các sản phẩm ngân hàng bán lẻ nhằm tăng vốn huy động từ khách hàng để giúp đạt được sự tăng trưởng dư nợ cho vay ổn định. Chúng tôi tin rằng TCB sẽ đạt mức tăng trưởng huy động vốn và tăng trưởng cho vay vào khoảng từ 30-35% trong giai đoạn này.

Với tốc độ tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động trung bình vào khoảng 30-35% đồng thời có đủ nguồn vốn cho vay dài hạn, TCB có thể tăng thu nhập từ phí thêm 20%/năm và nguồn thu này có thể đóng góp từ 15-16% tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh.

Sau khi tái cơ cấu, chúng tôi cho rằng các khoản chi phí ngoài hoạt động sẽ tăng thêm 20%/năm và thu nhập ngoài lãi trên tài sản sinh lãi bình quân có thể ở mức 16% (dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2009-2010 là 17-18%). Tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập thuần bình quân của ngân hàng dự báo sẽ đạt mức 32-33%.

Dự báo việc trả cổ tức của MSN

	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F
Thu nhập từ cổ tức	361.9	410.6	465.5	509.8	545.7
Từ MF	146.0	194.7	249.6	293.9	329.8
Từ TCB	215.9	215.9	215.9	215.9	215.9
Trả cổ tức	361.9	410.6	465.5	509.8	545.7
Cổ tức/cổ phiếu (DPS)	745.5	845.9	901.5	987.3	1,056.9
Cổ tức/giá	2.0%	2.3%	2.4%	2.7%	2.9%

Nguồn: HSC dự báo

Dựa trên những dự báo này, ngân hàng có thể sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn mức bình quân ngành mặc dù cơ cấu thu nhập sẽ không thay đổi nhiều trong 3 năm tới. Lợi nhuận trước thuế của TCB có thể tăng trưởng bình quân 18%/năm trong giai đoạn 2011-2013. EPS sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp hơn do tác động của yếu tố pha loãng do việc phát hành cổ phiếu để trả cổ tức.

3. Triển vọng lợi nhuận của MSN

Với triển vọng lợi nhuận sáng sủa của cả Techcombank và Masan Food trong các dự báo trên đây của mình, danh mục đầu tư của MSN hẳn sẽ đem lại cổ tức cao trong tương lai. Tuy nhiên, việc trả cổ tức của MSN sẽ phụ thuộc nhiều vào chính sách cổ tức của cả hai công ty trong danh mục đầu tư của họ. Việc dự đoán chính sách cổ tức của Masan Food là rất khó khăn do công ty này không công bố kế hoạch trả cổ tức của mình trong cả năm nay lẫn năm sau.

Trong năm 2008, Masan Food đã đạt kết quả kinh doanh tốt và đã công bố tỷ lệ trả cổ tức là 100%. Trên thực tế, các cổ đông của công ty đã không hề nhận được cổ tức bằng tiền mặt.

Thay vào đó, cổ đông Masan Food đã dùng số cổ tức này để cho CTCP Masan, hay Masan Corporation vay (Masan Corporation là công ty mẹ của toàn hệ thống Masan). Cụ thể là Masan Corporation đã phát hành 382 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm cho các cổ đông của Masan Food với lãi suất coupon là 9%/năm.

Khi trái phiếu này đáo hạn, các cổ đông sẽ được lựa chọn: nhận tiền mặt hoặc chuyển đổi thành cổ phiếu của Masan Food mà hiện tại Masan Corporation đang sở hữu với giá chuyển đổi là 272,000đ/cp.

Do Masan Food đã phát hành cổ phiếu thưởng sau đó, nên giá chuyển đổi điều chỉnh vào khoảng 113,000đ/cp. Do đó, vẫn có khả năng là Masan Food sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2009. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi giả định tỷ lệ trả cổ tức của Masan Food sẽ là 30% của lợi nhuận thuần trong năm 2009 và 2010. Như vậy, theo dự báo cho năm 2009 và 2010 của chúng tôi, tiền mặt trả cổ tức từ Masan Food có thể vào khoảng 3,182đ/cp và 4,194đ/cp lần lượt cho

năm 2009 và 2010.

Với những giả định này, cổ tức/giá của Masan Food trong năm 2009 và 2010 sẽ lần lượt là 2.9% và 3.9%.

Đối với Techcombank, tại Đại hội cổ đông thường niên năm 2009, ban giám đốc của Techcombank đã công bố dự kiến trả cổ tức bằng tiền mặt là 2,000đ/cp trong năm 2009. Chúng tôi giả định mức trả cổ tức năm 2010 cũng sẽ là 2,000đ/cp. Theo đó, cổ tức/giá năm trước và năm nay dự kiến đạt 6.3%, là mức tương đối khá theo ý kiến của chúng tôi.

Do vậy, trong kịch bản cơ sở của mình, chúng tôi dự báo MSN sẽ có dòng tiền từ cổ tức là 362 tỷ đồng và 412 tỷ đồng lần lượt trong năm 2009 và 2010. Chúng tôi cũng giả định rằng những khoản cổ tức này sẽ được MSN trả cho cổ đông dưới dạng cổ tức bằng tiền mặt.

Điều đó có nghĩa là tỷ lệ cổ tức/giá năm 2009 và 2010 của MSN lần lượt sẽ là 2.0% và 2.3%, thấp hơn nhiều so với tỷ lệ cổ tức/giá của Masan Food và Techcombank.

Tuy nhiên, trong mô hình dự báo, chúng tôi không tính đến dòng thu nhập tương lai từ các khoản đầu tư mới thực hiện từ năm 2010 trở đi. Hiện tại, MSN có 660 tỷ đồng tiền mặt, trong đó bao gồm 20 triệu USD thu được từ đợt phát hành 9 triệu cổ phiếu cho House Foods vào đầu tháng 12. Bên cạnh đó, công ty cũng đã công bố kế hoạch phát hành thêm 3 triệu cổ phiếu cho các nhà đầu tư tổ chức trong khoảng thời gian từ tháng 12/2009 đến tháng 3/2010.

Khoản tiền thu được từ kế hoạch phát hành này sẽ được sử dụng để phát triển ngành kinh doanh mới có triển vọng tăng trưởng nhanh và đem lại lợi nhuận lớn. Chúng tôi tin tưởng vào khả năng huy động vốn của MSN trong những năm tới do công ty có một ban giám đốc dày dặn kinh nghiệm trong lĩnh vực này.

Lợi nhuận hợp nhất của MSN

Do Masan Food là công ty con của MSN nên báo cáo tài chính của Masan Food phải được hợp nhất với báo cáo tài chính của MSN theo chuẩn mực kế toán Việt Nam. Báo cáo tài chính của MSN và của Masan Food được hợp nhất trên cơ sở cộng từng khoản mục trong bảng cân đối kế toán của 2 công ty như tài sản, nợ, vốn chủ sở hữu, doanh thu và chi phí. Do cho tới nay, MSN không có hoạt động kinh doanh riêng mà chỉ đầu tư vào hai công ty, nên trong bản báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất của MSN, các khoản mục như doanh thu, giá vốn hàng bán, lợi nhuận gộp chính là doanh thu, giá vốn hàng bán, lợi nhuận gộp của Masan Food.

Tuy nhiên, công ty mẹ cũng có thu nhập từ lãi tiền gửi ngân hàng. Từ tháng 8/2009 đến tháng 12/2009, lãi tiền

Lợi nhuận hợp nhất của MSN

Tỷ đồng	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Doanh thu thuần	3,979	5,636	7,143	8,375	9,674
LN trước thuế	692	892	1,273	1,689	2,021
LN sau thuế	371	575	866	1,209	1,442
LN sau thuế đã điều chỉnh	387	744	988	1,230	1,442
EPS	718	1,113	1,677	2,342	2,793
EPS điều chỉnh	797	1,523	1,903	2,368	2,777
Tăng trưởng doanh thu	NA	41.6%	26.7%	17.3%	15.5%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	NA	28.9%	42.7%	32.6%	19.7%
Tăng trưởng LN sau thuế	NA	92.4%	32.8%	24.5%	17.3%
Tăng trưởng EPS	NA	91.2%	24.9%	24.5%	17.3%

Nguồn: báo cáo tài chính của MSN, HSC dự báo

gửi đạt 5.2 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo từ 2010-2013, thu nhập này sẽ không đáng kể vì công ty sẽ giải ngân cho các khoản đầu tư mới.

Vào ngày 30/9/2009 và 8/10/2009, MSN đã phát hành 4 loại trái phiếu chuyển đổi cho Texas Pacific Group (TPG). Những trái phiếu này có mệnh giá là 630 tỷ đồng, lãi suất 15%/năm và đáo hạn trong 3 năm. Các trái phiếu này có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông trong khoảng thời gian từ tháng 4/2011 đến tháng 10/2012 với giá chuyển đổi là 20,374đ/cp. Tuy nhiên, theo những điều khoản của trái phiếu thì tổ chức phát hành không phải thanh toán lãi hàng năm. Nếu người mua trái phiếu chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu, thì tổ chức phát hành sẽ không phải trả lãi. Nếu người mua không chuyển đổi, tổ chức phát hành sẽ phải thanh toán cho người sở hữu trái phiếu với số tiền lãi tích lũy là 328.2 tỷ đồng khi các trái phiếu này đáo hạn. Lãi hàng năm sẽ được tính theo lãi suất kép.

Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam, MSN phải phân bổ chi phí lãi tích lũy cho các năm từ 2009 đến 2012. Năm ngoái, chi phí lãi vay phát sinh từ trái phiếu chuyển đổi MSN phát hành là 15.8 tỷ đồng và trong các năm 2010,

Lãi suất thu được từ trái phiếu chuyển đổi

Tỷ đồng	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	Tổng
CP lãi tích lũy	94.5	203.2	328.2		
Chi phí lãi hạch toán vào CP hàng năm	15.75	169.31	122.26	20.83	328.2

2011 và 2012 dự kiến chi phí lãi vay sẽ hạch toán lần lượt là 169.3 tỷ đồng, 122.3 tỷ đồng và 20.8 tỷ đồng. Do khả năng các trái phiếu sẽ được chuyển đổi rất cao, nên chúng tôi đã cộng chi phí lãi vay phát sinh từ trái phiếu chuyển đổi vào lợi nhuận thuần để tính lợi nhuận thuần được điều chỉnh cho MSN.

Bên cạnh đó, năm 2009 ở cấp độ công ty mẹ còn phát sinh một số chi phí khác như chi phí tiền lương, chi phí thuê nhà v.v. Các chi phí này được hạch toán vào mục chi phí quản lý trên báo cáo kết quả kinh doanh. Năm ngoái, chi phí quản lý của MSN là 20.7 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo các chi phí này sẽ tăng 5%/năm bắt đầu từ năm 2010.

Khoản đầu tư vào cổ phiếu TCB được hạch toán phương pháp vốn chủ sở hữu. Trên bảng báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất, MSN ghi nhận một khoản lợi nhuận bằng 19.99% lợi nhuận thuần của TCB. Khoản lợi nhuận này sau đó sẽ trừ đi khấu hao lợi thế thương mại là 252 tỷ đồng do khi MSN mua cổ phiếu của TCB, đã phát sinh một khoản lợi thế thương mại là 2,520 tỷ đồng. Khoản lợi thế thương mại này được tính bằng chênh lệch giữa giá mua và giá trị sổ sách của TCB vào thời điểm mua và sẽ được khấu hao trong 10 năm.

Sau khi hợp nhất bảng báo cáo kết quả kinh doanh của Masan Food và lợi nhuận của TCB trừ đi lợi thế thương mại, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần hợp nhất của MSN sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân gộp là 39%/năm trong giai đoạn từ 2010-2013.

Phân tích công ty

1. Tổng quan

CTCP Tập đoàn Masan (Masan Group - MSN) là một công ty đầu tư với danh mục đầu tư gồm CTCP Thực phẩm Masan (Masan Food Corporation) và Ngân hàng TMCP Kỹ thương (Techcombank). Với giá thị trường hiện tại là 36,800đ/cp và khối lượng cổ phiếu lưu hành là 485,399,820, công ty có giá trị vốn hóa thị trường là 17.8 nghìn tỷ đồng, là công ty lớn thứ 7 trên sàn HOSE.

Cổ đông lớn nhất của MSN đồng thời là công ty mẹ của cả tập đoàn là Công ty Cổ phần Masan (Masan Corporation). Masan Corporation và công ty con là Công ty TNHH MTV Tư vấn xây dựng Hoa Hướng Dương hiện tại sở hữu 72.2% của MSN.

Trong cơ cấu vốn của MSN còn bao gồm 630 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi do Texas Pacific Group (TPG) – một quỹ đầu cơ của Mỹ - nắm giữ. Những trái phiếu này có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông kể từ năm 2011 với giá chuyển đổi là 20,374đ/cp.

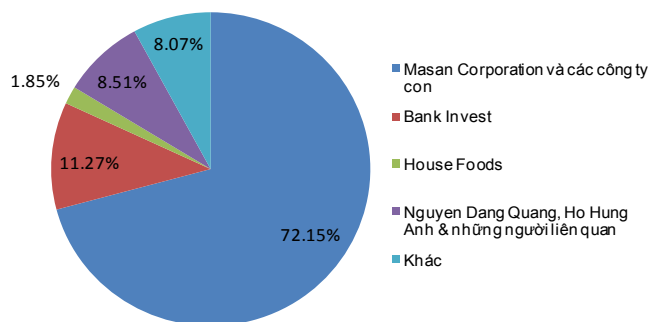
Từ tháng 7 đến tháng 10 năm ngoái, các cổ đông chính của Masan Food bao gồm Masan Corporation, Bank-Invest và các cổ đông cá nhân khác đã hoán đổi cổ phiếu của Masan Food và Techcombank lấy cổ phiếu của MSN theo một tỷ lệ nhất định. Ngoài ra, MSN cũng đã huy động vốn từ một số cổ đông và đối tượng khác cũng như vay vốn của ngân hàng để mua cổ phiếu của Masan Food và Techcombank.

Vào ngày 30/09/2009, tổng chi phí trên sổ sách của các khoản đầu tư của công ty là 5.588 nghìn tỷ đồng, trong đó 4.08 nghìn tỷ đồng dùng để đầu tư vào 107,946,000 cổ phiếu của Techcombank và 1.5 nghìn tỷ đồng dùng để đầu tư vào 37,384,200 cổ phiếu của Masan Food, tương đương 59.34% vốn cổ phần của Masan Food. Chi phí trên sổ sách bình quân của Techcombank là 37,838đ/cp và của Masan Food là 40,229đ/cp. Vào tháng 10/2009, MSN mua thêm 8,479,000 cổ phiếu của Masan Food nhưng chi phí mua số cổ phiếu này không được công bố.

Hiện tại, MSN nắm giữ 45,864,000 cổ phiếu, tương đương 72.8% cổ phần của Masan Food (bao gồm cả phần sở hữu thông qua hai công ty con là Công ty TNHH MTV Tư vấn Hoa Bằng Lăng và Công ty TNHH MTV Tư vấn Hoa Phong Lan) và 107,946,000 cổ phiếu Techcombank, tương đương 19.99% vốn cổ phần của ngân hàng này.

Có 5 cấp độ trong cơ cấu tổ chức của hệ thống Masan. Cơ cấu tổ chức hiện tại đơn giản hơn so với cơ cấu tổ chức hai năm trước trong đó không có việc sở hữu

Cơ cấu cổ đông vào ngày 4/2/2010



Nguồn: báo cáo bạch của MSN, HOSE

chồng chéo lẫn nhau giữa các công ty trong cơ cấu tổ chức. Tuy nhiên, do có nhiều cấp trong cơ cấu tổ chức, nên cơ cấu tổ chức của tập đoàn vẫn tương đối phức tạp đối với các nhà đầu tư. Cơ cấu tổ chức này có dạng kim tự tháp trong đó cao nhất là Công ty Cổ phần Masan, một công ty chuyên về đầu tư, nắm giữ 51.6% cổ phần của MSN, tiếp đó là Công ty TNHH MTV Tư vấn xây dựng Hoa Hướng Dương (một công ty con do CTCP Masan nắm giữ 100% cổ phần) nắm giữ 20.6% cổ phần của MSN. MSN sở hữu 100% cổ phần của Công ty TNHH MTV Tư vấn Hoa Bằng Lăng và Công ty TNHH MTV Tư vấn Hoa Phong Lan, đồng thời sở hữu 52.8% cổ phần của Masan Food. Công ty TNHH MTV Tư vấn Hoa Bằng Lăng và Công ty TNHH MTV Tư vấn Hoa Phong Lan lần lượt sở hữu 11% và 7% cổ phần của Masan Food. Và Masan Food có 5 công ty con: CTCP Công nghiệp Thực phẩm Việt Tiến (Masan Food sở hữu 96.97%), CTCP Bao bì Minh Việt (100%), CTCP Masan Phú Quốc (94.5%), CTCP Công nghiệp Masan (99%) và CTCP Masan HD (99.99%). Và ngay CTCP Công nghiệp Masan cũng sở hữu 89% cổ phần của một công ty con có tên Công ty Cổ phần Công nghệ Thực phẩm Hoa Sen.

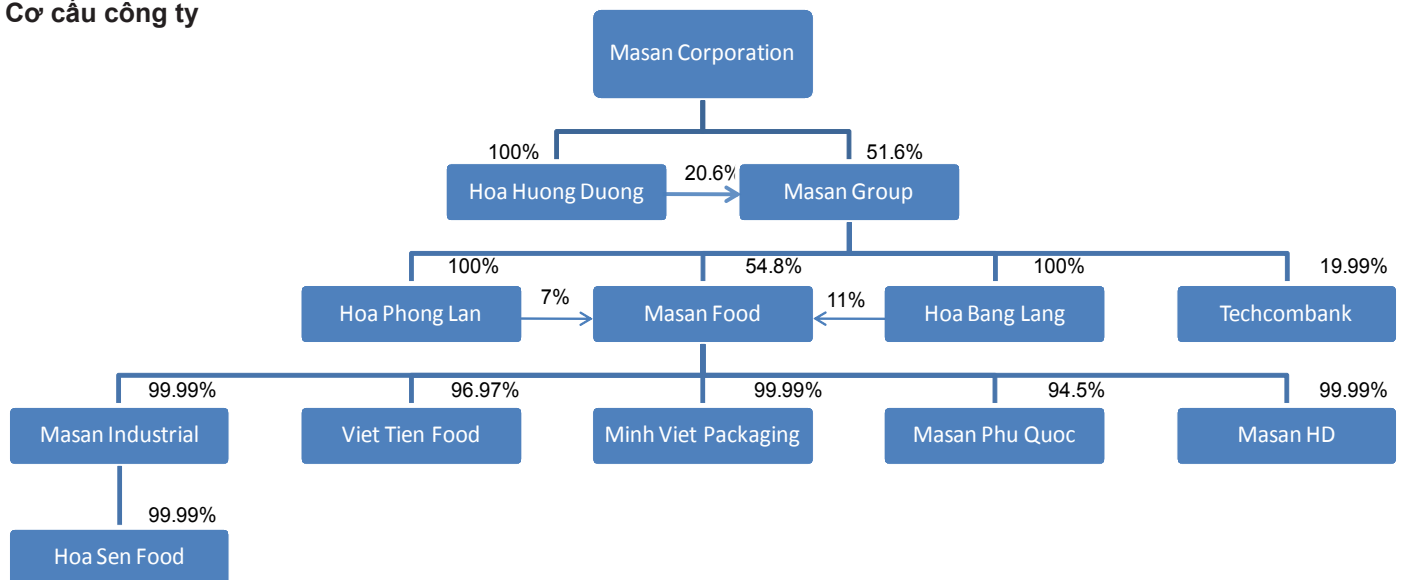
Tuy nhiên, với các đối tác chiến lược như TPG, Bank-Invest và House Foods của MSN; Mekong Capital của Masan Food và HSBC của Techcombank, chúng tôi hy vọng rằng chất lượng quản trị doanh nghiệp sẽ dần được cải thiện.

2. Các khoản đầu tư hiện tại của MSN

2.1 Masan Food

Masan Food là một trong những doanh nghiệp đứng đầu trong ngành thực phẩm đồ uống tại Việt Nam, chuyên sản xuất kinh doanh các sản phẩm nước chấm và thực phẩm tiện dụng. Trong vòng 3 năm qua, công ty đã có mức tăng trưởng ấn tượng với doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ gộp bình quân là 91%/năm và lợi nhuận thuần là 193%/năm trong giai đoạn từ 2006 đến 2009. Công ty có 5 loại sản phẩm bao gồm nước tương,

Cơ cấu công ty



Nguồn: MSN

nước mắm, tương ớt, hạt nêm và mì ăn liền. Năm 2008 Masan Food chiếm lĩnh thị trường nước chấm với 62.8% thị phần thị trường nước tương và 19.4% thị phần thị trường nước mắm.

Masan Food (trước kia là Công ty cổ phần Công nghiệp - thương mại Masan hay Masan Trading) đã nổi lên như một ngôi sao trên thị trường nước tương trong năm 2007 khi mà hầu như tất cả doanh nghiệp sản xuất nước tương lớn như Nam Dương, Mekong, Thuận Phát và Trung Thành bị tác động bởi vụ bê bối 3-MCPD – một chất được coi là gây ung thư. Cùng với Nestle, các sản phẩm nước tương của Masan Food đã đáp ứng được các tiêu chuẩn an toàn và đã giành được hầu hết thị phần từ tay các công ty sản xuất nước tương bị tác động bởi vụ việc nói trên.

Đối với nước mắm, thì Masan Food mới chỉ thâm nhập vào phân khúc thị trường nước mắm có thương hiệu hai năm trước, là thời điểm mức độ cạnh tranh trong phân khúc thị trường này chưa cao như trong các mảng phân khúc thực phẩm khác như sữa hay bánh kẹo. Với một đội ngũ nhân sự chủ chốt xuất sắc, công ty đã thành công trong việc khai phá một trong những phân khúc thị trường thực phẩm và đồ uống lớn nhất, đồng thời có tốc độ phát triển nhanh nhất này.

Các nhân tố thúc đẩy sự tăng trưởng của Masan Food gồm: sản phẩm có chất lượng cao, được sản xuất trên công nghệ tiên tiến; có mạng lưới phân phối mạnh; khả năng nghiên cứu phát triển tốt, thương hiệu mạnh với chiến lược bán hàng bán hàng dựa vào hoạt động tiếp thị và một đội ngũ kinh doanh và marketing dày dặn kinh nghiệm đến từ các công ty sản xuất hàng tiêu dùng nhanh đa quốc gia.

Masan Food mong muốn trở thành công ty lớn nhất trong ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam với doanh thu 1 tỷ USD và thị phần 10% vào năm 2012. Ba nhóm sản phẩm của Masan Food gồm (1) nhóm tăng trưởng nhanh (các sản phẩm nước chấm) có tốc độ tăng trưởng 50%. (2) nhóm tăng trưởng (nhóm thực phẩm tiện dụng như mì ăn liền và cà ri với tốc độ tăng trưởng từ 30-50% và (3) nhóm sản phẩm mới như dầu ăn, thực phẩm đông lạnh và snack.

Công ty đặt mục tiêu mỗi năm đưa ra một loại sản phẩm mới. Mục tiêu tăng trưởng đặt ra cho 5 năm tới là 30%/năm cho các sản phẩm hiện tại và từ 45-50%/năm nếu tính cả các sản phẩm mới được tung ra thị trường hàng năm.

Masan Food đã và đang đầu tư mạnh vào hoạt động nghiên cứu và phát triển. Trong năm 2008, chi phí quảng cáo của công ty lên đến 20 triệu USD, là mức chi phí dành cho quảng cáo cao thứ hai tại Việt Nam. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu liên tục tăng; từ 7.2% năm 2006 lên 18.8% năm 2009. Chi phí nghiên cứu và phát triển cũng chiếm khá lớn là 0.5% trong doanh thu hàng năm. Đội ngũ nghiên cứu và phát triển bao gồm 50 nhân viên hầu hết là các kỹ sư công nghệ thực phẩm. Masan Food cũng hy vọng các đối tác chiến lược hiện tại và trong tương lai sẽ hỗ trợ công ty đẩy mạnh hoạt động nghiên cứu và phát triển của mình.

Công ty tin tưởng rằng các khách hàng tại khu vực nông thôn sẽ sẵn sàng mua các sản phẩm thực phẩm chất lượng cao với giá dưới 5,000đ. Do đó, một trong những chiến lược của công ty là chiếm lĩnh thị trường nông thôn nhờ tung ra các sản phẩm nhỏ và giá rẻ thông qua

kênh phân phối truyền thống. Những năm vừa qua, hệ thống phân phối của Masan Food đã được mở rộng nhanh chóng. Hiện tại, công ty có 132 nhà phân phối trên toàn quốc, tăng 50% so với năm 2007. Số điểm bán hàng của công ty đã tăng 216% từ 38,000 điểm năm 2007 lên 130,000 điểm năm 2009 trong số 500,000 tổng số điểm bán hàng trên toàn Việt Nam.

Trong số những doanh nghiệp kinh doanh hàng tiêu dùng nội địa tại Việt Nam thì Masan Food có hệ thống phân phối lớn thứ 2. Thêm vào đó, công ty cũng có đội ngũ bán hàng hùng hậu với 1,200 người. Do đó, các sản phẩm của công ty có thể tiếp cận người tiêu dùng từ thành thị đến nông thôn.

Mặc dù vị thế của Masan Food trên thị trường kinh doanh thực phẩm ban đầu có được là nhờ vào các sản phẩm cao cấp như nước tương và nước mắm Chinsu, thì các sản phẩm chính giúp công ty tăng trưởng hiện tại lại là các sản phẩm nhắm vào phân khúc thấp cấp hơn, bao gồm nước mắm Nam Ngư, nước tương Tam Thái Tử và mì Tiến Vua.

Hoạt động kinh doanh năm 2009

Trong năm 2009, Masan Food đạt doanh thu 3.98 nghìn tỷ đồng, tăng 107% và vượt 17% kế hoạch đặt ra cho cả năm (là 3.4 nghìn tỷ đồng). Lợi nhuận thuần đạt 668 tỷ đồng, tăng 75% và vượt 33.6% so với kế hoạch năm (là 500 tỷ đồng). Theo ban giám đốc công ty, những sản phẩm chính đem lại doanh thu cho công ty bao gồm nước mắm và mì ăn liền, mà cụ thể là sản phẩm nước mắm Nam Ngư Đệ Nhị và mì ăn liền Tiến Vua.

Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 35%, tăng 3.9% so với mức 31.1% của năm nhờ chi phí cố định bình quân giảm do quy mô sản xuất năm 2009 tăng gần gấp hai so với năm 2008.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu tăng lên 18.8% trong năm 2009 từ 12.5% năm 2008 do công ty có những chiến dịch tiếp thị mạnh cho các sản phẩm mì Tiến Vua và nước mắm Nam Ngư Đệ Nhị.

Tổng quan về ngành

Nước tương: Nước tương là loại sản phẩm thông dụng tại Miền Nam và người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng loại sản phẩm này. Trước tháng 5/2007, thị trường nước tương có hàng nghìn nhà sản xuất tham gia (lớn nhất là Nam Dương, Trung Thành) và Masan Food chỉ chiếm 25-30% thị phần. Tuy nhiên, sau khi sản phẩm của nhiều công ty bị phát hiện có chất 3-MPCD gây ung thư, hầu hết các đối thủ cạnh tranh của Masan Food đã bị bật ra khỏi thị trường và đến nay Masan Food đã chiếm lĩnh thị trường với 66% thị phần. Đối thủ cạnh tranh lớn của

Masan Food là Nestle với sản phẩm nước tương Maggi nổi tiếng. Nestle hiện chiếm khoảng 14% thị phần và 20% thị phần còn lại thuộc về các doanh nghiệp khác. Quy mô thị trường vào cuối năm 2008 là 625 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng gộp bình quân là 34%/năm trong giai đoạn 2004-2008. Ước tính quy mô thị trường nước tương năm 2009 là 720 tỷ đồng.

Nước mắm: Nước mắm là một món ăn chính trong những bữa ăn của người Việt Nam, do đó quy mô thị trường này lớn hơn nhiều so với thị trường nước tương. Năm ngoái, quy mô thị trường nước mắm đạt 5,800 tỷ đồng. Từ năm 2004 đến 2009, thị trường nước mắm tăng trưởng ổn định với tốc độ bình quân gộp là 14%/năm. Tại khu vực phía Nam, nước mắm được chủ yếu sản xuất tại Phú Quốc và đóng chai tại các thành phố lớn. Thị trường nước mắm bị chẻ nhỏ nhiều và có nhiều sản phẩm với nhãn hiệu khác nhau. Sản phẩm nước mắm Chinsu tập trung vào phân khúc thị trường cao cấp và chiếm khoảng 8% thị phần. Các đối thủ cạnh tranh lớn của Masan Food trong thị trường nước mắm gồm: Unilever, Trung Thành, Hưng Thịnh và Hồng Hạnh.

Mì ăn liền: Thị trường mì ăn liền năm 2008 có quy mô khoảng 13,627 tỷ đồng và tốc độ tăng trưởng gộp bình quân là 10%/năm trong giai đoạn 2004-2008. Ước tính quy mô thị trường năm 2009 là 15,800 tỷ đồng. Cạnh tranh trong mảng thị trường này rất gay gắt với nhiều tên tuổi lớn như CTCP Acecook Việt Nam, Công ty TNHH Công nghệ thực phẩm Á Châu, Vifon, Colusa Miliket... Vào cuối năm 2008, Acecook Việt Nam là doanh nghiệp đứng đầu trong thị trường mì ăn liền với 36% thị phần. Tiếp theo là Công ty TNHH Công nghệ thực phẩm Á Châu với 16% thị phần, Vifon với 15% thị phần, Sài Gòn Vewong với 6.6% thị phần và Colusa Miliket với 6.5% thị phần. Thị phần mì ăn liền của Masan Food năm 2008 chỉ 2.5%.

2.2. Techcombank

Techcombank đã có những nỗ lực lớn trong việc xây dựng nền tảng cho một ngân hàng bán lẻ hiện đại. Ngân hàng này là ngân hàng TMCP lớn thứ 3 về tổng tài sản và lớn thứ hai về lợi nhuận trước thuế và có thể sẽ chiếm được vị trí số 1 trong tương lai gần. Hiện tại TCB có mức vốn hóa thị trường là 17,281 tỷ đồng, tương đương 934 triệu USD, nếu tính theo mức giá của ngày hôm nay là 32,000đ/cp. Chúng tôi đánh giá TCB là ngân hàng TMCP tốt thứ hai với đội ngũ quản lý tốt, tiềm lực tài chính mạnh, tỷ suất lợi nhuận cao và chất lượng tài sản và thanh khoản tốt.

Ngoại trừ ACB, HSC cho rằng TCB là mô hình ngân hàng bán lẻ tốt nhất Việt Nam. Vào cuối năm 2009, dư nợ cho vay doanh nghiệp chiếm 70% tổng dư nợ cho vay của ngân hàng và dư nợ cho vay cá nhân chiếm

30%. Hầu hết các khách hàng cá nhân vay để mua nhà, mua xe, vay tiêu dùng và vay để kinh doanh nhỏ. Theo kỳ hạn cho vay, vay ngắn hạn chiếm 70% tổng dư nợ cho vay và vay trung dài hạn chiếm 30% tổng dư nợ cho vay. Theo loại tiền cho vay, thì cho vay VNĐ chiếm 85% và cho vay bằng các đồng tiền khác chiếm 15%.

Nếu xét cơ cấu cho vay theo ngành, thì cho vay thương mại, sản xuất và chế biến chiếm 36-38% tổng dư nợ cho vay, kế đến là cho vay nông nghiệp chiếm từ 14-15%. Cho vay xây dựng chiếm dưới 10%.

Theo tính toán của chúng tôi, tỷ lệ vốn ngắn hạn dùng cho vay dài hạn trên tổng vốn huy động ngắn hạn vào cuối năm 2009 vào khoảng từ 21-22%, thấp hơn nhiều so với mức trần do NHNN quy định là 30%. Bên cạnh đó, hoạt động huy động vốn của ngân hàng cũng đã phát triển nhanh chóng (tăng 58% trong năm 2009) giúp TCB có thể đẩy mạnh tăng trưởng cho vay ở tất cả các kỳ hạn.

Với thương hiệu tốt, các danh mục sản phẩm đa dạng liên quan đến tiết kiệm, dịch vụ thanh toán và nhiều tiện ích khác, TCB đã tạo ra được một số lợi thế lớn, cho phép ngân hàng tiếp tục tăng số lượng khách hàng gửi tiền với tốc độ cao hơn so với ngành. TCB luôn quan tâm đến việc đưa ra các sản phẩm mới, thúc đẩy hoạt động của các mảng dịch vụ thu phí và thu hút thêm khách hàng mới.

Vào thời điểm 31/12/2009, tổng vốn huy động của TCB đạt 63.5 nghìn tỷ đồng, tăng 59% - là mức tăng trưởng cao gấp hai so với mức bình quân ngành. Thêm vào đó, với các khoản vốn huy động từ thị trường liên ngân hàng chiếm từ 12-13% tổng vốn huy động, thì ngân hàng có thể giảm được rủi ro thanh khoản.

Với việc HSBC sở hữu 20% cổ phần, TCB đã nhận được rất nhiều sự hỗ trợ về kỹ thuật từ ngân hàng này. TCB hiện tại đã triển khai hệ thống công nghệ thông tin tốt nhất tại Việt Nam. Với hệ thống công nghệ thông tin mạnh, ngân hàng có thể kiểm soát hoạt động kinh doanh của mình một cách hiệu quả. TCB nhanh chóng đưa ra các dịch vụ ngân hàng mới phù hợp với nhu cầu người sử dụng - một đặc điểm tạo ra sự khác biệt giữa TCB với các đối thủ khác trong ngành. Điều này đã giúp TCB đưa ra nhiều dịch vụ tiết kiệm linh hoạt, các dịch vụ tiền gửi thanh toán, dịch vụ thẻ và các dịch vụ tín dụng.

Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2009

Năm 2009, TCB có lợi nhuận trước thuế chưa kiểm toán đạt 2,250 tỷ đồng, tăng 39%, hoàn thành kế hoạch điều chỉnh đặt ra cho cả năm là 2,200 tỷ đồng. Kết quả kinh doanh ấn tượng này đạt được nhờ tổng dư nợ cho

vay tăng 62%, đạt 42,000 tỷ đồng và huy động vốn tăng 58%, đạt xấp xỉ 64,000 tỷ đồng. Trong Q4, ngân hàng đạt mức lợi nhuận trước thuế là 620 tỷ đồng, tăng 4% so với Q3. TCB có kết quả kinh doanh cao hơn so với toàn ngành (toàn ngành có mức tăng trưởng huy động vốn là 27% và tăng trưởng dư nợ là 37.7% trong năm 2009). Do TCB chưa công bố các số liệu chi tiết về kết quả kinh doanh năm 2009, nên chúng tôi đã sử dụng số liệu từ mô hình lợi nhuận của mình trong báo cáo này.

Kể từ năm 2006, TCB đã đa dạng hóa nguồn lợi nhuận của mình. Chúng tôi ước tính thu nhập lãi ròng chiếm 63.6%, thu nhập thuần từ phí chiếm 15.2% và thu nhập từ đầu tư chiếm 10.3% tổng thu nhập. Phần còn lại là từ lãi kinh doanh ngoại hối, thu nhập từ cổ tức và từ các nguồn khác. Cơ cấu thu nhập không có nhiều thay đổi, trong đó, tỷ trọng thu nhập lãi ròng tăng từ 55.7% năm 2008 lên 63.6% năm 2009 và tỷ trọng thu nhập từ đầu tư giảm từ 24.9% năm 2008 xuống 10.3% năm 2009.

Thu nhập lãi ròng (theo các quy định của chuẩn mực kế toán Việt Nam bao gồm cả lãi trái phiếu) là nguồn thu nhập chính của ngân hàng. Như chúng tôi đã đề cập, tỷ trọng thu nhập lãi ròng trong tổng thu nhập của TCB năm 2009 là 63.6%, với tăng trưởng dư nợ cho vay là 62% và đầu tư trái phiếu tăng trưởng từ 15-20% (theo ước tính của chúng tôi). Tỷ lệ NIM cải thiện một chút từ 3.9% năm 2008 lên 4% năm 2009 trong bối cảnh lãi suất cho vay doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của trần lãi suất. Lãi suất cho vay tiêu dùng có thể thỏa thuận nhưng phạm vi cho vay tiêu dùng lại hạn chế. Do tăng trưởng dư nợ cho vay cao, thu nhập lãi ròng tăng 40% trong khi tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh tăng 22% trong năm 2009.

Tổng thu nhập ngoài lãi năm 2009 không thay đổi (năm 2008 tổng thu nhập ngoài lãi của TCB tăng trưởng ấn tượng ở mức 380%). Lãi ròng từ hoạt động đầu tư là 778 tỷ đồng trong năm 2008 và theo ước tính của chúng tôi năm 2009 giảm xuống 388 tỷ đồng, tức giảm 50%. Hầu hết lãi từ hoạt động đầu tư là lãi từ trái phiếu. Tuy nhiên, do những thay đổi trên thị trường, lãi từ trái phiếu đã giảm mạnh kéo theo lãi thuần từ hoạt động đầu tư giảm 50%. Giá trị lãi thuần từ hoạt động đầu tư giảm được bù đắp bởi thu nhập từ phí, lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và các thu nhập khác tăng.

Theo ước tính của chúng tôi, thu nhập ròng từ phí tăng 20% và ngân hàng tiếp tục đưa ra các sản phẩm ngân hàng bán lẻ mới, đồng thời tăng dư nợ cho vay. Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối năm 2009 đạt 150 tỷ (năm 2008 là 21 tỷ) do TCB có cơ hội thu lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ngoại hối trên thị trường vàng mặc dù thị trường ngoại hối có tính thanh khoản thấp.

Thu nhập khác chiếm khoảng từ 3-4% tổng thu nhập từ

hoạt động kinh doanh. Chúng tôi cho rằng thu nhập bổ sung chủ yếu là từ tỷ lệ thu hồi được từ các khoản nợ xấu ngoài bảng cân đối kế toán cao hơn dự kiến. TCB khá mạnh tay khi hạch toán nợ xấu cao, trích lập dự phòng nhiều, và đã xử lý 400 tỷ đồng nợ xấu.

Tình hình tài chính & quản trị doanh nghiệp của TCB

Tỷ lệ an toàn vốn

HSBC sở hữu 20% cổ phần của TCB. Chúng tôi dự báo tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng loại 1 là 9.9% vào cuối năm 2010. Cả hai có tỷ lệ an toàn vốn cao hơn mức 8% do NHNN quy định. Hoạt động kinh doanh của TCB được thực hiện hết sức hiệu quả và ngân hàng có thể nâng cao tình hình tài chính của mình thông qua vốn bổ sung từ nội bộ. Chúng tôi tin tưởng rằng nguồn vốn này sẽ đáp ứng được nhu cầu tăng trưởng cho vay và giúp tăng tài sản để giữ được tỷ lệ an toàn vốn trên 8% trong trường hợp TCB tăng vốn điều lệ thêm 25%/năm thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu và các kênh khác.

Chất lượng tài sản

Tỷ lệ NPL nhóm 3-5 sẽ ổn định từ 2.8-3.2% trong giai đoạn 2009-2012 một số khoản nợ khó đòi nhóm 4-5 sẽ được xử lý. Tỷ lệ quỹ dự phòng rủi ro tín dụng trong giai đoạn 2009-2012 vào khoảng từ 45-65%, thấp hơn so với các ngân hàng khác. Tỷ lệ này tuy không cao nhưng với chính sách chủ động của TCB trong phân loại nợ và xử lý nợ nhóm 4-5 bằng dự phòng rủi ro, nhà đầu tư và đối tác của TCB yên tâm hơn về chất lượng tài sản của TCB.

Ngân hàng đã tăng cường hơn công tác quản trị rủi ro tín dụng kể từ Q4/2008. Trong mảng tín dụng, TCB đã tách riêng bộ phận tín dụng và bộ phận quản lý rủi ro. Trước kia, TCB giao nhiều quyền quyết định trong việc cho vay hơn cho các chi nhánh nhưng việc chấp thuận cho vay đang dần được tập trung về Hội sở và các chi nhánh chi đơn giản là các kênh phân phối. Quyền duyệt các khoản vay được chia cho nhiều nhân viên cao cấp tại Hội sở. Giá trị khoản vay càng cao thì sẽ cần càng nhiều nhân viên xét duyệt.

Quản trị doanh nghiệp

TCB có một đội ngũ quản trị giỏi và hệ thống IT mạnh. Hội sở chịu trách nhiệm quản trị hệ thống. HSBC cũng đã cử một đại diện tham gia vào Ban Giám đốc và Hội đồng quản trị để tham gia quản lý trực tiếp. Thêm vào đó, nhiều nhà quản lý của HSBC đã tham gia các chương trình chuyển giao công nghệ trong nhiều lĩnh vực hoạt động của ngân hàng. Trong hai năm qua, TCB thường xuyên tổ chức các lớp đào tạo cho cấp quản lý và nhân viên nghiệp vụ. Về nghiệp vụ quản lý rủi ro, rủi ro thị trường và rủi ro thanh khoản được quản lý bởi các

bộ phận nghiệp vụ chuyên môn khác nhau thông qua nhiều công cụ như: trạng thái ngoại hối mở, hạn mức rủi ro đối với các giao dịch hối đoái, phân tích chênh lệch giữa tài sản có nhạy cảm với lãi suất và tài sản nợ nhạy cảm với lãi suất, phân tích chênh lệch thời hạn, quản lý dòng vốn.

Có trụ sở tại Hà Nội, TCB đã mở thêm 33 chi nhánh và phòng giao dịch, nâng số chi nhánh và phòng giao dịch lên 200 với mạng lưới chi nhánh miền Bắc chiếm 1/2 tổng số chi nhánh. Hầu hết các chi nhánh hoạt động tại các thành phố lớn và các trung tâm kinh tế. Tuy nhiên, TCB hiện tại đang chuyển trọng tâm sang củng cố hệ thống mạng lưới chi nhánh miền Nam.

Khả năng thanh khoản

TCB giữ tỷ lệ vốn vay/vốn huy động từ 65-70% trong giai đoạn 2008-2009 trong quá trình tăng vốn huy động. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì thanh khoản ở mức hợp lý trong những năm tới. Để thực hiện điều này, ngân hàng đã giảm huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng và tăng huy động vốn từ tiền gửi từ các khách hàng cá nhân. Tổng vốn huy động tăng 58%, đạt từ 64,000-65,000 tỷ đồng vào cuối năm 2009.

Khả năng sinh lời

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời cho thấy TCB có dòng thu nhập khá đa dạng. TCB không đầu tư nhiều vào thị trường cổ phiếu. Chỉ số ROA và ROE bình quân đã cải thiện đáng kể trong năm 2009. Hiện tại TCB có nền tảng công nghệ ngân hàng tốt nhất Việt Nam. Điều này cho phép TCB mở rộng quy mô một cách nhanh chóng và hiệu quả. Thu nhập lãi ròng vẫn chiếm từ 68%-74% trong tổng thu nhập hoạt động trong giai đoạn 2010-2013 và đây sẽ là nhân tố chủ yếu giúp lợi nhuận trước thuế của công ty tăng trưởng trong giai đoạn này.

Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập thuần là 30% trong năm 2009, không thay đổi nhiều so với năm 2008. HSC dự báo TCB sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập thuần khoảng từ 31-32% trong vòng 2 năm tới. Tỷ lệ chi phí hoạt động/thu nhập thuần của TCB khá ổn định và thấp hơn so với các ngân hàng khác cùng ngành.

3. Các khoản đầu tư tương lai của MSN

Chúng tôi tin tưởng vào khả năng huy động vốn của MSN để tài trợ cho các khoản đầu tư trong tương lai thông qua phát hành cổ phiếu, vay ngân hàng và niêm yết trên sàn chứng khoán của Singapore.

Từ tháng 12/2009 đến tháng 3/2010, MSN phát hành thêm 12 triệu cổ phiếu cho các đối tác tổ chức thông qua

phát hành riêng lẻ. Thỏa thuận đầu tiên là với House Foods, một công ty thực phẩm của Nhật Bản, đã được ký vào đầu tháng 12, theo đó, House Foods sẽ mua 9 triệu cổ phiếu của MSN với giá 20 triệu USD.

Kể từ tháng 9/2009 đến nay, MSN và Masan Food đã huy động được tổng cộng 75 triệu USD, gồm 20 triệu USD từ Bankinvest, 35 triệu USD từ TPG và 20 triệu USD từ House Foods. 3 triệu cổ phiếu còn lại sẽ được phát hành trong năm 2010 thông qua chào bán riêng lẻ. Chúng tôi đã nghe được thông tin là một nhà đầu tư nước ngoài đã đồng ý mua 3 triệu cổ phiếu nói trên với giá 40,000đ/cp. Nhà đầu tư này có thể cũng sẽ mua thêm cổ phiếu của MSN thông qua thị trường thứ cấp.

Tiền thu được từ đợt phát hành sẽ được sử dụng để mở rộng hoạt động kinh doanh sang các mảng mới thông qua hoạt động mua bán sáp nhập và tiếp nhận các khoản đầu tư thông qua Masan Ventures. Bên cạnh đó, MSN có thể sẽ huy động vốn từ vay ngân hàng do tỷ lệ nợ của công ty thấp, đạt 0.1 vào thời điểm 31/12/2009. Công ty cũng đang dự định niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thứ cấp của Singapore vào cuối năm nay. Theo đó, từ năm 2010 trở đi, MSN có thể sẽ có thêm những đối tác chiến lược mới.

Về chính sách mua bán sáp nhập doanh nghiệp, MSN dự kiến mua cổ phần khổng lồ tại các doanh nghiệp mạnh trong các ngành kinh doanh hấp dẫn, được hưởng lợi từ quá trình phát triển kinh tế của Việt Nam và nâng cao giá trị của các công ty này. MSN sẽ tập trung vào các ngành được hưởng lợi từ sự tăng trưởng tiêu dùng nội địa, sự phát triển của hoạt động phân phối và thu nhập gia tăng của tầng lớp trung lưu.

MSN đang sắp sửa hoàn tất một thỏa thuận mua bán sáp nhập trị giá trên 100 triệu USD. Công ty tin tưởng rằng đây là một ngành kinh doanh đem lại lợi nhuận cao và giao dịch này sẽ tạo ra lợi nhuận ngay từ đầu.

MSN cũng sẽ tiếp nhận các khoản đầu tư từ CTCP Masan và Masan Ventures, một công ty con của CTCP Masan. Masan Ventures đang tìm kiếm những công ty có tiềm năng tăng trưởng cao, đang ở vào giai đoạn đầu của quá trình phát triển để nuôi dưỡng và thúc đẩy sự phát triển của các công ty này thông qua hợp tác với các đối tác chiến lược và các đối tác quốc tế.

Vài tháng trước, CTCP Masan đã mua hơn 90% cổ phần của CompOne Services, một trong những công ty tư nhân lớn nhất trong dịch vụ quản lý y tế tại Mỹ.

Mối quan hệ đối tác với House Foods

Vào đầu tháng 12, công ty House Foods (HF) của Nhật Bản đã ký một thỏa thuận với MSN mua 1.9% cổ phần với giá 20 triệu USD ở mức giá 40,000đ/cp. House

Foods là một trong những công ty sản xuất thực phẩm khô và cà ry đóng gói hàng đầu trong khu vực. Đây là một công ty sản xuất cà ry có tên tuổi tại Nhật Bản với các thương hiệu như Vermont Curry và Jawa Curry. House Foods cũng sản xuất các loại bánh snack, mì ăn liền và nước giải khát như Ramune. House Foods niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Osaka và Sở giao dịch chứng khoán Tokyo với mã là 2810.

Thỏa thuận này sẽ giúp MSN tiếp cận với danh mục sản phẩm của HF. Công ty chi 50 triệu USD vào hoạt động nghiên cứu phát triển hàng năm và MSN muốn khai thác việc đưa các sản phẩm của HF vào Việt Nam và phân phối thông qua mạng lưới phân phối hiện tại của Masan Food. Các sản phẩm của HF khá phù hợp với hệ thống phân phối hiện tại của Masan Food. Đây là một thỏa thuận phân phối độc quyền và do đó sẽ giúp tăng khả năng hợp tác với các công ty thực phẩm quốc tế trong tương lai.

Thỏa thuận này có khả năng đưa đến việc thành lập một liên doanh với thỏa thuận sản xuất nhượng quyền với HF và liên doanh này sẽ nhập khẩu và phân phối (và cuối cùng có khả năng sẽ sản xuất) các sản phẩm của HF, trong đó MSN (hoặc Masan Foods) và cả HF giữ cổ phần. Tuy nhiên, đây chỉ là một dự đoán.

Bước hợp tác đầu tiên là HF gần đây đã gửi một nhóm R&D đến Masan Food và làm việc với đội ngũ R&D của Masan Foods trong vòng 6 tháng. Nhóm R&D của HF sẽ giúp Masan Foods nâng cấp chất lượng sản phẩm và tiêu chuẩn vệ sinh. Tuy nhiên, ưu tiên hàng đầu vẫn là nghiên cứu các sản phẩm mới cho Masan Food.

HF cũng đang triển khai một nghiên cứu thị trường dự kiến kéo dài 6 tháng cho một số sản phẩm cà ry tại thị trường Việt Nam. Nếu thành công, những sản phẩm cà ry này sẽ được phân phối và cuối cùng là sản xuất bởi liên doanh nói trên.

Với việc mua cổ phần MSN với giá khá cao, HF đã cho thấy họ tin tưởng vào tiềm năng tương lai của MSN và điều này có thể sẽ giúp giá cổ phiếu MSN giữ được mức hiện tại hoặc cao hơn. Và mặc dù chưa có nhiều khả năng việc hợp tác này sẽ tạo ra được doanh thu ngay trong năm sau, thì điều này cho thấy rõ ràng hơn chiến lược dài hạn của MSN trong ngành thực phẩm đồ uống.

Chúng tôi cho rằng MSN đang dần đến giai đoạn kinh doanh chủ động hơn và giờ đây khi việc niêm yết đã hoàn tất, chúng ta sẽ thấy công ty công bố nhiều hoạt động liên quan đến kế hoạch tương lai. Và mặc dù giá cổ phiếu không phải là rẻ, chúng tôi tin vào tiềm năng dài hạn của MSN trong việc mở rộng và phát triển các ngành kinh doanh cốt lõi, đồng thời đưa ra nhiều loại sản phẩm mới.

Dự báo tài chính Masan Food

Báo cáo kết quả HĐKD (tỷ đồng)	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Doanh thu thuần	570.5	660.1	1,922.1	3,979.5	5,635.7	7,142.6	8,374.7	9,673.5
Giá vốn hàng bán	(503.1)	(498.9)	(1,324.2)	(2,586.9)	(3,707.8)	(4,710.6)	(5,531.8)	(6,400.5)
Lợi nhuận gộp	67.4	161.2	597.9	1,392.6	1,927.9	2,432.0	2,842.9	3,273.0
Doanh thu tài chính	16.7	26.7	134.4	145.2	103.8	143.8	171.8	191.8
Chi phí tài chính	(8.4)	(13.0)	(60.8)	(59.2)	(47.2)	(46.6)	(43.1)	(40.0)
Chi phí bán hàng	(24.0)	(42.4)	(150.0)	(644.6)	(873.5)	(1,107.1)	(1,298.1)	(1,499.4)
Chi phí quản lý	(17.3)	(20.8)	(90.3)	(101.9)	(144.3)	(182.9)	(214.4)	(247.7)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	34.5	111.8	431.2	732.0	966.7	1,239.2	1,459.1	1,677.8
Lợi nhuận khác	0.6	2.1	3.6	(7.2)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.5	1.3	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	28.9	86.7	380.0	668.4	891.5	1,142.8	1,345.6	1,510.0
Lợi nhuận thuần sau thuế của cổ đông công ty mẹ	26.7	81.8	381.7	668.4	891.5	1,142.8	1,345.6	1,510.0
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Tài sản ngắn hạn	192.9	714.9	1,785.6	2,607.0	3,640.9	4,774.9	6,330.1	6,530.9
Tiền và tài sản tương đương tiền	3.3	17.8	159.3	265.8	566.4	1,309.6	2,363.3	2,564.1
Đầu tư ngắn hạn	-	5.5	1,080.0	1,500.0	2,000.0	2,200.0	2,500.0	2,500.0
Các khoản phải thu	138.9	545.1	288.8	452.9	571.3	668.2	770.3	770.3
Hàng tồn kho	45.5	126.0	193.1	292.9	382.3	455.4	532.8	532.8
Tài sản ngắn hạn khác	45.5	20.4	64.4	95.3	120.8	141.6	163.6	163.6
Tài sản dài hạn	119.9	307.6	645.4	1,312.8	1,440.2	1,447.0	1,269.6	1,269.6
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	61.6	168.7	602.1	1,251.8	1,362.9	1,356.4	1,164.9	1,164.9
Bất động sản đầu tư	0.4	5.2	46.0	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	55.9	60.6	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1.4	78.3	43.1	61.0	77.3	90.6	104.7	104.7
Lợi thế thương mại	-	-	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
Tổng tài sản	312.8	1,022.5	2,431.0	3,919.8	5,081.0	6,221.9	7,599.7	7,800.5
Nợ phải trả	164.9	375.3	1,306.5	2,171.2	2,532.5	2,731.5	3,052.3	3,052.3
Nợ ngắn hạn	161.6	366.1	1,181.3	2,056.5	2,428.3	2,827.0	3,042.7	3,042.7
Nợ dài hạn	3.3	9.2	125.2	114.7	104.3	(95.5)	9.6	9.6
Nguồn vốn chủ sở hữu	138.1	612.4	1,123.4	1,747.4	2,547.3	3,489.2	4,546.3	4,747.1
Nguồn vốn chủ sở hữu	138.0	612.9	1,123.4	1,702.8	2,445.6	3,320.2	4,301.8	4,502.6
Vốn và quỹ khác	0.1	(0.5)	-	44.6	101.7	169.0	244.5	244.5
Lợi ích của cổ đông thiểu số	9.8	34.7	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Tổng nguồn vốn	312.8	1,022.5	2,431.0	3,919.8	5,081.0	6,221.9	7,599.7	7,800.5

Dự báo tài chính Techcombank

Báo cáo kết quả HĐKD (tỷ đồng)	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Thu nhập lãi & các khoản thu tương tự	1,207.5	2,326.0	6,213.7	7,112.1	11,460.3	14,909.0	17,601.3	22,204.5
Chi phí lãi & các chi phí tương tự	(750.1)	(1,400.7)	(4,469.4)	(4,668.9)	(8,418.0)	(11,251.6)	(12,966.2)	(16,439.8)
Thu nhập lãi ròng	457.4	925.3	1,744.3	2,443.2	3,042.3	3,657.4	4,635.1	5,764.8
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	133.0	207.0	543.3	679.1	828.5	994.2	1,193.0	1,431.6
Chi phí hoạt động dịch vụ	(31.5)	(30.0)	(60.4)	(96.6)	(116.0)	(139.1)	(167.0)	(200.4)
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	101.5	176.9	482.9	582.5	712.5	855.0	1,026.0	1,231.3
Lãi thuần từ HĐKD ngoại hối + vàng	7.5	24.6	21.8	150.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán KD	-	-	-	-	-	-	-	-
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư	0.7	79.9	778.9	396.0	400.0	400.0	400.0	400.0
Thu nhập khác	44.2	4.5	9.4	170.0	170.0	170.0	170.0	170.0
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	-	3.0	94.4	98.4	129.0	161.1	195.7	237.2
Tổng thu nhập từ HĐKD	611.4	1,214.2	3,131.6	3,840.1	4,553.8	5,343.6	6,526.8	7,903.3
Chi phí quản lý	(224.2)	(425.4)	(904.0)	(1,157.1)	(1,434.9)	(1,779.2)	(2,206.2)	(2,713.7)
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng nợ khó đòi	387.2	788.8	2,227.6	2,682.9	3,119.0	3,564.4	4,320.6	5,189.6
Dự phòng giảm giá	(30.7)	(79.1)	(611.7)	(431.4)	(514.3)	(536.7)	(649.6)	(884.1)
Lợi nhuận trước thuế	356.5	709.7	1,615.9	2,251.5	2,604.7	3,027.7	3,671.0	4,305.5
Thuế doanh nghiệp	(99.6)	(199.4)	(432.8)	(562.9)	(651.2)	(756.9)	(917.8)	(1,076.4)
Lợi nhuận sau thuế	256.9	510.4	1,183.1	1,688.6	1,953.6	2,270.7	2,753.3	3,229.1
Lợi nhuận phân phối cho cổ đông	256.9	510.4	1,183.1	1,688.6	1,953.6	2,270.7	2,753.3	3,229.1
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Tiền & các khoản tương đương tiền	203.9	496.2	2,487.2	3,814.2	5,149.1	6,539.4	8,370.4	10,714.2
Tiền gửi tại ngân hàng Nhà nước	409.3	1,298.7	2,296.6	5,349.9	6,007.3	7,629.3	9,765.5	12,499.9
Tiền gửi tại các tổ chức tín dụng khác	4,458.3	9,303.7	15,526.0	17,527.0	21,190.1	23,309.1	25,640.0	31,386.3
Chứng khoán kinh doanh	-	-	-	-	-	-	-	-
Công cụ tài chính phái sinh	-	-	-	-	-	-	-	-
Cho vay khách hàng	8,696.1	20,486.1	26,019.0	42,082.0	56,865.3	76,909.8	102,806.4	132,215.2
Chứng khoán đầu tư	2,876.8	6,842.2	10,501.0	12,139.2	13,563.7	16,306.1	18,850.6	21,792.0
Đầu tư dài hạn	30.8	36.9	475.8	577.8	693.4	832.0	998.4	1,198.1
Tài sản cố định	338.3	437.0	574.5	795.5	1,068.8	1,495.0	1,952.7	2,677.1
Tài sản khác	312.8	641.8	1,480.5	2,961.1	3,849.4	4,619.3	5,774.1	7,217.7
Tổng tài sản	17,326.4	39,542.5	59,360.5	85,246.6	108,387.1	137,640.0	174,158.3	219,700.6
Các khoản nợ NHNN	57.9	302.0	-	-	-	-	-	-
Tiền gửi và vay của các TCTD khác	5,070.9	8,458.9	8,970.3	7,176.2	5,741.0	8,713.5	10,668.4	11,735.3
Tiền gửi khách hàng	9,566.0	24,476.6	39,930.7	63,569.6	85,819.0	108,990.1	139,507.4	178,569.5
Ủy thác đầu tư	277.3	161.2	232.0	232.0	232.0	232.0	232.0	232.0
Nợ từ chứng khoán phái sinh	-	-	-	-	-	-	-	-
Trái phiếu & trái phiếu chuyển đổi	192.2	1,750.7	2,761.8	3,314.2	3,977.0	4,772.4	5,726.9	6,872.2
Các khoản nợ khác	400.3	819.7	1,850.2	3,700.5	4,810.6	6,253.8	8,129.9	10,568.9
Vốn và quỹ khác	1,761.7	3,573.4	5,615.6	7,254.2	7,807.6	8,678.3	9,893.7	11,722.8
Tổng nợ phải trả & vốn CSH	17,326.4	39,542.5	59,360.5	85,246.6	108,387.1	137,640.0	174,158.3	219,700.6

Dự báo tài chính MSN (hợp nhất)

Báo cáo kết quả HĐKD (tỷ đồng)	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Doanh thu	3,979.5	5,635.7	7,142.6	8,374.7	9,673.5
Giá vốn hàng bán	(2,586.9)	(3,707.8)	(4,710.6)	(5,531.8)	(6,400.5)
Lợi nhuận gộp	1,392.6	1,927.9	2,432.0	2,842.9	3,273.0
Doanh thu tài chính	150.4	103.8	143.8	171.8	191.8
Chi phí tài chính	(102.9)	(216.5)	(168.9)	(64.0)	(40.0)
Phí bán hàng	(644.6)	(873.5)	(1,107.1)	(1,298.1)	(1,499.4)
Phí quản lý	(122.7)	(188.0)	(228.7)	(262.6)	(298.2)
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh	672.7	753.7	1,071.1	1,390.2	1,627.3
Lợi nhuận khác	22.4	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	692.2	892.2	1,273.1	1,688.5	2,020.8
Lợi nhuận sau thuế	635.8	817.0	1,176.6	1,575.0	1,853.0
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	370.9	574.5	865.8	1,209.0	1,442.3
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ điều chỉnh	386.6	743.8	988.0	1,229.8	1,442.3
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Tài sản ngắn hạn	2,447.7	2,690.0	3,723.9	4,858.0	6,413.2
Tiền và các khoản tương đương tiền	819.4	347.7	648.3	1,391.5	2,445.2
Đầu tư ngắn hạn	1,080.0	1,500.0	2,000.0	2,200.0	2,500.0
Các khoản phải thu	288.8	452.9	571.3	668.2	770.3
Hàng tồn kho	193.1	292.9	382.3	455.4	532.8
Tài sản khác	66.4	96.5	122.0	142.8	164.8
Tài sản dài hạn	4,539.6	5,281.4	5,408.8	5,415.6	5,238.2
Khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	602.1	1,251.8	1,362.9	1,356.4	1,164.9
Bất động sản đầu tư	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Đầu tư dài hạn	3,894.1	3,964.1	3,964.1	3,964.1	3,964.1
Tài sản dài hạn khác	38.9	61.0	77.3	90.6	104.7
Lợi thế thương mại	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
Tổng tài sản	6,987.3	7,971.4	9,132.6	10,273.5	11,651.3
Nợ phải trả	1,950.4	2,534.9	2,190.4	2,327.3	2,582.4
Nợ ngắn hạn	1,195.2	1,790.1	2,086.1	2,422.8	2,572.8
Nợ dài hạn	755.2	744.7	104.3	(95.5)	9.6
Nguồn vốn chủ sở hữu	4,730.6	5,088.5	6,285.3	6,931.9	7,659.8
Vốn chủ sở hữu	4,736.8	5,043.9	6,183.6	6,762.9	7,415.3
Vốn và quỹ khác	(6.2)	44.6	101.7	169.0	244.5
Lợi ích của cổ đông thiểu số	306.3	548.8	859.6	1,225.6	1,636.4
Tổng nguồn vốn	6,987.3	8,172.2	9,335.3	10,484.9	11,878.6

Masan Food _Các chỉ số chính

(Số liệu kiểm toán)	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	13,839,536	25,719,123	63,000,000	63,000,000	63,000,000	63,000,000	63,000,000
Số lượng cổ phiếu bình quân theo trọng số	11,509,321	24,730,069	63,000,000	63,000,000	63,000,000	63,000,000	63,000,000
Các chỉ số về định giá							
Thị giá	110,000						
EPS	7,109	15,433	10,609	14,150	18,140	21,358	23,969
P/E	15.5	7.1	10.4	7.8	6.1	5.2	4.6
BVPS	44,284	39,221	17,831	27,029	38,819	52,702	68,282
P/B	2.5	2.8	6.2	4.1	2.8	2.1	1.6
Doanh thu/cổ phiếu	57,354	77,723	63,167	89,456	113,374	132,932	153,548
Giá/doanh thu	1.9	1.4	1.7	1.2	1.0	0.8	0.7
Cổ tức							
DPS	NA	15,433	15,574	20,772	26,629	31,353	35,185
Cổ tức/giá	NA	14.0%	14.2%	18.9%	24.2%	28.5%	32.0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	NA	100%	147%	147%	147%	147%	0%
Tỷ lệ tăng trưởng (%)							
Tăng trưởng doanh thu	15.7%	191.2%	107.0%	41.6%	26.7%	17.3%	15.5%
Tăng trưởng LN trước thuế	215.3%	277.6%	66.7%	33.4%	28.2%	17.7%	15.0%
Tăng trưởng NPAT	206.8%	366.5%	75.1%	33.4%	28.2%	17.7%	12.2%
Tăng trưởng EPS	200.8%	240.3%	61.7%	33.4%	28.2%	17.7%	12.2%
Chỉ số thanh khoản nội bộ							
Hệ số thanh toán hiện hành	2.0	1.8	1.5	1.3	1.5	1.7	2.1
Hệ số thanh toán nhanh	1.6	1.5	1.3	1.1	1.3	1.5	1.9
Hệ số thanh toán bằng tiền mặt	0.1	2.2	1.0	0.9	1.1	1.2	1.6
Khả năng sinh lời (%)							
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24.4%	31.1%	35.0%	34.2%	34.0%	33.9%	33.8%
Tỷ suất EBIT	17.4%	22.6%	18.2%	17.2%	17.4%	17.4%	17.3%
Tỷ suất LN từ hoạt động kinh doanh	16.9%	22.4%	18.4%	17.2%	17.4%	17.4%	17.3%
Tỷ suất LN trước thuế	17.4%	22.6%	18.2%	17.2%	17.4%	17.4%	17.3%
Tỷ suất LN sau thuế	12.4%	19.9%	16.8%	15.8%	16.0%	16.1%	15.6%
Thuế suất hiện hành	25.9%	13.6%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	10.0%
LN/Tài sản (ROA)	12.3%	27.9%	32.3%	28.1%	25.4%	23.8%	21.9%
LN/Tài sản - bình quân trong 2 năm	14.7%	20.1%	30.1%	30.2%	26.7%	24.6%	22.8%
LN/Vốn CSH (ROE)	21.8%	47.1%	62.7%	63.1%	55.1%	46.7%	39.6%
LN/Vốn CSH - bình quân trong 2 năm	30.2%	34.4%	54.9%	62.9%	59.1%	50.9%	43.1%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày phải thu	189.1	105.1	39.2	24.2	26.3	27.1	27.3
Số ngày tồn kho	65.6	44.4	29.7	27.6	29.1	30.1	30.3
Số ngày phải trả	56.2	37.3	30.7	42.0	51.1	52.9	53.1
Vòng quay tài sản hiện hành	1.5	2.0	2.7	2.6	2.3	2.0	1.7
Vòng quay tổng tài sản	1.0	1.4	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
Vòng quay tài sản cố định	5.7	9.0	9.2	6.1	5.5	6.2	7.7
Vòng quay vốn chủ sở hữu	1.8	2.4	3.7	4.0	3.4	2.9	2.5
Chỉ số về tỷ lệ vay nợ							
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.6	0.7	1.2	1.2	1.0	0.8	0.7
Nợ/tài sản	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4

Nguồn: Công ty, HSC dự báo

Techcombank – Các chỉ số chính

Qui mô	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009E	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F
Số chi nhánh & phòng giao dịch	50	73	128	167	200	240	288	345.6	414.72
Số nhân viên	1039	1600	2900	3800	4560	5472	6292.8	7236.72	8322.228
Hệ số vốn									
Hệ số an toàn vốn	12.0%	10.9%	16.2%	12.6%	10.0%	10.0%	9.9%	8.5%	8.2%
Vốn tự có/tổng tài sản	9.5%	9.9%	9.4%	9.3%	8.9%	7.8%	6.7%	6.0%	5.5%
Hệ số nợ (tổng tài sản/vốn tự có)	1056.7%	1010.2%	1065.9%	1076.3%	1123.6%	1285.6%	1492.4%	1678.9%	1822.0%
Chất lượng tài sản									
Tỷ lệ giữa tài sản có rủi ro/tổng tài sản	92.6%	92.7%	89.4%	84.8%	81.7%	81.7%	80.7%	80.3%	79.9%
Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5)	0.3%	0.2%	1.4%	2.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Hệ số dự phòng rủi ro/tổng nợ xấu	539%	661%	49%	49%	53%	45%	62%	56%	56%
Chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh khoản									
Tài sản có tính thanh khoản cao/tổng tiền gửi khách hàng	80.8%	82.2%	72.5%	56.3%	61.1%	53.5%	49.3%	44.9%	42.8%
Dư nợ cho vay/tiền gửi khách hàng cá nhân	85.4%	90.9%	83.7%	65.2%	66.2%	66.3%	70.6%	73.7%	74.0%
Dư nợ cho vay/(tiền gửi khách hàng cá nhân và doanh nghiệp)	85.4%	89.1%	78.1%	60.9%	62.9%	63.3%	67.6%	70.8%	71.3%
Vay liên ngân hàng/tổng vay liên ngân hàng & tiền gửi khách hàng	31.9%	34.2%	24.4%	17.4%	9.7%	6.0%	7.1%	6.8%	6.0%
Khả năng sinh lợi									
ROA	1.9%	1.8%	1.8%	2.4%	2.3%	2.0%	1.8%	1.8%	1.6%
ROE	20.4%	18.5%	19.1%	25.8%	26.2%	25.9%	27.5%	29.6%	29.9%
Chênh lệch ròng (2-1)	3.2%	3.2%	3.2%	3.7%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
Tỷ lệ thu nhập lãi ròng/tổng tài sản sinh lãi bình quân	3.6%	3.5%	3.5%	3.9%	4.0%	3.8%	3.6%	3.6%	3.5%
Chi phí ngoài lãi/ AEA	na	1.6%	1.5%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh	80.7%	74.8%	76.2%	55.7%	63.6%	66.8%	68.4%	71.0%	72.9%
Tỷ lệ chi phí ngoài lãi vay/tổng thu nhập thuần	35.6%	36.7%	35.0%	28.9%	30.1%	31.5%	33.3%	33.8%	34.3%

Nguồn: Công ty, HSC dự báo

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn