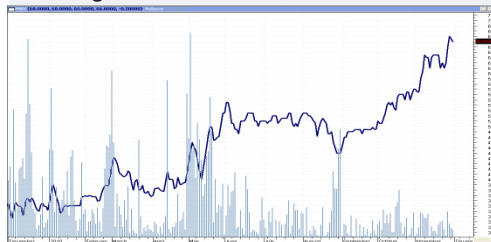


Biểu đồ giá



Thông tin cổ phiếu vào ngày 30/11/2010

Giá CP (đồng)	66,000
Số lượng niêm yết hiện tại	485,399,820
Số lượng CP đang lưu hành	485,399,820
Giá cao nhất trong 52 tuần	67,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	32,600
Thay đổi giá trong 3 tháng	46.7%
Thay đổi giá trong 6 tháng	30.7%
Thay đổi giá trong 12 tháng	89.1%
Khối lượng CP giao dịch tự do	88,805,422
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	1,746
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	32,036,388
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	1,643
Số lượng được phép sở hữu	237,845,912
Số lượng còn được phép mua	145,412,899
% sở hữu nước ngoài	19.0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%

Nguồn: HSC

Chỉ số	2009	2010F
Khả năng thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	2.0	3.4
Hệ số thanh toán nhanh	1.9	3.2
Khả năng sinh lời		
Lợi nhuận biên gộp	34.7%	40.4%
Lợi nhuận biên sau thuế	10.5%	14.5%
ROE	9.3%	14.4%
ROA	5.9%	7.3%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	14.0	10.2
Vòng quay hàng tồn kho	7.6	12.3
Vòng quay tổng tài sản	0.6	0.6
Vòng quay vốn CSH	0.9	1.2

Nguồn: MSN

Trường phòng phân tích - Trần Hương Mỹ
(84 8) 3 8233299
my.th@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

Đơn vị tính: tỷ đồng	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3,958	5,443	7,341	9,460	11,624
Lợi nhuận trước thuế	733	1,212	1,656	2,264	2,853
Lợi nhuận sau thuế (VAS)	417	787	1,114	1,556	1,968
Lợi nhuận sau thuế (proforma)	719	1,086	1,382	1,760	2,368
Tăng trưởng doanh thu	NA	37.5%	34.9%	28.9%	22.9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	NA	65.4%	36.7%	36.7%	26.0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	NA	88.8%	41.7%	39.7%	26.5%
EPS (VAS)	2,677	1,556	2,078	2,902	3,476
EPS (proforma)	4,618	2,149	2,576	3,282	4,181
BVPS	9,813	12,236	12,507	12,912	13,627
P/E	14.3	30.7	25.6	20.1	15.8
P/B	6.7	5.4	5.3	5.1	4.8
EV/EBITDA	29.6	18.0	14.3	11.4	8.8

Nguồn: MSN, HSC ước tính

CTCP Tập đoàn Masan (MSN – HoSE): Hạ mức đánh giá cổ phiếu từ Vượt trội xuống Nắm giữ do giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây.

- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần hợp nhất của MSN trong giai đoạn 2010-2013 so với dự báo gần đây nhất của chúng tôi vào tháng 5. Chúng tôi cho rằng Masan Food sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng CAGR của doanh thu và lợi nhuận thuần ở mức cao. Tuy nhiên, Techcombank đang phải đối mặt với những vấn đề về nợ xấu, và điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong tương lai gần.
- Dự án Núi Pháo đang tiến triển tốt với những diễn biến đáng chú ý gần đây; tuy nhiên dự án này sẽ không đem lại lợi nhuận doanh thu trước năm 2013 hay 2014.
- Chúng tôi đánh giá cao khả năng huy động vốn từ các đối tác nước ngoài – và đây là một điểm nổi bật của ban lãnh đạo công ty. Và mặc dù vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của MSN, chúng tôi đã giảm mức đánh giá đối với cổ phiếu của công ty từ Vượt trội xuống Nắm giữ vì chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đã phản ánh hết vào giá ở mức hiện tại.
- Trên thực tế, sau khi tính giá trị hợp lý của từng khoản đầu tư của MSN, chúng tôi cho rằng hiện tại giá cổ phiếu của công ty có lẽ đã tăng hơi cao so với giá trị hợp lý. Cổ phiếu hiện có P/E dự phóng năm 2010 và 2011 lần lượt là 31 và 25 lần. Tuy nhiên rủi ro giảm giá cổ phiếu là khá hạn chế do giá đã giữ khá vững mặc cho thị trường đi xuống.

KQKD hợp nhất Q3 2010 của MSN

Đơn vị tính: tỷ đồng	Q3 2010	Q2 2010	Q3 2009	q/q%	y/y%	9 tháng đầu năm 2009	9 tháng đầu năm 2010	y/y%
Doanh thu thuần	1,405	1,217	1,137	15.5%	23.5%	2,626	3,484	32.7%
Lợi nhuận gộp	611	530	383	15.2%	59.4%	900	1,463	62.6%
Doanh thu tài chính	90	71	29	27.2%	214.0%	69	227	227.3%
Chi phí tài chính	(66)	(47)	(29)	40.8%	129.5%	(51)	(163)	216.5%
Chi phí bán hàng	(225)	(187)	(245)	20.1%	-8.4%	(430)	(599)	39.2%
Chi phí quản lý	(39)	(34)	(41)	12.6%	-6.6%	(83)	(97)	16.8%
Lãi/lỗ từ cty liên doanh	(3)	9	10			10	19	95.3%
Lợi nhuận trước thuế	373	339	110	10.2%	240.1%	416	853	105.1%
Lợi nhuận sau thuế trừ đi lợi nhuận của cổ đông thiểu số	237	240	47	-1.3%	401.0%	193	573	197.5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	26.6%	27.8%	9.7%			15.8%	24.5%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	16.8%	19.7%	4.2%			7.3%	16.4%	

Nguồn – Masan

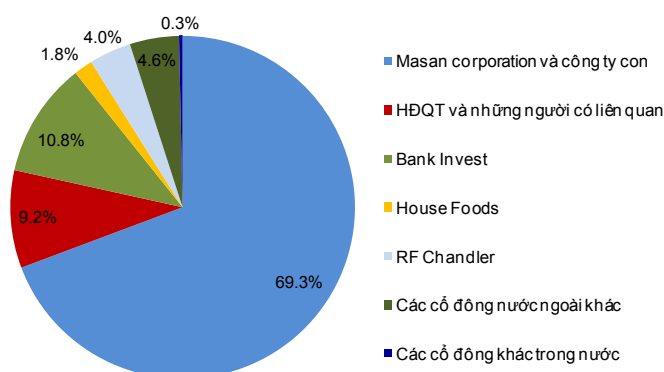
KQKD hợp nhất 9 tháng đầu năm 2010

- MSN gần đây đã công bố KQKD hợp nhất Q3/2010. Doanh thu thuần đạt 1,405 tỷ đồng, tăng 15.5% so với quý trước và tăng 23.5% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận thuần sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 237 tỷ đồng, giảm 1.3% so với quý trước, nhưng tăng 401% so với cùng kỳ năm trước. Đây là số liệu hợp nhất của công ty mẹ và Masan Food. Khoản đầu tư vào Techcombank được ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu.
- Trên bảng cân đối kế toán hợp nhất, tiền, các khoản tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn tăng 46% so với đầu năm. Trên bảng cân đối kế toán của công ty mẹ, tiền và đầu tư ngắn hạn đạt 1.198 tỷ đồng, tăng 81% so với đầu năm. Trong kỳ, công ty mẹ đã huy động 760 tỷ đồng tiền mặt, tương đương 40 triệu USD. Đây là khoản vay kỳ hạn 6 năm do Công ty Tài chính quốc tế (IFC) cung cấp, trong đó 190 tỷ đồng dưới dạng vay chuyển đổi.
- Từ tháng 1 đến tháng 11, MSN đã huy động tổng cộng 120 triệu USD, và chỉ có 40 triệu USD huy động từ IFC đã được ghi nhận trong báo cáo tài chính Q3. Còn lại 80 triệu USD sẽ được ghi nhận trên báo cáo khi MSN nhận được chấp thuận từ các cơ quan có thẩm quyền của nhà nước. Trong đó gồm 50 triệu USD từ việc phát hành cổ phiếu cho Orchid Fund và 30 triệu USD vay chuyển đổi của Goldman Sachs. MSN đã chứng tỏ khả năng xuất sắc trong việc huy động vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài cả dưới hình thức phát hành cổ phiếu và vay nợ. Việc phát hành cổ phiếu cho Orchid Fund đã được UBCKNN chấp thuận và công ty đang tiến

hành các thủ tục với HOSE để niêm yết bổ sung số cổ phiếu này trong năm nay. Còn việc vay nợ Goldman Sachs phải xin phép Ngân hàng Nhà nước và công ty hy vọng sẽ được chấp thuận sớm.

- Trong tháng 10, công ty đã phát hành 20 triệu cổ phần với giá 49,000đ/cp cho Orchid Fund Pte Ltd, một công ty con 100% vốn của R.F. Chandler thông qua một đợt phát hành riêng lẻ. Số tiền thu về từ đợt phát hành là 980 tỷ đồng (gần tương đương 50 triệu USD) và sẽ được ghi nhận trên báo cáo tài chính Q4. Với sự tham gia của RF Chandler, cơ cấu sở hữu của MSN sẽ như sau:
- Trong tháng 11, công ty đã ký thỏa thuận một khoản vay chuyển đổi trị giá 30 triệu USD với Goldman Sachs. Đây là khoản vay chuyển đổi bằng USD, sẽ chịu lãi suất 2% mỗi sáu tháng trong hai năm

Cơ cấu sở hữu vào ngày 24/11/2010



KQKD Q3 2010 của Masan Food

Đơn vị tính: tỷ đồng	Q3 2010	Q2 2010	Q3 2009	q/q%	y/y%	9 tháng đầu năm 2009	9 tháng đầu năm 2010	y/y%	Kế hoạch năm 2010	% hoàn thành KH
Doanh thu thuần	1,405	1,217	1,137	15.5%	23.5%	2,626	3,484	32.7%	6,000	58.1%
Lợi nhuận gộp	611	530	383	15.2%	59.4%	900	1,463	62.6%		
Doanh thu tài chính	33	31	29	5.7%	14.3%	69	93	34.5%		
Chi phí tài chính	(22)	(24)	(17)	-8.1%	27.9%	(40)	(72)	80.8%		
Chi phí bán hàng	(225)	(187)	(245)	20.1%	-8.4%	(430)	(599)	39.2%		
Chi phí quản lý	(32)	(31)	(30)	0.9%	6.3%	(71)	(84)	17.3%		
Lợi nhuận trước thuế	370	316	123	17.2%	200.1%	429	805	87.4%		
Lợi nhuận sau thuế	320	298	114	7.5%	181.6%	395	721	82.6%	1,000	72.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.5%	43.6%	33.7%			34.3%	42.0%			
Chi phí bán hàng/doanh thu	16.0%	15.4%	21.6%			16.4%	17.2%			
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	26.4%	26.0%	10.8%			16.3%	23.1%			
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	22.8%	24.5%	10.0%			15.0%	20.7%			

Nguồn – MSN, HSC ước tính, Masan Food

đầu; tăng lên 4% trong năm thứ ba và 6% cho thời gian còn lại của thời hạn vay vốn. Khoản vay này sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu của MSN với giá 65,000đ/cp và được chuyển đổi sang USD theo tỷ giá hiện hành.

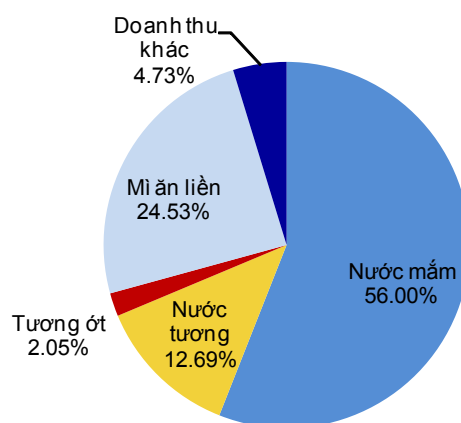
- Vài ngày trước, công ty đã tiết lộ việc sẽ ký tiếp một thỏa thuận vay chuyển đổi trị giá 30 triệu USD với Jade Dragon Limited (Mauritius). Thông tin chi tiết vẫn chưa được công bố.

Kết quả 9 tháng của Masan Food

- Doanh thu của Masan Food tăng trưởng khá mạnh trong 9 tháng đầu năm, tăng trưởng 32.7% so với cùng kỳ năm trước nhưng vẫn hơi thấp hơn so với kế hoạch; mới đạt 58.1% kế hoạch năm. Doanh thu tăng trưởng nhờ sự tăng trưởng của các sản phẩm hiện tại và sự đóng góp của các sản phẩm mới đưa ra thị trường. Trong 9 tháng đầu năm, công ty đã tung ra thị trường 3 sản phẩm mì ăn liền mới (Oh Ngon, Omachi 2 trong 1 và Omachi Spaghetti), một sản phẩm nước mắm mới (nước mắm Chinsu tỏi ớt) và một sản phẩm nước tương (nước tương Tam Thái Tử tỏi ớt). Tuy nhiên, như đã đề cập, doanh thu thực tế thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do sự chậm trễ trong việc đưa ra các sản phẩm mới.
- Trong 4 nhóm sản phẩm chính, sản phẩm nước mắm đóng góp nhiều nhất vào tổng doanh thu, chiếm 56% tổng doanh thu trong 9 tháng đầu năm. Mì ăn liền đứng thứ 2, đóng góp 24.5% vào tổng doanh thu; thứ 3 là sản phẩm nước tương, đóng góp 12.7%. Tuy nhiên, do cơ cấu doanh thu năm ngoái cùng kỳ năm ngoái không được công bố, chúng tôi đã không so sánh được từng nhóm sản phẩm.

- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh, 9 tháng đầu năm 2010 đạt 34.3% nhờ cơ cấu sản phẩm được cải thiện với sự tăng trưởng mạnh của các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao như nước mắm và mì ăn liền cao cấp, cũng như giá bán tăng. Từ năm 2009, nước mắm đã đạt được tỷ suất lợi nhuận gộp đạt hơn 40% và trong 9 tháng đầu năm nay, sản phẩm này đã đóng góp chủ yếu vào tổng doanh thu của công ty. Trong cùng kỳ, doanh số bán mì Omachi, thương hiệu mì ăn liền cao cấp của công ty với tỷ suất lợi nhuận gộp gần 40%, cũng tăng đáng kể và điều này cũng đã góp phần nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp chung của công ty.
- Giá bán bình quân đã tăng 14%. Phòng nghiên cứu và phát triển sản phẩm đã tạo ra những công thức sản phẩm mới giúp giảm chi phí sản xuất. Việc liên tục đưa ra thị trường nhiều sản phẩm mới đã khiến tỷ lệ chi phí bán hàng trong doanh thu tăng lên

Cơ cấu doanh thu 9 tháng đầu năm 2010

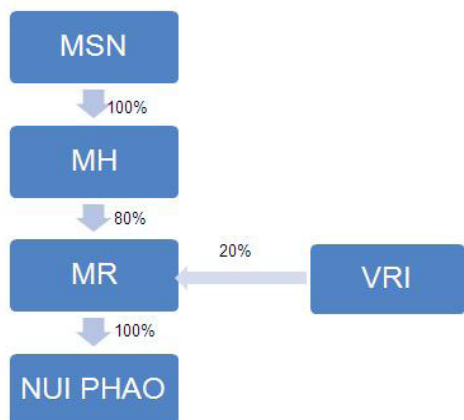


17.2% trong 9 tháng đầu năm nay, trong khi đó tỷ lệ này cùng kỳ năm ngoái là 16.4%. Trong đó, chi phí quảng cáo và xúc tiến bán hàng (A&P) chiếm 7-9% doanh thu, còn lại 8% là từ chi phí phân phối, chi phí vận chuyển và chi phí khác.

KQKD 9 tháng đầu năm 2010 của Techcombank

- Theo chuyên viên phân tích ngành ngân hàng của chúng tôi, TCB không công bố công khai báo cáo tài chính Q3 mà chỉ gửi trực tiếp lên NHNN. TCB chỉ công bố báo cáo kết quả kinh doanh cả năm trên website của mình. Tuy vậy, TCB cũng đã công bố lợi nhuận trước trích lập dự phòng của 9 tháng đầu năm 2010 tăng 5% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm giảm 5-6% so với cùng kỳ năm trước, đạt khoảng 1,600 tỷ đồng do chi phí trích lập dự phòng tăng. Theo đó, TCB mới chỉ hoàn thành 46% kế hoạch lợi nhuận của năm là 3,467 tỷ đồng (theo chúng tôi đây là một kế hoạch khá tham vọng).

Mỏ Núi Pháo



- Thương vụ mua mỏ Núi Pháo từ các quỹ của Dragon Capital đã hoàn tất vào ngày 23/9/2010. Hiện tại, MSN đang gián tiếp sở hữu 80% cổ phần của Núi Pháo. Còn lại 20% thuộc sở hữu của Vietnam Resource Investments (Holding) Limited (VRI), một quỹ do Dragon Capital quản lý.
- Cụ thể, MSN sở hữu 100% Masan Horizon Corporation (MH). MH sở hữu 80% Masan Resources Corporation (MR) và VRI sở hữu 20% còn lại. MR sở hữu 100% mỏ Núi Pháo. Giá trị hợp lý của thương vụ này xấp xỉ 130 triệu USD. Thương vụ này bao gồm nhiều công cụ tài chính như tín phiếu, cổ phiếu, quyền chọn mua cổ phiếu, quyền chọn bán cổ phiếu và MSN sẽ không phải thanh toán cho thương vụ này bằng tiền mặt sau 1 năm sau khi thương vụ này hoàn tất.

- VRI có một quyền chọn bán, sẽ được thực hiện trong thời hạn 1 tháng vào năm thứ 3 sau khi hoàn tất thương vụ, theo đó cho phép VRI đổi cổ phần của mình trong mỏ Núi Pháo lấy 25,900,000 cổ phiếu MSN. Và MSN có một quyền chọn mua đối với cổ phần của VRI trong MR, thanh toán tiền mặt trong năm 1, năm 2 và năm 3 sau khi hoàn tất giao dịch, thực hiện trong từng quý, quy đổi tương đương sang VNĐ theo tỷ giá của quý thực hiện. Ban đầu, quyền chọn trị giá 61,280,000 USD, tăng thêm 2,390,000 USD mỗi quý và đạt 90,000,000 USD vào cuối năm thứ 3.
- Điều đó có nghĩa là là nhiều khả năng MSN sẽ nâng lợi ích trực tiếp và gián tiếp của mình trong MR lên 100% vào tháng 9/2011. Bên cạnh đó, còn có một số thỏa thuận giữa MSN và các quỹ khác của Dragon Capital như VEIL, VGF và VDF.
- Như dự kiến, sau khi mua lại, MSN sẽ phải giải phóng mặt bằng; tìm kiếm nguồn vốn trong nước, thuê đội ngũ điều hành; đạt được thỏa thuận bao tiêu đầu ra và tìm kiếm đối tác chiến lược nhằm triển khai dự án. Cho tới nay, 3 trong số 5 việc mà MSN cần thực hiện nói trên đã đạt được những tiến triển đáng kể. Toàn bộ mặt bằng tại Núi Pháo sẽ được giải phóng từ cuối tháng 12/2010 cho đến cuối tháng 3/2011 với sự giúp đỡ của chính quyền địa phương. Công ty đã bổ nhiệm Dominic Heaton làm Tổng giám đốc. Ông Dominic Heaton là người có kinh nghiệm trong ngành khai khoáng với trên 20 năm kinh nghiệm trong ngành, cụ thể là kinh nghiệm trong việc phát triển và điều hành những tài sản tài nguyên lớn tại khu vực Đông Nam Á trong thời gian làm việc tại Papua New Guinea, Indonesia, và gần đây là Lào. Tuy nhiên, Masan Resources cần một đội ngũ điều hành hoàn chỉnh bao gồm những vị trí điều hành cao cấp khác để điều hành dự án.

- Về mặt tài chính, khoảng 130 triệu USD đã được đầu tư vào mỏ Núi Pháo trước thương vụ mua lại này. Và để bắt đầu đi vào hoạt động, mỏ cần thêm 350 triệu USD vốn đầu tư, mặc dù không phải cần giải ngân ngay mà giải ngân dần dần trong 1, 2 năm tới. Hiện tại, đã có một số cam kết cho vay tổng cộng 200 triệu USD đối với dự án Núi Pháo từ phía BIDV và các ngân hàng trong nước khác. Bên cạnh đó, cho đến giờ MSN đã huy động tổng cộng 120 triệu USD từ IFC, Orchid Fund và Goldman Sachs. Và có thể MSN sẽ tiếp tục huy động được 30 triệu USD từ Jade Dragon Limited. Chúng tôi ước tính hiện tại số dư tiền mặt và tiền gửi ngân hàng ngắn hạn của MSN (công ty mẹ) đạt 2.76 nghìn tỷ đồng, tương đương 141 triệu USD. Điều này có nghĩa là công ty trên thực tế không cần phải huy động thêm tiền mặt cho dự án, tuy nhiên, công ty vẫn muốn có nguồn tài chính để sử dụng khi cần.

Thị phần của Masan Food

Loại sản phẩm	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Nước tương	62.8%	70.0%	82.5%	86.5%	89.5%	92.5%
Nước mắm	19.2%	34.9%	43.7%	50.0%	54.5%	57.5%
Tương ớt	25.5%	33.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
Hạt nêm	9.5%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Mì ăn liền	2.2%	6.8%	7.8%	11.0%	14.5%	17.5%

Nguồn – MSN, HSC dự báo

Triển vọng tương lai**Masan Food**

- Chúng tôi dự báo trong 5 năm tới, doanh thu của Masan Food sẽ tăng với tốc độ CAGR là 31% nhờ tăng thị phần đối với các sản phẩm hiện tại với chiến lược mở rộng mạnh vào các vùng nông thôn và đầu tư mạnh hơn nhằm thúc đẩy doanh thu thông qua kênh siêu thị hiện đang tăng trưởng nhanh. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng của tất cả các mảng sản phẩm kinh doanh của công ty sẽ tăng trưởng mạnh. Trong 4 nhóm sản phẩm chính, chúng tôi cho rằng mì ăn liền sẽ tăng trưởng nhanh nhất (với tốc độ CAGR là 37.8%) do sản phẩm này còn nhiều cơ hội tăng trưởng khi thị phần của Masan Food còn thấp. Tăng trưởng nhanh thứ hai sẽ là sản phẩm nước mắm (tăng trưởng với tốc độ CAGR là 31.1%) nhờ công ty mở rộng vào những phân khúc chi phí thấp, đồng thời quy mô toàn bộ thị trường cũng khá lớn và đang tăng trưởng.
- Công ty cũng đang mở rộng sản các mảng sản phẩm thực phẩm khác. Gần đây, công ty đã đưa ra thị trường sản phẩm dầu ăn Chinsu làm từ cá mè. Công ty đã đặt ra kế hoạch doanh thu là 250-300 tỷ đồng cho sản phẩm mới này trong năm 2010. Masan Food còn có kế hoạch mở rộng sang các đồ uống không ga và thực phẩm đông lạnh cho những năm sau. Tuy nhiên, còn quá sớm để nói về triển vọng của những sản phẩm này và cho đến nay, chúng tôi

không bao gồm lợi nhuận từ các sản phẩm dầu ăn, đồ uống không ga và thực phẩm đông lạnh và mô hình dự báo lợi nhuận của mình. Thêm vào đó, việc đưa ra thị trường sản phẩm dầu ăn Chinsu đã bị trì hoãn 3 tháng, do đó trong năm nay nhiều khả năng sản phẩm này sẽ không đạt được kế hoạch doanh thu 250-300 tỷ đồng.

- Masan Food cũng dự kiến phân phối và sau đó là sản xuất các sản phẩm cà ri với sự hợp tác của Tập đoàn House Foods, Nhật Bản. Tuy nhiên, hiện tại kế hoạch này đang tạm thời bị trì hoãn. Theo ban lãnh đạo MSN, sau khi thực hiện một số khảo sát, công ty nhận thấy danh mục sản phẩm của House Foods chỉ chiếm một phần nhỏ trong thị trường Việt Nam và trước mắt House Foods sẽ giúp Masan Food nâng cấp chất lượng và vệ sinh thực phẩm đối với các sản phẩm hiện tại của Masan Food.
- Sau khi đưa ra mục tiêu trở thành công ty hàng đầu trong ngành thực phẩm đồ uống tại Việt Nam vào năm 2012, thì tăng trưởng là mục tiêu hàng đầu của Masan Food. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ đầu tư mạnh hơn vào quảng cáo, xây dựng thương hiệu và kênh phân phối. Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng trong doanh thu sẽ tăng lên 18% từ năm 2011 cho đến 2013.
- Chúng tôi cũng cho rằng Masan Food sẽ tạo ra nguồn tiền mặt lớn và có thể sử dụng nguồn tiền mặt này để đầu tư ngắn hạn như gửi ngân hàng và

Mô hình dự báo lợi nhuận của Masan Food

Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	1,922	3,958	5,443	7,341	9,460	11,624
Lợi nhuận trước thuế	435	722	1,156	1,540	2,010	2,515
Lợi nhuận sau thuế	382	664	1,062	1,414	1,846	2,309
EPS (đồng)	15,433	10,651	8,166	10,875	14,197	17,762
Tăng trưởng doanh thu	191.2%	105.9%	37.5%	34.9%	28.9%	22.9%
Tăng trưởng LN trước thuế	277.6%	66.1%	60.1%	33.2%	30.5%	25.1%
Tăng trưởng LN sau thuế	366.5%	74.1%	59.8%	33.2%	30.5%	25.1%
Tăng trưởng EPS	240.3%	60.7%	59.8%	33.2%	30.5%	25.1%

Nguồn – Masan Food, HSC dự báo

Mô hình dự báo lợi nhuận của Techcombank

Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Tổng tài sản	59,360	92,582	109,141	130,028	154,130	188,000
Tổng dư nợ cho vay	26,019	41,580	47,707	57,370	66,162	76,218
Tiền gửi khách hàng + giấy tờ có giá	42,692	67,384	83,978	100,774	120,929	145,114
Tổng vốn chủ sở hữu	5,616	7,324	7,539	7,132	7,100	7,500
Lợi nhuận trước thuế	1,616	2,253	1,964	2,089	2,443	2,898
Lợi nhuận sau thuế	1,183	1,700	1,473	1,567	1,832	2,173
EPS pha loãng (đồng)	2,879	3,648	2,125	2,260	2,643	3,135
Tăng trưởng tổng tài sản	67.0%	56.0%	17.9%	19.1%	18.5%	22.0%
Tăng trưởng cho vay	27.0%	59.8%	14.7%	20.3%	15.3%	15.2%
Tăng trưởng tiền gửi	62.8%	57.8%	24.6%	20.0%	20.0%	20.0%
Tăng trưởng tài sản	57.1%	30.4%	2.9%	-5.4%	-0.5%	5.6%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	131.8%	43.7%	-13.3%	6.3%	16.9%	18.6%

Nguồn – TCB, HSC dự báo

cho vay. Chúng tôi dự báo lợi nhuận tài chính thuần sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trước thuế của công ty, lên đến 12% lợi nhuận trước thuế vào năm 2013. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của Masan Food tăng trưởng với tốc độ CAGR là 36.5%, cao hơn mức tăng trưởng của doanh thu.

- Tóm lại, trong năm 2010, chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự báo doanh thu của Masan Food do kết quả đem lại từ các sản phẩm mới thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi (đạt xấp xỉ 500 tỷ đồng, thay vì 1,000 tỷ đồng như kỳ vọng của chúng tôi). Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần của Masan Food thêm 4% nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty được cải thiện và nhờ doanh thu từ hoạt động tài chính đạt cao. Đồng thời, chúng tôi cũng điều chỉnh

tăng dự báo tăng trưởng trung hạn cho doanh thu và lợi nhuận thuần.

Techcombank

- Chúng tôi dự báo trong năm 2010, Techcombank có thể đạt lợi nhuận trước thuế là 1,964 tỷ đồng, giảm 13% so với năm 2009. Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định là tăng trưởng cho vay sẽ đạt 15% và huy động đạt 25%. Dự báo tăng trưởng cho vay của chúng tôi đối với TCB là khá khiêm tốn do chúng tôi cho rằng ngân hàng đã khá thận trọng trong việc mở rộng hoạt động cho vay sau khi lãi suất có những đợt biến động mạnh và những lo lắng về chất lượng tín dụng sau 02 năm tăng trưởng tín dụng cao.

Mô hình dự báo lợi nhuận hợp nhất của MSN

Đơn vị tính: tỷ đồng	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3,958	5,443	7,341	9,460	11,624
Lợi nhuận trước thuế	733	1,212	1,656	2,264	2,853
Lợi nhuận sau thuế (VAS)	417	787	1,114	1,556	1,968
Lợi nhuận sau thuế (proforma)	719	1,086	1,382	1,760	2,368
Tăng trưởng doanh thu	NA	37.5%	34.9%	28.9%	22.9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	NA	65.4%	36.7%	36.7%	26.0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	NA	88.8%	41.7%	39.7%	26.5%
EPS (VAS)	2,677	1,621	2,158	3,015	3,603
EPS (proforma)	4,618	2,238	2,676	3,409	4,334
BVPS	9,813	10,923	12,300	13,964	16,066
P/E	13.4	27.7	23.2	18.2	14.3
P/B	6.3	5.7	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	34.4	20.9	16.6	13.2	10.2

Nguồn – MSN, HSC dự báo

- Và chi phí dự phòng nợ xấu cũng là một nhân tố quan trọng đằng sau dự báo thận trọng của chúng tôi đối với lợi nhuận của TCB. Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng năm nay sẽ tăng mạnh 185%, đạt 1,374 tỷ đồng. Điều này là do dư nợ cho vay nhóm 2 tăng lên và việc ngân hàng đã tích cực phân loại và trích lập dự phòng. Trong năm 2011, chúng tôi dự báo ngân hàng có thể đạt mức lợi nhuận trước thuế là 2,089 tỷ đồng, tăng 6.3% so với năm 2010.

Dự báo kết quả kinh doanh hợp nhất của MSN

- Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất của MSN sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 31% và lợi nhuận thuần là 35% trong 4 năm tới. Cổ phiếu MSN đã tăng mạnh thời gian gần đây và ở mức giá hiện tại, cổ phiếu MSN không còn rẻ với P/E dự phóng 2010 và 2011 lần lượt là 31 và 25 lần. Tuy nhiên, dự án Núi Pháo sẽ chưa thể đem lại lợi nhuận cho tới năm 2013 và nếu sử dụng P/E dự phóng 2010 và 2011 không thích hợp để định giá cổ phiếu MSN.
- Với mức giá hiện tại của cổ phiếu MSN là 66,000đ, chúng tôi đã tính toán giá trị của mỏ Núi Pháo là 20 nghìn tỷ đồng, tương đương 952 triệu USD. Kết quả này được tính bằng cách trừ giá trị hợp lý cổ phần nắm giữ của MSN trong Masan Food và Techcombank ra khỏi phần giá trị thị trường của MSN trừ đi tiền mặt thuần. Điều này có nghĩa là các nhà đầu tư kỳ vọng lớn vào lợi nhuận từ dự án Núi Pháo. Ban lãnh đạo của MSN cho rằng giá trị hợp lý của mỏ Núi Pháo vào khoảng 600-700 triệu USD và thị trường thậm chí còn lạc quan hơn thế. Và mặc dù đánh giá cao triển vọng tăng trưởng, năng lực thực hiện dự án và nguồn tiền mặt đang tăng của công ty, thì chúng tôi cho rằng hiện tại giá cổ phiếu hơi cao một chút. Do đó, chúng tôi giảm mức đánh giá đối với cổ phiếu MSN xuống Năm giữ.
- Chúng tôi rất tiếc vì hiện tại không có đầy đủ thông tin để định giá một cách toàn diện mỏ Núi Pháo. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ thu thập dần các thông tin để giải bài toán định giá này và sẽ công bố kết quả định giá của chúng tôi ngay khi có thể.

MSN - Báo cáo KQKD hợp nhất

<i>Đơn vị tính: tỷ đồng</i>	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3,958	5,443	7,341	9,460	11,624
Giá vốn hàng bán	(2,584)	(3,247)	(4,402)	(5,705)	(7,038)
Lợi nhuận gộp	1,374	2,196	2,940	3,754	4,585
Doanh thu tài chính	160	312	371	453	563
Chi phí tài chính	(103)	(242)	(200)	(111)	(89)
Chi phí bán hàng	(637)	(953)	(1,321)	(1,703)	(2,092)
Tổng chi phí quản lý	(105)	(146)	(191)	(242)	(294)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	689	1,169	1,597	2,152	2,673
Lợi nhuận khác	19	9	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	733	1,212	1,656	2,264	2,853
Lợi nhuận sau thuế	680	1,099	1,530	2,099	2,647
Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ	417	787	1,114	1,556	1,968

Nguồn – MSN, HSC dự báo

MSN - Bảng cân đối kế toán hợp nhất

<i>Đơn vị tính: tỷ đồng</i>	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Tài sản ngắn hạn	2,442	6,266	7,303	8,708	11,020
Tiền và các khoản tương đương tiền	1,124	3,340	3,684	3,770	4,756
Đầu tư ngắn hạn	776	1,796	2,296	3,296	4,296
Các khoản phải thu	283	781	839	1,006	1,176
Hàng tồn kho	199	252	355	472	590
Các tài sản khác hiện nay	60	97	129	165	201
Tài sản dài hạn	4,575	4,568	4,762	4,498	4,047
Khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	605	834	1,261	1,228	1,008
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3,920	3,666	3,412	3,158	2,904
Tài sản dài hạn khác	50	68	89	112	136
Lợi thế thương mại	4	4	4	4	4
Tổng tài sản	7,017	10,834	12,066	13,206	15,067
Nợ phải trả	1,948	4,030	4,323	4,704	5,093
Nợ ngắn hạn	1,211	1,867	2,240	2,657	3,082
Nợ dài hạn	737	2,164	2,083	2,047	2,011
Vốn chủ sở hữu	4,762	6,184	6,708	6,925	7,717
Vốn chủ sở hữu	4,763	6,184	6,708	6,925	7,717
Vốn và quỹ khác	(1)	-	-	-	-
Lợi nhuận của cổ đông thiểu số	307	620	1,035	1,578	2,257
Tổng nguồn vốn	7,017	10,834	12,066	13,206	15,067

Nguồn – MSN, HSC dự báo

MSN - Các chỉ số chính	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Lượng cổ phiếu đang lưu hành	485,399,820	505,399,820	536,321,583	536,321,583	566,321,583
Lượng cổ phiếu đang lưu hành bình quân	155,608,815	505,399,820	536,321,583	536,321,583	566,321,583
Định giá					
EPS cơ bản	2,677	1,556	2,078	2,902	3,476
Proforma EPS	4,618	2,149	2,576	3,282	4,181
P/E (EPS cơ bản)	24.7	42.4	31.8	22.7	19.0
P/E (proforma EPS)	14.3	30.7	25.6	20.1	15.8
BVPS	9,813	12,236	12,507	12,912	13,627
P/B	6.7	5.4	5.3	5.1	4.8
Doanh thu trên mỗi cổ phiếu	25,434	10,770	13,688	17,638	20,525
Giá/Doanh thu	2.6	6.1	4.8	3.7	3.2
EV/EBITDA	29.6	18.0	14.3	11.4	8.8
Cổ tức					
DPS	0	0	0	0	0
Cổ tức (tỷ đồng)	0	0	0	0	0
Cổ tức/giá	0%	0%	0%	0%	0%
Tăng trưởng cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Tỉ lệ chi trả cổ tức/lợi nhuận	0%	0%	0%	0%	0%
Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	100%	100%	100%	100%	100%
Tỷ lệ tăng trưởng (%)					
Tăng trưởng doanh thu		37.5%	34.9%	28.9%	22.9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế		65.4%	36.7%	36.7%	26.0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		88.8%	41.7%	39.7%	26.5%
Tăng trưởng EPS		-53.5%	19.9%	27.4%	27.4%
Chỉ số thanh khoản nội bộ					
Hệ số thanh toán hiện hành	2.0	3.4	3.3	3.3	3.6
Hệ số thanh toán nhanh	1.9	3.2	3.1	3.1	3.4
Hệ số thanh toán bằng tiền	1.6	2.8	2.7	2.7	2.9
Vòng quay các khoản phải thu	14.0	10.2	9.1	10.3	10.7
Vòng quay hàng tồn kho	7.6	12.3	12.9	12.7	12.4
Vòng quay các khoản phải trả	9.7	8.0	6.8	6.8	6.6
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34.7%	40.4%	40.0%	39.7%	39.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	18.5%	22.3%	22.6%	23.9%	24.5%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	10.5%	14.5%	15.2%	16.5%	16.9%
Thuế suất hiện hành	10.0%	7.8%	7.6%	7.3%	7.2%
Lợi nhuận/Tài sản (ROA)	5.9%	7.3%	9.2%	11.8%	13.1%
Lợi nhuận/Tài sản - Bình quân trong 2 năm	5.9%	6.6%	8.2%	10.5%	12.4%
Lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu (ROE)	9.3%	14.4%	17.3%	22.8%	26.9%
Lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu - Bình quân trong 2 năm	9.3%	11.8%	15.8%	20.1%	24.9%
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay tổng tài sản	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
Vòng quay tài sản cố định	8.6	10.2	10.2	9.0	9.3
Vòng quay vốn chủ sở hữu	0.9	1.2	1.3	1.5	1.7
Rủi ro tài chính					
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7
Nợ/Tài sản	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3

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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, 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