

28/07/2011

Giang Hoàng, Chuyên viên
giang.hoang@vcsc.com.vn
 +84 3 3814 5588, ext 142

Tú Phạm, Chuyên viên cao cấp
Tu.pham@vcsc.com.vn
 +84 3 3814 5588, ext 120

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu 97.500
Tỷ lệ tăng giá 5%

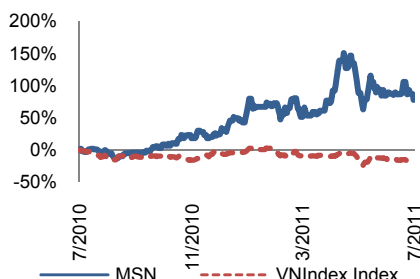
Conglomerate

Các chỉ số chính

Giá ngày 24/8/2011(VND)	92.500
Giá mục tiêu (VND)	97.500
TL tăng giá	1%
Mức thấp nhất 52 tuần (VND)	45.000
Mức cao nhất 52 tuần (VND)	129.000
KLGD bình quân 10 ngày(cp)	29.824
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)	515.272.269
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	49.466
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2.355
TL sở hữu nước ngoài	20,85%

Định giá	2010	2011F	2012F
EPS (cơ bản)	4.431	5.274	6.210
Tăng trưởng EPS	416,3%	19,0%	17,8%
P/E (market)	16,93x	17,26x	14,65x
P/B (market)	3,64x	3,52x	2,84x
EV / EBITDA	35,10x	14,78x	12,05x
ROE	30,5%	23,0%	22,3%
ROA	18,7%	13,8%	14,3%
ROIC	21,2%	16,2%	17,1%
Nợ/Vốn CSH %	50,4%	36,1%	24,7%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	2,2	4,0	78,6
Giá trị tương đối	12,5	23,6	97,5



Cơ cấu sở hữu

CTCP Masan	52,57%
Công ty TNHH Hoa Hướng Dương	20,95%
BankInvest	10,48%

Tiềm năng tăng trưởng đến từ các thương vụ M&A

Chúng tôi rất lạc quan về triển vọng phát triển của tập đoàn Masan (MSN) với giá mục tiêu 97.500 đồng, tăng 5% so với giá hiện tại. Chúng tôi định giá riêng từng lĩnh vực kinh doanh và dùng phương pháp Tổng các giá trị thành phần (SOTP) để xác định giá mục tiêu. Căn cứ lợi nhuận ròng ước tính năm 2011 là 130 triệu USD, MSN hiện đang giao dịch tại mức PE 17,4x, thấp hơn so với PE trung bình ngành trong khu vực là 28x mặc dù có quá trình tăng trưởng nổi bật hơn. Với lượng tiền mặt dồi dào, chúng tôi tin rằng việc triển khai các thương vụ mua bán & sáp nhập (M&A) sẽ đem lại yếu tố tăng trưởng quan trọng cho Tập đoàn. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại của cổ phiếu MSN vẫn còn khá hấp dẫn, khi mà các thương vụ M&A, việc ra mắt sản phẩm mới và khả năng tăng trữ lượng khai thác tại mỏ Núi Pháo đem lại giá trị gia tăng cho mức định giá hiện tại. Rủi ro trong mô hình định giá của chúng tôi gồm rủi ro về kinh tế vĩ mô, tình hình lạm phát và khả năng không thể chuyển phần tăng giá thành sản xuất sang cho khách hàng.

Chúng tôi dự báo MSN sẽ đạt doanh thu 400 triệu USD (tăng 60% so với 2010) và lợi nhuận ròng đạt 130 triệu trong năm 2011 nhờ thế mạnh trong lĩnh vực kinh doanh hàng tiêu dùng.

Giá trị được khẳng định thông qua những nhà đầu tư danh tiếng thế giới. Một trong những thương vụ đáng chú ý gần đây là giao dịch với tập đoàn KKR gần đây - thương vụ chào bán vốn chủ sở hữu tư nhân lớn nhất Việt Nam tính đến thời điểm này. KKR định giá công ty Hàng tiêu dùng Masan ở mức 1,6 tỷ USD, cao hơn trung bình ngành, cho thấy KKR đánh giá cao thương hiệu, hệ thống phân phối và khả năng tăng thị phần trên thị trường thực phẩm & đồ uống (F&B) của công ty cũng như năng lực của ban lãnh đạo trong việc xây dựng những danh mục sản phẩm hàng đầu.

Đội ngũ quản lý chuyên nghiệp hướng đến mục tiêu xây dựng cơ cấu tài sản gọn nhẹ tại các thị trường mới nổi. MSN có khả năng thu hút đội ngũ quản lý tài năng ở cả công ty mẹ và các công ty con. Tầm nhìn của Tập đoàn là xây dựng các công ty có cơ cấu tài sản gọn nhẹ với dòng tiền hấp dẫn và duy trì nguồn tiền mặt dồi dào.

Danh mục hoạt động hiệu quả cao. Ba công ty thành viên chính của Tập đoàn Masan gồm Công ty Hàng tiêu dùng Masan (Masan Consumer), Công ty cổ phần Tài nguyên Masan (Masan Resources) và ngân hàng Techcombank đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng.

i. CTCP Hàng tiêu dùng Masan: Chúng tôi dự báo doanh thu của CTCP Hàng tiêu dùng Masan tiếp tục tăng trưởng với tốc độ trung bình là 30%/năm trong 5 năm tới và có khả năng đạt 1 tỷ USD vào năm 2015. Danh mục sản phẩm phòng thủ cộng với xu hướng giữ giá của các sản phẩm thiết yếu và hệ thống phân phối sâu rộng chính là những yếu tố thuận lợi cho hoạt động công ty. Ngoài ra, chúng tôi còn khá ấn tượng với CTCP Hàng tiêu dùng Masan bởi khả năng duy trì nguồn tiền mặt dồi dào và tỷ suất sinh lời trên vốn cao.

ii. CTCP Tài nguyên Masan: Kể từ khi công ty mua lại cổ phần của Dragon Capital tại Núi Pháo đã có một số tiến triển lạc quan: 1) giá Tungsten APT (thành phần chủ yếu trong mỏ) đã tăng khoảng 80%, 2) Mount Kellet mua 20% cổ phần trong CTCP Tài nguyên Masan giúp nâng giá trị của mỏ lên 500 triệu USD, 3) Tập đoàn Masan có quyền chọn mua đối với số cổ phần của Dragon Capital tại CTCP Tài nguyên Masan.

iii. Ngân hàng Techcombank: Techcombank là một trong những ngân hàng thương mại phát triển nhanh nhất với tốc độ tăng trưởng tài sản và lợi nhuận ấn tượng trong ba năm qua, trung bình tăng 12%/năm và 36%/năm. Techcombank là ngân hàng có giá trị tài sản lớn thứ 5 trong các ngân hàng thương mại cổ phần, sau CTG, VCB, ACB và STB.

28/07/2011

Nội dung

Tiêu điểm đầu tư	1
1. Giá trị được khẳng định thông qua những nhà đầu tư danh tiếng thế giới.....	1
2. Đội ngũ quản lý chuyên nghiệp cho thị trường mới nổi	2
3. Chủ động tìm kiếm các thương vụ M&A có giá trị dựa trên nguồn tiền mặt dồi dào	3
4. Hiệu quả hoạt động cao của các công ty thành viên	3
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	4
Doanh thu tăng trưởng tốt.....	4
Cơ cấu doanh thu	5
Nâng cao tỷ suất lợi nhuận	6
Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp	8
Biên lợi nhuận hoạt động tăng trưởng tốt.....	8
Dẫn đầu thị trường với danh mục sản phẩm phòng thủ	9
Xu hướng giữ giá của các sản phẩm thiết yếu	9
Hệ thống phân phối mạnh tạo lợi thế cạnh tranh trong ngành	10
Nguồn tiền mặt dồi dào	11
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư tăng trưởng	11
Triển vọng lợi nhuận của CTCP Hàng tiêu dùng Masan	12
CTCP Tài nguyên Masan.....	13
Trữ lượng khoáng sản tại Nuiphaovica.....	13
Vonfram WO ₃ là thế hệ kim loại tiếp theo	14
Ngân hàng Techcombank- TCB	16
Triển vọng lợi nhuận Techcombank.....	20
Định giá tập đoàn Masan	23
1. Định giá CTCP Hàng tiêu dùng Masan	23
2. Định giá CTCP Tài nguyên Masan.....	25
3. Định giá Techcombank.....	26
Rủi ro.....	28
Phân tích kỹ thuật	29

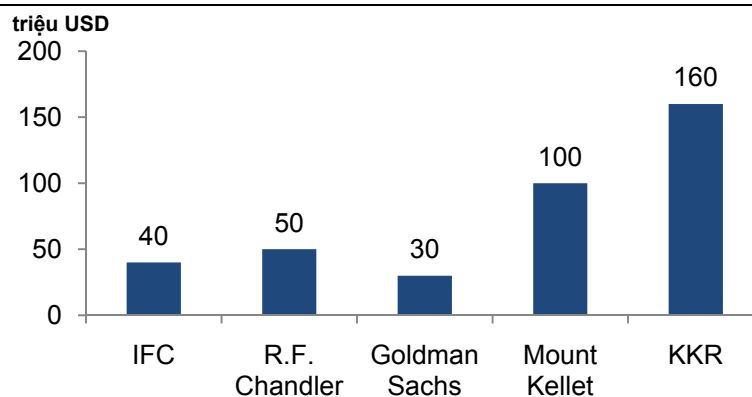
Tiêu điểm đầu tư

Chúng tôi lạc quan về triển vọng phát triển của Tập đoàn Masan dựa trên các tiêu điểm sau: 1) giá trị được khẳng định thông qua những nhà đầu tư danh tiếng thế giới, 2) đội ngũ quản lý chuyên nghiệp có khả năng lãnh đạo doanh nghiệp vượt qua biến động kinh tế trên các thị trường mới nổi, 3) khả năng theo đuổi cả hai mục tiêu tăng trưởng hữu cơ và tăng trưởng ngoài hoạt động chính với lượng tiền mặt dồi dào, 4) Danh mục hoạt động liên tục đạt hiệu quả cao. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng MSN còn nhiều tiềm năng phát triển hơn nữa nhờ các thương vụ mua bán & sáp nhập cùng với việc ra mắt nhiều dòng sản phẩm mới và khả năng tăng trữ lượng khai thác tại mỏ Núi Pháo đem lại giá trị gia tăng cho mức định giá hiện tại của cổ phiếu MSN.

1. Giá trị được khẳng định thông qua những nhà đầu tư danh tiếng thế giới

Chiến lược của Tập đoàn Masan là tập trung xây dựng mô hình kinh doanh có cơ cấu tài sản gọn nhẹ nhưng có khả năng tạo ra dòng tiền mạnh và ổn định. Chiến lược phù hợp đã giúp công ty thích nghi với tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn cũng như chu kỳ biến động tài chính ngắn ở thị trường mới nổi như Việt Nam. Một trong những minh chứng cho chiến lược này là thương vụ với tập đoàn KKR gần đây – thương vụ chào bán vốn chủ sở hữu tư nhân lớn nhất tại Việt Nam tính đến thời điểm này. Khoản đầu tư của KKR không chỉ hỗ trợ cho công ty nguồn tiền mặt đáng kể để củng cố các hoạt động hiện tại mà còn tạo nguồn lực cho MSN thực hiện các thương vụ M&A trong những phân khúc thị trường còn bị bỏ ngỏ. Thương vụ này cũng minh chứng cho chiến lược của Tập đoàn Masan là xây dựng những thương hiệu vượt trội tại Việt Nam và vươn lên so với các công ty khác trong ngành chỉ tập trung vào cạnh tranh về giá để đạt thị phần. KKR định giá CTCP Hàng tiêu dùng Masan là 1,6 tỷ USD, tương ứng PE 16x dựa trên lợi nhuận ròng dự kiến năm 2011 là 100 triệu USD. Mức định giá cao hơn trung bình ngành này cho thấy KKR đánh giá cao thương hiệu, hệ thống kênh phân phối và khả năng tăng thị phần trên thị trường thực phẩm & đồ uống của CTCP Hàng tiêu dùng Masan cũng như năng lực của ban lãnh đạo trong việc xây dựng những sản phẩm hàng đầu thị trường.

Hình 1: Những nhà đầu tư danh tiếng thế giới tại MSN



Nguồn: VCSC tổng hợp

28/07/2011

Kể từ báo cáo chi tiết lần đầu của chúng tôi, thương hiệu và các lĩnh vực hoạt động của MSN tại các công ty con và công ty mẹ ngày càng được các nhà đầu tư thế giới đánh giá cao. Trong tháng 5/2010, công ty Tài chính Quốc tế (IFC) đã hỗ trợ cho Tập đoàn Masan khoản vay 40 triệu USD, thời hạn 6 năm, có thể chuyển đổi một phần. Trong tháng 10/2010, Orchid Fund, quỹ đầu tư thuộc quyền sở hữu toàn phần của R.F. Chandler đã đầu tư 50 triệu USD để mua cổ phần MSN. Trong tháng 11, Goldman Sachs mua 1,7% cổ phần của MSN trên cơ sở pha loãng hoàn toàn thông qua khoản vay có thể chuyển đổi trị giá 30 triệu USD. Sự tham gia của những nhà đầu tư danh tiếng thế giới càng khẳng định giá trị của Tập đoàn Masan. Hơn nữa, giá trị của các công ty con còn được thể hiện qua giao dịch HSBC sở hữu 20% cổ phần chiến lược của ngân hàng Techcombank trong khi Mount Kellet, tập đoàn đầu tư vốn sở hữu tư nhân hàng đầu thế giới nhắm vào các công ty tài nguyên cũng đã mua 20% cổ phần (khoảng 100 triệu USD) tại CTCP Tài nguyên Masan.

Sự hiện diện của các nhà đầu tư chiến lược đã giúp công ty tiếp cận được những mô hình kinh doanh tốt nhất trên thế giới. Chúng tôi lưu ý rằng không một công ty khu vực tư nhân nào tại Việt Nam có thể tiếp cận nhóm các nhà đầu tư chiến lược đa dạng như MSN. Chúng tôi tin rằng những lĩnh vực hoạt động tạo dòng tiền mạnh của Masan cộng với khả năng tiếp cận nguồn vốn thông qua các nhà đầu tư chiến lược sẽ đem lại lợi thế cạnh tranh đáng kể cho MSN so với các công ty khác tại Việt Nam đang đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn vốn, từ đó củng cố sức mạnh tài chính để hợp nhất các công ty khác.

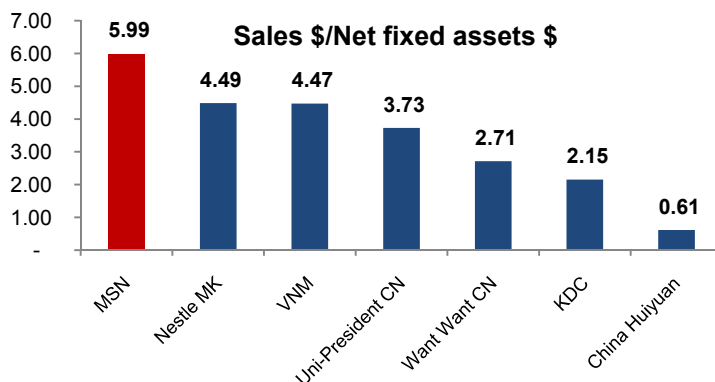
2. Đội ngũ quản lý chuyên nghiệp cho thị trường mới nổi

Tập đoàn Masan có khả năng thu hút một trong những đội ngũ quản lý tốt nhất ở cả cấp công ty mẹ và các công ty con với tổng cộng 150 năm kinh nghiệm làm việc tại những công ty đa quốc gia danh tiếng toàn cầu. Đội ngũ lãnh đạo giỏi giúp MSN tiếp cận những mô hình kinh doanh tiên tiến cùng chiến lược quản lý rủi ro và tài chính tốt nhất thế giới. Khả năng xác định thị trường mới để cung cấp sản phẩm phù hợp với thị hiếu địa phương giúp công ty cạnh tranh hiệu quả hơn so với các công ty đa quốc gia khác. Trong khi đó, chiến lược marketing tập trung xây dựng những thương hiệu sản phẩm cao cấp giúp MSN tạo sự khác biệt với những công ty trong nước thường cạnh tranh về giá.

Tầm nhìn của ban lãnh đạo tập đoàn là xây dựng mô hình kinh doanh có cơ cấu tài sản gọn nhẹ với dòng tiền hấp dẫn và duy trì cân đối kế toán thận trọng để tận dụng những biến động vĩ mô trên thị trường mới nổi như Việt Nam trở thành lợi thế riêng. Chúng tôi tin rằng đội ngũ quản lý có khả năng thích ứng với những biến động chu kỳ tài chính là lợi thế cạnh tranh quan trọng giúp công ty vươn lên vị trí dẫn đầu khu vực.

28/07/2011

Hình 2: Cơ cấu tài sản gọn nhẹ tạo vòng quay tài sản cố định tốt hơn các công ty khác trong nước và trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, VCSC

3. Chủ động tìm kiếm các thương vụ M&A có giá trị dựa trên nguồn tiền mặt dồi dào

Phương thức quản lý cân đối kế toán thận trọng cho phép công ty tăng trưởng ổn định và nắm bắt thời cơ mua lại các doanh nghiệp khác với giá hấp dẫn trong thời kỳ khủng hoảng tài chính. Tình trạng thanh khoản thắt chặt và chi phí vốn vay cao hiện nay cho thấy tầm nhìn của ban lãnh đạo tập đoàn là phù hợp và tạo đòn bẩy để MSN theo đuổi chiến lược phát triển theo chiều dọc cho những công ty hiện tại cũng như bổ sung thêm những công ty mới với mức định giá hấp dẫn.

MSN đã duy trì được một lượng tiền mặt dồi dào với tổng tiền mặt hợp nhất trên bảng cân đối kế toán tính đến ngày 30/6 là khoảng 346 triệu USD. Do đó, chúng tôi tin rằng MSN có thể tập trung xác định những danh mục sản phẩm mới, trong đó: 1) công ty có thể cung cấp những sản phẩm dẫn đầu thị trường và 2) các công ty trong nước có lợi thế cạnh tranh hơn các công ty đa quốc gia.

4. Hiệu quả hoạt động cao của các công ty thành viên

Ba công ty thành viên chính của tập đoàn Masan bao gồm Công ty Hàng tiêu dùng Masan (Masan Consumer), Công ty cổ phần Tài nguyên Masan (Masan Resources) và ngân hàng Techcombank đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng.

CTCP Hàng tiêu dùng Masan dẫn đầu thị trường F&B, chiếm 80% thị phần nước tương, 74% thị phần nước mắm có thương hiệu và 17% thị phần mì ăn liền. Công ty đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 104% và tăng trưởng lợi nhuận ròng 143% trong giai đoạn 2007-2010. Chúng tôi lạc quan về hiệu quả hoạt động liên tục của CTCP Hàng tiêu dùng Masan với danh mục sản phẩm phòng thủ cộng với xu hướng giữ giá của các sản phẩm thiết yếu và hệ thống phân phối sâu rộng. Trong năm 2011, chúng tôi dự báo công ty CTCP Hàng tiêu dùng Masan có thể đạt doanh thu 400 triệu USD và lợi nhuận ròng 100 triệu USD, tăng tương ứng 45% và 69% so với cùng kỳ năm ngoái.

28/07/2011

CTCP Tài nguyên Masan hiện đang sở hữu mỏ vonfram (tungsten hay wolfram) lớn nhất ngoài Trung Quốc, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 8% sản lượng toàn cầu. Chúng tôi dự báo CTCP Tài nguyên Masan có thể đạt doanh thu khoảng 500 triệu USD và dòng tiền khoảng 300 triệu USD bắt đầu từ năm 2013. Chúng tôi tin rằng kết quả của CTCP Tài nguyên Masan cho thấy MSN có khả năng đem lại lợi nhuận gia tăng cho nhà đầu tư ngoài giá trị đóng góp từ hai công ty hiện tại trong hệ thống.

Techcombank là ngân hàng khu vực tư nhân lớn thứ ba cả nước, có tốc độ tăng trưởng tài sản trung bình 12%/năm và tăng trưởng lợi nhuận ròng trung bình 36%/năm trong 3 năm qua. Chúng tôi dự báo Techcombank sẽ tiếp tục đạt hiệu quả hoạt động cao nhờ tập trung vào phân khúc khách hàng doanh nghiệp vừa & nhỏ (SME) và hoạt động bán lẻ cùng với tiến trình mở rộng mạng lưới nhanh chóng, đầu tư công nghệ thông tin, tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu và vốn dài hạn, công tác quản lý tài sản được củng cố. Chúng tôi dự báo Techcombank đạt lợi nhuận ròng khoảng 2.400 tỷ đồng trong năm 2011, tức tăng trưởng 17% so với cùng kỳ năm trước.

Về dài hạn, ngành ngân hàng Việt Nam vẫn là lĩnh vực quan trọng góp phần tăng trưởng kinh tế và hứa hẹn nhiều triển vọng, do:

- Tăng trưởng tín dụng tiếp tục là chìa khóa tăng trưởng GDP.
- Thị trường ngân hàng bán lẻ non trẻ sẽ phát triển nhanh chóng khi thu nhập cá nhân tăng.
- Lượng tiền tiết kiệm trong dân còn rất lớn và thói quen tiết kiệm sẽ thay đổi dần từ chỗ giữ vàng và USD tại nhà sang hình thức gửi vào các ngân hàng. Ước tính tổng lượng tiền tiết kiệm trong nước chiếm 40% GDP Việt Nam.

CTCP Hàng tiêu dùng Masan

Doanh thu tăng trưởng tốt

Tập đoàn Masan đã đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình lên 104%/năm kể từ năm 2007, hiện tại chủ yếu là đến từ CTCP Hàng tiêu dùng Masan. Chúng tôi dự báo doanh thu của CTCP Hàng tiêu dùng Masan sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình là 30%/năm trong 5 năm tới và có khả năng đạt 1 tỷ USD vào năm 2015.

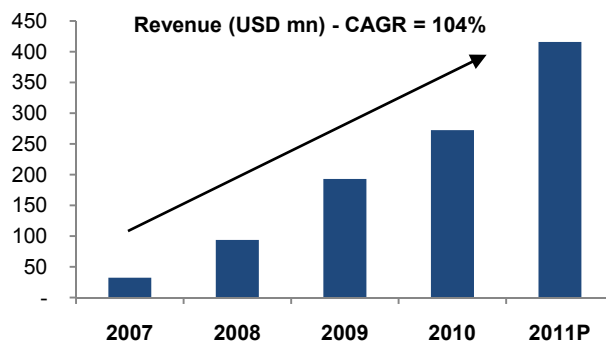
Chúng tôi tin rằng đà tăng trưởng của CTCP Hàng tiêu dùng Masan sẽ tiếp tục ít nhất trong vòng 5 năm tới nhờ phân khúc nước mắm và mì ăn liền. Sản phẩm nước mắm đem lại 55% doanh thu cho công ty trong Q1/2011 và vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng vì CTCP Hàng tiêu dùng Masan hiện mới chỉ chiếm khoảng 29,4% tổng thị phần, khi mà 74% thị phần nước mắm cao cấp có thương hiệu mà công ty đang nắm giữ tương đương với 40% tổng thị phần. 70% thị phần nước mắm còn lại hiện được chia nhỏ cho các nhà sản xuất trong nước không có thương hiệu hoạt động trên quy mô nhỏ và sử dụng công nghệ lạc hậu. Chúng tôi đánh giá CTCP Hàng tiêu dùng Masan có nhiều tiềm năng củng cố và vươn lên dẫn đầu thị trường này. Hơn nữa, khi thu nhập khả dụng tăng, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu dùng nước mắm sẽ chuyển từ những sản phẩm không thương hiệu sang những sản phẩm có thương hiệu. Do đó, CTCP Hàng tiêu dùng Masan có thể kỳ vọng đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn trung bình ngành là 20-25%/năm trong vòng 5 năm tới.

28/07/2011

Đối với sản phẩm mì ăn liền, CTCP Hàng tiêu dùng Masan đã nỗ lực đạt được 17% thị phần trong Q1/2011, tăng trưởng 30% so với Q1/2010. Giống như sản phẩm nước mắm, thị trường cũng bị chia nhỏ và một số công ty lớn đang cạnh tranh vị trí dẫn đầu, bao gồm cả Acecook và Asiafood, tổng cộng chiếm hơn 50% thị phần. Mặc dù tình hình cạnh tranh ở phân khúc này gay gắt hơn nhưng chúng tôi tin rằng CTCP Hàng tiêu dùng Masan có khả năng vượt qua những nhà sản xuất khác và dẫn đầu thị trường trong 5 năm tới nhờ chiến lược marketing hiệu quả, chiến lược đổi mới sản phẩm và mạng lưới phân phối sâu rộng.

Với hiệu quả hoạt động trong nửa đầu năm 2011, chúng tôi dự báo CTCP Hàng tiêu dùng Masan sẽ đạt doanh thu 400 triệu USD trong năm 2011, tăng 60% so với năm 2010. Đáng chú ý là trong ước tính của chúng tôi chưa bao gồm các dòng sản phẩm mới được giới thiệu trong năm 2011 có khả năng thúc đẩy tăng trưởng và nâng mức dự báo. Chúng tôi lưu ý rằng MSN vừa tái cơ cấu CTCP Thực phẩm Masan thành CTCP Hàng tiêu dùng Masan để khẳng định vị trí công ty hàng tiêu dùng lớn mạnh tại Việt Nam. CTCP Hàng tiêu dùng Masan hiện đang xem xét một số thị trường mới, vì vậy chúng tôi tin rằng mức dự báo sẽ tăng.

Hình 3: Doanh thu có xu hướng tăng



Nguồn: CTCP Hàng tiêu dùng Masan, VCSC ước tính

Cơ cấu doanh thu

MSN hiện chỉ hợp nhất doanh thu của CTCP Hàng tiêu dùng Masan vì phần đóng góp của ngân hàng Techcombank được phản ánh trong mục "Lợi nhuận từ công ty liên kết" trên Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh. Với CTCP Hàng tiêu dùng Masan, doanh thu chủ yếu đến từ 1) nước mắm, đóng góp 55% doanh thu, 2) mì, đóng góp 30% doanh thu, 3) nước tương, đóng góp 10% doanh thu và 4) tương ớt, đóng góp 2% doanh thu. Sản phẩm dầu ăn vừa được giới thiệu vào đầu năm 2011 đóng góp khoảng 1% doanh thu.

Trong Q1/2011, doanh thu nước mắm đạt 730 tỷ đồng, tăng 40% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ lệ đóng góp doanh thu của nước mắm giảm từ 84% trong Q1/2010 xuống 55% do các sản phẩm mì tăng thị phần. Biên lợi nhuận gộp của phân khúc nước mắm vẫn rất ấn tượng với 47% trong Q1/2011. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ suất lợi nhuận của dòng sản phẩm này vẫn tăng đều trong ba năm qua.

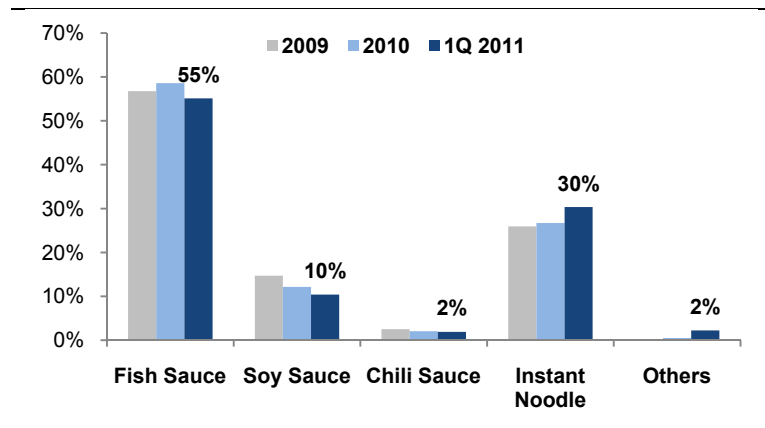
Chúng tôi lạc quan với khả năng nâng cao lợi nhuận của công ty trong phân khúc mì gói. CTCP Hàng tiêu dùng Masan gia nhập thị trường mì khá trễ trong khi đây là thị trường có tính cạnh tranh cao, tuy nhiên, chiến lược thương hiệu mà công ty đã triển khai tốt cho các

28/07/2011

sản phẩm khác đã tạo điều kiện thuận lợi giúp công ty gia nhập thành công thị trường này. Sau bước đi đầu tiên nhắm vào phân khúc mì ăn liền cao cấp thông qua thương hiệu Omachi, công ty đã di chuyển vào phân khúc bình dân với thương hiệu mì Tiến Vua. Doanh thu mì đạt 402 tỷ đồng, tăng 68% so với cùng kỳ năm trước trong khi thị phần mì tăng lên 17% từ mức 13% trong năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận trong năm 2011 của phân khúc này tăng lên 24% so với 19% trong năm 2010. Thành công của CTCP Hàng tiêu dùng Masan trong phân khúc mì là thành quả đánh dấu bước đột phá vào ngành hàng đóng gói và thực phẩm tiện lợi.

Doanh thu sản phẩm nước tương tăng lên 138 tỷ đồng - tăng 24% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên biên lợi nhuận giảm từ 44% xuống 39%. Thị phần vẫn ổn định ở mức 80%. Doanh thu tương ớt tăng lên 25 tỷ đồng, tương ứng tăng 135% so với cùng kỳ, trong khi biên lợi nhuận tăng lên 38% từ 21% trong năm 2010.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu



Nguồn: MSN

Nâng cao tỷ suất lợi nhuận

Lợi nhuận ròng của Tập đoàn Masan được hợp nhất chủ yếu từ hai công ty con là CTCP Hàng tiêu dùng Masan (với 62,3% là sở hữu trực tiếp và 14,2% là sở hữu gián tiếp thông qua việc mua lại các công cụ SPV (special purpose vehicle) tương lai đang sở hữu 16% cổ phần của CTCP Hàng tiêu dùng Masan) và Techcombank (với 19,88% là sở hữu trực tiếp và 10,96% là lợi ích kinh tế thông qua hình thức mua gián tiếp trái phiếu chuyển đổi của Techcombank), trong đó lợi nhuận từ Techcombank được đưa vào mục "Lợi nhuận từ công ty liên kết" trên Báo cáo KQHĐKD. CTCP Tài nguyên Masan sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu vào năm 2013 khi các hoạt động khai thác khởi động. Do đó, khả năng nâng cao biên lợi nhuận mạnh trong những năm qua và hai năm tới vẫn chủ yếu là từ CTCP Hàng tiêu dùng Masan.

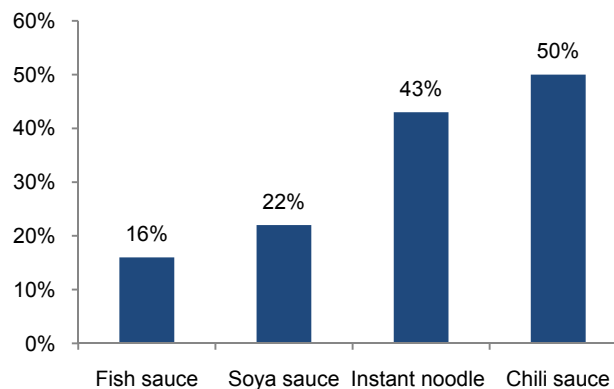
CTCP Hàng tiêu dùng Masan kiên trì với chiến lược xây dựng thương hiệu, nhắm vào phân khúc thị trường cao cấp để tung ra những sản phẩm mới dẫn đầu thị trường trong khi sử dụng chiến lược thương hiệu mẹ để tiếp tục giới thiệu những sản phẩm hướng đến phân khúc phổ thông. Việc tập trung vào xây dựng thương hiệu đã giúp công ty khác biệt hóa sản phẩm so với những đối thủ thường cạnh tranh về giá, và nâng cao biên lợi nhuận trong bối cảnh đầy thách thức của tình hình kinh tế vĩ mô trong nước. Trong năm 2010, theo một nghiên cứu thị trường cho thấy, 3 trong số 20 thương hiệu hàng đầu tại Việt Nam là các sản

28/07/2011

phẩm của CTCP Hàng tiêu dùng Masan, bao gồm nước mắm cao cấp Chín Su; nước mắm Nam Ngư, nước tương Tam Thái Tử và nước tương Chín Su cho thị trường phổ thông; mì Omachi cao cấp; và mì Tiến Vua cho thị trường phổ thông.

Chiến lược tập trung xây dựng thương hiệu cao cấp giúp CTCP Hàng tiêu dùng Masan có thể nâng giá bán trong môi trường cạnh tranh gay gắt mà không bị mất thị phần hay ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng. Hình 5 cho thấy giá cả các sản phẩm trong danh mục sản phẩm của CTCP Hàng tiêu dùng Masan trong Q1/2011. Mức tăng giá trung bình là 25% kể từ Q1/2010 nhưng không ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng, cụ thể là CTCP Hàng tiêu dùng Masan vẫn đạt được mức tăng trưởng hấp dẫn 54% so với cùng kỳ năm 2010.

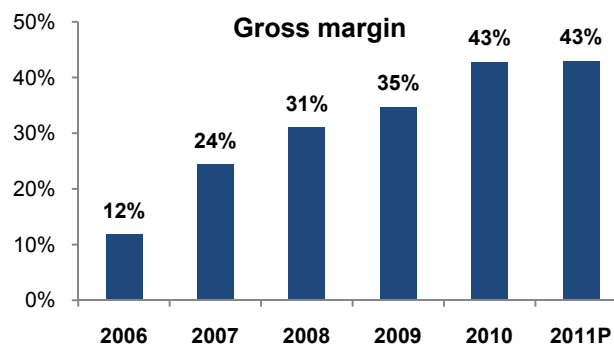
Hình 5: Giá tăng nhưng không ảnh hưởng đến nhu cầu (Q1/2011 so với Q1/2010)



Nguồn: MSN

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 43% trong Q1/2011, tăng 5,4% so với cùng kỳ năm ngoái cho thấy phần lớn mức tăng giá thành sản xuất đã được chuyển sang cho người tiêu dùng. Đối với nước mắm, nguồn đóng góp doanh thu lớn nhất chiếm 55% tổng doanh thu, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 47% trong Q1/2011, tăng 2,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Phân khúc mì đóng góp doanh thu lớn thứ hai với 30% tổng doanh thu cũng nâng biên lợi nhuận gộp lên 24% trong Q1/2011, tăng 5,2% so với năm ngoái. Xu hướng tăng trưởng tương tự cũng thể hiện trên toàn danh mục sản phẩm.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp được cải thiện liên tục



nguồn: MSN, VCSC ước tính

28/07/2011

Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp

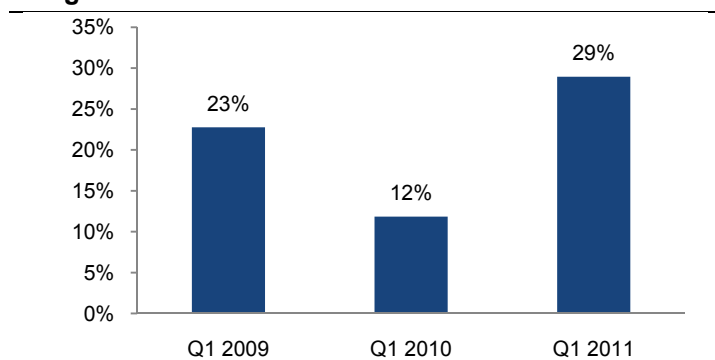
Biên lợi nhuận gộp của MSN chủ yếu là đến từ CTCP Hàng tiêu dùng Masan vì CTCP Tài nguyên Masan vẫn chưa đi vào hoạt động trong khi phần lợi nhuận từ ngân hàng Techcombank được hạch toán trong mục "Lợi nhuận từ công ty liên kết". Biên lợi nhuận gộp của CTCP Hàng tiêu dùng Masan đã tăng từ 30% trong năm 2008 lên 43% trong năm 2010. Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn danh mục sản phẩm cũng được nâng cao, ấn tượng nhất là phân khúc mì ăn liền với biên lợi nhuận tăng từ 19% trong Q1/2010 lên 24% trong Q1/2011. Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc nước mắm đạt 47% so với mức 44% trong Q1/2010. Trong khi đó, phân khúc nước tương ghi nhận biên lợi nhuận gộp 39%, giảm nhẹ so với mức 44% trong Q1/2010. Cuối cùng, sản phẩm tương ớt có bước đột phá tích cực với biên lợi nhuận gộp tăng lên 38% từ mức 21% trong Q1/2010. Chúng tôi rất lạc quan khi nhận thấy tỷ suất lợi nhuận trong danh mục sản phẩm của CTCP Hàng tiêu dùng Masan đều tăng trưởng tốt, cho thấy công ty đang cải tiến quy trình thu mua và sản xuất để đem lại lợi nhuận cao hơn mặc dù vẫn tập trung vào tăng trưởng doanh thu.

Biên lợi nhuận hoạt động tăng trưởng tốt

Xu hướng lợi nhuận hoạt động của Tập đoàn Masan vẫn tiếp tục mở rộng chủ yếu nhờ quản lý tiền mặt thận trọng và hiệu quả hoạt động cao mà CTCP Hàng tiêu dùng Masan đạt được với chiến lược xây dựng thương hiệu tập trung.

Lợi nhuận hoạt động của CTCP Hàng tiêu dùng Masan trong năm 2010 đạt 1.323 tỷ đồng, tăng 205% so với năm 2009. Trong Q1/2011, MSN ghi nhận 395 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động, tăng 211% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu do khả năng sinh lời của CTCP Hàng tiêu dùng Masan được nâng cao với lợi nhuận hoạt động 413 tỷ đồng, tăng 250% so với cùng kỳ năm trước. Với triển vọng của CTCP Hàng tiêu dùng Masan, khả năng vượt qua lạm phát từ phía cung sẽ đem lại cho công ty tiềm năng đáng kể để tiếp tục mở rộng lợi nhuận nếu tình hình lạm phát giảm.

Hình 7: Tỷ suất lợi nhuận gộp của MSN có xu hướng tăng



Nguồn: MSN

Chúng tôi vẫn lạc quan về khả năng tăng trưởng lợi nhuận của CTCP Hàng tiêu dùng Masan với chiến lược tập trung xây dựng thương hiệu để chuyển phần lạm phát từ phía sản xuất sang cho khách hàng. Hơn nữa, chúng tôi lưu ý rằng 1) Danh mục sản phẩm phòng thủ, 2) xu hướng giữ giá của các sản phẩm thiết yếu và 3) hệ thống phân phối mạnh sẽ là những điều kiện thuận lợi cho hoạt động của công ty.

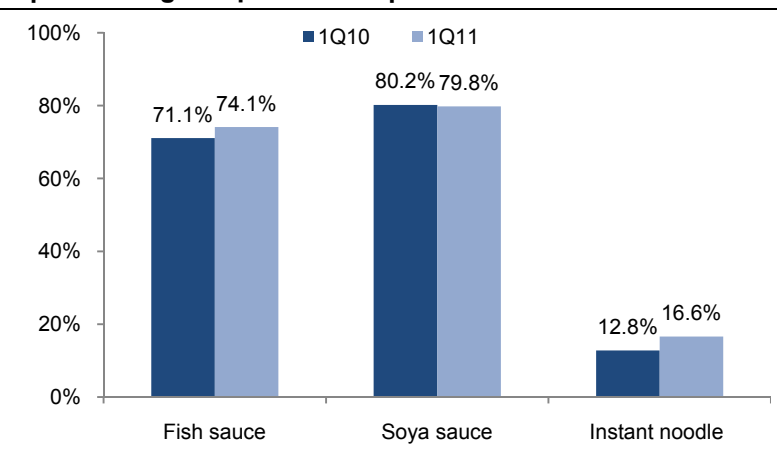
28/07/2011

Dẫn đầu thị trường với danh mục sản phẩm phòng thủ

CTCP Hàng tiêu dùng Masan giới hạn danh mục sản phẩm và phát triển chiều sâu các dòng sản phẩm bằng cách giới thiệu nhiều sản phẩm dành cho thị trường phổ thông trên cơ sở các sản phẩm cao cấp đã được tung ra thị trường rất thành công. Mặc dù đạt doanh thu 267 triệu USD trong năm 2010 nhưng CTCP Hàng tiêu dùng Masan chỉ có 26 thương hiệu sản phẩm, điều này cho thấy tầm quan trọng mà công ty muốn nhấn mạnh trong từng sản phẩm để đạt vị trí dẫn đầu thị trường.

CTCP Hàng tiêu dùng Masan hiện đang dẫn đầu trên 3 (trong 5) phân khúc sản phẩm của công ty, trong đó bao gồm thị trường nước mắm có thương hiệu với thị phần 74%, tăng 3% so với năm ngoái. Việc chiếm ưu thế hơn 60% thị phần so với đối thủ gần nhất là công ty Hưng Thịnh (chiếm 15% thị phần) và tính chất thiết yếu của các sản phẩm đã đem đến lợi thế đáng kể cho công ty trong việc xác định giá bán. Về sản phẩm nước tương, CTCP Hàng tiêu dùng Masan tiếp tục chiếm trên 80% thị phần so với đối thủ gần nhất là Nestle Việt Nam chỉ nắm 10% thị phần. Ngoài việc phát triển vị trí dẫn đầu, thị trường mục tiêu của công ty còn tránh được những tác động tiêu cực từ nền kinh tế vĩ mô nhờ tính chất thiết yếu của các sản phẩm. Sự kết hợp giữa vị trí lãnh đạo thị trường và tính chất thiết yếu của sản phẩm đã đem lại cho CTCP Hàng tiêu dùng Masan khả năng xác định giá bán nhằm chuyển phần tăng chi phí sản xuất sang cho khách hàng.

Hình 8: CTCP Hàng tiêu dùng Masan đạt được thị phần chủ đạo ở những sản phẩm đem lại doanh thu lớn



Nguồn: MSN

Xu hướng giữ giá của các sản phẩm thiết yếu

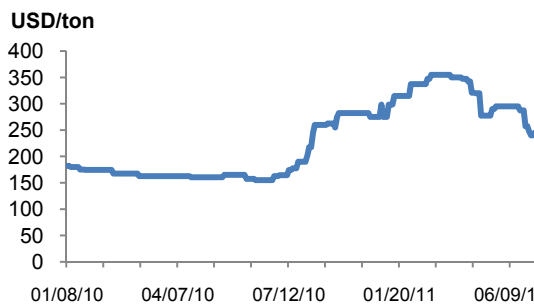
Chúng tôi lưu ý rằng xu hướng giá của các sản phẩm thiết yếu thường chậm thay đổi nên có thể nâng biên lợi nhuận của CTCP Hàng tiêu dùng Masan lên khi áp lực lạm phát từ phía cung giảm đi. Các thành phần chi phí quan trọng của CTCP Hàng tiêu dùng Masan bao gồm bột mì, đường, muối và nhựa bao bì đều phải nhập khẩu và do đó phụ thuộc nhiều vào sự biến động giá thế giới. Cả 3 thành phần này chiếm 52% giá vốn hàng bán của công ty. Giá bột mì đã tăng 63% so với cùng kỳ năm trước, giá nhựa tăng 25% và giá đường

28/07/2011

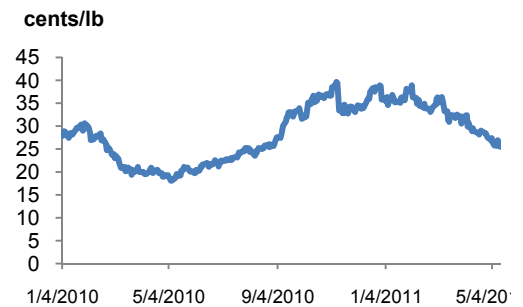
tăng 20%. Tuy nhiên, đà tăng giá đã có dấu hiệu chậm lại và đảo chiều từ đầu tháng 7, do đó có thể giúp cải thiện lợi nhuận.

Cá và nước mắm nguyên chất là hai thành phần chi phí quan trọng khác của CTCP Hàng tiêu dùng Masan, chiếm hơn 23% giá vốn hàng bán với giá cả dao động phụ thuộc vào nguồn cá và thời tiết. Tuy nhiên, với thời gian sản xuất khoảng 12 tháng để ủ cá trước khi nước mắm sẵn sàng được đưa ra thị trường tiêu thụ, công ty có thể dự báo xu hướng giá và nguồn cung để điều chỉnh cho phù hợp trước khi giá của những thành phần chính trong giá vốn hàng bán tăng. Ngoài ra, vị trí dẫn đầu của CTCP Hàng tiêu dùng Masan với 74% thị phần cũng giúp công ty có khả năng thương lượng giá mạnh với các nhà sản xuất nước mắm nguyên chất, từ đó giảm thiểu áp lực chi phí đối với khoản mục giá vốn hàng bán này.

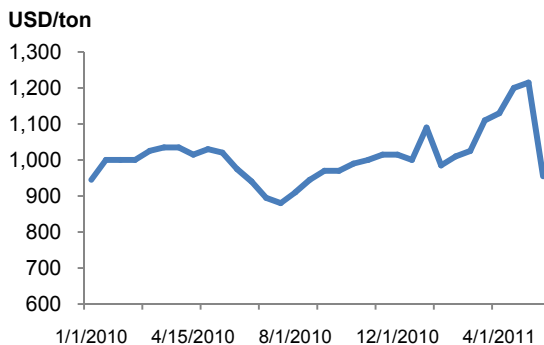
Hình 9a: Giá bột mì



Hình 9b: Giá đường



Hình 9c: Giá hạt nhựa



Nguồn: Bloomberg

Hệ thống phân phối mạnh tạo lợi thế cạnh tranh trong ngành

Ngoài việc tập trung vào xây dựng thương hiệu, CTCP Hàng tiêu dùng Masan còn tăng cường củng cố hệ thống phân phối trong những năm qua nhằm nâng cao tỷ suất lợi nhuận trên các kênh phân phối. Với đặc thù kinh doanh chợ truyền thống chiếm đa số tại Việt Nam với khoảng 95% tổng doanh thu, và mô hình thương mại hiện đại thông qua hệ thống siêu thị vẫn chưa phát triển mạnh mẽ, hệ thống phân phối và mạng lưới điểm bán hàng (PoS) rộng rãi là lợi thế cạnh tranh bền vững cho CTCP Hàng tiêu dùng Masan so với các công ty khác. CTCP Hàng tiêu dùng Masan sở hữu hệ thống phân phối gồm 168 nhà phân phối và 147.326 điểm bán hàng trong Q1/2011 so với 126.000 điểm bán hàng trong Q1/2010. Trong khi đó, hai đối thủ cạnh tranh lớn nhất là Vinamilk và Unilever cũng chỉ có 120.000 điểm bán

28/07/2011

hàng. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng đội ngũ 1.400 nhân viên bán hàng là lợi thế cạnh tranh quan trọng giúp công ty trực tiếp tiếp cận các khu vực nông thôn.

Hình 10: Hệ thống phân phối mạnh tạo lợi thế cạnh tranh trong ngành F&B

Khu vực	Số nhà phân phối	Điểm bán hàng
Đông bắc, Tây bắc và đồng bằng sông Hồng	62	61.774
Duyên hải Bắc & Nam Trung Bộ và Tây Nguyên	30	20.945
TPHCM	18	17.160
Đồng bằng sông Cửu Long	25	20.907
Phía Nam	32	20.567
Các hình thức thương mại hiện đại	1	117
Tổng	168	147.326

Nguồn: Thông tin thông cáo báo chí của công ty

Nguồn tiền mặt dồi dào

CTCP Hàng tiêu dùng Masan có thể đàm phán các điều khoản tín dụng thương mại có lợi từ các nhà cung cấp và nhà phân phối nhờ vào quy mô, thương hiệu, thị phần của công ty. Trong bối cảnh hình thức thương mại hiện đại thông qua hệ thống siêu thị tại Việt Nam còn chưa phát triển khi chỉ chiếm 5% doanh thu bán lẻ, chợ và các cửa hàng gia đình vẫn đem lại phần lớn doanh thu. Tuy nhiên, những mô hình này vốn có năng lực thương lượng yếu hơn, tạo lợi thế nhất định CTCP Hàng tiêu dùng Masan.

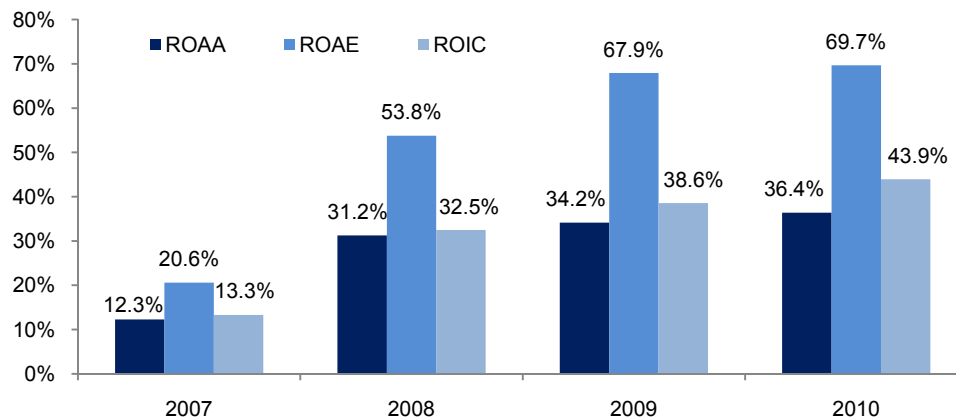
Điều này thể hiện rõ qua nhu cầu vốn lưu động âm của CTCP Hàng tiêu dùng Masan do công ty khai thác các điều khoản thuận lợi từ nhà cung cấp và bán lẻ. Hầu hết các nhà bán lẻ được giao hàng hàng tuần hoặc hai tuần một lần và phải trả tiền ngay. Trong khi đó, các trung tâm thương mại hiện đại được giao hàng mà không phải trả tiền ngay nhưng kênh phân phối này đóng góp không đáng kể vào doanh thu. Nhờ quản lý hiệu quả hàng tồn kho và các khoản phải thu thấp, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của CTCP Hàng tiêu dùng Masan đã được cải thiện từ 55 ngày trong năm 2008 xuống -18 ngày trong năm 2009 và -56 ngày trong năm 2010. Điều đó cho thấy một khi công ty tiếp tục tăng trưởng, nhà cung cấp và nhà phân phối/bán lẻ vẫn tiếp tục duy trì quan hệ tín dụng thương mại.

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư tăng trưởng

Với chiến lược sử dụng thương hiệu mẹ để xây dựng hình ảnh thương hiệu cao cấp mặc dù chi phí marketing và quảng cáo cao, CTCP Hàng tiêu dùng Masan gặp nhiều thuận lợi hơn khi giới thiệu các sản phẩm tiếp theo nhắm đến phân khúc phổ thông. Hình 10 thể hiện tỷ suất sinh lợi tăng dần cho thấy công ty phân bổ vốn hiệu quả và mang lại lợi nhuận ổn định cho cổ đông.

28/07/2011

Hình 11: Khả năng sinh lợi tiếp tục được cải thiện cho thấy khả năng khai thác vốn hiệu quả



Nguồn: MSN, VCSC

Các kết quả hoạt động gần đây cho thấy chiến lược của công ty đang phát huy hiệu quả tích cực. CTCP Hàng tiêu dùng Masan gia nhập vào thị trường mì đầy cạnh tranh thông qua sản phẩm mì Omachi nhắm vào phân khúc cao cấp. Chi phí marketing và quảng cáo để xây dựng thương hiệu ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận khi phân khúc mì chỉ ghi nhận tỷ suất lợi nhuận 19% trong Q1/2010, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 43% của các danh mục sản phẩm khác. Tuy nhiên, khi thương hiệu đã được khách hàng công nhận, công ty tiến hành giới thiệu sản phẩm mì Tiên Vua dành cho thị trường phổ thông. Phân khúc mì hiện chiếm 30% doanh thu công ty và 15% lợi nhuận hoạt động vì chi phí hoạt động trên doanh thu đang giảm dần. Hơn nữa, khi đã củng cố vững chắc nhận thức thương hiệu và lòng trung thành của khách hàng, công ty đã mạnh dạn tăng giá bán với mức tăng tổng cộng hơn 43% kể từ Q1/2010. Biên lợi nhuận theo đó cũng tăng lên 24% trong Q1/2011 từ 19% trong Q1/2010.

Triển vọng lợi nhuận của CTCP Hàng tiêu dùng Masan

Dự báo năm 2011. Chúng tôi dự báo CTCP Hàng tiêu dùng Masan sẽ đạt doanh thu 8.400 tỷ đồng trong năm 2011 (tương ứng 400 triệu USD theo tỷ giá 21.000 VND/USD), tăng 60% so với năm trước. Lợi nhuận ròng ước tính đạt khoảng 2.100 tỷ đồng (100 triệu USD), tương ứng tăng 69% so với năm 2010. Chúng tôi lạc quan cho rằng công ty có khả năng đạt hoặc vượt mức dự báo dựa trên kết quả khả quan trong nửa đầu năm 2011.

Kết quả 6 tháng đầu năm 2011. Doanh thu 6 tháng đầu năm của CTCP Hàng tiêu dùng Masan là 2.878 tỷ đồng, tăng 36% so với cùng kỳ năm trước. Đây là kết quả đáng phấn khởi vì theo tính chất chu kỳ thời vụ, doanh thu thường sẽ tăng đáng kể trong 6 tháng cuối năm. Về lợi nhuận ròng, công ty ghi nhận 824 tỷ đồng, tăng vọt 85% so với năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 39% trong 6 tháng đầu năm 2010 lên 42%. Biên lợi nhuận hoạt động tăng từ 22% lên 32%, cho thấy công ty có thể nâng cao hiệu quả hoạt động trong khi vẫn tập trung tăng trưởng.

28/07/2011

Dự báo năm 2012. Chúng tôi dự báo CTCP Hàng tiêu dùng Masan sẽ đạt doanh thu 530 triệu USD trong năm 2011 (tăng 32% so với năm trước) và lợi nhuận ròng 118 triệu USD (tăng 18% so với năm trước). Chúng tôi tin rằng khi nền kinh tế vĩ mô có những chuyển biến tích cực cộng với chiến lược giới thiệu nhiều sản phẩm mới sẽ là động lực để công ty vượt mức dự báo này.

CTCP Tài nguyên Masan

CTCP Tài nguyên Masan dự kiến sẽ đạt doanh thu 400 triệu USD/năm khi mỏ Núi Pháo, mỏ vonfram lớn thứ nhất thế giới ngoài Trung Quốc, đi vào sản xuất trong năm 2013. Thương vụ M&A là minh chứng cho thấy khả năng của ban lãnh đạo Tập đoàn trong việc gia tăng lợi ích cho nhà đầu tư ngoài giá trị đến từ hai công ty hiện tại trong danh mục.

Sau khi mua lại dự án, công ty cần đầu tư thêm khoảng 350 triệu USD để đưa dự án vào hoạt động. Một nửa số vốn đầu tư sẽ được dùng để tái định cư cho cư dân địa phương và xây dựng cơ sở hạ tầng trong khu vực. Phần còn lại sẽ dùng cho máy móc và trang thiết bị sản xuất.

Công nghệ khai thác khoáng mỏ Núi Pháo là khai thác theo hình thức lộ thiên, tương đối đơn giản và không cần có sự hợp tác của các đơn vị khai khoáng quốc tế. Hầu hết chi phí được tài trợ bởi vốn vay ngân hàng.

Trong tháng 10/2010, MSN bổ nhiệm ông Dominic Heaton làm Giám đốc điều hành của CTCP Tài nguyên Masan. Ông Heaton là chuyên gia kỳ cựu trong ngành khai thác mỏ với hơn 20 năm kinh nghiệm, đặc biệt trong lĩnh vực phát triển và quản lý những tài nguyên quan trọng tại khu vực Đông Nam Á. Ông đã từng làm việc tại Papua New Guinea, Indonesia và gần đây là Lào. Trước khi gia nhập Masan, ông từng là Tổng giám đốc mỏ vàng và đồng Sepon ở Lào. Tại Sepon, ông Heaton là thành viên ban quản lý và đã phát triển thành công cả hai dự án 200.000oz vàng/năm và 60.000 tấn đồng/năm. Cả hai đều hoàn thành trong ngân sách cho phép và hoàn thành trước thời hạn. Chúng tôi cho rằng việc tuyển dụng ông Dominic Heaton là quyết định đúng đắn cho sự phát triển của CTCP Tài nguyên Masan.

Trữ lượng khoáng sản tại Nuiphaovica

Nằm tại tỉnh Thái Nguyên, mỏ Núi Pháo là quặng vonfram lớn nhất ngoài Trung Quốc. Ngoài vonfram (WO_3), Núi Pháo còn có các khoáng sản khác như florit (CaF_2), bismut (Bi), đồng (Cu) và vàng (Au). Đây đều là những kim loại chiến lược và có giá trị được ứng dụng rộng rãi trong nhiều ngành công nghiệp. Trữ lượng quặng là 55 triệu tấn, trong đó 23 triệu tấn đã được chứng minh là chắc chắn khai thác được. Sản lượng hàng năm ước tính là 3,5 triệu tấn và thời gian tồn tại mỏ dự kiến là 16 năm.

28/07/2011

Hình 12: trữ lượng khoáng sản

	Quặng	WO ₃	CaF ₂	Bi	Cu	Au
	'000 tấn	%	%	%	%	%
Đã được chứng minh	23,515	0.262	8.57	0.112	0.232	0.269
Tiềm năng	31,910	0.173	8.38	0.083	0.154	0.163
Tổng	55,425	0.211	8.46	0.095	0.187	0.208

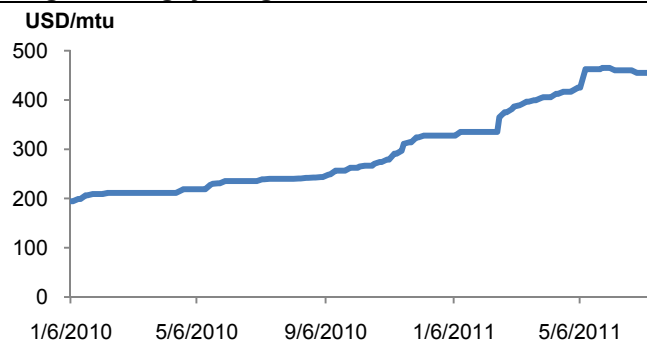
Nguồn: công ty liên doanh Khai thác chế biến khoáng sản

Vonfram WO₃ là thế hệ kim loại tiếp theo

Vonfram là kim loại cứng màu xám thép được tìm thấy vào năm 1871 gồm hai quặng quan trọng là Wolframit và scheelite. Vonfram được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp như vật liệu cứng (vật liệu chống mòn, máy cắt và dao), hợp kim (thép gió), điện tử và vũ khí. Vonfram có điểm nóng chảy cao nhất và là một trong những kim loại nặng nhất nên được ưa chuộng trong nhiều ngành công nghiệp. Với chi phí khai thác thấp, vonfram có thể thay thế cho vàng hoặc bạch kim trong ngành công nghiệp đồ trang sức cũng như thay thế uran trong ngành sản xuất vũ khí.

Nguồn cung thế giới của loại khoáng sản này ước đạt khoảng 60-80 triệu tấn mỗi năm, trong đó Trung Quốc sản xuất 85% tổng sản lượng. Mặc dù Trung Quốc là nhà sản xuất vonfram lớn nhất và kiểm soát 60% trữ lượng toàn cầu nhưng nguồn cung vẫn thiếu hụt. Năm 2011, Trung Quốc tăng sản xuất thêm 7.000 tấn nhưng lại giảm hạn ngạch xuất khẩu 300 tấn. Các nghiên cứu cho thấy Trung Quốc có thể cạn nguồn vonfram trong 20 năm tới. Về phía cầu, Trung Quốc cũng là nơi tiêu thụ lớn nhất chiếm 62% nhu cầu thế giới và ước tính nhu cầu tăng trung bình 7%/năm. Hiệp hội ngành vonfram quốc tế ước tính nhu cầu vonfram thế giới tăng trung bình 6-7%/năm trong giai đoạn 2010-2015. Việc thắt chặt sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc cộng với nhu cầu thế giới ngày càng tăng là những nhân tố chính quyết định tiềm năng lợi nhuận của dự án khai thác mỏ Núi Pháo. Ở mức giá hiện tại, chúng tôi dự báo vonfram sẽ đem lại 55% tổng doanh thu được tạo ra từ mỏ.

Hình 13: Giá vonfram liên tục tăng do mất cân bằng cung – cầu ngày càng lớn



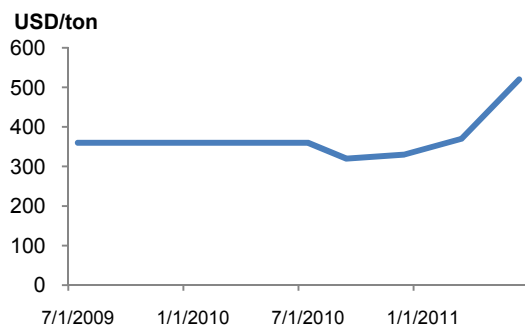
Source: Bloomberg

28/07/2011

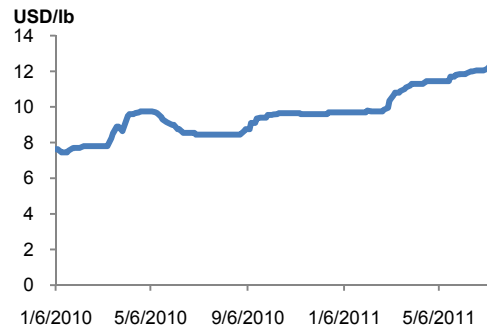
Florit CaF_2 là một khoáng chất tự nhiên, được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp khác nhau, từ luyện kim, gốm sứ, thủy tinh đến nhôm. Trung Quốc là nhà sản xuất lớn nhất, chiếm trên 54% tổng sản lượng thế giới trong khi Mexico là nhà sản xuất lớn thứ hai chiếm 17% tổng sản lượng. Các nghiên cứu cho thấy nếu Trung Quốc không tìm thấy nguồn CaF_2 mới thì với tốc độ khai thác hiện nay, họ sẽ cạn kiệt nguồn cung trong nước trong 7 năm tới. Giá Florit trung bình theo tạp chí Khoáng sản đã tăng từ 357 USD/tấn lên 600USD/tấn trong vòng một năm (tháng 7/2010 - tháng 7/2011). Điều này phản ánh nguồn cung của thế giới đang thu hẹp khi Trung Quốc, nhà cung cấp Florit lớn nhất, chuyển từ nước xuất khẩu ròng sang nhập khẩu ròng Florit trong tương lai. Ở mức giá hiện nay, chúng tôi dự báo Florit sẽ đem lại 22% tổng doanh thu mỏ Núi Pháo.

Bismut Bi và đồng Cu dự kiến sẽ đóng góp 11% tổng doanh thu theo giá hiện tại trong khi **vàng Au** chỉ đem lại khoảng 1% doanh thu.

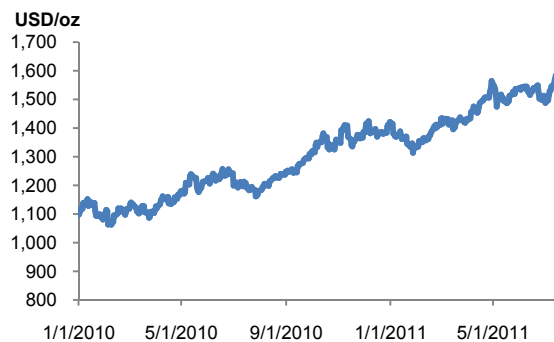
Hình 14a: Giá Florit



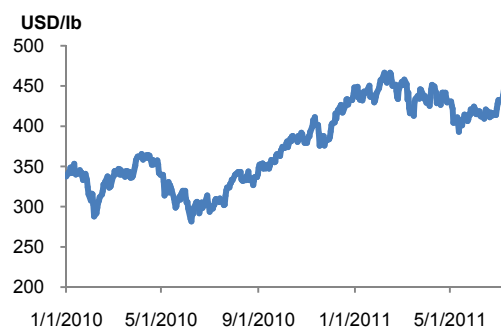
Hình 14b: Giá Bismut



Hình 14c: Giá Vàng



Hình 14d: Giá Đồng



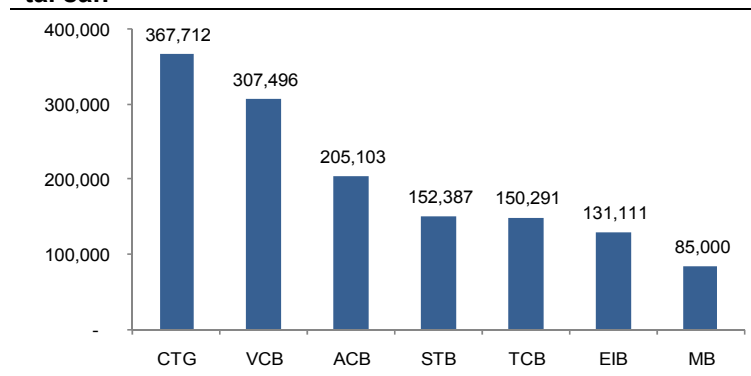
Nguồn: Bloomberg

28/07/2011

Ngân hàng Techcombank- TCB

Techcombank là một trong những ngân hàng thương mại phát triển nhanh nhất với tốc độ tăng trưởng tài sản và lợi nhuận ấn tượng trong ba năm qua, trung bình tăng 12%/năm và 36%/năm. Techcombank là ngân hàng có giá trị tài sản lớn thứ 5 trong các ngân hàng thương mại cổ phần, sau CTG, VCB, ACB và STB.

Hình 15: so sánh các ngân hàng thương mại theo tổng tài sản



Nguồn: BCTC năm 2010 đã kiểm toán của các ngân hàng; TCB: Techcombank

Hiệu quả hoạt động của Techcombank tăng nhanh là nhờ (1) mục tiêu tập trung vào SME và MME cũng như hoạt động ngân hàng bán lẻ và ngân hàng giao dịch; (2) mạng lưới được mở rộng mạnh nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng huy động và phát triển dịch vụ ngân hàng bán lẻ; (3) công nghệ là yếu tố chính quyết định hiệu quả hoạt động; (4) tăng cường vốn chủ sở hữu và nguồn vốn dài hạn, củng cố tính ổn định của hoạt động; (5) nâng cao năng lực quản lý tài sản, và (6) được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ đối tác chiến lược là HSBC.

Hình 16: Techcombank đạt tỷ lệ lợi nhuận/tổng tài sản tốt

	2010	% YoY
Tài sản (tỷ đồng)	150,291	+62%
Tiền gửi	108,334	+50%
Cho vay	52,928	+26%
Số chi nhánh và phòng giao dịch	282	+50%
Tỷ lệ nợ xấu	2.29%	
ROA	1.71	

Nguồn: Techcombank

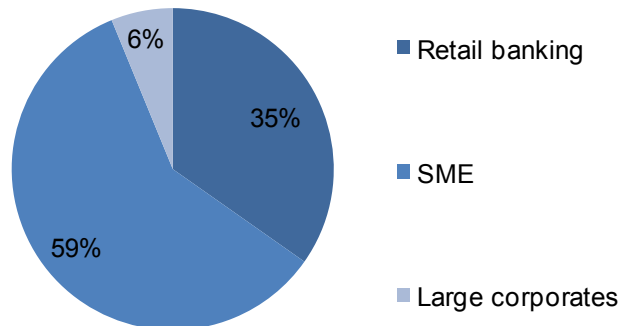
Tập trung vào các doanh nghiệp nhỏ & vừa và doanh nghiệp tầm trung cũng như hoạt động ngân hàng bán lẻ và ngân hàng giao dịch

Trong năm 2010, hoạt động tín dụng cá nhân của Techcombank ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất 63,3% và chiếm 34,8% tổng cho vay. Trong đó, các khoản vay thế chấp tăng trưởng mạnh 155% so với cùng kỳ năm trước với 12.196 tỷ đồng, chiếm 35% tổng cho vay.

28/07/2011

Ngoài ra, tín dụng doanh nghiệp nhỏ và vừa trong năm 2010 chiếm 59% tổng cho vay, tăng trưởng 26,7% so với cùng kỳ năm trước với 31.256 tỷ đồng.

Hình 17: Cơ cấu cho vay của Techcombank trong năm 2010



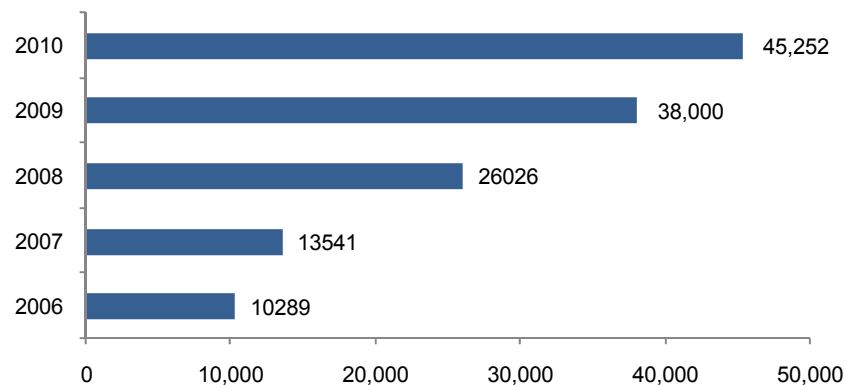
Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2010 của Techcombank

Ngoài ra, Techcombank cũng tăng cường dịch vụ thẻ. Trong năm 2010, ngân hàng đã phát hành trên 100.000 thẻ Techcombank Visa debit và thẻ Vietnam Airlines Techcombank Visa. Techcombank còn phát hành nhiều loại thẻ thanh toán trong nước như F@stAccess và Vincom Center Loyalty.

Mạng lưới mở rộng mạnh mẽ mở đường cho tăng trưởng huy động và ngân hàng bán lẻ

Việt Nam có khoảng 11.000 máy ATM trong đó Techcombank sở hữu khoảng 1.000 máy trong năm 2010. Techcombank là ngân hàng phát triển nhanh nhất tại Việt Nam đã thành lập 94 văn phòng và nâng tổng số chi nhánh và phòng giao dịch lên 282 văn phòng trong năm 2010. Với mạng lưới mở rộng nhanh chóng, chất lượng dịch vụ được nâng cao, phát triển nhiều sản phẩm khác nhau và đội ngũ quan hệ khách hàng mạnh, Techcombank đã mở rộng cơ sở khách hàng lên gấp bốn lần kể từ năm 2006.

Hình 18: Số lượng khách hàng qua các năm



Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2010 của Techcombank

28/07/2011

Hình 19: Tiền gửi huy động của Techcombank tăng nhanh hơn nhiều so với các đối thủ trong 5 năm qua

	Tăng trưởng tiền gửi trong giai đoạn 2006-2010	Tăng trưởng cho vay trong giai đoạn 2006-2010
Techcombank	53.1%	43.2%
STB	34.9%	41.7%
EIB	34.6%	43.4%
ACB	29.5%	38.5%
CTG	17.6%	23.6%
VCB	12.8%	20.9%

Nguồn: BCTC năm 2010 đã kiểm toán của các ngân hàng

Công nghệ là yếu tố chính quyết định hiệu quả hoạt động

Techcombank đã khẳng định được vị trí dẫn đầu trong các dịch vụ ngân hàng trực tuyến. Trong năm 2010, ngân hàng đầu tư đáng kể vào hệ thống thông tin và triển khai thành công dịch vụ ngân hàng trực tuyến và ngân hàng qua điện thoại di động cho thẻ F@st I-bank và F@st MobiPay nhằm cung cấp thêm các dịch vụ giá trị gia tăng cho khách hàng.

Ngân hàng đã hoàn thành việc nâng cấp hệ thống ngân hàng lõi và hệ thống đánh giá tín dụng tự động Loan Origination System (LOS) để nâng cao hiệu quả hoạt động và cung cấp thêm các sản phẩm ngân hàng cho khách hàng trong tương lai.

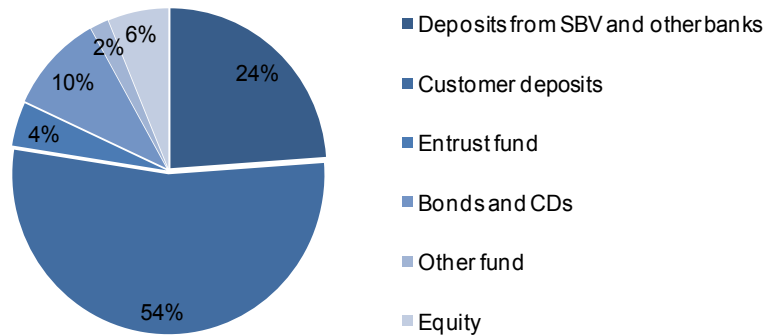
Tăng cường vốn chủ sở hữu và nguồn vốn dài hạn nhằm đảm bảo tính ổn định hoạt động của Ngân hàng

Techcombank đã tiến hành tăng vốn để duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững trong tương lai. Trong năm 2010, ngân hàng đã tăng vốn chủ sở hữu lên 9.387 tỷ đồng, tăng 28,2% so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, Techcombank còn phát hành thành công 3.000 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi kỳ hạn 10 năm với lãi suất coupon bằng 0 trong 5 năm đầu tiên và bắt đầu trả lãi suất coupon 15% bắt đầu từ năm thứ 6 hoặc trái chủ sở hữu trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu với giá 17.188 đồng/cổ phiếu. Nhờ vậy, Techcombank có thể nâng cao hệ số CAR từ 9,6% trong năm 2009 lên 13,1% trong năm 2010. Techcombank cũng tăng huy động vốn bằng cách phát hành chứng chỉ tiền gửi (CDs). Theo đó, vốn từ trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi tăng mạnh từ 5.037 tỷ đồng trong năm 2009 lên 15.024 tỷ đồng vào cuối năm 2010, trong đó, chứng chỉ tiền gửi dài hạn chiếm 37% tổng vốn huy động từ chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu.

Thêm vào đó, Techcombank còn được tài trợ bởi các tổ chức tài chính quốc tế tài chính hàng đầu như IFC, ADB, JICA, FMW, Proparco và nhiều tổ chức khác. Tổng cộng trong năm 2010, Techcombank đã được các tổ chức tài chính thế giới cho vay 85 triệu USD.

28/07/2011

Hình 20: Cơ cấu nguồn vốn của Techcombank



Nguồn: Techcombank

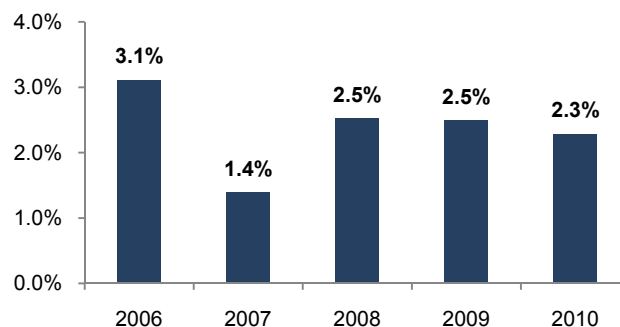
Nâng cao hoạt động quản lý tài sản

Tổng tài sản của TCB tăng trưởng nhanh trung bình 54%/năm trong 5 năm qua. Do đó, tỷ lệ cho vay đã giảm dần từ 50% xuống 35% tổng tài sản trong giai đoạn 2006 -2010 trong khi vốn đầu tư tăng từ 17% lên 21% tổng tài sản trong cùng kỳ.

Ngân hàng tiếp tục tập trung vào cho vay sản xuất, chiếm 57% tổng giá trị tín dụng. Techcombank tiếp tục giảm cho vay bất động sản với tỷ lệ cho vay bất động sản chỉ chiếm 2% tổng tín dụng.

Techcombank đã giảm tỷ lệ nợ xấu từ 2,49% trong năm 2009 xuống 2,29% trong năm 2010. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ này có thể cải thiện hơn nữa khi ngân hàng ứng dụng hoàn chỉnh hệ thống quản lý rủi ro tín dụng của McKinsey cho toàn hệ thống trong năm nay.

Hình 21: Tỷ lệ nợ xấu của Techcombank



Source: Techcombank

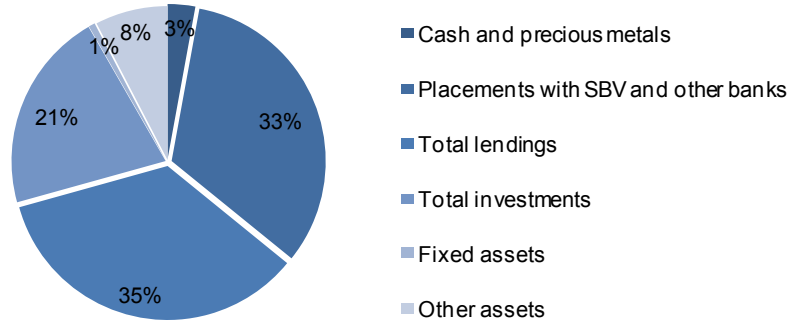
Với mục tiêu tập trung vào các doanh nghiệp sản xuất và nông nghiệp, 46% tài sản thế chấp của ngân hàng là máy móc và giấy tờ có giá. Tỷ lệ thế chấp bất động sản chiếm 43% của tổng tài sản thế chấp vào cuối năm 2010. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ dự phòng rủi ro trên tổng nợ xấu đã cải thiện dần trong ba năm qua, từ 42,1% năm 2007 lên 50,5% trong năm 2010, củng cố khả năng bù đắp rủi ro tín dụng của ngân hàng.

Tổng đầu tư chứng khoán của ngân hàng tăng từ 13.608 tỷ đồng trong năm 2009 lên 31.044 tỷ đồng trong năm 2010, hầu hết trong số đó là các chứng khoán nợ bao gồm đầu

28/07/2011

tư vào trái phiếu Chính phủ, trái phiếu Kho bạc và trái phiếu của các tổ chức tài chính khác. Khoản đầu tư chứng khoán nợ tăng từ 15% tổng tài sản trong năm 2009 lên 21% trong năm 2010. Chúng tôi tin rằng Techcombank sẽ duy trì tỷ lệ đầu tư chứng khoán nợ trong năm nay để đảm bảo thu nhập lãi ổn định và chủ động dự đoán thị trường OMO.

Hình 22: Cơ cấu tài sản Techcombank năm 2010



Nguồn: Techcombank

Sự hỗ trợ mạnh mẽ từ đối tác chiến lược

Ngân hàng HSBC đã hỗ trợ Techcombank trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng và duy trì tăng trưởng trong tương lai. Hiện tại, HSBC đang nắm giữ 20% cổ phần của Techcombank. Nhân sự chủ chốt của HSBC đã tham gia vào vị trí lãnh đạo của nhiều bộ phận bao gồm ngân hàng bán lẻ, hoạch định kế hoạch, bộ phận tài chính và các phòng ban khác tại Techcombank.

Triển vọng lợi nhuận Techcombank

Kết quả 6 tháng đầu năm 2011

Trong quý 6 tháng đầu năm nay, Techcombank đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng hợp lý 10,1% và tăng trưởng tiền gửi 13,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận ròng tăng mạnh 44,3% lên 1.075 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm nay so với 745 tỷ đồng trong cùng thời kỳ năm ngoái. Phí và thu nhập dịch vụ tăng cộng với thu nhập lãi ròng cao hơn đã đóng góp đáng kể vào lợi nhuận 6 tháng đầu năm. Thu nhập lãi ròng đóng góp khoảng 70% tổng lợi nhuận hoạt động, tăng khoảng 56,3% so với cùng kỳ năm 2010, trong khi phí và thu nhập dịch vụ tăng trưởng gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái.

Dự báo năm 2011

Tính từ đầu năm đến nay, hầu hết các ngân hàng hàng đầu thế giới đều tăng trưởng tín dụng và huy động chậm do chính sách thắt chặt tiền tệ và lãi suất cao. Chúng tôi cho rằng trong nửa cuối năm nay, các ngân hàng có thể phải giảm tỷ lệ lãi biên (NIM) để đạt mục tiêu tăng trưởng tín dụng và duy trì mức huy động tiền gửi khách hàng. Chúng tôi dự báo hoạt động tín dụng có thể chậm đáy trong Q3/2011 và phục hồi nhẹ trong quý 4 với kỳ vọng lãi suất cho vay giảm và nhu cầu vốn lưu động tăng trong quý 4.

Thách thức lớn nhất là các ngân hàng trong nước như Techcombank phải đối mặt với sự cạnh tranh mạnh mẽ trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ từ các ngân hàng nước ngoài lớn đã

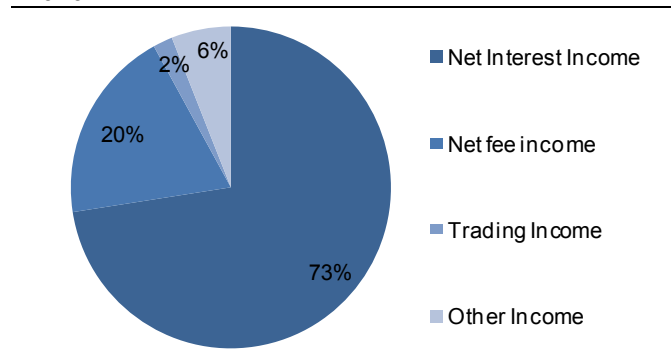
28/07/2011

thiết lập tốt các sản phẩm bán lẻ. Tuy nhiên, Techcombank có lợi thế từ mối quan hệ với ngân hàng HSBC để mở rộng hệ thống máy ATM và thẻ tín dụng.

Techcombank sẽ tiếp tục tập trung vào phân khúc ngân hàng bán lẻ, SME và MME trong khi vẫn cải tiến công nghệ, quản lý rủi ro chặt chẽ và phát triển thị trường tiền gửi khách hàng trong năm 2011. Chúng tôi tin rằng ngân hàng có thể đạt mục tiêu tăng trưởng tài sản 25% trong năm 2011.

Tuy nhiên, mục tiêu lợi nhuận trước thuế 4.000 tỷ đồng có thể khó hoàn thành do Ngân hàng Nhà nước giới hạn tăng trưởng tín dụng 20% trong năm 2011 và hoạt động của ngân hàng phụ thuộc vào thu nhập lãi.

Hình 23: Cơ cấu lợi nhuận hoạt động trong năm 2010



Nguồn: Techcombank

Chúng tôi dự báo Techcombank có khả năng kiểm soát tỷ lệ lãi biên khi Ngân hàng đã tăng vốn huy động dài hạn trong năm 2011. NIM 2011 ước tính là 2,59% so với 2,66% trong năm 2010. Chúng tôi dự báo NIM của ngân hàng tiếp tục giảm 0,03% trong năm 2012 do lạm phát và sau đó giảm 0,05% trong năm 2013. Với cơ sở khách hàng mạnh, mạng lưới hoạt động rộng rãi và công nghệ tiên tiến hỗ trợ phát triển các sản phẩm ngân hàng, chúng tôi kỳ vọng Techcombank có thể đạt tốc độ tăng trưởng tiền gửi và tín dụng ổn định trong ba năm tới.

Hình 24: Các tỷ số tăng trưởng chính

Những giả định chính	2010	2011F	2012F	2013F
Tăng trưởng tổng tài sản	62,3%	18,4%	19,3%	14,7%
Tăng trưởng tín dụng	25,7%	20,0%	20,0%	20,5%
Tăng trưởng tiền gửi	29,2%	20,0%	18,5%	17,5%

Nguồn: Techcombank, VCSC ước tính

Chúng tôi dự báo Techcombank sẽ tăng trưởng tín dụng trung bình là 12%/năm và tăng trưởng huy động là 14%/năm từ đây đến năm 2013. Tỷ lệ nợ xấu có thể tăng lên 2,42% trong năm 2011 so với 2,29% trong năm 2010 do môi trường kinh tế nhiều thách thức nhưng sẽ ổn định ở khoảng 2,0% vào năm 2015 khi hệ thống quản lý rủi ro của McKinsey được áp dụng hoàn chỉnh. Chúng tôi dự báo ngân hàng có thể tăng trưởng lợi nhuận ròng với tốc độ trung bình là 15%/năm đến năm 2013, với NIM trung bình ở mức 2,9%, ROA là 1,8% và ROE là 22,5%.

28/07/2011

Theo kế hoạch chiến lược 5 năm, Techcombank sẽ giữ lại tất cả lợi nhuận ròng. Trong phần dự báo, chúng tôi giả định ngân hàng sẽ không phát hành cổ phiếu cho đến năm 2015 và vốn cổ đông được mở rộng chủ yếu từ lợi nhuận giữ lại.

Hình 25: Dự báo lợi nhuận của Techcombank

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Lợi nhuận (tỷ đồng)	2,500	3,184	4,387	5,334	6,418
Thu nhập lãi ròng	641	930	1,302	1,757	2,285
Thu nhập ròng từ phí & dịch vụ	3,918	4,719	5,797	7,280	8,917
Tổng thu nhập hoạt động	(1,184)	(1,588)	(2,143)	(2,894)	(3,904)
Chi phí hoạt động	2,734	3,131	3,654	4,386	5,013
Lợi nhuận trước dự phòng	(481)	(388)	(476)	(208)	(176)
Dự phòng	2,253	2,744	3,178	4,179	4,837
Lợi nhuận trước thuế	(553)	(671)	(763)	(1,003)	(1,161)
Thuế	1,700	2,073	2,415	3,176	3,676

28/07/2011

Định giá tập đoàn Masan

Chúng tôi rất lạc quan về tập đoàn Masan (MSN) với giá mục tiêu 97.500 đồng, tăng 5% so với giá hiện tại. Chúng tôi định giá riêng từng lĩnh vực kinh doanh và dùng phương pháp Tổng các giá trị thành phần (SOTP) để tính giá mục tiêu. Căn cứ lợi nhuận ròng ước tính năm 2011 là 130 triệu USD, MSN hiện đang giao dịch tại mức PE 17,4x, thấp hơn so với PE trung bình ngành trong khu vực là 28x mặc dù có quá trình tăng trưởng nổi bật hơn. Với lưu lượng tiền mặt dồi dào hiện nay cùng những thành quả trong quá trình hoạt động, chúng tôi tin rằng việc triển khai các thương vụ mua bán & sáp nhập (M&A) sẽ đem đến những động lực tăng trưởng quan trọng cho Tập đoàn. Với giá định MSN chỉ tăng trưởng cơ bản từ danh mục hoạt động hiện tại, chúng tôi tin rằng mức định giá này vẫn hấp dẫn vì các thương vụ M&A cùng với việc ra mắt nhiều dòng sản phẩm mới và khả năng tăng sản lượng tại mỏ Núi Pháo đem lại giá trị gia tăng cho mức định giá hiện tại. Rủi ro trong mô hình định giá của chúng tôi gồm rủi ro về kinh tế vĩ mô, lạm phát và khả năng không thể chuyển phần tăng giá thành sản xuất sang cho khách hàng.

Hình 26: Định giá SOTP

	Phương pháp định giá	Mức định giá (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của MSN	Lợi ích của MSN (tỷ đồng)
1. CTCP Hàng tiêu dùng Masan	DCF	40.948	76.6%	31.366
2. CTCP Tài nguyên Masan	NPV	19.972	80.0%	15.978
3. Techcombank	P/B	17.700	30.8%	5.452
Tổng				52.795
Cộng tiền mặt				3.703
Trừ Nợ				6.241
Giá trị vốn CSH				50.257
Số cổ phiếu				515.272.269
Giá trị/cổ phiếu (VND)				97.536
<i>Tỷ lệ tăng giá</i>				6%

Nguồn: VCSC

1. Định giá CTCP Hàng tiêu dùng Masan

Chúng tôi định giá CTCP Hàng tiêu dùng Masan bằng mô hình DCF đến năm 2015. Chúng tôi sử dụng mức bù rủi ro thị trường là 11% và lãi suất phi rủi ro là 11,5% nên WACC là 14,5%. Chúng tôi ước tính giá trị của CTCP Hàng tiêu dùng Masan là 40.948 tỷ đồng hay 1,9 tỷ USD, trong đó 31.366 tỷ đồng tương đương 1,5 tỷ đồng là lợi ích Tập đoàn.

Mức thuế thu nhập doanh nghiệp áp dụng cho CTCP Hàng tiêu dùng Masan: Mức thuế quy định cho công ty mẹ là 25%. Tuy nhiên các công ty con đều đang trong giai đoạn được miễn giảm thuế, nên mức thuế áp dụng thấp hơn khá nhiều.

Chúng tôi sử dụng mức thuế áp dụng cho CTCP Hàng tiêu dùng Masan là 10% trong giai đoạn 2011-2015, dựa trên các giả định sau:

28/07/2011

- CTCP Công nghiệp Masan có thuế suất quy định là 15%. Công ty được miễn thuế trong 3 năm từ 2003-2005 và giảm 50% thuế còn 7,5% trong 7 năm tiếp theo từ 2006-2012. Mức thuế từ 2013 là 15%.
- CTCP Công nghệ Thực phẩm Việt Tiến có thuế suất quy định là 15%. Công ty được miễn thuế trong 3 năm từ 2003-2005 và giảm 50% thuế còn 7,5% trong 7 năm tiếp theo từ 2006-2012. Mức thuế từ 2013 là 15%.
- CTCP Bao bì Minh Việt có thuế suất quy định là 10%.
- CTCP Masan Phú Quốc thành lập năm 2007, được miễn thuế trong 3 năm từ 2008-2010. Thuế suất là 7,5% trong giai đoạn 2011-2016.

Hình 27: Chiết khấu dòng tiền (VNM mn)

Triệu đồng	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	2.437.959	2.809.667	3.629.636	4.906.526	6.554.364
Trừ: Thuế	234.922	269.605	348.724	472.695	949.009
Cộng: Khấu hao	102.775	102.775	102.775	102.775	102.775
Trừ: Δ trong NWC	825.903	399.956	217.077	292.234	377.930
Trừ: CAPEX	592.418	400.000	200.000	200.000	200.000
FCFF	887.492	1.842.881	2.966.610	4.044.372	5.130.200
PV	776.288	1.409.986	1.985.349	2.367.480	2.626.807

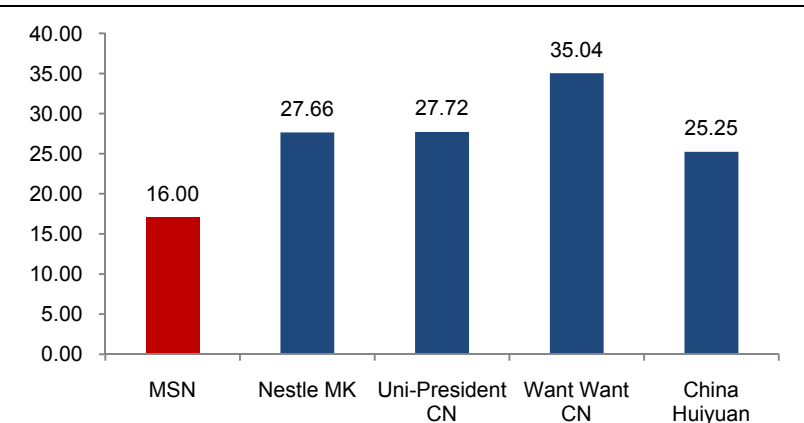
Hình 28: các giả định định giá CTCP Hàng tiêu dùng Masan

Beta	1.0	Giá trị năm 2015 (tr.đồng)	60.777.563
Mức bù rủi ro	10.5%	Hiện giá	30.937.285
Lãi suất phi rủi ro	11.5%	Hiện giá FCFF	8.788.105
Chi phí vốn CSH	21.5%	Giá trị doanh nghiệp	39.725.391
Chi phí Nợ	15%	Cộng: tiền mặt	2.299.221
Thuế	25%	Trừ: Nợ	1.076.851
WACC	14.5%	Giá trị Vốn CSH	40.947.761

CTCP Hàng tiêu dùng Masan được giao dịch với giá 170.000/cổ phiếu trước phát hành thêm trên thị trường OTC, thấp hơn nhiều so với giá mua của KKR là 230.000/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng giá trên OTC dựa trên tình hình thanh khoản thấp không phản ánh đúng hiệu quả hoạt động của CTCP Hàng tiêu dùng Masan. Chúng tôi lưu ý rằng những công ty thật sự có thể so sánh với CTCP Hàng tiêu dùng Masan là những công ty nước ngoài có vị trí dẫn đầu thị trường và thu hút nhiều nhà đầu tư danh tiếng, tạo sự khác biệt rõ rệt so với các công ty trong nước về khả năng tiếp cận nguồn vốn đầu tư dài hạn và thu hút nhân tài toàn cầu.

28/07/2011

Hình 29 : So sánh P/E trailing của các công ty trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

2. Định giá CTCP Tài nguyên Masan

Phần ước tính trữ lượng khoáng sản của chúng tôi chỉ dựa trên 23 triệu tấn khoáng sản đã được chứng minh và nghiên cứu khả thi (độ tin cậy hơn 90%). Trên thực tế con số này có thể nhiều hơn vì theo phân tích khả thi của dự án, rất có khả năng trong mỏ còn lại 32 triệu tấn quặng (độ tin cậy hơn 50%). Về quá trình khai thác, chúng tôi kỳ vọng MSN có thể bắt đầu khai thác từ năm 2013. Ban lãnh đạo tập đoàn cũng tin rằng lịch trình này là khả thi. Chúng tôi sử dụng mức giá bán dựa trên cơ sở giá cập nhật ngày 14/7/2011. Xin lưu ý rằng với tình hình mất cân bằng cung-cầu của các khoáng sản ngày càng lớn, có khả năng giá bán sẽ tiếp tục tăng. Chúng tôi giả định MSN có thể duy trì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu khoảng 77%, tương đương tỷ lệ đòn bẩy tài chính 43%. Chúng tôi ước tính NPV của mỏ là 951 triệu USD theo giá khoáng sản hiện tại.

Hình 30: Dự báo doanh thu

Thành phần khoáng sản	Sản lượng hàng năm (tấn, ước tính)	Trữ lượng khai thác (tấn)	Giá/tấn (USD)	Doanh thu hàng năm (USD)
Tungsten Trioxide - WO ₃	6.000	96.000	45.200	71.200.000
Bismut - Bi	2.038	32.608	26.667	54.346.667
Florit - CaF ₂	222.680	3.562.880	500	111.340.000
Đồng	5.600	89.600	9.778	54.755.556
Vàng* (oz, USD/oz)	2.950	47.200	1.591	4.693.450
Tổng		3.781.088		496.335.672

Nguồn: Nui Phao Mining Joint Venture Ltd, VCSC estimate

(triệu USD)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
Doanh thu				496	506	516	527	537
Chi phí hoạt động				113	113	113	113	113
EBITDA				383	393	403	413	424
(-) Khấu hao				(31)	(31)	(31)	(31)	(31)
(-) Lãi vay				(18)	(15)	(12)	(9)	(6)
EBT				334	347	360	373	387
(-) Thuế				-	-	-	(93)	(97)

28/07/2011

Lợi nhuận ròng				334	347	360	280	290
(+) Khấu hao				31	31	31	31	31
(-) Capex	(180)	(200)	(120)					
(+) Vay nợ		100	120					
(+) Đầu tư của MK		100						
(-) Hoàn trả vốn gốc				(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
FCF	(180)	0	0	329	341	355	275	285
NPV (triệu USD)		951						

Dựa trên ba kịch bản khác nhau về khả năng khai thác mỏ của CTCP Tài nguyên Masan là 1) 75% trữ lượng đã được chứng minh; 2) 100% trữ lượng đã được chứng minh; và 3) cả trữ lượng đã được chứng minh và tiềm ẩn, chúng tôi tin rằng công ty sẽ tăng trưởng rất mạnh nếu chứng minh được trữ lượng khoáng sản tiềm ẩn trong mỏ.

Hình 31: Phân tích độ nhạy

	Bi quan 75% trữ lượng đã được chứng minh	Cơ bản 100% trữ lượng đã được chứng minh	Lạc quan cả trữ lượng đã được chứng minh và tiềm ẩn
Trữ lượng (tấn)			
WO ₃	46.207	61.609	116.814
CaF ₂	1.511.427	2.015.236	4.689.294
Bi	19.753	26.337	52.822
Cu	40.916	54.555	59.469
Sản lượng hàng năm (tấn)			
WO ₃	4.500	6.000	11.376
CaF ₂	167.010	222.680	518.159
Bi	1.529	2.038	4.087
Cu	4.200	5.600	6.104
Doanh thu (triệu USD)	373	496	947
NPV (triệu USD)	462	951	1.869

Chúng tôi lưu ý rằng MSN có quyền chọn mua toàn bộ cổ phần của DC trong CTCP Tài nguyên Masan, chi trả bằng tiền mặt trong năm 1, 2 và 3 sau ngày giao dịch chuyển nhượng, có thể thực hiện theo từng quý. Giá khởi điểm vào tháng 9/2011 (một năm sau ngày chuyển nhượng) là 61,28 triệu USD, giá sẽ tăng theo quý lên 90 triệu USD vào cuối năm 3 - tháng 9/2012. Vì giá khoáng sản đã tăng gần gấp đôi kể từ ngày mua lại, chúng tôi nghĩ rằng có khả năng MSN sẽ thực hiện quyền chọn mua trong tháng 9/2011 và tăng tỷ lệ sở hữu mỏ lên 80%.

3. Định giá Techcombank

Mặc dù dự kiến sẽ được giao dịch trên sàn HSX vào năm 2011, nhưng hiện tại Techcombank vẫn chỉ giao dịch trên thị trường OTC. Mặc dù giao dịch trên thị trường OTC có phần trầm lắng nhưng theo chúng tôi được biết, Techcombank đang được giao dịch tại giá 18.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với giá trị vốn CSH là 15.818 tỷ đồng. Tuy nhiên, mức giá này có thể không phản ánh đúng thị giá của ngân hàng do tính thanh khoản thấp của thị trường OTC.

28/07/2011

Chúng tôi tin rằng phương pháp PB sẽ đánh giá đúng cổ phiếu Techcombank vì đây cũng là cơ sở tốt để định giá cổ phiếu, đặc biệt là lĩnh vực tài chính. Chúng tôi áp dụng mức PB trung bình ước tính trong năm 2011 của những ngân hàng hàng đầu để định giá Techcombank. Chúng tôi dự báo Techcombank có thể đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng mạnh trong những năm tới nhờ sự phát triển nhanh chóng của mạng lưới ngân hàng, công nghệ tiên tiến, cấu trúc và chiến lược kinh doanh vượt trội.

Áp dụng mức PB trung bình ước tính trong năm 2011 là 1,5x với giá trị sổ sách ước tính là 11.800 tỷ đồng, chúng tôi định giá cổ phiếu Techcombank là 20.100 đ/cp, tương ứng giá trị vốn chủ sở hữu là 17.700 tỷ đồng.

Hình 32: Các ngân hàng trong nước so với Techcombank

Ngân hàng	Giá ngày 07/21/11	FY11E EPS	FY11E BVPS	FY11E PE	FY11E PB
	VND	VND	VND	(x)	(x)
HSX: VCB	28,500	1,952	18,505	14.6	1.5
HSX: CTG	26,900	2,393	13,844	11.2	1.9
HNX: ACB	21,000	2,548	12,113	8.2	1.7
HSX: EIB	15,200	1,875	11,223	8.1	1.4
HSX: STB	13,900	2,039	13,330	6.8	1.0
Trung bình				9.8	1.5

28/07/2011

Rủi ro

Các công ty con của MSN chủ yếu hoạt động tại thị trường trong nước nên khó tránh khỏi những rủi ro liên quan đến vĩ mô. Lạm phát từ phía cung tăng cộng với khả năng không chuyển được phần tăng giá hàng hóa sang cho khách hàng có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận. Lãi suất cao có thể làm chậm tốc độ tăng trưởng GDP trong năm 2011 và do đó tác động tiêu cực đến nhu cầu sản phẩm. Việc chạy đua lãi suất huy động giữa các ngân hàng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến NIM của ngân hàng. Giá hàng hóa đang trên đà tăng và dự kiến sẽ vẫn tăng cao. Tuy nhiên, nếu áp lực lạm phát giảm đi có thể làm phát sinh rủi ro giá cả đối với một số các mặt hàng tại CTCP Tài nguyên Masan và từ đó tác động đến doanh thu. Ngoài ra, tình hình vĩ mô thế giới tiêu cực và tâm lý lựa chọn sự an toàn của nhà đầu tư nước ngoài có thể hạn chế khả năng tài trợ vốn trong tương lai. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng công ty được định vị tốt so với các công ty trong ngành nên có thể vượt qua các rủi ro nhờ dòng tiền tạo ra từ các đơn vị kinh doanh và số dư tiền mặt 346 triệu USD tính đến cuối tháng 6/2011. Giá cổ phiếu đã giảm 32% so với mức đỉnh, vì vậy chúng tôi tin rằng MSN hiện là cổ phiếu hấp dẫn trên cơ sở xem xét tương quan lợi nhuận và rủi ro.

28/07/2011

Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT

Giám đốc Phân tích kỹ thuật

MSN thể hiện các chỉ số kỹ thuật ít biến động và dao động ngay trên ngưỡng hỗ trợ mạnh 90.000. Cổ phiếu có khả năng tăng nhẹ lên mức 95.000 hoặc 100.000. Tuy nhiên, ngưỡng này rất khó vượt qua vì cổ phiếu đã củng cố trong phạm vi này trong khoảng 2 tuần (14/6 – 6/7). Khả năng giảm khá thấp vì ngưỡng 85.000-90.000 là vùng hỗ trợ mạnh.

Điểm mua vào: nhà đầu tư trung hạn hiện nên chờ đợi

Đồ thị tuần



28/07/2011

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Hoàng Hương Giang và Phạm Cẩm Tú, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

28/07/2011

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
28/07/2011	NĂM GIỮ	92,500	97,500
18/11/2009	NĂM GIỮ	41,000	44,000

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Vũ Thanh Tú, ext 105
CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120
CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142
Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Lê Trần Anh Vinh, ext 130
Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Doãn Chí Thiên

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT
+84 8 3914 3588, ext 134
raphael.wilhelm@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ
+84 8 3914 3588, ext 122
hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

28/07/2011

Khuyến cáo

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