

02/05/2012



Giang Hoàng
Chuyên viên cao cấp
Giang.hoang@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 142

THÊM VÀO

Giá mục tiêu **123.000**
Tăng **11,8%**

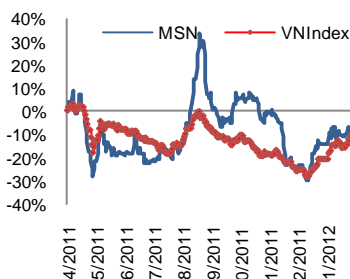
Đa ngành nghề

Các chỉ số chính

Giá ngày 27/04/2012	110.000
Mức thấp nhất 52 tuần	82.500
Mức cao nhất 52 tuần	158.000
KLGD bình quân 30 ngày	134.197
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	515
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	57.195
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2.724
TL sở hữu nước ngoài	22,1%

Định giá	2010	2011	2012F
EPS (cơ bản)	4.431	3.823	5.438
Tăng trưởng			
EPS	216,5%	-13,7%	42,3%
P/E (thị giá)	26,2	30,3	20,4
P/B (thị giá)	5,6	3,8	3,1
ROE	21,5%	29,7%	Na
ROA	10,8%	6,0%	Na
ROIC	19,3%	27,6%	Na

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	-1,8%	-11,2%	-5,9%
Tương đối %	-7,9%	-25,3%	-6,0%



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Masan	48,6%
Cty TNHH Hoa Hướng Dương	19,4%
BankInvest	9,7%

Cập nhật ĐHCĐ Masan và kết quả kinh doanh quý 1/2012

Tuần trước chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ của Công ty Hàng tiêu dùng Masan và Tập đoàn Masan. Chúng tôi tin tưởng là công ty sẽ đạt được chỉ tiêu lợi nhuận năm 2012. Hiện Công ty Hàng tiêu dùng Masan đang nỗ lực chuyển mình từ một doanh nghiệp chuyên về thực phẩm sang hoạt động trên nhiều mảng thuộc ngành hàng tiêu dùng hơn. Tăng trưởng trong năm 2012 chủ yếu dựa vào (1) Kokomi, sản phẩm mì nhắm vào thị trường bình dân được tung ra vào cuối năm 2011; (2) tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Vinacafe nhờ tác động cộng hưởng từ hệ thống kênh phân phối của Công ty Hàng tiêu dùng Masan; và (3) việc tung ra các sản phẩm mới trong năm 2012. Ban lãnh đạo hiện đang đẩy mạnh các nỗ lực nghiên cứu và phát triển, và chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp kích thích tăng trưởng. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2012; vui lòng xem [Báo cáo cập nhật ngày 13/04/2012](#) để biết thêm chi tiết. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu ở mức 123.000 đồng và sẵn sàng đánh giá lại khi các sản phẩm/ngành hàng kinh doanh mới đi vào hoạt động và mang lại giá trị gia tăng.

Các sự kiện quan trọng trong năm 2012

Phát hành Chứng chỉ lưu ký toàn cầu (GDR) niêm yết tại Singapore giá trị tối đa 1,5 tỷ USD. Thời điểm thực hiện chương trình GDR sẽ là trong năm 2012 hoặc 4 tháng đầu năm 2013. Theo như chúng tôi trao đổi với ban lãnh đạo, việc phát hành cũng sẽ phụ thuộc vào tình hình thị trường. Tỷ lệ chuyển đổi giữa GDR và cổ phiếu nguồn sẽ được quyết định khi gần đến ngày chương trình bắt đầu.

Phát hành thêm tối đa 310 triệu cổ phiếu phổ thông, trong đó (1) tối đa 200 triệu cổ phiếu sẽ được phát hành không thu tiền mặt, dành cho các mục đích bao gồm, nhưng không bị giới hạn bởi, tất toán và cần trừ công nợ, các khoản vay và thực hiện các cam kết của công ty theo các thỏa thuận hiện tại và (2) tối đa 110 triệu cổ phiếu sẽ được phát hành để thu tiền mặt. Chúng tôi xin giải thích thêm rằng 110 triệu cổ phiếu này không phải là phát hành mới để huy động thêm vốn, mà là một phần từ các khoản nợ chuyển đổi hiện tại mà công ty có thể mua lại trong nước, sau đó tái phát hành cho chương trình GDR. Việc mua lại và phát hành này cũng giúp công ty linh hoạt đáp ứng các thủ tục pháp lý của chương trình GDR. Ngoài ra, việc thực hiện chuyển đổi các khoản nợ này sẽ giúp phản ánh chính xác hơn cấu trúc vốn của công ty, một bước quan trọng nhằm chuẩn bị cho việc niêm yết ở nước ngoài.

Chúng tôi ước tính MSN cần khoảng 307 triệu cổ phiếu để chuyển đổi tất cả các khoản nợ hiện tại, bao gồm trái phiếu chuyển đổi đã phát hành cho TPG, IFC, Goldman Sachs, Dragon Capital, Richard Chandler, Mount Kellet; tăng sở hữu tại MSC, Núi Pháo và TCB; và cổ phiếu phát hành ưu đãi ESOP. Tổng số cổ phiếu sau pha loãng sẽ vào khoảng 822 triệu, và sẽ không có pha loãng thêm nữa.

HĐQT đề xuất kế hoạch dự kiến về việc mua lại các công cụ chuyển đổi do công ty phát hành; tổng giá trị mua lại tối đa là 250 triệu USD tiền mặt từ các nguồn vốn hiện tại của công ty.

Chúng tôi cho rằng công ty sẽ mua lại các công cụ chuyển đổi nếu có thể thỏa thuận được giá chiết khấu so với mức giá giao dịch hiện tại. Động thái mua lại này cũng cho thấy công ty khá lạc quan về triển vọng của mỏ Núi Pháo khi mỏ này đi vào khai thác vào năm 2013. Trong khi cổ đông hiện hữu có lẽ không đánh giá hết được những giá trị mà mỏ Núi Pháo đem lại, ban lãnh đạo công ty rất tin tưởng vào thành công cũng như giá trị tăng trưởng từ dự án này. Càng đến gần ngày mỏ Núi Pháo đi vào hoạt động chính thức, và giá cổ phiếu bắt đầu phản ánh được giá trị cộng thêm từ dự án này, việc mua lại các công cụ chuyển đổi thực tế có thể mang lại giá trị cho công ty và cổ đông hiện hữu.

Cập nhật lợi nhuận quý 1/2012. MSN công bố đạt 1.537 tỷ đồng doanh thu (tăng 16% so với cùng kỳ năm ngoái) và 450 tỷ đồng lợi nhuận (tăng 16%) trong quý 1/2012. Tỷ suất lợi nhuận gộp quý 1/2012 là 36,3% so với mức 42,8% của quý 1/2011 do kết quả kinh doanh của Vinacafe được hợp nhất với kết quả kinh doanh của Công ty hàng tiêu dùng Masan. Chúng tôi lưu ý rằng năm ngoái VCF đạt tỷ suất lợi nhuận gộp là 25,8%. Chúng tôi đã trao đổi với ban lãnh đạo công ty và được biết dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục tăng cao so với mức hiện tại khi mà tác động cộng hưởng từ hệ thống kênh phân phối của VCF và MSC sẽ tiếp tục phát huy hiệu quả.

Chúng tôi xin lưu ý là cho đến hết tháng 03/2012, MSC đã tăng số các điểm bán lẻ lên 175.000 so với con số 164.000 vào tháng 12/2011 nhằm mở rộng thị trường sang khu vực nông thôn. Ngoài ra, công ty đã kết hợp hệ thống phân phối của MSC với VCF để VCF có thể bán trực tiếp tại 85.000 điểm bán lẻ so với 45.000 điểm như trước kia. Chúng tôi cho rằng việc hợp nhất này sẽ giúp VCF đạt chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu 83% trong năm 2012.

Trên cơ sở pro forma, trong quý 1/2012, MSC và TCB đã lần lượt đạt 465 tỷ đồng (tăng 26,2% so với cùng kỳ năm ngoái) và 771 tỷ đồng (tăng 31%) lợi nhuận ròng. Như vậy, MSC và TCB đã lần lượt hoàn thành 15% và 19% chỉ tiêu lợi nhuận năm 2012.

Trong quý 1/2012, TCB tiếp tục khẳng định vị trí dẫn đầu với tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 30% so với cùng kỳ năm ngoái, từ 589 tỷ đồng lên 771 tỷ đồng. Kết quả khả quan này một phần nhờ tăng trưởng tiền gửi ổn định ở mức 4,8%, cao hơn hẳn so với mức tăng trưởng tiền gửi của toàn ngành là 1,4%. Lãi suất huy động giảm đột ngột cũng giúp ngân hàng duy trì NIM tại mức 3,45% dù lãi suất cho vay giảm.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo MSN sẽ đạt lợi nhuận ròng 2.802 tỷ đồng (tăng 42% so với năm ngoái), theo đó EPS pha loãng hoàn toàn sẽ là 3,413 đồng. Xin lưu ý rằng dự báo của chúng tôi tính cả phần phân bổ lợi thế thương mại và lợi ích cổ đông thiểu số, vì vậy sẽ khác với số liệu pro forma của công ty.

Cập nhật về các công ty con và liên kết

Công ty hàng tiêu dùng Masan (MSC). Công ty đang nỗ lực chuyển mình từ một doanh nghiệp chuyên về thực phẩm sang hoạt động trên nhiều mảng thuộc ngành hàng tiêu dùng hơn. Dự kiến tới năm 2020, MSC sẽ xây dựng được 6 danh mục kinh doanh gọi là Đơn vị kinh doanh Masan (Masan Business Units – MBU). Mặc dù ban lãnh đạo không cung cấp thông tin chi tiết về các kế hoạch cho lĩnh vực kinh doanh mới, chúng tôi muốn nhấn mạnh việc MSC thâm nhập vào lĩnh vực đồ uống thông qua việc mua lại nhà sản xuất cà phê hòa tan VCF. VCF đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu 83% cho năm 2012 (CAGR 5 năm là 20%) và 71% tăng trưởng lợi nhuận (CAGR 5 năm là 14%) nhờ tăng trưởng về sản lượng, kênh phân phối rộng hơn và chiến lược marketing hiệu quả hơn nhờ MSC hỗ trợ. Có thể nói thực hiện M&A thành công là một thế mạnh của MSN, và chúng tôi tin chắc rằng công ty

có thể tiếp tục đạt được giá trị gia tăng khi chuyển sang hoạt động ở các lĩnh vực mới thông qua M&A.

Công ty tài nguyên Masan (MR). MR đã hoàn thành 97% việc đền bù và tái định cư và được tài trợ vốn đầy đủ tính đến quý 1/2012. Các hoạt động xây dựng dự án đang được thúc đẩy nhanh chóng với 30 triệu USD được đầu tư thêm vào quý 1/2012. Chúng tôi dự báo máy móc sẽ được lắp ráp bắt đầu vào quý 1/2012, sau đó là quá trình chạy thử trong vòng 3-6 tháng tiếp theo. Dự án Núi Pháo sẽ chính thức đi vào hoạt động trong quý 4/2013.

Techcombank. TCB là một trong những ngân hàng thương mại phát triển nhanh nhất. Công ty sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới chi nhánh và tiếp tục nhắm đến đối tượng khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ. Ngân hàng dự định mở thêm 53 chi nhánh và văn phòng trong năm 2012, nâng tổng số chi nhánh và văn phòng lên 360, tăng 17%. Năm 2011, TCB có 310 chi nhánh và văn phòng. So với các ngân hàng khác, TCB có nhiều hơn EIB 107 chi nhánh và văn phòng nhưng ít hơn ACB 10 và STB 98. Theo ban lãnh đạo, tổng tín dụng cho khối doanh nghiệp vừa và nhỏ trong năm 2011 vào khoảng 38 nghìn tỷ đồng, chiếm 95% tổng giá trị cho vay cho khách hàng doanh nghiệp. TCB vẫn muốn tăng tỷ lệ này lên nữa vì đây là một trong những phân khúc mang lại lợi nhuận cao nhất, do doanh nghiệp vừa và nhỏ thường vay với lãi suất cao.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Giang Hoàng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng 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%
NẮM 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.

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 và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

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

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

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

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.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
05/04/2012	NẮM GIỮ	114.000	123.000
27/07/2011	NẮM GIỮ	92.500	97.500