

25/09/2012



Vũ Thị Trà Lý
Chuyên viên
ly.vu@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 147

Cập nhật

Giá mục tiêu **106.000**
Tăng **8%**

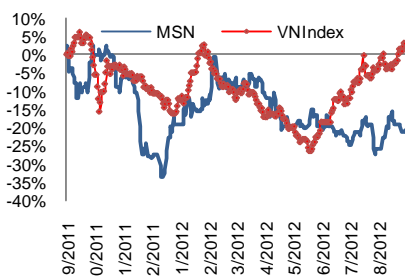
Đa ngành nghề

Các chỉ số chính

Giá ngày 20/09/2012	98.000
Mức thấp nhất 52 tuần	82.500
Mức cao nhất 52 tuần	128.000
KLGD bình quân 30 ngày	92.549
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	687
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	67.353
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	3.207
TL sở hữu nước ngoài	20,1

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	3.823	3.488	6.245
Tăng trưởng	-13,7	-8,7	79,0
P/E (thị giá)	25,6	28,1	15,7
P/B (thị giá)	3,4	2,8	2,6
ROE	21,5	11,8	18,1
ROA	6,0	Na	Na
ROIC	27,6	Na	Na
Lợi suất cổ tức	0	Na	Na

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	6,5	-14,8	-21,6
Tương đối %	-0,1	-31,6	-23,5



Cơ cấu cổ đông	%
Tập đoàn Masan	36,6
Cty TNHH Hoa Hướng Dương	14,5
BankInvest	4,8

Mảng mì gói thúc đẩy tăng trưởng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ. MSN đạt lợi nhuận ròng hợp nhất 6 tháng đầu năm 849 tỷ đồng (1.200 đồng/cổ phiếu), tương ứng với tăng trưởng lợi nhuận 30% so với cùng kỳ năm ngoái. Công ty Hàng tiêu dùng Masan đạt 35% dự báo lợi nhuận cả năm của chúng tôi. Việc tung ra các sản phẩm mới là động lực tăng trưởng mạnh mẽ khiến chúng tôi lạc quan về khả năng giành thị phần của công ty. Thị phần mì gói tăng từ 12% lên 25% nhờ Kokomi, sản phẩm mì gói nhắm vào thị trường bình dân được tung ra vào tháng 12/2011. Vinacafe (lợi nhuận 104 tỷ đồng, giảm 16% so với cùng kỳ năm ngoái) cũng đạt 35% dự báo lợi nhuận cả năm của chúng tôi. Trong lịch sử, Công ty Hàng tiêu dùng Masan thường đạt 2/3 doanh thu vào 6 tháng cuối năm và có vẻ như sẽ đạt được mục tiêu công ty đề ra cho năm 2012. Techcombank (lợi nhuận 1.223 tỷ đồng) dường như là công ty duy nhất tăng trưởng chậm khi chỉ đạt tăng trưởng lợi nhuận cả năm 6% so với dự báo ban đầu của chúng tôi là 13%. Tăng trưởng tín dụng của ngân hàng không cao như chúng tôi dự kiến. Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận ban đầu cho Công ty Hàng tiêu dùng nhưng điều chỉnh giảm dự báo cho Techcombank. Công ty Hàng tiêu dùng Masan đóng góp 80% vào lợi nhuận của công ty. Mặc dù điều chỉnh dự báo giảm nhưng tác động của TCB đến lợi nhuận ròng hợp nhất của MSN chỉ giảm nhẹ từ 2.800 tỷ đồng xuống còn 2.700 tỷ đồng, tương ứng với từ 3.600 đồng xuống còn 3.500 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu thành 106.000 đồng trên số lượng cổ phiếu mới là 687 triệu cổ phiếu. Chúng tôi không có thay đổi gì lớn về định giá tổng hợp các thành phần. Giá mục tiêu của chúng tôi kết hợp tác động của 172 triệu cổ phiếu mới phát hành nhằm trả cho trái phiếu chuyển đổi và công cụ vốn liên quan đến việc mua cổ phần trong Công ty Hàng tiêu dùng Masan, Núi Pháo, Techcombank và trái phiếu chuyển đổi của Quỹ đầu tư TPG và Công ty Tài chính quốc tế (IFC). Chúng tôi cho rằng việc đơn giản hóa cơ cấu vốn đã tăng sự minh bạch và giảm lo ngại của nhà đầu tư về các công cụ chuyển đổi vốn trước đây.

Lợi nhuận ròng hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng 20% so với quý 1/2011. Chúng tôi ước tính lợi nhuận hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng lên 972 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng các số liệu tăng trưởng chưa được phản ánh đầy đủ và có thể cao hơn nếu tính mùa lễ Tết đến như các năm trước. Tết năm 2012 đến sớm hơn năm 2011 khoảng ba tuần đã buộc các nhà phân phối dự trữ mì gói và nước chấm từ cuối tháng 12/2011. Lợi nhuận ròng quý 2/2012 tăng 27% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng từ 41,6% lên 42,9% nhờ chi phí đầu vào thấp và lợi thế quy mô. Doanh thu bán hàng của phân khúc này tăng 13,6% so với cùng kỳ năm 2011.

Thị phần tăng nhờ tăng trưởng của mảng mì gói. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (nước mắm, nước tương, tương ớt và mì gói) trong 6 tháng đầu năm 2012 đạt tổng cộng 3.225 tỷ đồng (+14% so với cùng kỳ năm ngoái). Chúng tôi ước tính doanh thu mảng mì gói tăng khoảng 35% nhờ thành công trong việc tung ra mì Kokomi, sản phẩm nhắm vào thị trường bình dân vào đúng thời điểm người tiêu dùng bắt đầu cắt giảm chi tiêu. Chúng tôi ước tính Kokomi hiện chiếm khoảng 40% doanh thu mì gói và sẽ đạt doanh thu 100 triệu USD vào cuối năm. Công ty Hàng tiêu dùng Masan có thể đạt dự báo lợi nhuận năm 2012 của chúng tôi là 2.790 tỷ đồng nhờ mì Kokomi và Omachi. Công ty Hàng tiêu dùng Masan gần đây đã tung ra Yoshi, một nhãn hàng cho thị trường trung cấp và nếu thành công có thể là một động lực nữa thúc đẩy tăng trưởng.

Doanh thu nước chấm (nước mắm chiếm khoảng 60%) tăng cùng với thị trường. Chúng tôi ước tính doanh thu nước chấm trong 6 tháng đầu năm tăng khoảng 5% so với cùng kỳ năm ngoái do Masan cho biết đã chiếm khoảng 75% thị phần nước mắm có thương hiệu. Theo công ty, Công ty Hàng tiêu dùng Masan đã tăng thêm 1% thị phần. Tương tự như phân khúc mì gói, công ty tiếp tục tập trung hơn vào thị trường cao cấp và bình dân do phân khúc chính là thị trường trung cấp chịu ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế.

Công ty Hàng tiêu dùng Masan tung ra hai sản phẩm mới trong 6 tháng đầu năm 2012. Nước mắm Siêu tiết kiệm đã được tung ra với mục tiêu chuyển đổi phân khúc tiêu dùng không thương hiệu thành có thương hiệu và chủ yếu nhắm vào người tiêu dùng nông thôn và các tỉnh với tiềm năng tăng thị phần lên 80%. Công ty Hàng tiêu dùng Masan cũng tung ra nước mắm Chin-Su Nam Ngư để tiếp cận phân khúc tiêu dùng cao cấp vốn chưa được khai thác. Sản phẩm nước mắm Chin-Su Nam Ngư cũng đặt mục tiêu bán cho người tiêu dùng thị trường trung cấp với mức giá cao hơn. Các sản phẩm mới sẽ giúp công ty tăng doanh thu với mức tăng trưởng cao hơn thị trường. Với giá trị ước tính tổng các ngành nước mắm (có và không có thương hiệu) 450-500 triệu USD, Công ty Hàng tiêu dùng Masan chiếm hơn 50% thị phần của thị trường nước mắm.

Với phân khúc mì gói tăng trưởng tốt hơn phân khúc nước chấm, doanh thu Công ty Hàng tiêu dùng Masan cân bằng hơn rất nhiều. Chúng tôi ước tính mì gói đóng góp 40% và nước chấm đóng góp 60% vào doanh thu so với tỷ lệ trước đây là 30%-70%.

Lợi nhuận của Vinacafe dự kiến sẽ tăng nhờ cộng hưởng của các sản phẩm mới và việc tận dụng sức mạnh của mạng lưới phân phối của Masan. Nếu tính riêng, lợi nhuận ròng VCF giảm 16% xuống còn 104 tỷ đồng. Sự kết hợp giữa kênh phân phối và bán hàng, có nghĩa là tăng kênh phân phối Công ty Hàng tiêu dùng Masan và loại dần kênh trước đây, đã ảnh hưởng đến 6 tháng đầu năm 2012. Vinacafe đã tung ra các sản phẩm cà phê hòa tan mới hồi cuối tháng Sáu với sự kết hợp với đội Nghiên cứu & Phát triển của Công ty Hàng tiêu dùng Masan. Thay đổi kênh phân phối và tung ra các sản phẩm mới làm giảm biên lợi nhuận điều hành từ 16,3% xuống 12,1% so với 6 tháng đầu năm 2011. Chi phí bán hàng của VCF tăng gần gấp đôi với việc tung ra sản phẩm mới Wake-up Sài Gòn (cà phê hòa tan mới cho thị trường bình dân). Lợi nhuận gộp của VCF đã tăng khoảng 13% dù biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 26,1% xuống còn 25,5%. Chúng tôi được công ty cho biết việc tung ra các sản phẩm mới rất được người tiêu dùng quan tâm và đón nhận. Cách tiếp cận của Cà phê Wake-up dường như áp dụng mô hình tương tự như mì Kokomi do sản phẩm này nhắm vào phân khúc thị trường bình dân là phân khúc ổn định trong bối cảnh kinh tế khó khăn. Công ty Hàng tiêu dùng Masan cũng tung ra sản phẩm ngũ cốc mới trong quý 3. Tác động cộng hưởng của việc tung ra các sản phẩm mới này và hệ thống phân phối mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong quý 3.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của VCF sẽ đạt dự báo của chúng tôi là 296 tỷ đồng. Khi quá trình chuyển đổi hoàn tất trong quý 3, số lượng các điểm bán hàng cà phê hòa tan sẽ tăng gần gấp đôi từ 45.000 lên 85.000. Chúng tôi cũng dự báo biên lợi nhuận ròng của VCF sẽ tăng mạnh từ mức hiện tại 20-21% lên mức trung bình ngành trong khu vực khoảng 27-28%. Sử dụng toàn bộ danh mục sản phẩm của tập đoàn như một công cụ thương lượng, chúng tôi cho rằng công ty sẽ có thể đàm phán, giống như đã làm đối với phân khúc mì gói và nước chấm, hợp đồng phân phối độc quyền với các đại lý và giá đầu vào tốt hơn trong chuỗi cung ứng. Hơn nữa, một nhà máy mới dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong quý 4 sẽ

giúp công ty ít phụ thuộc vào nhập khẩu đầu vào có chi phí cao hơn. Cuối cùng, chúng tôi dự báo cà phê hòa tan Wake-up Sài Gòn sẽ đóng góp nhiều vào doanh thu. Sản phẩm này là công thức mới sẽ giúp duy trì biên lợi nhuận dù được bán giá thấp hơn các sản phẩm tương tự của các đối thủ cạnh tranh khoảng 30%. Theo ban lãnh đạo Masan, số liệu của Wake-up Sài Gòn chỉ phản ánh chưa đầy một tháng trong kết quả 6 tháng đầu năm và phản hồi từ người tiêu dùng từ khi tung sản phẩm ra thị trường rất “tích cực”.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho Techcombank xuống còn 3.336 tỷ đồng (từ 3.556 tỷ đồng). Lợi nhuận ròng quý 2 của ngân hàng (452 tỷ đồng) giảm 41% so với quý 1. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ rất khó khăn để đạt được dự báo cả năm ban đầu của chúng tôi là 3.556 tỷ đồng khi cho đến nay chỉ mới đạt khoảng 34% dự báo. Tăng trưởng tín dụng chậm và nợ xấu đang là gánh nặng của toàn bộ hệ thống ngân hàng cũng ảnh hưởng không tốt đến TCB. Tính đến quý 2, tăng trưởng tín dụng của ngân hàng là âm 1% và tỷ lệ nợ xấu đứng ở mức khoảng 3%, tăng từ mức 2% hồi cuối năm 2011. Tuy nhiên, vốn huy động của ngân hàng tăng trưởng tốt trong 6 tháng đầu năm đạt 9,1% so với các ngân hàng cùng ngành như MBB (11,7%) và VCB (3,6%). Tỷ lệ tín dụng trên vốn huy động cũng đạt một trong những mức thấp nhất của hệ thống với chỉ 64,8% nên ngân hàng chắc chắn vẫn còn có khả năng cho vay. Tuy nhiên, ngân hàng áp dụng các tiêu chuẩn cho vay nghiêm ngặt hơn do suy thoái kinh tế. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho ngân hàng từ 3.556 tỷ đồng xuống còn 3.336 tỷ đồng với giả định tăng trưởng tín dụng (điều chỉnh giảm từ 17% xuống còn 8%) là thay đổi lớn nhất trong các giả định của chúng tôi.

Bảng 1: Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (ước tính của VCSC)

	6 tháng đầu năm 2011	6 tháng đầu năm 2012	Tỷ lệ tăng
DOANH THU (tỷ đồng)			
Cty Hàng tiêu dùng Masan			
*(76,5%)	3.561	4.062	14,1%
Masan Food	2.839	3.225	13,6%
- Mì gói (ước tính)	852	1.148	34,8%
% doanh thu	30%	36%	
- Nước chấm (ước tính)	1.987	2.077	4,5%
% doanh thu	70%	64%	
Vinacafe *(38,3%)	722	837	15,9%
Techcombank *(30,6%) (a)	n/m	n/m	**18,7%

Bảng 2: Tỷ lệ đóng góp vào lợi nhuận ròng theo nhóm ngành

	6 tháng đầu năm 2011	6 tháng đầu năm 2012	Tỷ lệ tăng	Dự báo của VCSC	Dự báo tăng của VCSC
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)					
MSN *(điều chỉnh giảm)	653	849	30,1%	*2,700	37%
Đóng góp vào thu nhập từ:					
Mì gói & nước chấm					
(76,5%)	621	744	19,8%		
Vinacafe (38,3%)	-	40	n/m		
Techcombank (30,6%)	32	66	103,6%		

Bảng 3: Thu nhập ròng không chia tỷ lệ (100%) và dự báo của VCSC (sửa đổi)

	6 tháng đầu năm 2011	6 tháng đầu năm 2012	Tỷ lệ tăng	Dự báo của VCSC	Dự báo tăng của VCSC
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)					

Mì gói và nước chấm	811	972	19,8%	2.790	21%
Vinacafe	122	103	15,5%	296	38%
Techcombank* (điều chỉnh giảm)	1.075	1.223	13,8%	*3.336	6%
Đóng góp vào MSN (30,6%)	331	376			
trừ phân bổ lợi thế TM	288	288			
Lợi nhuận vào MSN	43	88			
Techcombank sau thuế TNDN	32	66	103,6%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của MSN, Công ty Hàng tiêu dùng Masan, VCF và dự báo của VCSC

Cải thiện biên lợi nhuận gộp. Lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2012 giảm xuống còn 39,3% so với 41,6% của 6 tháng đầu năm 2011 chủ yếu do hợp nhất Vinacafe. Biên lợi nhuận của công ty sản xuất cà phê (26%) thấp hơn nước chấm (khoảng 50%) và mì gói (khoảng 30%). Nếu tách VCF khỏi kết quả 6 tháng đầu năm 2012, biên lợi nhuận gộp cho danh mục hàng cốt lõi thực sự tăng từ 41,6% lên 42,9%. Chúng tôi ước tính tăng trưởng là do tăng biên lợi nhuận gộp của cả mì gói và nước chấm thêm 2% nhờ nguyên liệu đầu vào rẻ hơn và lợi thế quy mô qua việc các nhà máy sản xuất vận hành hết công suất. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của VCF gần như không đổi.

Bảng 4: Cải thiện biên lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	6 tháng đầu năm 2011	6 tháng đầu năm 2012	Tỷ lệ tăng
Thực phẩm Masan	1.180	1.384	17,2%
Biên lợi nhuận (%)	41,6%	42,9%	
Vinacafe	188	214	13,4%
Biên lợi nhuận (%)	26,1%	25,5%	
Cty Hàng tiêu dùng Masan (tính cả VCF)	1.369	1.597	16,7%
Biên lợi nhuận (%)	38,4%	39,3%	

Nguồn: MSC, VCF, dự báo của VCSC

Tiêu điểm kinh doanh

Công ty Hàng tiêu dùng Masan (MSC)

Phân khúc mì gói là động lực tăng trưởng chính trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi ước tính phân khúc sản phẩm mì gói sẽ tiếp tục tăng tốt hơn thị trường do thị phần của công ty trong phân khúc này vẫn còn nhiều khả năng tăng. Đặc biệt, Omachi, nhãn hàng cao cấp của Công ty Hàng tiêu dùng Masan, và Kokomi, nhãn hàng bình dân đang bán rất chạy. Kokomi được tung ra hồi tháng 12/2011 dự kiến năm nay sẽ đạt doanh thu 100 triệu USD và chiếm 40% doanh thu mì gói. Dưới đây là vài lý do tại sao phân khúc mì gói tăng trưởng rất tốt.

Nền kinh tế yếu kém gây nên sự thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng. Nhìn chung, công ty đã nhận ra sự thay đổi trong thói quen mua sắm của người tiêu dùng. Do suy thoái kinh tế, người tiêu dùng đã tiết kiệm bằng cách mua các sản phẩm bình dân (sản phẩm có giá thấp) thay vì các sản phẩm trung cấp Oh Ngon và Tiến Vua. Sản phẩm phân khúc cao cấp, Omachi, tiếp tục tăng trưởng tốt do người tiêu dùng thu nhập cao ít bị ảnh hưởng bởi tình hình kinh tế và bán tốt hơn Oh Ngon và Tiến Vua. Biên lợi nhuận các

sản phẩm này gần tương đương nhau. Omachi (gói 79g) bán lẻ với giá 4.500-5000 đồng/gói cao hơn Kokomi (gói 65g) 20-25%.

Thị phần tăng làm tăng khả năng thương lượng. Kokomi được tung ra đúng thời điểm – trong giai đoạn lạm phát cao và mới bắt đầu suy thoái kinh tế. Việc tung ra sản phẩm thành công đã giúp Masan tăng thị phần ở phân khúc mì gói. Masan cho biết riêng nhãn hàng này chiếm 12% thị phần phân khúc mì ăn liền bình dân. Do đó, Masan trở thành công ty sản xuất mì gói lớn thứ hai trong nước, mang đến cho công ty khả năng thương lượng tốt hơn với các nhà phân phối. Công ty có thể đàm phán lại các hợp đồng độc quyền (chỉ có thể bán các sản phẩm của Masan) với các đại lý cấp 1 trước đây bán cả sản phẩm của Acecook cùng với sản phẩm của Masan.

Masan cho biết chiếm lĩnh 25% thị trường mì ăn liền. Công ty có vẻ như chiếm thị phần của công ty đang dẫn đầu thị trường hiện nay là Acecook cũng như các công ty ít vốn hơn đang chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Công ty dự kiến theo đà này loại dần các sản phẩm bán chậm Oh Ngon và Tiến Vua và thay bằng sản phẩm trung cấp mới tên là Yoshi. Công ty Hàng tiêu dùng Masan cũng cho biết chiếm lĩnh 25%-30% thị trường mì gói ước tính đến cuối năm nay khoảng 800 triệu USD. Biên lợi nhuận các sản phẩm cao cấp và bình dân khá tương đương do gói mì Kokomi nhỏ hơn với giá thấp hơn. Nhãn hàng mới Yoshi cho thị trường chính thống được giới thiệu trong nửa cuối năm 2012 và sẽ dần dần thay thế Tiến Vua và Oh Ngon do năm nay bán không chạy lắm.

Công ty Tài nguyên Masan

Mỏ Núi Pháo của Công ty Tài nguyên Masan (MR) sẽ đi vào hoạt động vào quý 1/2013, sản xuất kinh doanh hết công suất vào quý 4/2012. Mỏ Núi Pháo đang đi đúng tiến độ để bắt đầu sản xuất vào tháng 3/2013. Công ty đã hoàn tất bồi thường khoảng 98% và bắt đầu xây dựng cách đây vài tháng. Có vài công ty quan tâm mua vonfram của MSN nhưng công ty sẽ ký hợp đồng khi gần đến giai đoạn hoạt động để có giá tốt hơn. Các hợp đồng cho sản phẩm bismuth và huỳnh thạch (fluorspar) đã được ký. Công ty Tài nguyên Masan đã ký được hợp đồng bao tiêu 200.000 tấn huỳnh thạch mỗi năm với công ty Mỹ CMC Cometals. Công ty cũng có hợp đồng bao tiêu với công ty Sidech Của Bể, công ty con của Tập đoàn 5N/MCP, cam kết giao 2.000 tấn bismuth mỗi năm. Mỏ này cũng chứa đồng và công ty có kế hoạch sẽ bán trong nước.

Cơ cấu vốn

Đơn giản hóa cơ cấu vốn. Trong quý 2, công ty đã phát hành 172 triệu cổ phiếu mới để giải quyết các công cụ nợ và vốn chuyển đổi trong nỗ lực đơn giản hóa cơ cấu vốn trước khi niêm yết chứng chỉ lưu ký toàn cầu ở Singapore. Ngay sau khi chuyển đổi công ty đã mua lại 223 triệu USD cổ phiếu MSN với giá thấp hơn 30% so với giá thị trường tại thời điểm giao dịch để giảm lượng cổ phiếu mới phát hành thị trường. Với việc mua lại cổ phiếu công ty đã hạn chế các nhà đầu tư chuyển nhượng trong vòng 18 tháng đủ thời gian để thực hiện việc niêm yết GDR.

Masan vẫn có ý định đi đầu trong việc niêm yết ở nước ngoài nhưng điều kiện thị trường vẫn là yếu tố quyết định.

Công ty đang tính đến lượng cổ phiếu liên quan đến việc mua lại MSC, NPV, TCB, TPG và IFC. Trong số 172 triệu cổ phiếu phát hành mới, khoảng 154 triệu cổ phiếu dùng như một phần trong việc mua cổ phần của Công ty Hàng tiêu dùng Masan, Techcombank và Núi Pháo. Những cổ phiếu khác có liên quan đến việc chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi

phát hành cho TPG và IFC cũng như các cổ phiếu phát hành cho nhân viên được phê duyệt tại ĐHCĐ.

Số lượng cổ phiếu pha loãng giảm xuống còn 772 triệu. Theo phân tích của chúng tôi, số lượng cổ phiếu pha loãng hiện giảm từ 822 triệu xuống còn 772 triệu cổ phiếu. Số lượng 85 triệu cổ phiếu còn lại sẽ được phát hành cho các trái phiếu chuyển đổi liên quan đến vốn huy động từ Mount Kellet, Richard Chandler và Dragon Capital cho việc mua lại mỏ Núi Pháo. Số lượng cổ phiếu sau pha loãng giảm là nhờ việc trả tiền mặt (thay cho cổ phần) cho một phần các công cụ vốn liên quan đến việc mua cổ phần tại các công ty con, và không cần phát hành cổ phiếu mới cho khoản này (xem bảng 7). Chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu xuống còn 106.000 đồng dựa trên 687 triệu cổ phiếu lưu hành so với giá mục tiêu trước đó dựa trên 515 triệu cổ phiếu lưu hành.

Bảng 7: Số lượng cổ phiếu lưu hành và cổ phiếu pha loãng

	Cổ phiếu (triệu)
Số lượng cổ phiếu trước đây	515
Phát hành mới trong quý 2/2012	172
Số lượng cổ phiếu niêm yết lưu hành	687
Các công cụ chuyển đổi còn lại	85
Số lượng cổ phiếu pha loãng còn lại	772

Nguồn: Báo cáo tài chính năm 2012 đã tạm kiểm toán của Tập đoàn Masan

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, 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%
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. Đề 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

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Ly, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

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

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.

25/09/2012

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
27/04	THÊM VÀO	111.000	123.000
25/09	NĂM GIỮ	98.000	106.000