

# CÔNG TY CỔ PHẦN DẦU THỰC VẬT TƯỜNG AN

## SẢN LƯỢNG KHÔNG TĂNG TRƯỞNG, THỊ PHẦN SỤT GIẢM

Báo cáo lần đầu

9/10/2012

### NHỮNG NÉT CHÍNH

**Hoạt động chính.** TAC là doanh nghiệp chuyên sản xuất kinh doanh các loại dầu thực vật với các nhóm sản phẩm chính bao gồm: dầu chiên xào, dầu cao cấp và dầu đặc. Trong đó, dầu chiên xào là dòng sản phẩm chính chiếm gần 90% doanh thu và 50% lợi nhuận của TAC tuy nhiên lại có biên lợi nhuận thấp nhất do mức độ cạnh tranh gay gắt nhất.

**Thị phần đang có xu hướng sụt giảm.** TAC có tổng công suất 245.000 tấn/năm, đứng thứ 2 trong ngành về công suất sản xuất và thị phần tiêu thụ. Tuy nhiên trong vòng 5 năm trở lại đây, thị phần của TAC đang có chiều hướng sụt giảm mạnh, từ mức 35% trong năm 2006 xuống còn 26% trong năm 2010. Mặc dù sản lượng tiêu thụ của toàn ngành trung bình tăng khoảng 9%/năm trong giai đoạn 2009-2011 tuy nhiên sản lượng tiêu thụ của TAC gần như không có sự tăng trưởng.

**Không minh bạch trong cơ chế mua nguyên liệu.** Vocarimex - Công ty mẹ của TAC cũng tham gia vào việc chào bán nguyên vật liệu cho TAC và chủ tịch HĐQT của TAC là người trực tiếp lựa chọn nhà cung cấp, tuy nhiên Chủ tịch HĐQT cũng là thành viên trong Ban Tổng giám đốc của Vocarimex. Điều này tạo ra mâu thuẫn lợi ích cũng như thiệt hại cho các cổ đông của TAC khi giá nguyên liệu của TAC có thể không cạnh tranh bằng giá nguyên liệu của các Công ty dầu ăn khác như Cái Lân – đối thủ cạnh tranh chính của TAC.

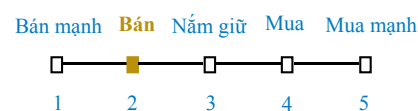
**Khuyến nghị đầu tư.** Trên thị trường đang có tin đồn về việc Masan tiến hành thu tóm TAC. Nếu điều này thực sự xảy ra thì đây là tin tốt đối với các cổ đông của Công ty khi các vấn đề về đầu vào và tiếp thị sản phẩm của TAC sẽ cải thiện tốt hơn rất nhiều nếu Masan là cổ đông chính. Hiện tại, với cơ chế quản lý nặng tính Nhà nước, cách thức mua nguyên vật liệu không minh bạch và sự kém năng động trong khâu tiếp thị sản phẩm khiến cho TAC có thể tiếp tục mất thêm thị phần. Mức giá hợp lý đối với cổ phiếu TAC chúng tôi xác định ở mức **20.048 VND/cổ phần**, thấp hơn 47% so với mức giá thị trường hiện tại và mức P/E 2012 của TAC hiện đang khoảng 12 lần, không phải mức hấp dẫn để tiến hành đầu tư. Do vậy, nếu chỉ dựa trên yếu tố cơ bản của doanh nghiệp, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu TAC.

### Một số chỉ tiêu dự báo của TAC

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012F
Doanh thu (triệu VND)	2.626.347	3.257.056	4.432.339	3.958.079
EBITDA (triệu VND)	70.008	146.888	96.711	132.121
EBIT (triệu VND)	40.228	122.481	70.474	105.884
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	23.051	87.664	25.232	58.102
EPS (VND)	1.214	4.619	1.329	3.061
P/E (x)	30,2	7,9	27,6	12,0
P/B (x)	2,4	1,9	2,0	1,7
ROA (%)	4%	9%	2%	6%
ROE (%)	8%	23%	7%	14%

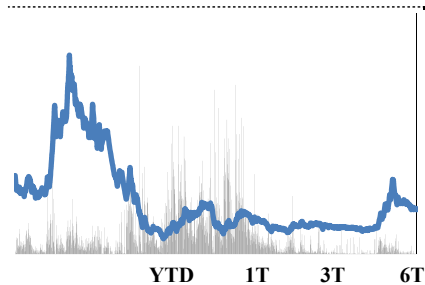
### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	<b>20.048 VND</b>
Giá thị trường (9/10/2012)	39.600 VND
Khoảng giá 52 tuần	19.100 - 62.000
Khuyến nghị	<b>BÁN</b>
Triển vọng 1 quý	▲ Tích cực
Triển vọng 1 năm	▲ Tích cực
Triển vọng dài hạn	■ Đì ngang



\* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



TAC	80%	0%	-14%	15%
VN Index	13%	2%	-6%	-14%

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	<b>TAC</b>
Reuters	TAC.HM
Bloomberg	TAC VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Hàng tiêu dùng
Lĩnh vực	Thực phẩm
Vốn hóa	784 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	18.890.200 CP
KLGD bình quân 10 ngày	9.042 CP

Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

## THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	51,24%
Sở hữu nước ngoài	3,63%
Sở hữu khác	45,13%

## THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	16%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,3%

## SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

2011	137.548
2010	137.953
2009	136.422
2008	131.117

Đơn vị: tấn

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

### Kết quả kinh doanh

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F
Doanh thu	2.626.347	3.257.056	4.432.339	3.958.079
Giá vốn	2.397.479	2.872.031	4.099.690	3.621.642
Lợi nhuận gộp	228.868	385.025	332.650	336.437
Doanh thu tài chính	2.765	3.505	4.493	5.154
Chi phí tài chính	36.370	30.620	53.487	32.337
Lợi nhuận sau thuế	23.051	87.664	25.232	58.102

### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F
Tiền & khoản tương đương tiền	136.448	122.473	103.698	147.622
Các khoản phải thu ngắn hạn	34.992	54.828	66.772	59.692
Hàng tồn kho	200.043	473.807	573.918	468.884
Tài sản cố định hữu hình	219.164	226.750	217.495	191.349
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.673	1.728	1.248	1.248
<b>Tổng tài sản</b>	<b>647.182</b>	<b>944.175</b>	<b>1.031.008</b>	<b>933.783</b>
Nợ ngắn hạn	276.225	515.193	641.040	483.992
Nợ dài hạn	77.914	54.189	33.123	47.045
Vốn chủ sở hữu	293.043	374.793	356.845	402.745
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>647.182</b>	<b>944.175</b>	<b>1.031.008</b>	<b>933.783</b>

### Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-11%	24%	36%	-11%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	95%	280%	-71%	130%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	9%	12%	8%	9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1%	3%	1%	1%
ROA (%)	4%	9%	2%	6%
ROE (%)	8%	23%	7%	14%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	55%	60%	65%	57%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	121%	152%	189%	132%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.214	4.619	1.329	3.061
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.329	19.479	18.557	20.975

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

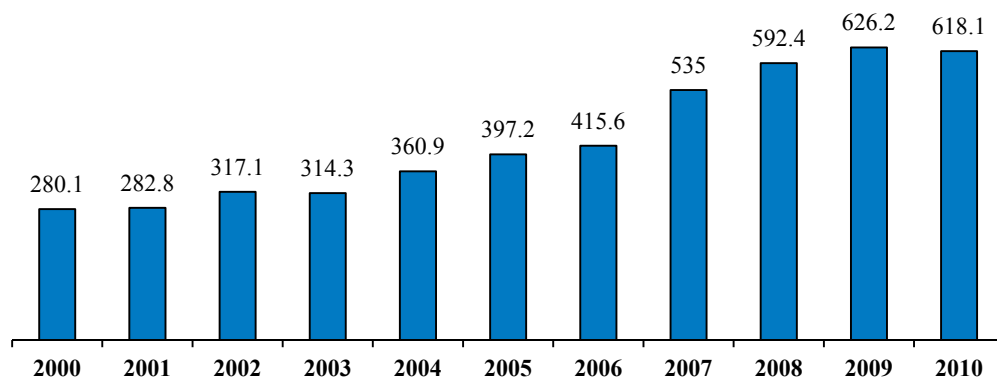
## TỔNG QUAN VỀ NGÀNH DẦU THỰC VẬT

**Ngành có tiềm năng tăng trưởng tốt.** Giai đoạn 2000-2010, ngành sản xuất dầu thực vật Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 8,2%/năm. Dự báo trong các năm tới, ngành vẫn có thể duy trì tốc độ tăng trưởng khá tốt nhờ 2 nguyên nhân chính:

- *Thứ nhất, mức tiêu thụ bình quân đầu người của Việt Nam hiện vẫn ở mức thấp.* Theo ước tính của IPSI, mức tiêu thụ dầu thực vật trên đầu người của Việt Nam năm 2010 chỉ khoảng 7,3 – 8,3kg/người, tương đương với mức tiêu thụ bình quân đầu người của Trung Quốc năm 1995 và thấp hơn nhiều so với mức khuyến nghị của Tổ chức Y tế thế giới (khoảng 13,5kg/người/năm).
- *Thứ hai, xu hướng thay thế dầu thực vật cho mỡ động vật.* Tại các vùng nông thôn và tầng lớp dân cư thu nhập thấp, mỡ động vật và các loại dầu ăn không rõ nguồn gốc vẫn đang được sử dụng phổ biến. Khi mức sống và nhận thức của người dân ngày càng được nâng cao, các loại dầu thực vật có thương hiệu sẽ ngày càng được sử dụng rộng rãi để thay thế cho mỡ động vật và các loại dầu ăn không đảm bảo chất lượng do những ưu điểm vượt trội về lợi ích đối với sức khỏe của người tiêu dùng.

Theo dự báo của Euromonitor, trong giai đoạn 2011 – 2016, ngành dầu thực vật Việt Nam sẽ có thể sẽ đạt tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 6,3%/năm.

**Bảng 1: Sản lượng dầu thực vật giai đoạn 2000 - 2010 (nghìn tấn)**



*Nguồn: Tổng cục thống kê, BVSC*

**Phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu.** Nguyên liệu để sản xuất dầu thực vật tinh luyện là các loại dầu thực vật thô được sản xuất từ các loại quả và hạt có dầu (cọ, đậu nành, hướng dương, hạt cải, mè...) trong đó cọ và đậu nành là hai loại hạt được sử dụng nhiều nhất (chiếm khoảng 65% cơ cấu nguyên liệu sản xuất dầu thực vật trên thế giới) chủ yếu nhờ có giá thành rẻ. Trong cơ cấu sản xuất dầu thực vật tại Việt Nam, dầu cọ chiếm khoảng 60% và dầu nành chiếm khoảng 30% tuy nhiên gần như 100% nhu cầu dầu cọ và dầu đậu nành của Việt Nam hiện đang phải nhập khẩu. Nguyên nhân là do trong nước chỉ chủ động được một số loại cây có dầu vốn là thế mạnh như lạc, vừng ở quy mô nhỏ và giá các loại dầu này sau khi chiết xuất lại có giá thành cao hơn cả dầu nành, dầu cọ nhập khẩu. Chính việc phụ thuộc đến 90% vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu khiến giá bán của các doanh nghiệp trong nước phụ thuộc chặt chẽ vào giá nguyên liệu thế giới và tạo tính thiếu bền vững cho các doanh nghiệp trong ngành.

**Bốn doanh nghiệp lớn chiếm khoảng 90% thị phần toàn ngành.** Trong tổng số 35 doanh nghiệp hoạt động trong ngành dầu thực vật hiện nay, 4 doanh nghiệp lớn nhất đang chiếm khoảng 90% thị phần và 75% tổng công suất sản xuất của toàn ngành. Các doanh nghiệp này đều là công ty con và công ty liên kết của Tổng Công ty Công nghiệp dầu thực vật Việt Nam (Vocarimex).

**Bảng 2: Các Công ty chiếm lĩnh thị trường dầu thực vật**

Công ty	Công suất (tấn/năm)	Năm hình thành	Sở hữu của Vocarimex	Thị phần năm 2009
Cái Lân	345.000	1996	32%	44%
Tường An	245.000	1975	51%	26%
Golden Hope	138.000	1992	49%	10%
Tân Bình	70.000	1971	51%	10%

Nguồn: Vocarimex, BVSC tổng hợp

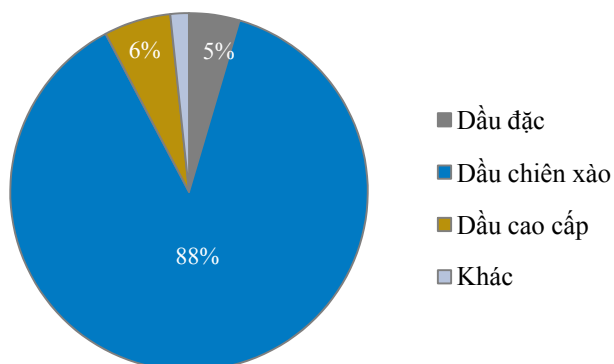
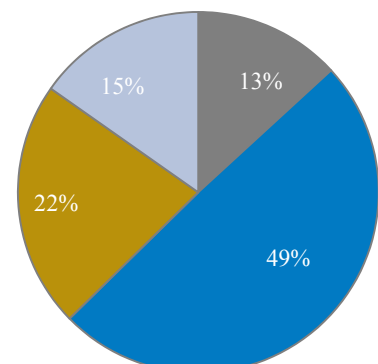
**Mức độ cạnh tranh ngày càng gia tăng.** Áp lực cạnh tranh trong ngành dầu thực vật sẽ ngày càng lớn do 2 nguyên nhân chính:

- ❑ *Thứ nhất, tổng công suất sản xuất đã vượt quá nhu cầu tiêu thụ.* Theo khảo sát của Bộ Công thương, hiện toàn ngành có khoảng 35 doanh nghiệp với tổng công suất 1.129 ngàn tấn dầu tinh luyện/năm. Với mức nhu cầu tiêu thụ năm 2011 ước đạt 630.000 tấn và dự báo tốc độ tăng trưởng nhu cầu là 6,3%/năm (theo Euromonitor), chúng tôi ước tính năng lực sản xuất hiện tại có thể đáp ứng được nhu cầu dầu thực vật trong vòng 10 năm tới. Chính điều này sẽ tạo nên áp lực cạnh tranh khá lớn để giành thị phần giữa các doanh nghiệp trong ngành.
- ❑ *Thứ hai, thuế suất thuế nhập khẩu giảm.* Từ ngày 1/1/2012, theo Hiệp định Thương mại hàng hoá ASEAN, thuế nhập khẩu các loại dầu thô và dầu thực vật tinh luyện từ các quốc gia thành viên ASEAN đã giảm đồng loạt từ mức 3% và 5% xuống 0%, tạo điều kiện thuận lợi cho sản phẩm của các nước có thể mạnh về dầu cò, dầu nành như Malaysia, Indonesia, Thái Lan thâm nhập vào thị trường Việt Nam.

## CÔNG TY CỔ PHẦN DẦU THỰC VẬT TƯỜNG AN

### 1. Hoạt động sản xuất kinh doanh.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh chính.** Hoạt động chính của TAC là sản xuất kinh doanh các loại dầu thực vật với các nhóm sản phẩm chính bao gồm: dầu chiên xào, dầu cao cấp và dầu đặc. Trong đó, dầu chiên xào là nhóm sản phẩm truyền thống dành cho đối tượng khách hàng phổ thông, dầu dinh dưỡng là dòng sản phẩm cao cấp đã bổ sung một số vi chất dinh dưỡng có lợi cho sức khỏe người tiêu dùng và dành cho đối tượng khách hàng có thu nhập cao và dầu đặc là các sản phẩm dầu công nghiệp (magarine, shortening) chủ yếu cung cấp cho các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo, mỳ ăn liền.

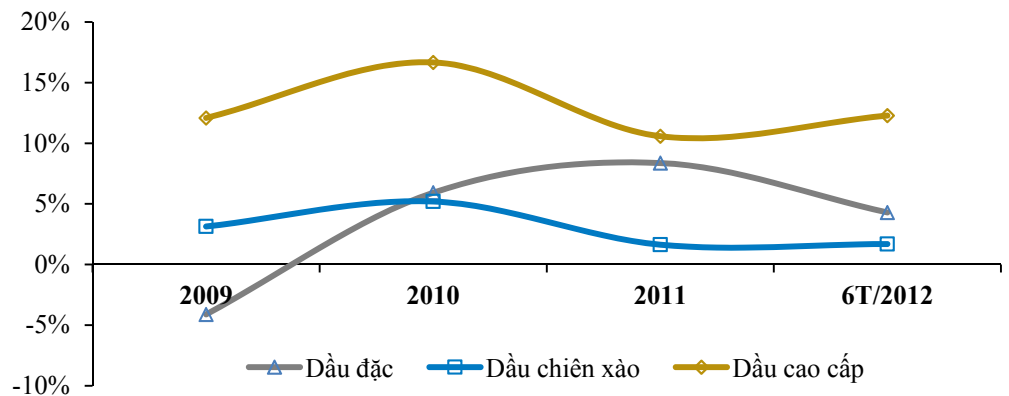
**Bảng 3: Cơ cấu doanh thu năm 2011**

**Bảng 4: Cơ cấu lợi nhuận 2011**


Nguồn: TAC, BVSC tổng hợp

**Năng lực sản xuất đứng thứ 2 toàn ngành.** Để nâng cao công suất, TAC đã tiến hành đầu tư nhà máy Dầu Phú Mỹ công suất 600 tấn/ngày, có vị trí thuận tiện nằm sát các cảng biển nước sâu (Cảng Phú Mỹ, Cảng Đạm - Bà Rịa Vũng Tàu), do đó có thể tiết giảm chi phí vận chuyển và nâng cao hiệu quả cho TAC. Nhà máy đã được đưa vào hoạt động từ năm 2008, nâng tổng công suất của TAC lên 810 tấn/ngày, tương đương khoảng 245.000 tấn/năm và là doanh nghiệp có năng lực sản xuất đứng thứ 2 toàn ngành.

**Cạnh tranh gay gắt trong dòng sản phẩm chính.** Trong cơ cấu sản phẩm, nhóm dầu chiên xào là dòng sản phẩm chính của TAC. Tuy nhiên đây cũng là ngành hàng chịu cạnh tranh gay gắt nhất và có chi phí quảng cáo, bán hàng lớn nhất do đó biên lợi nhuận gộp sau bán hàng đối với dòng sản phẩm này trung bình chỉ đạt khoảng 3%, thấp hơn nhiều so với dòng sản phẩm dầu đặc (6%) và dầu cao cấp (13%). Chính vì vậy, mặc dù chiếm đến 90% trong cơ cấu doanh thu của TAC, nhóm dầu chiên xào chỉ đóng góp khoảng 50% lợi nhuận của Công ty. Đối với dòng hàng cao cấp, mặc dù có biên lợi nhuận cao tuy nhiên do nhu cầu của thị trường còn ở mức thấp nên khó có thể trở thành sản phẩm chiến lược của TAC trong thời gian tới để thay thế nhóm dầu chiên xào đang bị cạnh tranh gay gắt.

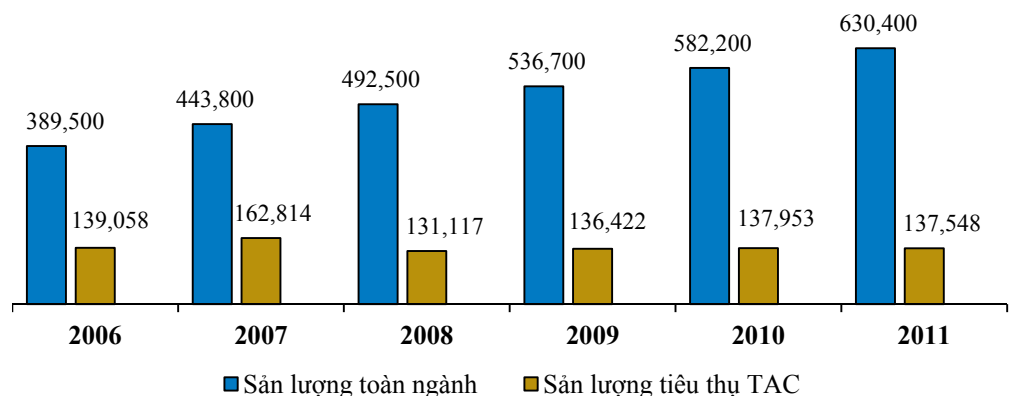
**Biên lợi nhuận gộp sau chi phí bán hàng**



*Nguồn: TAC, BVSC tổng hợp*

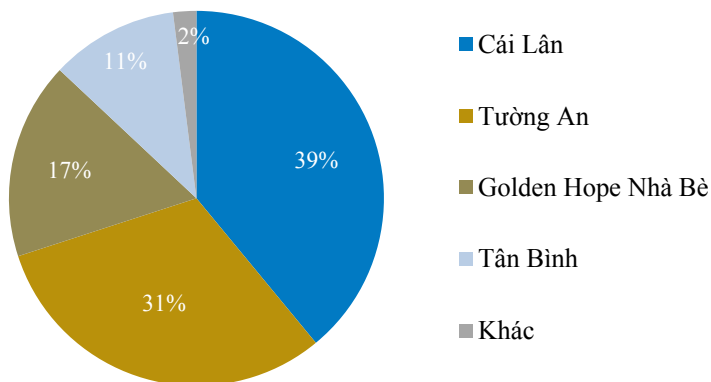
**Thị phần đang có xu hướng sụt giảm.** Với công suất sản xuất lớn và thương hiệu được xây dựng lâu đời, TAC có thị phần đứng thứ 2 trong ngành dầu thực vật, chỉ sau Công ty dầu thực vật Cái Lân và vượt xa so với 2 công ty đứng sau về thị phần là Golden Hope Nhà Bè và CTCP dầu thực vật Tân Bình. Tuy nhiên trong vòng 5 năm trở lại đây, thị phần của TAC đang có chiều hướng sụt giảm mạnh khi thị phần năm 2007 của Công ty là 31% thì đến năm 2010, TAC chỉ còn giữ 26% thị phần. Mặc dù trong giai đoạn 2009-2011, sản lượng tiêu thụ của toàn ngành trung bình tăng khoảng 9%/năm tuy nhiên sản lượng tiêu thụ của TAC gần như không có sự tăng trưởng.

**Sản lượng tiêu thụ toàn ngành và của TAC (tấn/năm)**

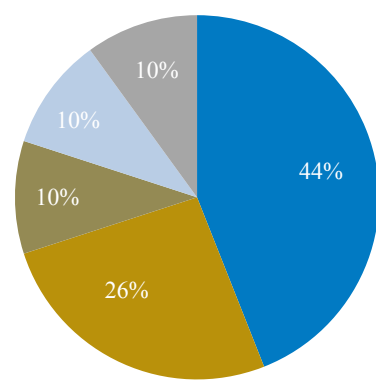


Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm thị phần của TAC trong những năm gần đây chủ yếu do sự kém năng động trong khâu tiếp thị sản phẩm của TAC so với đối thủ cạnh tranh chính là Cái Lân. Đối với một ngành hàng mà người tiêu dùng khó có thể phân biệt chất lượng sản phẩm như dầu ăn thì khâu truyền thông, tiếp thị có yếu tố quyết định thúc đẩy tăng trưởng sản lượng. Tuy nhiên, việc quảng cáo tiếp thị sản phẩm của TAC kém hơn nhiều so với Cái Lân khi các nhãn hàng chính của Cái Lân như Neptune, Simply, Meizan có tần suất xuất hiện trên truyền hình cao hơn nhiều so với các sản phẩm dầu Cooking Oil, dầu nành Tường An. Năm 2011, dầu nành Simply của Cái Lân cũng là một trong 40 nhãn hàng quảng cáo thành công nhất trên các kênh truyền hình Việt Nam theo nghiên cứu của Cimigo Vietnam. Chính việc năng động hơn trong việc tiếp thị sản phẩm đã giúp Cái Lân giành được thị phần không chỉ của TAC mà của các Công ty dầu ăn có truyền thống lâu đời như Golden Hope Nhà Bè và Tân Bình, đưa thị phần của Cái Lân từ mức tương đương với TAC là 35% trong năm 2006 lên mức 44% như hiện nay.

**Thị phần dầu thực vật năm 2007**



**Thị phần dầu thực vật năm 2009**



*Nguồn: BVSC tổng hợp*

**Không minh bạch trong cơ chế mua nguyên liệu.** Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 90% trong cơ cấu giá thành của TAC và chủ yếu phải được nhập khẩu. TAC mua nguyên vật liệu chủ yếu theo phương pháp đấu thầu và chủ tịch HĐQT sẽ quyết định lựa chọn nhà cung cấp. Trong 2 nhiệm kỳ trở lại đây, chủ tịch HĐQT của TAC thường là thành viên trong Ban Tổng giám đốc của Vocarimex (công ty mẹ - giữ 51% cổ phần TAC), đồng thời Vocarimex cũng tham gia chào bán nguyên liệu cho TAC. Điều này đã tạo nên mâu thuẫn lợi ích cũng như thiệt hại cho các cổ đông của TAC khi giá nguyên liệu của TAC có thể không cạnh tranh bằng giá nguyên liệu của các đối thủ cạnh tranh khác. Tuy nhiên, một điểm tích cực được ghi nhận là tỷ lệ mua nguyên liệu từ Vocarimex của TAC trong thời gian gần đây đang có xu hướng giảm dần, từ mức khoảng 85% trong các năm trước xuống còn khoảng 60% trong năm 2011 và 6 tháng đầu năm 2012, phản ánh phần nào khả năng chi phối của Vocarimex đối với TAC có thể đang giảm xuống.

## **2. Dự báo 2012.**

**Giá nguyên liệu.** Trong cơ cấu nguyên vật liệu của TAC, dầu cọ chiếm tỷ trọng chủ yếu (khoảng 70%). Dầu cọ trên thế giới được sử dụng vào nhiều mục đích như sản xuất dầu thực vật, mỹ phẩm, bánh kẹo, thay thế dầu thô để làm nhiên liệu,.. Trong 9 tháng đầu năm 2012, do nhu cầu tiêu thụ ở mức thấp, giá dầu cọ đã giảm trung bình khoảng 4%. Trong Q4/2012, giá dầu cọ có thể sẽ tiếp tục sụt giảm do đây là thời điểm mùa vụ của các quốc gia sản xuất chính (Malaysia, Indonesia) khiến nguồn cung ở mức cao trong khi nhu cầu tiêu thụ vẫn chưa được cải thiện. Tính chung cả năm 2012, giá dầu cọ có thể sẽ giảm khoảng 8% so với năm 2011.



**Giá bán.** Theo quan sát giá bán của TAC trong vòng 5 năm trở lại đây, chúng tôi nhận thấy do đặc trưng ngành nghề hàng tiêu dùng, mức giảm giá của TAC thường thấp hơn nhiều so với mức giảm giá nguyên liệu thế giới. Do đó, chúng tôi giả định giá bán của TAC trung bình trong năm 2012 chỉ giảm khoảng 5% so với năm 2011 và biên lợi nhuận của TAC sẽ tăng từ mức 7,5% trong năm 2011 lên 8,5% trong năm 2012.

**Sản lượng tiêu thụ.** Do nhu cầu thị trường ở mức thấp và sự cạnh tranh gay gắt của sản phẩm dầu nhập khẩu do thuế suất giảm, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của TAC trong 6 tháng đầu năm 2012 đã giảm khoảng 6% so với cùng kỳ 2011. Chúng tôi giả định mức giảm giá này sẽ không thay đổi trong 6 tháng cuối năm và sản lượng tiêu thụ của TAC trong năm 2012 đạt khoảng 130,000 tấn, giảm khoảng 6% so với năm 2011.

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi ước tính năm 2012, TAC có thể đạt 3.958 tỷ đồng doanh thu và 58 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. So với 2011, doanh thu giảm 11% nhưng lợi nhuận sau thuế tăng 130%. Nguyên nhân chủ yếu là do biên lợi nhuận được cải thiện khi giá bán giảm thấp hơn giá nguyên liệu và chi phí tài chính giảm mạnh khi tỷ giá VND/USD khá ổn định và lãi suất giảm.

<b>Một số chỉ tiêu dự báo của TAC năm 2012</b>			
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>% thay đổi</b>
Doanh thu (tỷ đồng)	4.432	3.958	-11%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	25	58	+30%

*Nguồn: BVSC ước tính*

### 3. Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TAC. Kết quả định giá cổ phiếu theo mô hình của chúng tôi là **20.048 đồng/cổ phần**.

<b>Kết quả định giá</b>			
<b>Phương pháp định giá</b>	<b>Giá kỳ vọng</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Giá bình quân</b>
FCFE	26.011	35%	9.104
FCFF	11.990	35%	4.196
DDM	22.493	30%	6.748
<b>Giá bình quân</b>			<b>20.048</b>






### KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*Trên thị trường đang có tin đồn về việc Masan tiến hành thu tóm TAC. Nếu điều này thực sự xảy ra thì đây là tin tốt đối với các cổ đông của Công ty khi các vấn đề về đầu vào và tiếp thị sản phẩm của TAC sẽ cải thiện tốt hơn rất nhiều nếu Masan là cổ đông chính. Hiện tại, với cơ chế quản lý nặng tính Nhà nước, cách thức mua nguyên vật liệu không minh bạch và sự kém năng động trong khâu tiếp thị sản phẩm khiến cho TAC có thể tiếp tục mất thêm thị phần. Mức giá hợp lý đối với cổ phiếu TAC chúng tôi xác định ở mức **20.048 VND/cổ phần**, thấp hơn 47% so với mức giá thị trường hiện tại và mức P/E 2012 của TAC hiện đang khoảng 12 lần, không phải mức hấp dẫn để tiến hành đầu tư. Do vậy, nếu chỉ dựa trên yếu tố cơ bản của doanh nghiệp, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu TAC.*

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

**Đánh giá triển vọng.** Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### Chuyên viên phân tích:

Chế Thị Mai Trang

chethimaitrang@baoviet.com.vn

### Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn