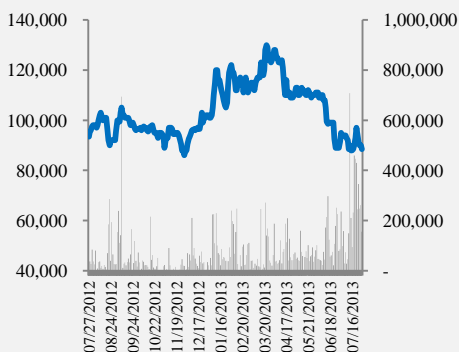


**MSN [HSX]**
**OUTPERFORM**
**Giá mục tiêu\***
**100.000VND**
**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Giá (29/07/2013)	VND	88.500
Chênh lệch **	%	13,0%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	62
Số cp lưu hành	Triệu cp	705,1
Free-float	Triệu cp	137,5
Giá trị công ty	Tỷ đồng	7.176
Diễn biến (30 ngày)	%	-6,84%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	232.610
Lĩnh vực	Hàng tiêu dùng	

\*\* Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**


Nguồn: Bloomberg

**DIỄN BIẾN**

	1T	3T	12T
<b>Thay đổi</b>	-6,84%	-21,68%	-13,24%
<b>Vs VN- index</b>	-5,99%	-21,70%	-27,36%

Chuyên viên

**Lê Đăng Phương**

(84 8) 3 914 6888

ledangphuong@baoviet.com.vn

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Với kì vọng khả quan trong thời gian sắp tới về mỏ đa kim Núi Pháo và kết quả kinh doanh tiến triển hơn trong 6 tháng cuối năm 2013 và 2014 nhờ sự ra đời của những sản phẩm mới ở thị trường nước giải khát/bia rượu và cà phê rang xay, **chúng tôi đánh giá OUTPERFORM** với cổ phiếu của Masan Group với mức giá mục tiêu là 100.000 đồng/cổ phiếu cho cả đầu tư ngắn và dài hạn. Nhà đầu tư có thể kì vọng vào dòng tiền từ mỏ Núi Pháo từ Q4 năm nay và các năm sau hỗ trợ cho việc chi trả giảm bớt nợ và tài trợ vốn cho các kế hoạch mở rộng tập trung trong lĩnh vực hàng tiêu dùng, thông qua việc thành lập công ty liên kết mới là Masan Consumer Ventures ưu tiên về lĩnh vực nông nghiệp và rượu bia sau đó đến buôn bán lẻ và chăm sóc sức khỏe. Masan Group dự định thành lập Masan Consumer Holdings, nắm giữ sở hữu tại Masan Consumer (chuyên về thực phẩm và thức uống không cồn) và Masan Consumer Ventures.

Những quan ngại và tin đồn về kế hoạch ESOP gần đây đã làm giảm giá cổ phiếu của MSN xuống vùng giá khá hấp dẫn, tạo cơ hội tốt cho những nhà đầu tư muốn tích lũy cổ phiếu này. Phần lớn cổ phiếu ESOP bị giới hạn giao dịch từ 1 đến 3 năm, do đó sẽ không làm ảnh hưởng đến thị trường trong ngắn hạn. Bên cạnh đó đội ngũ quản lý cấp cao cũng tiết lộ rằng đây là lần cuối họ tiến hành một chương trình ESOP lớn như vậy để làm tròn cam kết với những người có công đóng góp kể từ ngày cổ phiếu được niêm yết trên sàn HoSE. Ngoài ra Masan hiện thời đang đi những bước đầu tiên trong việc đơn giản hóa cơ cấu vốn. Họ sẽ ngừng việc pha loãng cổ phiếu MSN, và dự kiến số cổ phiếu sau khi pha loãng hoàn toàn sẽ được giảm xuống còn 730 triệu cp, để giữ vững giá trị cổ phiếu cho cổ đông hiện tại.

- ◆ Q2 năm 2013 được kì vọng sẽ tăng trưởng doanh số 17% so với cùng kỳ năm ngoái, và đây vẫn là giai đoạn chuẩn bị cho việc tung ra các sản phẩm mới nhằm đẩy mạnh doanh thu trong nửa cuối năm 013, do đó dự kiến sẽ không có sự cải thiện về lợi nhuận trong Quý này.
- ◆ Kiến nghị đánh thuế tài nguyên cao đối với tungsten, đồng và các khoáng sản khác vừa được đề xuất. Trong trường hợp kiến nghị được phê chuẩn và có hiệu lực (kể từ tháng 1 năm 2014), biên độ EBITDA của dự án mỏ đa kim Núi Pháo sẽ tụt giảm. Điều này có thể được bù trừ bởi giá hàng hóa tăng cao.
- ◆ Thương hiệu nước chấm Chin-Su của Masan Consumer đứng thứ hai trong bảng xếp hạng mức độ phổ biến thương hiệu của Kantar Worldpanel (sau Vinamilk).

Tính đến cuối 31/12		2010A	2011A	2012A
Doanh thu	Tỷ đồng	5.586	7.057	10.389
EBIT	Tỷ đồng	2.577	3.216	2.822
EBITDA	Tỷ đồng	3.084	3.358	3.170
Lợi nhuận ròng	Tỷ đồng	2.283	1.973	1.302
Lợi nhuận ròng gá định	Tỷ đồng	1.483	2.553	1.988
EPS	Đồng	4.431	3.829	2.156
EPS gá định	Đồng	3.011	3.764	2.804
Tăng trưởng EPgrowths	%	-	-14%	-51%
Tăng trưởng EPS gá định	%	-	25%	-26%
P/E	X	26,4	30,6	54,3
P/E gá định	X	24,9	24,0	36,4
P/S	X	10,79	8,54	7,74
Suất cổ tức	X	0.000	0.000	0.000
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	42.411	50.520	86.727
EV/EBITDA	X	13,8	15,0	27,4
P/B	X	3,5	3,9	5,2
ROE	%	30%	16%	14%
Nợ/VCSH	%	0,8	0,8	1,4

Nguồn: Dữ liệu công ty

		<b>BVSC dự báo</b>	
		<b>Q2 2013</b>	<b>2013</b>
Doanh thu từ Masan Consumer	Tỷ VND	2.944	12.265
Doanh thu từ Masan Resources	Tỷ VND	0	1.600
Tổng doanh thu	Tỷ VND	2.944	13.865
Lợi nhuận ròng từ Masan Consumer	Tỷ VND	674	3.258
Lợi nhuận ròng từ Masan Resources	Tỷ VND	0	80
Lợi nhuận ròng từ công ty liên kết	Tỷ VND	0	0
Thu nhập tài chính ròng	Tỷ VND	-60	-240
Chi phí quản lý ở Tập đoàn	Tỷ VND	-52	-462
Lợi ích cổ đông thiểu số	Tỷ VND	-153	-712
Lợi nhuận ròng cho cổ đông MSN	Tỷ VND	409	1.925
Lợi nhuận ròng (giả định)	Tỷ VND	590	2.716

Nguồn: BVSC dự báo

## MASAN CONSUMER

### ◆ Sản lượng tiêu thụ Q2 dự đoán sẽ tăng nhẹ với mức tăng trưởng 17%

Trong quý này, Masan Group chỉ sẽ ghi nhận doanh số từ Masan Consumer như trước kia. Doanh số của Masan Resources chỉ có thể được tính vào doanh số của quý cuối cùng trong năm nay.

Như Masan Group đã giải thích, trong Q1 2013 Masan Consumer tập trung chủ yếu vào: 1/ Rút ngắn chính sách hàng tồn kho tại các nhà phân phối để giúp họ tăng lợi nhuận và 2/ xây dựng thương hiệu để chuẩn bị cho nửa cuối năm 2013. Đó là lý do vì sao doanh số của Q1 2013 không ghi nhận sự tăng trưởng nào trong khi khoản mục chi phí tăng mạnh. Chính sách tồn kho tại các nhà phân phối được giảm xuống còn một tuần sau Tết nhằm tạo nhiều lợi nhuận hơn. Do đó, Masan Consumer không thể bán nhiều hàng cho các nhà phân phối trong suốt quý này, và điều này phần nào giải thích lý do lượng hàng tồn kho vào cuối Q1 2013 tại Masan Consumer tăng mạnh lên mức 732 triệu đồng, từ mức 564 triệu đồng vào cuối Q4 2012 mặc dù công ty không cần chuẩn bị nhiều hàng cho Quý thấp điểm Q2 2013. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng hệ quả này cũng do điều kiện kinh tế khó khăn và cạnh tranh gay gắt giữa các nhà sản xuất hàng tiêu dùng.

**Trong trường hợp đó, doanh số của Q2 2013 được dự báo là sẽ tiếp tục duy trì ở mức “khiêm tốn” 2.944 tỷ đồng.** Phân khúc các loại nước mắm được cho là sẽ tiếp tục ổn định. Sau khi ra mắt thương hiệu Kokomi trên thị trường mì ăn liền bình dân vào năm ngoái và các sản phẩm mang thương hiệu Omachi đang phát triển tốt, Masan đã đạt vị trí thứ 2 trên thị trường mì ăn liền với 16,5% thị phần, sau Acecook Vietnam với 51,5% theo báo cáo mới nhất của Euromonitor. Ban giám đốc của Masan thì đưa ra ước tính thị phần của công ty khoảng hơn 20%. Masan cũng lên kế hoạch ra mắt sản phẩm mì ăn liền mới cho phân khúc phổ thông vào nửa cuối năm 2013 để tăng thị phần; tuy nhiên chúng tôi vẫn giữ quan điểm dè dặt với giả định có sự tăng trưởng nhẹ 16% cho nhóm hàng này. Cạnh tranh trên thị trường mì ăn liền ngày càng gay gắt với nhiều dự án đầu tư vào quảng cáo từ những đối thủ lớn và công ty mới đến từ Nhật Bản - Nissin Foods. Vinacafe, một công ty con của Masan, sẽ chú trọng vào việc xây dựng thương hiệu cà phê rang xay (R&G) nhằm khai thác thị trường cà phê R&G trong nước rất tiềm năng với ước tính khoảng 7.000 tỷ đồng, và dự đoán sẽ góp mặt trên thị trường vào nửa cuối 2013. Tuy nhiên, vào quý đầu của

năm, doanh số bán ra chỉ tăng 6% và biên độ lợi nhuận gộp chỉ được cải thiện 2%, điều này chưa phản ánh đúng tiềm năng thực sự của nhà máy mới. Chúng tôi cho rằng doanh số bán ra của Q2 2013 của Vinacafe có thể sẽ tăng nhẹ khoảng 14% yoy, và dự đoán tăng trưởng mạnh hơn về nửa cuối năm. Tuy nhiên, mục tiêu doanh số cho năm 2013 (3.100 tỷ đồng) có vẻ quá tham vọng và khó thực hiện.

#### **Tiềm năng tăng trưởng mạnh từ công ty Vĩnh Hảo và bia Phú Yên.**

Masan đang lên kế hoạch mở rộng hoạt động sang thị trường nước uống đóng chai và bia ở Việt Nam, là 2 thị trường tiềm năng với tổng giá trị doanh số bán ra hàng năm là hơn 200 ngàn tỷ đồng. Nhờ thâm nhập được những thương hiệu tốt trong lĩnh vực này cùng với sự giàu kinh nghiệm trong chiến lược marketing và sở hữu mạng phân phối rộng khắp, chúng tôi cho rằng Masan có thể tăng trưởng mạnh về doanh số bán ra từ 2 lĩnh vực này trong những năm tới.

Masan đã gia tăng cổ phần của mình tại Vĩnh Hảo lên 63,5%, và đang trong giai đoạn cuối cùng của việc thu mua công ty bia Phú Yên. Về phần Vĩnh Hảo, hệ thống doanh nghiệp và phân phối sẽ được hợp nhất vào hệ thống của Masan Consumer; nhờ vậy hệ thống 33.000 điểm bán hàng của Vĩnh Hảo sẽ gia tăng đáng kể (vì Masan hiện đang sở hữu 185.000 điểm bán hàng). Masan sẽ sử dụng thương hiệu Vĩnh Hảo để tạo ra nhiều sản phẩm khác, bắt đầu từ cuối năm nay. Vào quý hiện tại, chúng tôi không thấy sự tăng trưởng nào từ công ty này.

#### **◆ Biên độ lợi nhuận gộp**

Biên độ lợi nhuận gộp của Q2 2013 được dự đoán sẽ đạt khoảng 33%, bằng với Q1 2013 do đây mới là giai đoạn chuẩn bị ra mắt sản phẩm mới vào nửa cuối năm và sức mua vẫn còn yếu.

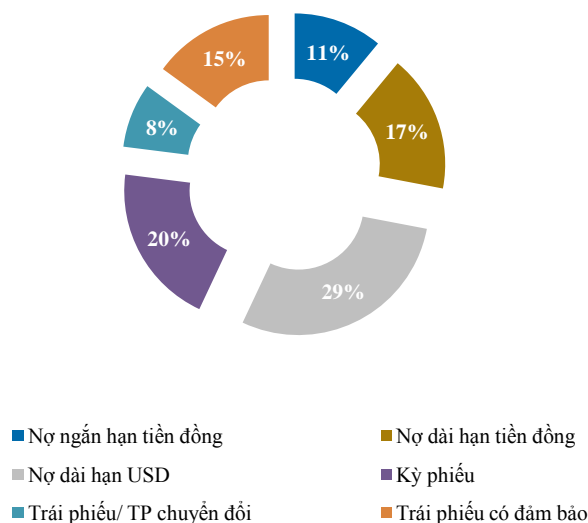
#### **◆ Thu nhập và chi phí tài chính**

Về phần Masan Consumer, thu nhập tài chính dự đoán sẽ đạt 312 tỷ đồng lãi suất từ 5.760 tỷ đồng ký gửi ngân hàng, 1.094 tỷ đồng cho đầu tư ngắn và dài hạn, và 5.725 tỷ đồng do Masan Group vay. Đồng thời chi phí lãi suất được dự đoán sẽ giảm từ 111 tỷ đồng từ Q1 2013 còn 90 tỷ đồng trong quý hiện tại do đã trả hết 800 tỷ đồng tiền nợ ngắn hạn.

#### **◆ Lợi nhuận ròng từ Masan Consumer**

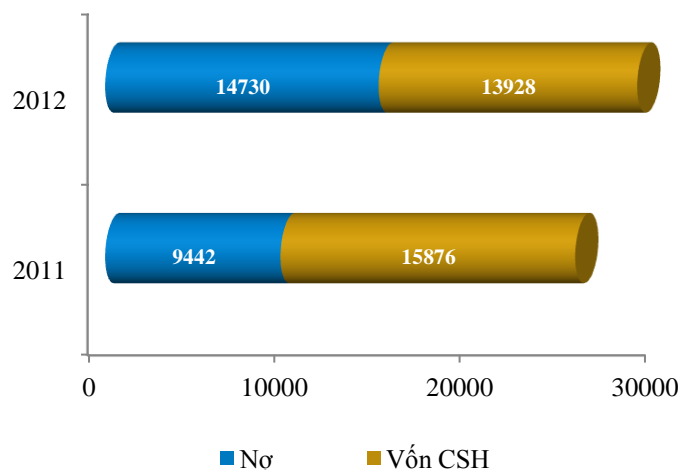
Lợi nhuận ròng trong Q2 2013 và FY 2013 được dự đoán sẽ đạt lần lượt là 674 tỷ đồng và 3.258 tỷ đồng sau khi chi trả lãi cho cổ đông thiểu số (dự đoán là 36 tỷ đồng cho quý này và 100 tỷ đồng cho cả năm).

**Hình 2: Cơ cấu nợ năm 2012**



**Hình 3: Tỷ lệ nợ/VCSH trong 2 năm 2011 và 2012**

(Nợ bao gồm cả công cụ nợ có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu)



Nguồn: Dữ liệu công ty

## TECHCOMBANK

### Không có triển vọng khả quan cho Techcombank vào quý hiện tại

Techcombank vừa trải qua một quý không được thuận lợi khi tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 0.3%, tăng trưởng huy động đạt 2,3% và tỷ lệ nợ xấu (tỷ lệ NPL) là 3,5%. Dự phòng nợ xấu là 317 tỷ đồng trong quý. Về phần Q2 2013, chúng tôi vẫn giữ quan điểm dè dặt về hoạt động của Techcombank và trông đợi kết quả khả quan hơn từ Q4 2013.

## CÔNG TY TÀI NGUYÊN MASAN

### Kết quả ban đầu ngoài mong đợi từ mỏ Núi Pháo

Mỏ Núi Pháo đã sản xuất thành công tungsten cô đặc và đồng đạt tiêu chuẩn chất lượng quốc tế và sẽ bắt đầu được bán ra từ Q4 2013, và EBITDA trong năm 2014 được dự đoán là từ 175 đến 200 triệu USD. Masan đang sử dụng quyền chọn mua của Dragon Capital để gia tăng tỷ lệ sở hữu trong Masan Resources lên đến 77,7%, thể hiện sự tự tin của Masan Group vào dự án mỏ Núi Pháo.

### Các hợp đồng bao tiêu dài hạn về khai thác khí trơ vonfram

Bên cạnh các hợp đồng bao tiêu về bitmut và fluorit đã được ký kết, Masan Group đang chuẩn bị ký hợp đồng dài hạn với một công ty hàng đầu thế giới về sản xuất tungsten. Bên cạnh các cam kết bao tiêu hơn nửa số lượng tungsten sản xuất từ mỏ Núi Pháo hàng năm, đối tác này sẽ hỗ trợ về mặt công nghệ để giúp chế biến tungsten thông qua một liên doanh, giúp công ty Tài Nguyên Masan về mặt chế biến và phân phối.

### Thuế tài nguyên khoáng sản có thể tăng mạnh từ 01/01/2014

Bộ Tài Chính vừa chính thức đưa ra bản dự thảo về việc tăng thuế tài nguyên thiên nhiên khai thác tại Việt Nam, sẽ có hiệu lực từ tháng 1 năm 2014 nếu được phê chuẩn. Những mức thuế đánh trên một số loại tài nguyên từ mỏ Núi Pháo như sau:

Thuế tài nguyên	Mức thuế hiện tại	Mức thuế đề xuất từ 2014
Tungsten (vonfram)	10%	18%
Đồng	10%	15%
Vàng	15%	25%

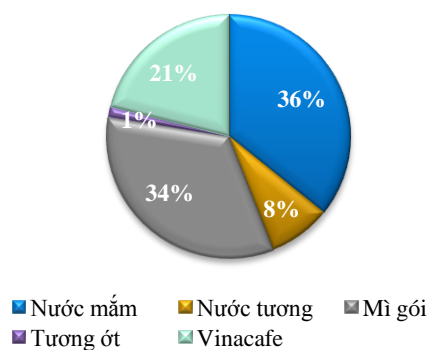
Nếu đề xuất được phê chuẩn, chúng tôi cho rằng EBITDA sẽ giảm tương ứng. Vấn đề này hi vọng có thể được bù đắp khi giá thế giới đang trong xu thế tăng.

Mỏ Núi Pháo đã đi vào hoạt động từ tháng 4 này, và dự kiến thu được 1.600 tỷ đồng từ doanh số bán ra trong năm nay, có thể được tính vào Q4 2013. Số liệu này được tính toán dựa trên 20% năng suất hoạt động và giá hàng hóa tháng 6 năm 2013. Masan có những hợp đồng bao tiêu với những người mua cho tungsten, fluorit và bitmut. Năm 2014 và 2015 dự đoán doanh số bán ra sẽ đạt được hơn 7.000 tỷ đồng/năm, với biên độ EBITDA là 43%.

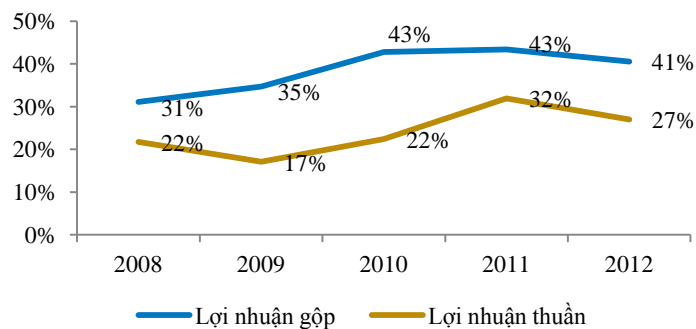
### CẬP NHẬT NHỮNG ĐIỂM TIÊU BIỂU TRONG QUÝ

- ◆ Bảng xếp hạng đầu tiên về mức độ phổ biến thương hiệu thực hiện bởi Kantar Worldpanel cho biết thương hiệu nước chấm Chin-Su của Masan Consumer đứng thứ 2 tại Việt Nam sau Vinamilk dựa trên số lần mua hàng của các hộ gia đình Việt Nam.
- ◆ Tính đến tháng 6 năm 2013, MSN đã phát hành 17,86 triệu cổ phiếu ESOP (từ 20 triệu cổ phiếu đã duyệt cho phát hành) cho 28 nhân viên có công đóng góp cho thành công của doanh nghiệp, và những cổ phiếu này bị giới hạn chuyển nhượng trong vòng 6 tháng đến 3 năm. Chúng tôi cho rằng không cần phải lo ngại về vấn đề này trong ngắn hạn.
- ◆ TPG Growth hiện đã đầu tư thêm 50 triệu USD vào Công ty Hoa Mười Giờ (một công ty con của Masan Consumer hiện đang nắm 40% Proconco) nhằm sở hữu 49% vốn của công ty này. TPG sẽ hỗ trợ vốn và chuyên môn cho các kế hoạch phát triển về nông nghiệp của Masan Group.
- ◆ Hiện Masan Group đang tập trung chủ yếu vào việc đơn giản hóa cơ cấu vốn nhằm giúp nhà đầu tư dễ nắm bắt, bằng cách mua lại hoặc chuyển đổi một lượng lớn cổ phần chuyển đổi đang lưu hành. Điều này sẽ làm giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành sau khi đã pha loãng xuống còn khoảng 730 triệu cp (thay vì 790 triệu).
- ◆ Masan Group đang đi những bước đầu tiên trong việc giảm nợ (thanh toán kỳ phiếu trị giá 136 triệu USD cho Dragon Capital) và đảo nợ với mức lãi suất thấp hơn nhằm giảm chi phí vốn..
- ◆ Masan Group tập trung vào lĩnh vực kinh doanh tiêu dùng thông qua sự thành lập tập đoàn Masan Consumer holding, tập đoàn này sẽ bao gồm hai nhánh công ty: 1/ Masan Consumer như hiện tại và 2/ Masan Consumer Ventures nhằm đạt được tăng trưởng trong các lĩnh vực nông nghiệp, thức uống và bia rượu, buôn bán lẻ và chăm sóc sức khỏe.

**Hình 4: Cơ cấu doanh thu 2012**



**Hình 5: Biên lợi nhuận gộp và thuần của Masan Consumer**



(Nguồn: BVSC ước tính)

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

### Định giá

Phương pháp SOTP	Phương pháp	Giá trị cổ phần	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị cổ phần của Masan
Masan Consumer	P/E	71.670.717	77,30%	55.401.464
Masan Resources	NPV	19.844.059	78%	15.418.834
Techcombank	P/B	17.821.099	31%	5.524.541
<b>Tổng cộng</b>				<b>76.344.839</b>
Tiền mặt				3.021.000
Thanh toán mỏ Núi Pháo				(1.600)
Tổng giá trị cổ phần				79.367.439
Số lượng cổ phiếu hiện hành				705
Giá cổ phiếu				112.578
Số lượng cổ phiếu sau khi pha loãng				790
Giá cổ phiếu				100.465

Nguồn: BVSC

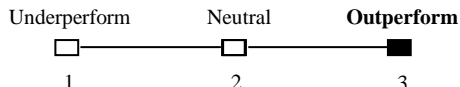
Với kì vọng khả quan trong thời gian sắp tới về mỏ đa kim Núi Pháo và kết quả kinh doanh tiến triển hơn trong 6 tháng cuối năm 2013 và 2014 nhờ sự ra đời của những sản phẩm mới ở thị trường nước giải khát/bia rượu và cà phê rang xay, **chúng tôi đánh giá OUTPERFORM** với cổ phiếu của Masan Group với mức giá mục tiêu là 100.000 đồng/cổ phiếu cho cả đầu tư ngắn và dài hạn. Nhà đầu tư có thể kì vọng vào dòng tiền từ mỏ Núi Pháo từ Q4 năm nay và các năm sau hỗ trợ cho việc chi trả giảm bớt nợ và tài trợ vốn cho các kế hoạch mở rộng tập trung trong lĩnh vực hàng tiêu dùng, thông qua việc thành lập công ty liên kết mới là Masan Consumer Ventures ưu tiên về lĩnh vực nông nghiệp và rượu bia sau đó đến buôn bán lẻ và chăm sóc sức khỏe. Masan Group dự định thành lập Masan Consumer Holdings, nắm giữ sở hữu tại Masan Consumer (chuyên về thực phẩm và thức uống không cồn) và Masan Consumer Ventures.

Những quan ngại và tin đồn về kế hoạch ESOP gần đây đã làm giảm giá cổ phiếu của MSN xuống vùng giá khá hấp dẫn, tạo cơ hội tốt cho những nhà đầu tư muốn tích lũy cổ phiếu này. Phần lớn cổ phiếu ESOP bị giới hạn giao dịch từ 1 đến 3 năm, do đó sẽ không làm ảnh hưởng đến thị trường trong ngắn hạn. Bên cạnh đó đội ngũ quản lý cấp cao cũng tiết lộ rằng đây là lần cuối họ tiến hành một chương trình ESOP lớn như vậy để làm tròn cam kết với những người có công đóng góp kể từ ngày cổ phiếu được niêm yết trên sàn HoSE. Ngoài ra Masan hiện thời đang đi những bước đầu tiên trong việc đơn giản hóa cơ cấu vốn. Họ sẽ ngừng việc pha loãng cổ phiếu MSN, và dự kiến số cổ phiếu sau khi pha loãng hoàn toàn sẽ được giảm xuống còn 730 triệu cp, để giữ vững giá trị cổ phiếu cho cổ đông hiện tại.



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

### Khuyến nghị của BVSC



Báo cáo	Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	29/7/2013	VND100.000	OUTPERFORM
Báo cáo cập nhật	31/3/2013	VND104.000	NEUTRAL
Báo cáo cập nhật	31/7/2012	VND96.065	NEUTRAL
Báo cáo cập nhật	20/3/2012	VND80.000	UNDERPERFORM



Cổ đông lớn	Số lượng CP	Tỷ lệ	Ngày cập nhật
CTCP Masan	250.421.247	36,4%	1/4/2013
Công ty Hoa Hướng Dương	99.817.804	14,5%	1/4/2013
BI Private Equity	50.011.218	6,3%	1/4/2013

### BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	5.586.287	7.056.849	10.389.415
Lợi nhuận gộp	2.391.670	3.059.015	4.212.046
EBITDA	3.084.349	3.358.417	3.169.922
Khấu hao	104.599	142.120	347.873
EBIT	2.979.750	3.216.297	2.822.049
Lợi nhuận trước thuế	2.746.121	2.868.572	2.543.116
Chi phí thuế	116.904	372.564	525.549
Cổ đông thiểu số	346.178	522.859	715.238
Lợi nhuận ròng	2.283.039	1.973.149	1.302.329
EPS	4.431	3.829	1.895

### BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	1.123.616	3.394.575	9.573.593
Khoản phải thu	282.936	314.209	903.317
Hàng tồn kho	199.466	290.200	612.845
Khác	776.000	490.000	1.222.500
Tài sản ngắn hạn	2.441.831	4.626.838	12.541.434
Tài sản cố định	605.360	8.261.999	11.287.505
Đầu tư dài hạn	3.919.827	8.099.909	9.321.085
Khác	50.076	140.792	145.490
Tổng tài sản	7.017.094	21.129.538	33.572.619
Nợ phải trả	1.947.555	8.981.050	12.017.587
Vay ngắn hạn	687.260	1.124.674	2.032.397
Khoản phải trả	267.168	443.583	422.772
Khác	256.509	1.656.660	1.170.614
Nợ ngắn hạn	1.209.759	3.224.917	3.625.783
Nợ dài hạn	734.723	5.000.560	7.409.781
Nợ khác	1.895	755.573	982.023
Tổng nợ	1.947.555	8.981.050	12.017.587
Nguồn vốn chủ sở hữu	4.762.088	10.623.685	15.875.652
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	307.451	1.524.803	5.679.380

### BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	200.657	(134.627)	711.722
Dòng tiền từ HĐKD	1.337.002	1.440.446	2.577.737
Tiền chi mua sắm, xây dựng	131.933	2.406	2.023
Dòng tiền tự do	1.205.069	1.438.040	2.575.714
Thay đổi trong VCSH	1.057.621	5.329.180	3.118.640
Thay đổi trong nợ	3.322.805	5.215.862	8.776.254
Cổ tức phải trả	0	0	0
Dòng tiền ròng	2.286.646	6.139.789	(3.854.876)
Tiền mặt đầu kỳ	1.123.616	3.394.575	9.573.593
Tiền mặt cuối kỳ	3.394.575	9.573.593	5.718.717

### PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	55,2%	47,6%	30,5%
Biên lợi nhuận hoạt động	46,1%	35,1%	25,7%
Biên lợi nhuận ròng	40,9%	28,0%	12,5%
ROAA	16,2%	7,2%	3,6%
ROEA	29,7%	14,9%	8,7%
Tăng trưởng doanh thu	41,1%	26,3%	47,2%
Tăng trưởng LNST	274,7%	4,5%	-11,3%
Tăng trưởng doanh thu /cp	33,0%	26,3%	10,4%
Tăng trưởng EPS	416,3%	-13,6%	-50,5%
Tăng trưởng tổng tài sản	201,1%	58,9%	15,4%
Tỷ số thanh toán lãi vay	10,75	7,25	8,12
Nợ trên tổng tài sản	0,43	0,36	0,49
Nợ trên vốn chủ sở hữu	0,85	0,76	1,36
Doanh thu/tài sản	0,26	0,21	0,27
Capex/Doanh thu	0,02	0,02	0,03
EPS cơ bản (VND)	4.431	3.829	1.895
EBITDA mỗi cp (VND)	5.079	5.168	3.801
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	-	-	-
Giá trị sổ sách (VND)	20.618	30.810	20.265



## XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Đăng Phương**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư..

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trụ sở chính

---

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

### Chi nhánh TP.HCM

---

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP.HCM

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999