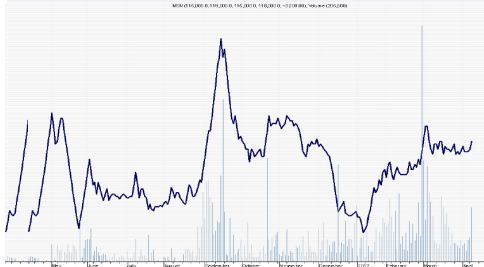


Biểu đồ giá

Thông tin cổ phiếu vào ngày 6/4/2012

Giá CP (đồng)	114.000
Số lượng niêm yết hiện tại	515.272.269
Số lượng CP đang lưu hành	515.272.269
Giá cao nhất trong 52 tuần	158.000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	81.000
Thay đổi giá trong 3 tháng	38,2%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-0,9%
Thay đổi giá trong 12 tháng	39,9%
Khối lượng CP giao dịch tự do	128.683.871
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	11.504
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	58.741.039
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	2.824
Số lượng được phép sở hữu	252.483.412
Số lượng còn được phép mua	138.606.840
% sở hữu nước ngoài	22,1%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,0%

Nguồn: HSC

Chỉ số	2010	2011
Khả năng thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	1,4	3,5
Hệ số thanh toán nhanh	1,3	3,3
Khả năng sinh lời		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42,8%	43,3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	26,5%	33,0%
ROE	19,3%	20,7%
ROA	7,0%	8,3%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	18,7	11,5
Vòng quay hàng tồn kho	12,0	8,7
Vòng quay khoản phải trả	9,0	9,2
Vòng quay tổng tài sản	0,4	0,3
Vòng quay vốn CSH	1,3	0,9

Nguồn: MSN

Trưởng phòng - Trần Hương Mỹ
my.th@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận hợp nhất

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	7.057	10.826	16.799
% tăng trưởng	NA	41,1%	26,3%	53,4%	55,2%
Lợi nhuận trước thuế (VAS)	733	2.746	2.878	4.081	5.427
% tăng trưởng	NA	274,7%	4,8%	41,8%	33,0%
Lợi nhuận trước thuế (proforma)	1.205	1.946	3.669	4.657	6.003
% tăng trưởng	NA	61,4%	88,6%	26,9%	28,9%
Lợi nhuận sau thuế (VAS)	1.152	1.829	3.276	4.312	5.602
% tăng trưởng	NA	58,8%	79,1%	31,6%	29,9%
Lợi nhuận sau thuế (proforma)	1.152	1.829	3.276	4.312	5.602
% tăng trưởng	NA	58,8%	79,1%	31,6%	29,9%
Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đồng thiểu số (VAS)	417	2.283	1.970	3.010	4.159
% tăng trưởng	NA	448,1%	-13,7%	52,8%	38,2%
Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đồng thiểu số (proforma)	889	1.483	2.741	3.586	4.735
% tăng trưởng	NA	66,8%	84,8%	30,9%	32,0%
EPS (VAS)	2.683	4.685	3.742	4.747	6.264
EPS (proforma)	1.125	1.877	3.470	4.540	5.995
P/E (proforma)	101,3	60,7	32,9	25,1	19,0
BVPS	6.031	13.450	20.102	33.204	40.954
P/B	18,9	8,5	5,7	3,4	2,8

Nguồn: MSN, HSC ước tính

CTCP Tập đoàn Masan (MSN - HoSE): KQKD 2011 và triển vọng 2012. Cổ phiếu MSN không rẻ. Chúng tôi nâng mức đánh giá cổ phiếu này lên Vượt trội.

- Doanh thu 2011 tăng trưởng 26,3% và mặc dù không thật sự ngoạn mục, thì đây là mức tăng trưởng đáng khích lệ trong điều kiện lạm phát cao.
- Lợi nhuận tăng trưởng mạnh hơn doanh thu, tăng trưởng 53,5% nhờ lợi nhuận tài chính thuần tăng và tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện.
- Lợi nhuận của Masan Consumer và Techcombank tăng trưởng mạnh. Mỏ Núi Pháo nhiều khả năng sẽ bắt đầu đi vào sản xuất từ tháng 9/2013.
- Trong năm 2012, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của Tập đoàn sẽ tăng trưởng 30,3% nhờ doanh thu từ VCF tăng trưởng mạnh 57,3% và doanh thu từ nước mắm và thực phẩm tiện dụng tăng trưởng 23,9%.
- Và chúng tôi kì vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng 30,9% so với năm trước chủ yếu nhờ thu nhập tài chính thuần tăng mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ do ảnh hưởng bởi việc hợp nhất với VCF.
- Với dòng tiền mặt mạnh từ Masan Consumer; ban lãnh đạo mới tại TCB và mỏ Núi Pháo đang theo đúng lịch trình để đi vào hoạt động; thì hiện tại MSN đang có triển vọng khá tốt; theo đó, chúng tôi nâng mức đánh giá cổ phiếu MSN từ Năm giữ lên Vượt trội.

Mô hình dự báo lợi nhuận và thông tin chính cho MSN - số liệu hợp nhất, proforma

Đơn vị: tỷ đồng	2009A Proforma	2010A Proforma	% y/y	2011A Proforma	% y/y	Mục tiêu của cty	% hoàn thành mục tiêu	2012F Proforma	% y/y	2013F Proforma	% y/y
Doanh thu thuần	3.958	5.586	41,1%	8.310	48,8%	8.000	103,9%	10.826	30,3%	16.799	55,2%
Chi phí giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	23,6%	(4.937)	54,5%			(6.565)	33,0%	(10.658)	64,1%
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	74,1%	3.373	41,0%	3.200	105,4%	4.261	26,3%	6.141	41,3%
Thu nhập tài chính thuần	57	111	94,1%	857	672,4%			1.178	37,5%	944	-21,1%
Chi phí quản lý và bán hàng	(742)	(1.165)	57,0%	(1.538)	32,0%			(1.784)	16,0%	(2.234)	25,2%
Lợi nhuận từ HĐKD	689	2.577	274,0%	2.691	4,4%			3.656	35,8%	4.851	29,1%
Thu nhập tài chính thuần khác	(4)	8	-298,0%	12	45,5%			-	-100,0%	-	
Phần lợi nhuận trong cty liên kết	492	600	21,9%	965	61,0%	712	135,6%	1.001	3,7%	1.152	15,1%
Lợi nhuận trước thuế	1.205	1.946	61,4%	3.669	88,6%			4.657	26,9%	6.003	26,1%
Lợi nhuận sau thuế	1.152	1.829	58,8%	3.276	79,1%	2.400	136,5%	4.312	31,6%	5.602	26,9%
Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số	889	1.483	66,8%	2.741	84,8%			3.586	30,9%	4.735	28,4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,7%	42,8%		40,6%		40,0%		39,4%		36,6%	
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	30,5%	35,4%		44,2%				43,0%		35,7%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	29,1%	33,4%		39,4%		30,0%		33,1%		28,2%	
Số CP hiện đang lưu hành bình quân (pha loãng)								789.845.985		789.845.985	
Số CP hiện đang lưu hành								512.727.269		-	
Thị giá (6/4/2012)								114.000		114.000	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)								58.451		58.451	
EPS (VND)								4.540		5.995	
PE (lần)								25,1		19,0	

Kết luận đầu tư

MSN đã công bố doanh thu pro-forma năm 2011 đạt 8.310 tỷ đồng, bao gồm cả doanh thu từ VCF. Doanh thu theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS), tức chỉ hợp nhất doanh thu từ VCF trong 3 tháng cuối năm 2011, đạt 7.057 tỷ đồng, tăng trưởng 26,3%. Những sản phẩm chính như nước mắm và mì ăn liền lần lượt đạt mức tăng trưởng là 9,5% và 44,2% mặc dù chịu ảnh hưởng từ sự tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế. Chúng tôi cũng được biết ban lãnh đạo công ty đã hoãn việc tung các sản phẩm mới ra thị trường đến Q4 để tận dụng khoảng thời gian Tết nguyên đán. Lợi nhuận tăng trưởng khá mạnh với lợi nhuận thuần pro-forma đạt 3.276 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 79,1%. Tuy nhiên, theo VAS, lợi nhuận thuần chỉ đạt 2.505 tỷ đồng, giảm 4,7%. Nếu không tính khoản lợi nhuận từ 1.240 tỷ đồng bất lợi thương mại trong năm 2010, thì lợi nhuận thuần năm 2011 tăng trưởng 53,5%. Lợi nhuận của Masan Consumer tăng trưởng mạnh với lợi nhuận thuần tăng

trưởng 80%; lợi nhuận thuần của Techcombank cũng tăng trưởng 52%. Trong năm 2012, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của Tập đoàn sẽ tăng trưởng 30,3% nhờ doanh thu VCF tăng trưởng mạnh 57,3% và các sản phẩm nước chấm và thực phẩm tiện dụng tăng trưởng 23,9%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng 30,9%, chủ yếu nhờ lợi nhuận tài chính thuần tăng trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ bị ảnh hưởng một chút do hợp nhất KQKD từ VCF. MSN hiện có P/E dự phóng 2012 là 25,1 lần. Chúng tôi định giá mỏ Núi Pháo từ 776 triệu – 1.011 tỷ USD. Không tính giá trị mỏ Núi Pháo thì P/E của cổ phiếu MSN ở vào 19,2-21,5 lần. Mỏ Núi Pháo sẽ bắt đầu đi vào hoạt động vào tháng 9/2013, và chúng tôi kỳ vọng mỏ Núi Pháo sẽ đem lại 593 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2013 và 5.618 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2014. Với triển vọng lợi nhuận của mỏ Núi Pháo đã trở nên rõ ràng hơn, chúng tôi cho rằng cổ phiếu MSN xứng đáng được nâng mức đánh giá từ Năm giữ lên Vượt trội.

Mô hình dự báo lợi nhuận và thông tin chính cho MSN - số liệu hợp nhất, dùng chuẩn mực kế toán Việt Nam

Đơn vị: tỷ đồng	2009A VAS	2010A VAS	% tăng trưởng	2011A VAS	% tăng trưởng	Mục tiêu của cty	% hoàn thành mục tiêu	2012F VAS	% tăng trưởng	2013F VAS	% tăng trưởng
Doanh thu thuần	3,958	5,586	41.1%	7,057	26.3%	8,000	88.2%	10,826	53.4%	16,799	55.2%
Chi phí giá vốn hàng bán	(2,584)	(3,195)	23.6%	(4,000)	25.2%			(6,565)	64.1%	(10,658)	64.1%
Lợi nhuận gộp	1,374	2,392	74.1%	3,057	27.8%	3,200	95.5%	4,261	39.4%	6,141	41.3%
Thu nhập tài chính thuần	57	1,351	2262.8%	833	-38.3%			1,178	41.5%	944	-21.1%
Chi phí quản lý và bán hàng	(742)	(1,165)	57.0%	(1,397)	19.9%			(1,784)	27.7%	(2,234)	25.2%
Lợi nhuận từ HĐKD	689	2,577	274.0%	2,493	-3.3%			3,656	46.6%	4,851	29.1%
Thu nhập tài chính thuần khác	(4)	8	-298.0%	8	0.0%			-	-100.0%	-	
Phần lợi nhuận trong cty liên kết	48	161	234.5%	389	142.3%	712	54.7%	425	9.2%	576	35.5%
Lợi nhuận trước thuế	733	2,746	274.7%	2,890	5.2%			4,081	41.2%	5,427	29.8%
Lợi nhuận sau thuế	680	2,629	286.9%	2,505	-4.7%	2,400	104.4%	3,735	49.1%	5,026	31.0%
Lợi nhuận sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số	417	2,283	448.1%	1,970	-13.7%			3,010	52.8%	4,159	33.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34.7%	42.8%		43.3%		40.0%		39.4%		36,6%	
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	30.5%	35.4%		41.0%				37.7%		32,3%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	29.1%	33.4%		35.5%		30.0%		27.8%		24,8%	
Số CP hiện đang lưu hành bình quân								789,845,985		789.845.985	
Số CP hiện đang lưu hành								512,727,269		-	
Thị giá (6/4/2012)								114,000		114.000	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)								58,451		58.451	
EPS (VND)								3,811		5,265	
PE (lần)								29.9		21,7	

KQKD 2011 của CTCP Tập đoàn Masan

Doanh thu thuần pro-forma đạt 8.310 tỷ đồng, tăng mạnh 48,8%; lợi nhuận thuần pro-forma tăng trưởng còn mạnh hơn, tăng trưởng 79,1%, đạt 3.276 tỷ đồng. Dựa trên số liệu pro-forma, MSN đã vượt cả kế hoạch doanh thu (là 8.000 tỷ đồng) và lợi nhuận thuần (là 2.400 tỷ đồng).

Số liệu pro-forma có 3 giả định: (1) cộng lại khấu hao lợi thế thương mại từ chuyển nhượng cổ phần tại Techcombank trong năm 2010 và 2011 và giả sử MSN nắm giữ 30,6% lợi ích tại Techcombank kể từ 1/1/2010, gồm 19,88% sở hữu cổ phần trực tiếp và 10,72% lợi ích từ nắm giữ trái phiếu chuyển đổi (và giả định như là đã chuyển đổi rồi); (2) giả định Masan Consumer nắm 50,25% cổ phần VCF kể từ 1/1/2010 và (3) cộng lại khấu hao từ lợi thế thương mại từ mua cổ phần VCF trong BCTC 2011 và (4) bổ lợi thế thương mại âm từ mua mỏ Núi Pháo trong BCTC năm 2010.

Doanh thu thuần hạch toán theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) đạt 7.057 tỷ đồng, tăng trưởng 26,3%; theo đó thì công ty không hoàn thành kế hoạch doanh thu 2011 là 8.000 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần hạch toán theo VAS là 2.505 tỷ đồng, giảm 4,7%.

Sự khác biệt giữa số liệu pro-forma và số liệu theo VAS chủ yếu nằm ở sự khác nhau khi ghi nhận doanh thu lợi nhuận của VCF, ghi nhận lợi thế thương mại phát sinh

từ khoản đầu tư vào TCB và lãi bất thường từ bất lợi thương mại từ việc mua mỏ Núi Pháo năm 2010. Nếu loại bỏ 1.240 tỷ đồng bất lợi thương mại năm 2010, thì lợi nhuận thuần năm 2011 sẽ tăng trưởng mạnh, tăng trưởng 53,5%.

Nhìn vào bảng cân đối kế toán hợp nhất, chúng tôi thấy số dư tiền mặt tăng mạnh 182% lên mức 9.574 tỷ đồng chủ yếu từ nguồn vốn huy động thêm trong năm của công ty mẹ và Masan Consumer, cũng như dòng tiền hoạt động. Khoản phải thu mặc dù tăng mạnh 189% so với năm trước nhưng không đáng chú ý lắm do số dư cuối kỳ mới đạt 909 tỷ đồng, khá khiêm tốn so với tổng doanh thu 7.057 tỷ đồng. Chúng tôi cũng không thấy sự tăng trưởng đột biến của tài sản cố định và đầu tư dài hạn với mức tăng trưởng lần lượt là 28,6% và 15%.

Về các khoản phải trả, chúng tôi chú ý vay dài hạn tăng 48% lên mức 3.577 tỷ đồng. Nguyên nhân là trong năm 2011 Masan Consumer nhận khoản vay 108 triệu đô la từ JP Morgan. Số dư cuối kỳ của các khoản vay được ghi nhận ở mức 11.475 tỷ đồng, chiếm 34,8% tổng tài sản của tập đoàn. Thực ra phần lớn trong số này là trái phiếu chuyển đổi, các khoản vay chuyển đổi, giấy nhận nợ và có nhiều khả năng sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu MSN trong khoảng thời gian từ năm 2012 đến 2014. Nếu loại trừ các khoản nợ này, thì tỷ số vay nợ trên tổng tài sản chỉ ở mức 23,8%.

MSN - Lưu chuyển tiền tệ

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010	2011
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	804	1.337	1.318
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-1.133	-1.773	-3.630
Lưu chuyển tiền từ HĐTC	1.355	2.723	8.452
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.026	2.287	6.140
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	97	1.124	3.395
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	0	-16	39
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1.124	3.395	9.574

Masan Consumer

Masan Consumer - Kết quả kinh doanh (VAS)

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	7.057	10.826	13.517	16.257	19.222
Chi phí giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	(4.000)	(6.565)	(8.188)	(9.847)	(11.648)
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	3.057	4.261	5.329	6.410	7.574
Thu nhập tài chính	146	151	991	1.133	1.125	1.375	1.750
Chi phí tài chính	(59)	(108)	(169)	(403)	(430)	(393)	(335)
Thu nhập tài chính thuần	205	259	1.160	1.536	1.555	1.768	2.085
Chi phí bán hàng	(637)	(951)	(1.009)	(1.168)	(1.456)	(1.750)	(2.068)
Chi phí quản lý	(93)	(118)	(238)	(387)	(473)	(560)	(616)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	731	1.366	2.632	3.436	4.094	5.082	6.306
Lợi nhuận khác	(9)	4	(4)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	722	1.370	2.628	3.436	4.094	5.082	6.306
Lợi nhuận sau thuế	669	1.253	2.255	3.091	3.694	4.585	5.656
Lợi nhuận sau thuế trừ đi lợi ích cổ đông thiểu số	664	1.253	2.255	2.920	3.462	4.301	5.294
Tăng trưởng doanh thu	105,9%	41,1%	26,3%	53,4%	24,9%	20,3%	18,2%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	74,1%	88,6%	80,0%	29,5%	18,6%	24,2%	23,1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,7%	42,8%	43,3%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	16,9%	22,4%	32,0%	28,5%	27,3%	28,2%	29,4%

Trong năm 2011, Masan Consumer đạt doanh thu thuần pro-forma 8.310 tỷ đồng, tăng trưởng 48,8%. Tuy nhiên, doanh thu pro-forma tăng trưởng mạnh một phần là do MSN hợp nhất doanh thu từ VCF. Masan Consumer đã mua cổ phần VCF vào ngày 10/10/2011. Báo cáo KQKD pro-forma giả định Masan Consumer nắm giữ 50,25% cổ phần VCF kể từ 1/1/2011.

Để có một cái nhìn rõ ràng hơn, chúng tôi xem xét báo cáo KQKD lập theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS). Theo VAS, doanh thu thuần đạt 7.057 tỷ đồng, tăng trưởng 26,3% và như vậy doanh thu thực hiện không đạt kế hoạch công ty đề ra. Do VAS cho phép bên đi mua hợp nhất KQKD của bên được mua vào KQKD của mình kể từ ngày mua, nên KQKD của MSN theo VAS bôm cả KQKD 2011 của Masan Consumer và KQKD hợp nhất từ VCF từ ngày 10/10 đến 31/12/2011.

Có vẻ như điều kiện vĩ mô khó khăn và lạm phát cao trong nửa cuối năm 2011 đã có ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng doanh thu của MSN. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo, doanh thu không đạt kế hoạch là do (1) MSN tập trung vào dòng tiền và cải thiện tỷ suất lợi nhuận thay vì tập trung vào tăng trưởng doanh thu và (2) thời điểm đưa nhiều sản phẩm mới ra thị trường được hoãn lại đến Q4 để tận dụng được dịp Tết nguyên đán. Tuy nhiên, dù sao thì chúng tôi cho rằng chu kỳ suy thoái kinh tế cũng có ảnh hưởng nhất định.

Nếu không tính doanh thu từ VCF, thì doanh thu thuần của MSN đạt 6.724 tỷ đồng, tăng trưởng 21,9%. Theo công ty, doanh thu tăng trưởng nhờ cả sản lượng và giá tăng; nhưng giá bình quân tăng là nhân tố đóng góp chính. Chúng tôi ước tính Masan Consumer bình quân đã nâng giá bán lên 18,8% trong khi sản lượng chỉ tăng 1,4%.

Theo MSN, chiến lược của Masan Consumer trong năm ngoài là tập trung vào dòng tiền và duy trì tỷ suất lợi nhuận trong môi trường lạm phát cao thay vì tăng trưởng doanh thu bằng bất kỳ giá nào. Cho dù vậy, chúng tôi vẫn thấy công ty (1) nỗ lực giành được vị thế đứng đầu trong mảng mì ăn liền cao cấp thông qua đẩy mạnh tiêu thụ của nhãn hàng Omachi và (2) Tận dụng lợi thế thương hiệu để thâm nhập vào thị trường bình dân và thị trường cao cấp.

Sản phẩm nước mắm và mì ăn liền có mức tăng trưởng tốt nhất trong các sản phẩm của Masan Consumer. HSC ước tính 2 sản phẩm này tăng trưởng lần lượt 9,5% và 44,2% trong năm 2011, lần lượt đóng góp 42,5% và 25,5% vào doanh thu của Masan.

Theo công ty AC Nielsen, thị phần nước mắm của Masan đã tăng lên 77% trong năm 2011 (năm 2010 là 73%). Cũng theo AC Nielsen, thị phần mì ăn liền của Masan đã tăng hơn 2,5% lên 16,7% năm 2011 từ 14,1%

năm 2010. Euro monitor ước tính thị phần của Masan thấp hơn, tuy nhiên số liệu của AC Nielsen đáng tin cậy hơn.

Về các sản phẩm khác, chúng tôi ước tính doanh thu từ nước tương và tương ớt lần lượt đạt 880 tỷ đồng, tăng trưởng 32% và 190 tỷ đồng, tăng trưởng 60%.

Doanh thu Q4 đã đóng góp đáng kể vào doanh thu cả năm. Doanh thu thuần Q4 đạt 2.810 tỷ đồng, tăng trưởng 33,7% và đóng góp 39,8% vào tổng doanh thu thuần năm 2011. Tuy nhiên, nếu không tính doanh thu đóng góp từ VCF là 333 tỷ đồng, thì doanh thu thuần Q4 đạt 2.478 tỷ đồng, tăng trưởng 17,9% và đóng góp 35,1% vào doanh thu thuần năm 2011.

Chúng tôi cho rằng điều này là do ảnh hưởng của Tết nguyên đán và nhờ công ty đã đưa thành công nhiều sản phẩm mới ra thị trường. Trong Q4, công ty đã đưa ra thị trường 3 sản phẩm mới: Kokomi – sản phẩm mì ăn liền bình dân, Nam Ngư Đệ Tam – sản phẩm nước nắm bình dân hơn và xốt kho cá/thịt Chinsu.

Trong mảng mì ăn liền, Masan đã áp dụng chiến lược marketing đa tầng để giành thị phần từ tay các đối thủ cạnh tranh. Danh mục sản phẩm mì ăn liền của Masan gồm thương hiệu cao cấp Omachi, Oh Ngon; thương hiệu dành cho khách hàng thu nhập trung bình Tiến Vua và thương hiệu bình dân Kokomi. Để thâm nhập vào thị trường mì ăn liền, Masan trước tiên đã đưa thương hiệu cao cấp Omachi, sau đó đã tận dụng lợi thế thương hiệu này để thâm nhập vào các phân khúc bình dân hơn.

Kể từ năm 2007 đến năm 2011, thương hiệu mì ăn liền cao cấp Omachi đã đạt được thị phần ấn tượng là 10,5% (theo AC Nielsen). Trong năm 2011, chúng tôi ước tính doanh thu của mì Omachi đã tăng trưởng 48%. Mặc dù mì Tiến Vua (dành cho phân khúc thu nhập trung bình) đã không đạt được thành công, thì chúng tôi cho rằng nhờ thương hiệu mì Omachi và Oh Ngon và sản phẩm mì mới được tung ra thị trường là Kokomi, Masan sẽ có một chỗ đứng vững chắc trong thị trường mì ăn liền. Hiện tại, đối thủ cạnh tranh chính của các thương hiệu

mỳ của Masan là Hảo Hảo – một thương hiệu dành cho phân khúc thu nhập trung bình của Acecook Việt Nam. Và có vẻ những khách hàng có thu nhập cao trước đó dùng mỳ Hảo Hảo đã chuyển qua dùng mỳ Omachi và có lẽ một số khách hàng bình dân trước đây sử dụng mỳ Hảo Hảo sẽ chuyển qua dùng mỳ Kokomi của Masan.

Tỷ suất lợi nhuận gộp (không tính doanh thu lợi nhuận từ VCF) đạt 44,3%, cao hơn một chút so với mức 42,8% của năm ngoái. Do tỷ trọng đóng góp của sản phẩm mì ăn liền có tỷ suất lợi nhuận thấp vào doanh thu nói chung cao hơn, thì việc tỷ suất lợi nhuận gộp chung vẫn được cải thiện là đáng khích lệ.

Một lý do chính giải thích cho điều này là hiệu quả hoạt động của công ty đã được cải thiện nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô của mảng mì ăn liền được tăng cường cộng với hoạt động cắt giảm chi phí thông qua sử dụng dây chuyền sản xuất nước mắm tự động. Nhờ vị thế đứng đầu trong thị trường nước mắm và nước tương, Masan đã có thể chuyển hầu hết tác động tăng giá nguyên vật liệu sang người tiêu dùng. Và tỷ suất lợi nhuận gộp của sản phẩm mì ăn liền cũng đã được cải thiện nhờ tỷ suất lợi nhuận của mì Omachi và Oh Ngon (2 thương hiệu mì cao cấp) được cải thiện và các thương hiệu mì cao cấp có tốc độ tăng trưởng cao hơn thương hiệu dành cho phân khúc thu nhập trung bình là Tiến Vua.

Trong năm 2011, chúng tôi ước tính lợi nhuận tài chính thuần của Masan Consumer đạt khoảng 822 tỷ đồng, cao gấp 20 lần so với 2010 nhờ lượng tiền mặt lớn, tổng cộng 4.735 tỷ đồng tính tại thời điểm cuối năm 2011. Và nhân tố chính giúp lợi nhuận tài chính thuần tăng rõ ràng là lãi tiền gửi đã tăng mạnh.

Tỷ trọng chi phí bán hàng & quản lý trong doanh thu giảm từ 19,1% năm 2010 xuống 17,7% năm 2011. Trong khi đó tỷ trọng đóng góp từ VCF vào tổng chi phí bán hàng & quản lý là không lớn. Tỷ trọng chi phí bán hàng trong doanh thu giảm từ 17% năm 2010 xuống 14,3% năm 2011. Chi phí bán hàng so với năm 2010 cũng chỉ tăng 6%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 49,4% của năm 2010 so với 2009.

Masan Consumer - Chi phí quản lý và bán hàng

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F
Chi phí bán hàng	637	951	1,009	1,168	1,456	1,750	2,068
Tỷ trọng chi phí bán hàng trong doanh thu	16.1%	17.0%	14.3%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
Chi phí quản lý	93	118	238	387	473	560	616
Tỷ trọng chi phí quản lý trong doanh thu	2.4%	2.1%	3.4%	3.6%	3.5%	3.4%	3.2%
Chi phí quản lý và bán hàng	730	1,069	1,247	1,556	1,929	2,310	2,683
Tỷ trọng chi phí quản lý và bán hàng trong doanh thu	18.4%	19.1%	17.7%	14.4%	14.3%	14.2%	14.0%

Theo MSN, điều này là do chi phí quảng cáo giảm. Sở hữu nhiều thương hiệu mạnh, Masan Consumer đã không phải đầu tư nhiều để duy trì vị thế của các thương hiệu hiện tại. Thay vào đó, công ty chủ yếu phân bổ ngân sách quảng cáo & khuyến mãi cho hoạt động tung sản phẩm mới ra thị trường và các chiến dịch quảng cáo sản phẩm mới. Và do hầu hết các sản phẩm mới đưa ra thị trường rơi vào cuối tháng 11 và 12 nên chi phí bán hàng trong cả năm không tăng cao.

Tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện, lợi nhuận tài chính thuần tăng mạnh và chi phí bán hàng & quản lý giảm là những yếu tố giúp Masan Consumer đạt được tỷ suất lợi nhuận thuần 32%, tăng đáng kể so với mức 22,4% của năm 2010. Lợi nhuận thuần pro-forma của Masan Consumer đạt 2.461 tỷ đồng, tăng trưởng 96,5%. HSC ước tính lợi nhuận thuần không kể hợp nhất từ VCF từ ngày 1/1 đến 9/10 đạt 2.255 tỷ đồng, tăng mạnh 80% so với cùng kỳ năm trước.

Triển vọng năm 2012 và 2013

Masan Consumer - HSC dự báo doanh thu theo sản phẩm

Sản phẩm	2009	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F	CAGR 11F-15F
Nước tương	590,8	666,4	879,7	1.004,0	1.124,5	1.248,2	1.373,0	
% tăng trưởng		12,8%	32,0%	14,1%	12,0%	11,0%	10,0%	11,8%
Tỷ trọng trong doanh thu	14,9%	12,1%	10,6%	9,3%	8,3%	7,7%	7,1%	
Nước mắm	2.280,2	3.227,5	3.535,7	4.220,0	5.213,7	6.305,3	7.399,8	
% tăng trưởng		41,5%	9,5%	19,4%	23,5%	20,9%	17,4%	20,3%
Tỷ trọng trong doanh thu	57,6%	58,5%	42,5%	39,0%	38,6%	38,8%	38,5%	
Tương ớt	101,7	119,1	190,6	211,4	254,4	299,0	351,4	
% tăng trưởng		17,2%	60,0%	10,9%	20,3%	17,6%	17,5%	16,5%
Tỷ trọng trong doanh thu	2,6%	2,2%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	
Mì ăn liền	985,4	1.468,6	2.118,2	2.896,4	3.711,2	4.470,1	5.342,5	
% tăng trưởng		49,0%	44,2%	36,7%	28,1%	20,5%	19,5%	26,0%
Tỷ trọng trong doanh thu	24,9%	26,6%	25,5%	26,8%	27,5%	27,5%	27,8%	
Dầu ăn		34,5	-	-	-	-	-	
% tăng trưởng								
Tỷ trọng trong doanh thu	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Cà phê	-	-	1.254,8	1.796,3	2.305,3	2.799,7	3.393,4	
% tăng trưởng				43,2%	28,3%	21,4%	21,2%	
Tỷ trọng trong doanh thu	0,0%	0,0%	15,1%	16,6%	17,1%	17,2%	17,7%	
Ngũ cốc	-	-	330,8	698,2	907,7	1.134,6	1.361,6	
% tăng trưởng				111,1%	30,0%	25,0%	20,0%	
Tỷ trọng trong doanh thu	0,0%	0,0%	4,0%	6,4%	6,7%	7,0%	7,1%	
Tổng doanh thu (pro-forma)	3.958	5.516	8.310	10.826	13.517	16.257	19.222	
% tăng trưởng		39,4%	50,6%	30,3%	24,9%	20,3%	18,2%	23,3%

Trong bảng dự báo của chúng tôi cho Masan Consumer, chúng tôi chỉ đưa ra dự báo cho các sản phẩm và hạng mục đầu tư hiện tại. Thực tế, không thể dự báo về doanh thu từ các sản phẩm mới hay từ các thương vụ mua bán sáp nhập mới. Vì thế chúng tôi chỉ đưa VCF vào mô hình dự báo doanh thu nhưng không đưa ra dự báo cho bất kỳ sản phẩm và hạng mục đầu tư mới nào trong những năm tới.

Nếu dựa vào tốc độ tăng trưởng trong quá khứ, thì tốc độ tăng trưởng doanh thu của Masan Consumer có thể đạt gấp đôi so với dự báo của chúng tôi. Do vậy, xin lưu ý mô hình của chúng tôi dựa trên quan điểm thận trọng và chỉ dự báo cho các sản phẩm và hạng mục đầu tư hiện tại.

Trong năm 2012, chúng tôi dự báo doanh thu của Masan Consumer sẽ đạt 10.826 tỷ đồng, tăng trưởng 30,3% nếu dựa theo số liệu pro-forma và 53,4% nếu theo VAS. Chúng tôi tin tưởng rằng các sản phẩm nước mắm, mì ăn liền và các sản phẩm của VCF sẽ đều là những động lực giúp doanh thu của Masan Consumer tăng trưởng.

Đối với các sản phẩm của Masan, chúng tôi cho rằng cả nước mắm & mì ăn liền đều sẽ duy trì được đà tăng trưởng của những năm trước; và sẽ tăng trưởng lần lượt là 19,4% và 36,7% trong năm 2012.

Đối với sản phẩm nước mắm, chúng tôi giả định phân khúc nước mắm có thương hiệu có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh. Tại thời điểm cuối năm 2011, chúng tôi ước tính doanh thu từ sản phẩm nước mắm có thương hiệu đạt 4.592 tỷ đồng; chúng tôi dự báo sản phẩm nước mắm có thương hiệu sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 17% từ năm 2012 đến 2015 và sẽ đạt 8.615 tỷ đồng doanh thu vào năm 2015. Tốc độ tăng trưởng này đạt được dựa trên (1) người tiêu dùng sẽ không ngừng chuyển từ sử dụng sản phẩm không có thương hiệu sang sản phẩm có thương hiệu với nhiều sản phẩm nước mắm có thương hiệu với giá cả phải chăng sẽ được tung ra thị trường và nhắm vào đối tượng cư dân nông thôn và cư dân có thu nhập thấp tại thành thị và (2) bản thân các sản phẩm hiện tại tăng trưởng tốt.

Chúng tôi cũng dự báo thị phần nước mắm của Masan Consumer sẽ tăng lên 80,8% trong năm 2012. Trong điều kiện hiện tại, chúng tôi cho rằng Masan Consumer sẽ chủ yếu dành thêm thị phần nhờ các sản phẩm dành cho phân khúc thu nhập trung bình và thấp gồm Nam Ngư Đệ Nhị và Nam Ngư Đệ Tam; các sản phẩm này có giá cả vừa túi tiền của đại bộ phận người tiêu dùng.

Chúng tôi dự báo thị phần mỳ ăn liền của Masan Consumer sẽ tăng từ 16,7% năm 2011 lên 19,5% năm 2012; trong đó, chúng tôi kỳ vọng thị phần của mỳ Omachi sẽ tiếp tục tăng từ 10,5% năm 2011 lên 10,8% năm 2012; mỳ Kokomi sẽ giành 4,3% thị phần. Chúng tôi cũng kỳ vọng Masan Consumer sẽ đưa thêm sản phẩm mỳ ăn liền mới ra thị trường theo như kế hoạch.

VCF – động lực tăng trưởng quan trọng trong năm 2012

VCF - Thông tin chính

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2009	2010	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	1.021	1.302	1.586	2.495	3.213	3.934	4.755
Giá vốn hàng bán	(769)	(1.029)	(1.191)	(1.759)	(2.221)	(2.707)	(3.248)
Lợi nhuận gộp	251	273	394	736	992	1.227	1.507
Thu nhập tài chính	14	28	33	8	-	-	-
Chi phí tài chính	(13)	(12)	(8)	(9)	(29)	(46)	(40)
Chi phí bán hàng	(96)	(96)	(169)	(299)	(386)	(472)	(571)
Chi phí quản lý	(20)	(29)	(32)	(57)	(74)	(90)	(109)
Lợi nhuận trước thuế	147	178	238	379	504	618	787
Lợi nhuận sau thuế	136	162	216	343	466	572	728
Tăng trưởng doanh thu	18,3%	27,5%	21,8%	57,3%	28,8%	22,4%	20,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	29,3%	18,8%	33,4%	59,1%	35,8%	22,7%	27,3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24,6%	21,0%	24,9%	29,5%	30,9%	31,2%	31,7%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	13,3%	12,4%	13,6%	13,7%	14,5%	14,5%	15,3%
Sản lượng (tấn)							
Cà phê hòa tan	13.662	16.218	15.414	19.266	24.191	29.077	34.963
y/y%	10,5%	18,7%	-5,0%	25,0%	25,6%	20,2%	20,2%
Cà phê rang xay	79	92	115	1.491	1.938	2.423	2.908
y/y%	9,4%	15,7%	25,0%	1200,0%	30,0%	25,0%	20,0%
Ngũ cốc	3.546	4.509	4.800	10.560	13.728	17.160	20.592
y/y%	9,4%	27,2%	6,5%	120,0%	30,0%	25,0%	20,0%

Chúng tôi đã trao đổi với cả ban lãnh đạo của MSN và VCF và được biết VCF đã thực hiện nhiều thay đổi kể từ khi được mua lại. Ban lãnh đạo Masan Consumer đang phối hợp chặt chẽ với ban lãnh đạo VCF để thực hiện chiến lược tăng trưởng.

Về hoạt động marketing, đội ngũ marketing của Masan Consumer & Vinacafe đang phối hợp chặt chẽ để tung ra thị trường những sản phẩm mới đồng thời duy trì những thương hiệu hiện tại. Chúng tôi được biết VCF sẽ đưa ra các thương hiệu cà phê hòa tan, ngũ cốc và cà phê rang xay mới vào Q2 và Q3 năm nay.

Về hoạt động phân phối, Masan Consumer đã bắt đầu phân phối các sản phẩm của VCF thông qua kênh phân phối của mình và dự kiến sẽ xây dựng chiến lược phân phối tối ưu nhằm tối đa hóa tăng trưởng doanh thu cho VCF. Hiện tại, VCF có 40.000 điểm bán hàng. Sau khi trừ đi 20.000 điểm trùng nhau thì Masan Consumer có thể nâng số điểm bán hàng lên 180.000 trong khi VCF có thể nâng số điểm bán hàng lên 60.000 điểm. Bên cạnh đó, chi phí dịch vụ hậu cần cũng sẽ giảm theo.

Bên cạnh đó, với sự thống nhất hoàn toàn các hoạt động, ban lãnh đạo Masan sẽ tập trung vào tái cơ cấu hoạt động mua hàng của VCF, theo đó nâng cao hiệu quả và đóng góp cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo trong năm 2012, doanh thu thuần của VCF sẽ đạt 2.495 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 57,3%. Chúng tôi giả định doanh thu cà phê hòa tan sẽ tăng trưởng 31,2% nhờ mở rộng mạng lưới phân phối. Chúng tôi cũng dự đoán sản phẩm cà phê rang xay cũng sẽ trở thành động lực tăng trưởng doanh thu mới trong năm nay, tăng trưởng 1.265%. Doanh thu từ cà phê rang xay tăng trưởng mạnh vì hiện tại doanh thu từ sản phẩm này còn thấp.

Trong năm 2011, doanh thu từ cà phê rang xay của VCF chỉ đạt 12 tỷ đồng và công ty chỉ giữ 1,4% thị phần. Điều này có lẽ là do sản phẩm cà phê rang xay của VCF chưa đáp ứng được khẩu vị cà phê của đại đa số người tiêu dùng trên thị trường vì người tiêu dùng thường thích hương vị pha trộn giữa cà phê, ngô và đậu tương thay vì chỉ có mỗi vị cà phê. Do đó, Masan và VCF đã phối hợp với nhau để đưa sản phẩm cà phê rang xay bình dân có hương vị pha trộn và mang tính phổ biến.

Chúng tôi kỳ vọng sản phẩm này sẽ giành được thị phần đáng kể từ các doanh nghiệp nhờ nhờ mạng lưới phân phối rộng và năng lực marketing của Masan Consumer. Với sản phẩm mới này, chúng tôi dự báo doanh thu ngũ cốc sẽ tăng trưởng mạnh, tăng trưởng 111%. Thị trường ngũ cốc hiện tại còn mạnh mẽ và chưa có doanh nghiệp nào đầu tư thực sự vào hoạt động quảng cáo & xúc tiến bán hàng.

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 24,9% năm ngoái lên 29,5% năm nay dựa trên giả định là giá bình quân hạt cà phê Robusta – nguyên liệu chính, sẽ giảm 6,5%. Chúng tôi cho rằng chi phí khác chẳng hạn như chi phí bao bì & chi phí nguyên liệu khác có thể sẽ giảm nhờ hiệu quả của hoạt động quản lý chi phí. Cũng xin lưu ý là tỷ suất lợi nhuận gộp 30% là tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp đứng đầu trong lĩnh vực kinh doanh cà phê trong khu vực.

Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng & quản lý sẽ tăng 77,4% do chi phí marketing tăng. Tỷ trọng chi phí bán hàng & quản lý trong doanh thu dự báo đạt 12%, tăng 1,4% so với năm 2010. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VCF sẽ đạt 342 tỷ đồng, tăng trưởng 59,1%. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện đáng kể sẽ bù đắp cho việc chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh và lợi nhuận tài chính thuần giảm; theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ được duy trì ở 13,7% so với 13,6% năm 2011.

Công ty dự kiến sẽ chi khoảng 300 tỷ đồng đầu tư xây dựng nhà máy mới, do đó, chúng tôi dự báo lãi tiền gửi sẽ giảm mạnh, giảm 76% xuống chỉ còn 8 tỷ đồng.

Tóm lại, chúng tôi dự báo doanh thu của Masan Consumer sau khi hợp nhất với VCF sẽ đạt 10.826 tỷ đồng, tăng trưởng 53,4% và lợi nhuận thuần đạt 2.920 tỷ đồng, tăng trưởng 29,5%.

Techcombank

TCB - Thông tin chính

Đơn vị: tỷ đồng	TCB				% tăng trưởng		
	2010	2011F	2012F	2013F	2011F	2012F	2013F
Thu nhập lãi thuần	3.184	5.298	6.371	7.364	66,4%	20,3%	15,6%
Thu nhập thuần từ phí và dịch vụ	930	1.150	1.380	1.656	23,7%	20,0%	20,0%
Lãi thuần từ tỷ giá	(91)	(699)	173	208	664,8%	-124,8%	20,0%
Lỗ/lãi từ mua bán CK kinh doanh	(71)	(55)	100	100	-22,5%	-280,7%	0,0%
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	160	416	100	100	159,6%	-76,0%	0,0%
Thu nhập khác	527	543	551	551	3,2%	1,4%	0,0%
Thu nhập từ HĐ góp vốn mua cổ phần/ cổ tức	81	8	111	131	-89,6%	1218,0%	17,7%
Tổng thu nhập từ HĐKD	4.719	6.662	8.787	10.109	41,2%	31,9%	15,1%
Chi phí quản lý	(1.588)	(2.099)	(2.635)	(3.246)	32,2%	25,5%	23,2%
LN trước trích lập dự phòng rủi ro	3.131	4.563	6.151	6.863	45,7%	34,8%	11,6%
Dự phòng rủi ro tín dụng	(388)	(342)	(1.712)	(1.748)	-11,8%	400,8%	2,1%
Lợi nhuận trước thuế	2.744	4.221	4.439	5.116	53,9%	5,2%	15,2%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(671)	(1.067)	(1.110)	(1.279)	59,1%	4,0%	15,2%
Lợi nhuận sau thuế	2.073	3.154	3.329	3.837	52,2%	5,6%	15,2%

Chú thích: HSC dự báo

KQKD năm 2011 của TCB rất khả quan với tỷ lệ NIM tăng mạnh

TCB đã công bố lợi nhuận chưa kiểm toán đạt 3.154 tỷ đồng (tăng trưởng 52,2%) trong năm 2011. Theo TCB, KQKD tăng trưởng mạnh nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng 66,4%. Thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh nhờ tài sản sinh lãi tăng mạnh và tỷ lệ NIM được cải thiện. Ngoài ra, lãi thuần từ hoạt động đầu tư và chi phí trích lập dự phòng thấp cũng đóng góp vào sự tăng trưởng mạnh của lợi nhuận.

Chúng tôi ước tính tỷ lệ NIM trong năm 2011 đã tăng khoảng 0,55% lên 4,13% (năm 2010 là 3,6%). TCB đã công bố tín dụng tăng trưởng 20,8%. HSC cho rằng tài sản sinh lãi của TCB đã tăng 42-45% trong năm 2011. Trong năm 2011, thu nhập lãi thuần đóng góp 79,5% vào tổng thu nhập từ hoạt động.

Thu nhập ngoài lãi đóng góp 20,5% vào tổng thu nhập từ hoạt động, bao gồm lãi thuần từ HĐ dịch vụ, lãi/lỗ thuần HĐ kinh doanh ngoại hối, lãi thuần HĐ kinh doanh đầu tư chứng khoán và thu nhập khác. Lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng 24% và đóng góp 17% vào tổng thu nhập hoạt động (năm 2010 là 19,7%). Lãi thuần từ HĐ kinh doanh đầu tư chứng khoán đóng góp 6,2% vào tổng thu nhập từ hoạt động và lãi thực hiện từ đầu tư trái phiếu chính phủ. TCB đã mua trái phiếu chính phủ tại đỉnh lãi suất và hiện thực hóa lợi nhuận khi lợi suất trái phiếu giảm.

Lãi thuần từ HĐ dịch vụ, lãi đầu tư trái phiếu và thu nhập khác đạt dương, thì TCB lỗ thuần từ HĐ kinh do-

anh ngoại hối là 699 tỷ đồng trong năm 2011. Chúng tôi không có thông tin chi tiết về khoản lỗ này. Thông thường có 2 nguyên nhân dẫn đến lỗ thuần từ HĐ kinh doanh ngoại hối. Một là các ngân hàng thường sử dụng HĐ kinh doanh ngoại hối để hỗ trợ cho thu nhập từ lãi thuần. Hai là các ngân hàng có thể lỗ do kinh doanh vàng. Trong năm 2011-2012, nhiều ngân hàng đã sử dụng HĐ kinh doanh ngoại hối để hỗ trợ cho hoạt động cho vay đã lỗ thuần từ HĐ kinh doanh ngoại hối từ 100-200 tỷ đồng. Nếu lỗ ở mức độ lớn hơn 100-200 tỷ đồng, thì chúng tôi cho rằng đây là lỗ do hoạt động giao dịch vàng.

Thu nhập khác năm 2011 của TCB đạt 543 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng thu nhập khác chủ yếu từ ủy thác đầu tư. TCB có 7.870 tỷ đồng ủy thác đầu tư tại thời điểm cuối năm 2011.

Tổng thu nhập từ hoạt động của TCB tăng trưởng 41% trong năm 2011 (năm 2010 là 20%). Về chi phí, chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động tăng ở mức hợp lý, là 32% (thấp hơn 2% so với mức tăng năm 2010). TCB chỉ trích lập dự phòng 342 tỷ đồng, giảm 11,8%. Lợi nhuận tăng trưởng mạnh một phần xuất phát từ chi phí trích lập dự phòng thấp. Trong giai đoạn 2008-2011, dự nợ cho vay của TCB tăng trưởng với tốc độ CAGR là 34%, trong khi đó chi phí trích lập dự phòng giảm với tốc độ CAGR là 18%. Điều này khiến chúng tôi lo ngại về chất lượng lợi nhuận của ngân hàng trong bối cảnh tỷ lệ NPL đang gia tăng.

Triển vọng tăng trưởng ổn định ở mức cao trong năm 2012

Trong năm 2012, chúng tôi dự đoán ngân hàng sẽ có tăng trưởng ghi nợ 17% so với năm 2011 hoặc trong biên độ cho phép. Các loại tài sản sinh lời khác tăng trưởng chậm hơn do lo ngại rủi ro đối tác trên thị trường liên ngân hàng và thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi dự đoán rằng tổng tài sản sinh lời sẽ tăng trưởng 14% trong năm 2012.

Chúng tôi giả định nợ xấu sẽ giảm từ mức 4,13% trong năm 2011 xuống mức 3,94% trong năm 2012 do tất cả các ngân hàng đều đang đối mặt với mức chênh lệch hẹp hơn do lãi suất cho vay giảm nhanh hơn lãi suất tiền gửi. Chúng tôi dự đoán thu nhập từ hoạt động dịch vụ năm 2012 sẽ tăng trưởng ở mức 20%, tương đương năm 2011. Đối với hoạt động trên thị trường ngoại tệ, chúng tôi dự đoán thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại tệ của ngân hàng chỉ đạt 173 tỷ đồng trong năm 2012 xét đến thị phần chỉ ở mức 3,6% của ngân hàng này trong tổng kim ngạch xuất nhập khẩu.

Đối với các khoản thu nhập khác có liên quan đến đầu tư tín thác, các khoản thu nhập này sẽ tăng trưởng tương đương thu nhập từ lãi. Từ ngày 2/5, các ngân hàng phải xử lý các hoạt động đầu tư tín thác đến kỳ thanh toán mới giống các khoản vay nợ nhằm mục đích thanh toán. Tuy nhiên, các hoạt động đầu tư tín thác đã thanh toán trước ngày đáo hạn có thể vẫn phải xử lý theo diễn biến hiện nay. Chúng tôi giả định doanh thu khác sẽ đạt khoảng 551 tỷ đồng hoặc thấp hơn mức doanh thu khác trong năm 2011.

Xét đến những giả định trên, chúng tôi dự đoán tổng thu nhập từ hoạt động sẽ tăng 31,9% trong năm 2012. Đối với chi phí dự phòng, chúng tôi dự đoán ngân hàng sẽ tăng 401% chi phí dự phòng trong năm 2012 do ban quản lý mới. Chúng tôi nhận định ngân hàng sẽ công bố chi phí dự phòng ở mức 1.712 tỷ đồng trong năm 2011 vẫn là một mức thấp. Trong năm 2012, chúng tôi dự đoán ngân hàng sẽ đạt lợi nhuận trước thuế 4.439 tỷ đồng, tăng 5,2% so với năm 2011. Cổ phiếu ngân hàng đang được giao dịch với P/E 5 lần và P/B 0,9 lần, thấp hơn so với các ngân hàng khác.

Mỏ Núi Pháo sẽ bắt đầu hoạt động từ cuối quý 1 năm 2013

Núi Pháo - Thông tin chính

	(triệu USD)
Tổng vốn đầu tư cơ bản cần thiết	500-575
Vốn	587
Vốn đã góp trước khi mua lại	133
Vốn góp sau khi mua lại vào năm 2010& 2011	129
Khoản vay từ ngân hàng Standard Chartered năm 2012	80
Các khoản vay cam kết từ các nhà bao tiêu	53
Các khoản vay cam kết từ VDB	113
Các khoản vay cam kết từ các NHTM	79

Công ty đã có những bước tiến đáng kể về thực hiện dự án trong năm 2011. Trong năm 2011, công ty đã thuê Jacob Engineering để thực hiện thiết kế và lắp đặt thiết bị quan trọng cho dự án. Phần lớn hoạt động đền bù và tái định cư đã hoàn thành, đặt nền tảng cho hoạt động xây dựng.

Với việc mặt bằng đã giải phóng xong và đã chỉ định các nhà thầu thi công, hoạt động thi công nền, bước khởi đầu quan trọng trong xây dựng, đã khởi công vào tháng 7/2011. Bước thi công bê tông cũng nhanh chóng bắt đầu sau đó. Nhà thầu khai mỏ cũng đã được chỉ định gần đây và bắt đầu quá trình khảo sát mỏ để khai thác quặng. Hiện có khoảng 1.500 lao động đang tham gia dự án. Dự án đang đứng tiến độ và ban lãnh đạo dự kiến hoạt động khai mỏ sẽ vận hành từ nửa đầu năm 2013.

Đến cuối năm 2011, hơn 262 triệu USD đã được rót vào dự án khai mỏ này. Trong đó, 80 triệu USD được chi trong năm 2011, 49 triệu USD được chi trong năm 2010 trong giai đoạn hậu thầu tóm và 133 triệu USD được đầu tư trước khi thầu tóm. Trong đầu năm 2012, ngân hàng Standard Chartered đã cung cấp khoản vay lãi suất cố định 80 triệu USD cho dự án. Hiện dự án đã nhận đủ nguồn tài chính và công ty đang rút tiền từ các khoản cho vay tín dụng từ ngân hàng trong nước để triển khai dự án.

Về các khoản vay từ ngân hàng trong nước, Ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB) đã cung cấp khoản vay 2.377 tỷ đồng (tương đương 115 triệu USD) với lãi suất 9,6% trong vòng 8 năm, trong đó có 2 năm gia hạn trả lãi. Ngoài ra, các ngân hàng thương mại khác, dẫn đầu là Vietcombank, cũng cung cấp khoản vay 90 triệu USD trong vòng 8 năm với lãi suất được tính là lãi suất LIBOR 6 tháng +7% hàng năm.

Phân tích độ nhạy

	Giá trị Núi Pháo	
	Tỷ đồng	Triệu USD
Kịch bản cơ sở	18.576	893
Giá bán sản phẩm chính +10%	20.899	1.005
Giá bán sản phẩm chính -10%	16.253	781
Tỷ giá +10%	21.021	1.011
Tỷ giá -10%	16.131	776
Chi phí HĐKD +10%	17.366	835
Chi phí HĐKD -10%	19.786	951

Công ty cũng đã ký hợp đồng bán các sản phẩm florit và bitmut lần lượt với CMC Cometals (Mỹ) và Sidech (Bi). Theo các thỏa thuận này, công ty sẽ xuất khẩu khoảng 200 ngàn tấn florit cho CMC Cometals trong khi Sidech sẽ mua khoảng 2 ngàn tấn bitmut hàng năm.

Bên cạnh đó, Công ty Tài Nguyên Masan (Masan Resources) cũng bắt đầu các cuộc thương lượng với những khách hàng và nhà giao dịch tungsten toàn cầu. Tuy nhiên, đến nay vẫn chưa có thỏa thuận bao tiêu tungsten nào được thực hiện. Tuy nhiên, Masan Resources đang trong giai đoạn đàm phán cuối cùng và dự kiến hoàn thành một thỏa thuận vào cuối năm 2012 với mức giá tính theo giá thị trường. Về sản xuất đồng, Masan Resources dự định bán đồng trên thị trường nội địa nhằm tối thiểu hóa chi phí vận chuyển và thuế xuất khẩu nhưng thỏa thuận bao tiêu về dòng sản phẩm đồng cũng chưa có kết quả cuối cùng.

Ban quản lý ước tính dự án khai mỏ sẽ bắt đầu sản xuất hết công suất vào tháng 9/2013. Trong khi đó, từ tháng 1 đến tháng 3/2013 là giai đoạn chạy thử nghiệm và từ tháng 4 - 8 là giai đoạn tiền sản xuất. Do đó, trong năm 2013, HSC dự báo dự án này sẽ bắt đầu mang lại doanh thu thuần 3.282 tỷ đồng và lợi nhuận thuần 593 tỷ đồng. Chúng tôi giả định giá bán sản phẩm chính APT ở mức 420 USD/mtu, giá bán florit (92% CaF₂) là 475 USD/mtu và giá đồng và xi măng bitmut dự đoán lần lượt ở mức 4 USD/pound và 11 USD/pound. Từ năm 2014, dự án Núi Pháo sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu của tập đoàn. Chúng tôi dự đoán doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2014 lần lượt ở mức 10.622 tỷ đồng và 5.618 tỷ đồng.

Chúng tôi định giá mỏ Núi Pháo từ 776 triệu - 1.011 tỷ USD dựa trên phương pháp NPV. Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động hàng năm sẽ là 90,4 triệu USD, trong đó chi phí khai mỏ, chế biến, chi phí quản lý và chi phí nhân công dự báo lần lượt là 30 triệu USD, 50 triệu USD, 5 triệu USD và 5,4 triệu USD. Trong khi đó lãi suất bình quân ước tính là 8%. Dựa trên dự báo về giá

bán, định giá trong trường hợp cơ bản rơi vào 18.576 tỷ đồng, tương đương 893 triệu USD. Chúng tôi đã tiến hành phân tích độ nhạy khi định giá mỏ Núi Pháo. Trong trường hợp kém khả quan nhất, giá trị mỏ Núi Pháo là 16.131 tỷ đồng (776 triệu USD); trường hợp khả quan nhất là 21.021 tỷ đồng (1.011 tỷ USD).

Triển vọng Tập đoàn Masan

Dựa trên những dự đoán trên, chúng tôi dự đoán doanh thu thuần và lợi nhuận thuần proforma năm 2012 lần lượt đạt 10.826 tỷ đồng và 4.312 tỷ đồng. Nghĩa là tăng trưởng doanh thu được dự báo ở mức 30,3% và lợi nhuận thuần dự báo tăng 31,6% so với năm 2011. Lợi nhuận thuần sau thuế phân bổ cho cổ đông công ty mẹ dự đoán đạt 3.586 tỷ đồng, tăng 30,9% so với năm 2011.

Kết quả kinh doanh năm 2012 theo VAS sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn, với tăng trưởng doanh thu thuần 53,4% và tăng trưởng lợi nhuận thuần đạt 49,1%. Động lực tăng trưởng doanh thu chủ chốt là nhờ doanh thu VCF tăng vọt 57,3% cũng như tăng trưởng tiếp tục từ sản phẩm nước mắm và mì. Doanh thu tài chính ròng sẽ tiếp tục là động lực sinh lời chính trong năm 2012 nhờ cân đối tiền mặt tăng tại Masan Consumer và công ty mẹ.

Chúng tôi dự báo Masan Consumer và công ty mẹ sẽ có doanh thu tài chính ròng lần lượt đạt 784 tỷ đồng và 217 tỷ đồng. Và dự án Núi Pháo cũng dự kiến mang lại doanh thu tài chính ròng 231 tỷ đồng nhờ cân đối tiền mặt dự đoán đạt 1.934 tỷ đồng vào cuối năm trong khi chi phí lãi vay vẫn đang được vốn hóa.

Masan có thể thực hiện thêm M&A trong năm 2012 xét đến cân đối tiền mặt mạnh của tập đoàn này. Và về bản chất, chúng tôi không thể tính tới hoạt động này trong các triển vọng doanh thu nhưng chúng tôi cho rằng cổ phiếu này có khả năng tăng giá khi xảy ra các thương vụ M&A như trong quá khứ chúng ta đã chứng kiến. Với các luồng tiền từ Masan Consumer khá mạnh; ngân hàng đang được vận hành nhờ ban quản lý mới và dự án Núi Pháo triển khai đúng tiến độ, công ty đang trong tình trạng hoạt động khá tốt. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm nâng mức đánh giá cổ phiếu MSN từ Năm Giữ lên Vượt Trội.

MSN - Thu nhập và chi phí tài chính

Đơn vị: tỷ đồng	Tập đoàn			Công ty mẹ			Núi Pháo			Masan Consumer		
	2011	2012F	% tăng trưởng	2011	2012F	% tăng trưởng	2011	2012F	% tăng trưởng	2011	2012F	% tăng trưởng
Thu nhập tài chính	1.181	1.686	42,7%	646	553	-14,4%	98	231	135,2%	991	1.133	14,3%
Thu nhập từ lãi	1.122	1.686	50,2%	602	553	-8,2%	98	231	135,2%	975	1.133	16,2%
Lãi tỷ giá	54	-	-100,0%	43	-	-100,0%	-	-	-	10	-	-100,0%
Khác	5	-	-100,0%	-	-	-	-	-	-	5	-	-100,0%
Chi phí tài chính	348	738	112,0%	718	335	-53,3%	-	-	-	169	403	138,1%
Chi phí lãi vay	322	738	129,1%	701	335	-52,2%	-	-	-	160	403	152,1%
Lỗ tỷ giá	18	-	-100,0%	9	-	-100,0%	-	-	-	9	-	-100,0%
Khác	8	-	-100,0%	8	-	-100,0%	-	-	-	-	-	-
Thu nhập tài chính thuần	833	947	13,7%	(72)	217	-401,6%	98	231	135,2%	822	730	-11,1%

MSN - Nợ

Đơn vị: tỷ đồng	Tập đoàn			Công ty mẹ			Núi Pháo			Masan Consumer		
	2011	2012F	% tăng trưởng	2011	2012F	% tăng trưởng	2011	2012F	% tăng trưởng	2011	2012F	% tăng trưởng
Nợ ngắn hạn	1.125	2.032	1.334	-	2.630	-	674	-	-	890	1.402	1.334
Nợ ngắn hạn	1.084	1.299	-	2.000	-	674	-	-	849	1.299	1.334	-
Vay và nợ ngắn hạn	41	734	-	630	-	-	-	-	41	104	-	-
Nợ dài hạn	5.001	7.410	13.888	1.958	3.328	3.763	1	645	4.722	187	2.581	2.548
Vay và nợ dài hạn	182	977	7.269	-	-	-	1	645	4.722	182	332	2.548
Kỳ phiếu	2.856	2.856	2.856	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trái phiếu/các khoản vay chuyển đổi	1.958	3.577	3.763	1.958	1.328	3.763	-	-	-	2.249	-	-
Nghĩa vụ thuế tài chính	5	-	-	-	-	-	-	-	-	5	-	-
Vay Masan Consumer	-	-	-	2.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ	7.250	11.475	15.222	1.958	8.588	3.763	1.349	645	4.722	1.967	5.386	5.217
Chi phí lãi vay	234	322	738	148	701	335	0	0	0	87	160	403
Lãi suất bình quân	3,2%	2,8%	4,8%	7,5%	8,2%	8,9%	0	0	0	4,4%	3,0%	7,7%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ tư, ngày 11 tháng 4 năm 2012

	2009	2010	2011	2012F	2013F
Số CP đang lưu hành (đã pha loãng)	789.845.985	789.845.985	789.845.985	789.845.985	789.845.985
Số CP lưu hành bình quân (đã pha loãng)	789.845.985	789.845.985	789.845.985	789.845.985	789.845.985
Định giá					
EPS (Proforma)	1.125	1.877	3.470	4.540	5.995
P/E	101,3	60,7	32,9	25,1	19,0
BVPS	6.031	13.450	20.102	33.204	40.954
P/B	18,9	8,5	5,7	3,4	2,8
EV/EBITDA	39,3	23,5	11,9	10,7	8,3
Cổ tức					
DPS	-	-	-	-	-
Cổ tức (tỷ đồng)	-	-	-	-	-
Lợi suất	0%	0%	0%	0%	0%
Tăng trưởng cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Tỉ lệ chi trả	0%	0%	0%	0%	0%
Tỉ lệ giữ lại	100%	100%	100%	100%	100%
Tỉ lệ tăng trưởng (%)					
Tăng trưởng doanh thu		41,1%	26,3%	53,4%	55,2%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế		64,3%	74,2%	35,0%	28,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		66,8%	84,8%	30,9%	32,0%
Tăng trưởng EPS		66,8%	84,8%	30,9%	32,0%
Khả năng thanh khoản nội bộ					
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0	1,4	3,5	4,6	5,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,9	1,3	3,3	4,4	5,0
Hệ số thanh toán bằng tiền	1,6	1,2	3,0	4,5	4,6
Vòng quay các khoản phải thu	14,0	18,7	11,5	12,6	19,1
Vòng quay hàng tồn kho	7,6	12,0	8,7	9,1	11,5
Vòng quay các khoản phải trả	9,7	9,0	9,2	8,7	9,7
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,7%	42,8%	43,3%	39,4%	36,6%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	30,5%	35,4%	48,9%	43,0%	35,7%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	22,5%	26,5%	33,0%	33,1%	28,2%
Hệ số thu nhập trên tài sản (ROA)	12,7%	7,0%	8,3%	7,5%	8,3%
Hệ số thu nhập trên tài sản - trung bình 2 năm	12,7%	9,8%	7,7%	7,9%	7,9%
Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần (ROE)	19,9%	19,3%	20,7%	17,0%	16,2%
Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần - trung bình 2 năm	19,9%	19,6%	20,0%	18,9%	16,6%
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay tổng tài sản	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
Vòng quay tài sản cố định	8,6	10,5	1,6	1,1	1,3
Vòng quay vốn chủ sở hữu	0,9	1,3	0,9	0,8	0,8
Rủi ro tài chính					
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,4	0,8	0,7	0,6	0,6
Nợ/Tổng tài sản	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3

MSN - Bảng cân đối hợp nhất

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tài sản ngắn hạn	2.442	4.627	12.538	20.666	26.169
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.124	3.395	9.574	11.073	14.179
Đầu tư ngắn hạn	776	490	1.223	9.373	9.373
Các khoản phải thu	283	314	909	811	944
Các khoản tồn kho	199	290	603	816	1.023
Tài sản ngắn hạn khác	60	138	229	527	650
Tài sản dài hạn	4.575	16.503	20.458	24.900	27.988
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	605	8.262	10.622	15.517	18.622
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	3.920	8.100	9.318	8.932	8.932
Tài sản dài hạn khác	50	141	518	101	122
Lợi thế thương mại	4	4	382	311	273
Tổng tài sản	7.017	21.130	32.995	47.500	56.831
Nợ phải trả	1.948	8.981	11.877	15.589	18.163
Nợ ngắn hạn	1.211	3.225	3.626	4.530	5.073
Nợ dài hạn	737	5.756	8.251	11.059	13.089
Vốn chủ sở hữu	4.763	10.624	15.877	26.226	32.347
Vốn chủ sở hữu	4.763	10.624	15.877	26.226	32.347
Nguồn vốn khác & Quỹ	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	307	1.525	5.241	5.686	6.321
Tổng nguồn vốn	7.018	21.130	32.995	47.500	56.831

Báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất của MSN - pro-forma

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	8.310	10.826	16.799
Giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	(4.937)	(6.565)	(10.658)
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	3.373	4.261	6.141
Doanh thu tài chính	160	381	1.209	1.917	1.854
Chi phí tài chính	(103)	(270)	(353)	(738)	(910)
Chi phí bán hàng	(637)	(951)	(1.133)	(1.168)	(1.456)
Chi phí quản lý chung	(105)	(214)	(406)	(616)	(778)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	689	1.338	2.691	3.656	4.851
Lợi nhuận khác	(4)	8	12	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	520	600	965	1.001	1.152
Lợi nhuận trước thuế	1.205	1.946	3.669	4.657	6.003
Lợi nhuận sau thuế	1.152	1.829	3.276	4.312	5.602
Lợi nhuận sau thuế phân bổ cho cổ đông cty mẹ	889	1.483	2.741	3.586	4.735

Báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất của MSN - VAS

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	7.057	10.826	16.799
Giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	(4.000)	(6.565)	(10.658)
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	3.057	4.261	6.141
Doanh thu tài chính	160	1.621	1.181	1.917	1.854
Chi phí tài chính	(103)	(270)	(348)	(738)	(910)
Chi phí bán hàng	(637)	(951)	(1.009)	(1.168)	(1.456)
Chi phí quản lý chung	(105)	(214)	(389)	(616)	(778)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	689	2.577	2.493	3.656	4.851
Lợi nhuận khác	(4)	8	(4)	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	48	161	389	425	576
Lợi nhuận trước thuế	733	2.746	2.878	4.081	5.427
Lợi nhuận sau thuế	680	2.629	2.505	3.735	5.026
Lợi nhuận sau thuế phân bổ cho cổ đông cty mẹ	417	2.283	1.970	3.010	4.159

MSN - Cơ cấu sở hữu ngày 6/4/2012

Cổ đông	Số lượng cổ phiếu	%
Masan Corporation và công ty con	350.239.051	68,0%
BOD, BOM và người có liên quan	36.349.347	7,1%
Bank Invest	50.011.218	9,7%
House Foods	9.000.000	1,7%
Orchid Fund Pte	19.872.449	3,9%
Cổ đông nước ngoài khác	34.992.905	6,8%
Cổ đông trong nước khác	14.807.299	2,9%

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPCHM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn