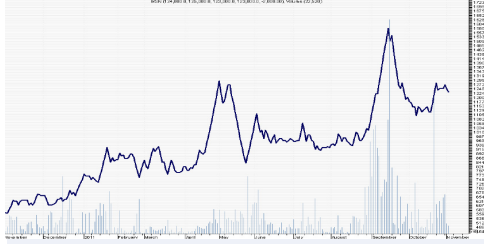


Biểu đồ giá

Thông tin cổ phiếu vào ngày 2/11/2011

Giá CP (đồng)	123.000
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	56.500
Thay đổi giá trong 3 tháng	30,2%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-4,7%
Thay đổi giá trong 12 tháng	115,8%
Khối lượng CP giao dịch tự do	118.677.871
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	8.258
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	63.378.489
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	3.077
Số lượng được phép sở hữu	252.483.412
Số lượng còn được phép mua	144.278.530
% sở hữu nước ngoài	21,0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,0%

Nguồn: HSC

Chỉ số	2010	2011F
Khả năng thanh toán		
Hệ số thanh toán hiện thời	1,4	2,8
Hệ số thanh toán nhanh	1,3	2,6
Khả năng sinh lời		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42,8%	42,4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	31,4%	38,2%
ROE	22,8%	27,0%
ROA	8,3%	9,8%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	18,7	11,2
Vòng quay hàng tồn kho	12,0	8,8
Vòng quay khoản phải trả	9,0	6,4
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 tính: tỷ đồng	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	7.145	11.743	15.118
Lợi nhuận trước thuế (VAS)	733	2.746	2.398	3.988	5.274
Lợi nhuận trước thuế (proforma)	1.117	1.872	2.975	4.566	5.851
Lợi nhuận sau thuế (VAS)	680	2.629	2.155	3.611	4.804
Lợi nhuận sau thuế (proforma)	1.063	1.755	2.732	4.189	5.382
Tăng trưởng doanh thu	NA	41,1%	27,9%	64,3%	28,7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	NA	67,7%	58,9%	53,4%	28,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	NA	65,1%	55,6%	53,3%	28,5%
EPS (VAS)	2.683	4.685	3.117	4.465	5.729
EPS (proforma)	5.156	2.892	4.215	5.376	6.599
P/E	23,9	42,5	29,2	22,9	18,6
BVPS	9.813	20.618	17.189	21.653	29.132
P/B	12,5	6,0	7,2	5,7	4,2

Nguồn: MSN, HSC ước tính

CTCP Tập đoàn Masan (MSN - HoSE): KQKD 9 tháng đầu năm và triển vọng 2011-2012 – Tiếp tục duy trì đánh giá Năm giữ

- MSN đã công bố KQKD 9 tháng đầu năm, trong đó doanh thu tăng 22% và lợi nhuận thuần tăng 88% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Doanh thu Q3 tăng trưởng kém nếu so với quý trước do tác động của sự cạnh tranh gay gắt trong thị trường mì ăn liền.
- Tuy nhiên, chúng tôi cũng được biết rằng ban lãnh đạo công ty đã hoãn đưa một số sản phẩm mới ra thị trường và dời đến gần Tết âm lịch nhằm tận dụng nhu cầu cao vào thời điểm này. Như vậy, doanh thu Q4 nhiều khả năng sẽ phục hồi trở lại.
- Việc mua cổ phần chi phối của Vinacafe Biên Hòa sẽ đem lại cơ sở vững chắc cho Masan để xây dựng vị thế trong ngành đồ uống và có thể sẽ giúp công ty tăng trưởng mạnh hơn nữa trong năm 2012.
- Trong khi đó, Techcombank đang trên đà đạt kế hoạch kinh doanh đề ra mặc dù chi phí dự phòng đang tăng lên.
- Mỏ Núi Pháo sẽ bắt đầu được khai thác vào đầu năm 2013 theo kế hoạch với hầu hết các thỏa thuận bao tiêu đã hoàn tất việc ký kết hoặc đang trong giai đoạn thương lượng cuối cùng.
- Chúng tôi lạc quan về triển vọng của MSN và tiếp tục giữ đánh giá Năm giữ đối với cổ phiếu này dựa trên tiềm năng tăng trưởng tốt. Tuy nhiên tiềm năng này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Kết luận đầu tư

Trong 9 tháng đầu năm 2011, doanh thu hợp nhất của MSN đạt 4.246 tỷ đồng, tăng 21,9% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành 53% kế hoạch. Lợi nhuận thuần đạt 1.803 tỷ đồng, tăng 88% so với cùng kỳ năm trước và hoàn thành 75% kế hoạch. Doanh thu hợp nhất hoàn toàn đến từ Masan Consumer trong đó doanh thu chủ yếu là đóng góp của mảng mì ăn liền với mức tăng 71,2% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, sản phẩm nước chấm tăng trưởng thấp hơn dự báo một chút, ở mức 10,2%. Tuy nhiên, so với quý trước, doanh thu Q3 của Masan Consumer đã giảm 7%, cho thấy mức độ cạnh tranh cao trong mảng kinh doanh mì ăn liền trong thời gian gần đây đã ảnh hưởng đến KQKD của công ty. Tuy nhiên chúng tôi vẫn chưa thể khẳng định điều này do chưa có thông tin cụ thể về cơ cấu doanh thu của Masan Consumer. Mặt khác chúng tôi thấy rằng công ty đã hoãn việc đưa ra thị trường nhiều sản phẩm mới trong mảng nước chấm và thực phẩm tiện dụng để đợi đến gần dịp Tết âm lịch là thời điểm nhu cầu thị trường tăng cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu Q4 của công ty sẽ tăng trưởng mạnh trở lại. Chúng tôi cũng nhận thấy MSN đã bắt đầu sử dụng hiệu quả nguồn vốn của mình thông qua việc mua vào cổ phần của VCF, công ty đứng đầu trong thị trường cà phê hòa tan với thị phần năm 2010 là 45%. Chúng tôi tin tưởng VCF sẽ đem lại cơ sở vững chắc cho Masan để xây dựng vị thế trong ngành đồ uống và có thể sẽ giúp công ty tăng

trường mạnh hơn nữa trong năm 2012. Chúng tôi dự báo trong năm 2011 và 2012, mảng hàng tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt với doanh thu trong 2 năm lần lượt tăng trưởng 27,9% và 64,3% và lợi nhuận thuần lần lượt tăng trưởng là 74,7% và 51,8%. Trong khi đó, mỏ Núi Pháo theo kế hoạch sẽ bắt đầu khai thác kể từ năm 2013 với các thỏa thuận bao tiêu đã được hoàn tất việc ký kết. Cho đến nay, dự án này đã nhận được đầy đủ vốn đầu tư và đã hoàn thành 95% giai đoạn C&R. Và như mong đợi, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm của Techcombank đạt 1.694 tỷ đồng, tăng trưởng 42,2% so với cùng kỳ năm trước và ngân hàng trên đã đạt được kế hoạch. Tuy nhiên, chi phí dự phòng sẽ tăng do nợ xấu tăng mạnh theo xu hướng chung của ngành. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của năm 2011 sẽ đạt 2.364 tỷ đồng, tăng trưởng 14,1% và năm 2012 sẽ đạt 3.035 tỷ đồng, tăng trưởng 28,4%. Đối với MSN, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần hợp nhất proforma năm 2011 sẽ đạt 2.732 tỷ đồng, tăng trưởng 55,6% và năm 2012 đạt 4.189 tỷ đồng, tăng trưởng 53,3%. Nói chung, chúng tôi lạc quan về triển vọng của MSN mặc dù công ty đang gặp một số thách thức. MSN nổi lên như một công ty vượt trội tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng thực chất nhờ các hoạt động kinh doanh hiện tại cũng như khả năng thực hiện các hoạt động mua bán sát nhập. Tuy vậy, do có mức định giá khá cao, hiện tại chúng tôi đánh giá cổ phiếu là **Nắm giữ**.

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

Đơn vị tính: triệu đồng	2009 Proforma	2010 Proforma	% y/y	9m 2010 Proforma	9m 2011 Proforma	% y/y	Kế hoạch cty	% hoàn thành KH	2011F Proforma	% y/y	2012F Proforma	% y/y
Doanh thu thuần	3.958	5.586	68,6%	3.484	4.246	21,9%	8.000	53,1%	7.145	27,9%	11.743	64,3%
Giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	82,2%	(2.021)	(2.443)	20,9%			(4.119)	28,9%	(7.221)	75,3%
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	50,5%	1.463	1.803	23,2%	3.200	56,4%	3.026	26,5%	4.522	49,4%
Thu nhập tài chính thuần	57	1.351	-68,5%	64	556	772,5%			617	-54,3%	1.221	98,0%
Chi phí quản lý và bán hàng	(742)	(1.165)	27,8%	(696)	(840)	20,7%			(1.241)	6,5%	(1.948)	57,0%
Lợi nhuận từ HĐKD	689	2.577	-1,6%	832	1.520	82,8%			2.402	-6,8%	3.795	58,0%
Thu nhập thuần khác	(4)	8	-17,6%	2	(5)	-324,9%			-		-	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	492	600	31,1%	209	522	149,6%	712	73,4%	573	-4,5%	771	34,5%
Lợi nhuận trước thuế	1.117	1.872	67,8%	1.043	2.037	95,2%			2.975	58,9%	4.566	53,4%
Lợi nhuận sau thuế	1.063	1.755	65,1%	959	1.804	88,0%	2.400	75,2%	2.732	55,6%	4.189	53,3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,7%	42,8%		42,0%	42,5%		40,0%		42,4%		38,5%	
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	28,2%	33,5%		29,9%	48,0%				41,6%		38,9%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	26,9%	31,4%		27,5%	42,5%		30,0%		38,2%		35,7%	
Số lượng CP đang lưu hành bình quân									526.323.571		634.099.515	
Số lượng CP hiện đang lưu hành									515.272.279		634.099.515	
Thị giá (2/11/2011)									123.000			
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)									63.378			
EPS (đồng)									4.215		5.376	
PE (lần)									29,2		22,9	

KQKD 9 tháng đầu năm**KQKD hợp nhất khá khả quan với lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh**

Theo KQKD hợp nhất 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 4.246 tỷ đồng, tăng 21,9% so với cùng kỳ năm trước; lợi nhuận thuần tạm tính đạt 1.803 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 88%. Theo đó, tính tới thời điểm 30/9/2011, MSN đã hoàn thành 53,1% kế hoạch doanh thu và 75% kế hoạch lợi nhuận thuần.

Chúng tôi tin tưởng MSN đang trên đà đạt kế hoạch lợi nhuận 2011. Trong năm nay, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt 7.145 tỷ đồng, tăng trưởng 27,9% và đạt 11.743 tỷ đồng, tăng trưởng 64,3% trong năm sau. Doanh thu hợp nhất chỉ gồm doanh thu từ Masan Consumer và kể từ năm 2012 sẽ có thêm doanh thu từ VCF. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần ước tính hợp nhất sẽ đạt 2.732 tỷ đồng, tăng trưởng 55,6% trong năm 2011 và đạt 4.189 tỷ đồng, tăng trưởng 53,3% trong năm 2012.

Masan Consumer

KQKD 9 tháng đầu năm

Đơn vị: tỷ đồng	9M 2009	9M 2010	y/y%	9M 2011	y/y%	2011F	y/y%	2012F	y/y%
Doanh thu thuần	2.626	3.484	32,7%	4.246	21,9%	7.145	27,9%	11.743	64,3%
Lợi nhuận gộp	900	1.463	62,6%	1.803	23,2%	3.026	1900,0%	4.522	49,4%
Lợi nhuận thuần	395	721	82,6%	1.353	87,8%	2.189	61,8%	3.322	51,8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,3%	42,0%		42,5%		42,4%		38,5%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15,0%	20,7%		31,9%		30,6%		28,3%	

Doanh số bán hàng tăng trưởng tốt mặc dù chậm lại trong quý 3

Trong 9 tháng đầu năm, Masan Consumer công bố doanh thu đạt 4.246 tỷ đồng, tăng trưởng 21,9% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù doanh thu vẫn tiếp tục tăng trưởng, thì trên thực tế, tốc độ tăng trưởng 9 tháng đầu năm đã chậm lại đáng kể so với tốc độ tăng trưởng cùng kỳ năm ngoái là 32,7% và 6 tháng đầu năm là 36,5%. Và công ty mới chỉ hoàn thành 53% cận dưới của kế hoạch doanh thu năm 2011.

Nhìn vào KQKD Q3, có thể thấy doanh thu thuần Q3 giảm 7% so với quý trước. Mặc dù tăng trưởng theo quý (quý này so với quý trước) đôi khi không phản ánh đúng hoạt động của công ty do tính chất mùa vụ của lĩnh vực kinh doanh của công ty; thì chúng tôi vẫn có lý do để lo ngại tăng do tăng trưởng theo năm (so với cùng kỳ năm trước) của công ty chỉ đạt ở mức khiêm tốn là 0,2%. Sự tăng trưởng chậm lại này diễn ra khá bất ngờ do trong các quý trước, công ty vẫn đạt mức tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước khá cao. Mức tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước của doanh thu Q4/2010, Q1/2011 và Q2/2011 lần lượt đạt 57,9%, 53,8% và 24,3%. Do đó, tăng trưởng trong Q3/2011 của Masan Consumer là khá thất vọng nếu so với tốc độ tăng trưởng của 3 quý nêu trên.

Chúng tôi không có cơ cấu doanh thu theo sản phẩm trong quý nên khó có thể phân tích tình hình thực tế dựa trên số liệu. Tuy nhiên, có vẻ như tốc độ tăng trưởng trong các mảng chính đã chậm lại trong Q3. Chẳng hạn thông qua truyền thông, đối thủ của Masan là Acecook đang thực hiện nhiều biện pháp marketing không chính thống để đánh bật các sản phẩm của Masan. Điều này có thể đã làm giảm tốc độ tăng trưởng của sản phẩm Mì Tiến Vua. Trong những năm gần đây, Masan Consumer

Cơ cấu doanh thu

Đơn vị: tỷ đồng	9M 2010	9M 2011	y/y%
Sản phẩm nước chấm	2.503	2.760	10,2%
Mì ăn liền	868	1.486	71,2%

đã giành được nhiều thị phần từ tay các đối thủ cạnh tranh hiện tại và giờ có vẻ như các đối thủ cạnh tranh đang sử dụng đến mọi biện pháp làm chậm tiến trình này của họ.

Tuy nhiên, theo công ty, sản phẩm mì ăn liền vẫn là động lực tăng trưởng chủ đạo trong Q3 nhờ 2 sản phẩm mì Omachi và Oh Ngon được tiêu thụ mạnh. Do sản phẩm mì Omachi và Oh Ngon tập trung vào đối tượng khách hàng có thu nhập cao nên chịu ít áp lực cạnh tranh hơn so với phân khúc thu nhập trung bình và thấp, là những mảng thị trường mà Acecook, Asia Food và Vifon có sức cạnh tranh mạnh. Cũng cần lưu ý rằng trong 3 quý đầu năm, doanh thu từ mì ăn liền đạt 1.486 tỷ đồng, tăng trưởng 71% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi được biết rằng, để đối phó với tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt ở thị trường mì ăn liền, Masan Consumer sẽ tung ra một sản phẩm mì ăn liền mới dành cho phân khúc thị trường bình dân. Do đó, khá hợp lý để giả định rằng doanh thu trong Q4 sẽ tăng trưởng trở lại sau khi sản phẩm mới được tung ra thị trường.

Trong khi đó, doanh thu từ các sản phẩm nước chấm (nước mắm, nước tương, tương ớt) thì tăng trưởng chậm lại đáng kể và điều này là có thể dự đoán do Masan Consumer đã giành phần lớn thị phần trong mảng thị trường nước chấm có thương hiệu. Doanh thu từ nước chấm, bao gồm nước mắm, nước tương và tương ớt trong 9 tháng đầu năm đạt 2.760 tỷ đồng, chỉ tăng trưởng 10,2% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của Masan Consumer tăng nhẹ lên 42,5% trong 9 tháng đầu năm 2011 từ mức 42% trong cùng kỳ năm trước. Điều này là do cơ cấu sản phẩm được cải thiện một chút từ đó giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp cho cả sản phẩm nước mắm và mì ăn liền. Chúng tôi cũng nhận thấy dây chuyền sản xuất nước mắm tự động đã đi vào hoạt động trong năm nay và đã giúp giảm chi phí nhân công. Chỉ cần có 6 công nhân để vận hành dây chuyền này, tương đương với 200 công nhân nếu làm thủ công. Và do có thị phần khổng lồ trong thị trường nước mắm và nước tương nên Masan Consumer có thể chuyển phần lớn tác động

Doanh thu theo quý

Đơn vị: tỷ đồng	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011
Doanh thu	629	860	1.137	1.331	862	1.217	1.405	2.102	1.326	1.513	1.407
q/q %		36,6%	32,3%	17,1%	-35,2%	41,1%	15,5%	49,6%	-36,9%	14,1%	-7,0%
y/y %					37,0%	41,5%	23,5%	57,9%	53,8%	24,3%	0,2%

tăng giá nguyên vật liệu sang người tiêu dùng. Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của sản phẩm mì ăn liền cũng đã được nâng cao nhờ hai sản phẩm mì Omachi và Oh Ngon, 2 thương hiệu mì cao cấp với tỷ suất lợi nhuận cao tăng trưởng nhanh hơn mì Tiến Vua vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn.

Tỷ trọng chi phí bán hàng & quản lý trong doanh thu cũng đã giảm đáng kể nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô. Trong 9 tháng đầu năm, tỷ trọng chi phí bán hàng & quản lý trong doanh thu đạt 17,6%, trong cùng kỳ năm ngoái là 19,6% và trong 6 tháng đầu năm là 19,1%. Chi phí bán hàng đã tăng 3,1% so với cùng kỳ năm trước.

Trong 9 tháng đầu năm, Masan Consumer ghi nhận đáng kể doanh thu hoạt động tài chính, chủ yếu từ lãi tiền gửi nhờ công ty có lượng tiền mặt lớn. Chúng tôi ước tính lợi nhuận tài chính thuần trong 9 tháng đầu năm đạt 448 tỷ đồng, chiếm 57% lợi nhuận trước thuế và tăng 20 lần so với cùng kỳ năm trước. Vào thời điểm 30/9/2011, khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền đạt gần 6.700 tỷ đồng, trong đó bao gồm 3.327 tỷ đồng thu được từ phát hành cổ phiếu cho KKR.

Cho dù không tính đến khoản tiền từ phát hành cổ phiếu cho KKR, thì lượng tiền mặt lớn của Masan Consumer cho thấy hoạt động kinh doanh của công ty có khả năng tạo ra lượng tiền mặt rất lớn với số ngày thu tiền bình quân thấp. Đối với các khách hàng mua hàng trên kênh truyền thống, công ty không cung cấp tín dụng, nghĩa là khách hàng phải trả tiền ngay khi hay trước khi giao hàng. Trong khi đó đối tượng khách hàng này chiếm tới 94,5% tổng doanh thu. Và công ty cho phép trả chậm từ 30 đến 45 ngày đối với khách hàng mua hàng trên kênh hiện đại, nhưng đối tượng khách hàng này chỉ chiếm 5,5% tổng doanh thu.

Nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp được nâng cao, chi phí bán hàng & quản lý giảm và đặc biệt là lợi nhuận tài chính thuần tăng mạnh, Masan Consumer đã nâng cao được tỷ suất lợi nhuận thuần lên cao nhất từ trước tới nay, đạt 31,9% trong năm 2011. Theo đó, lợi nhuận thuần đạt 1.353 tỷ đồng, tăng trưởng 88% so với cùng kỳ năm trước.

Triển vọng 2011 & 2012

Dự báo về tiềm năng tăng trưởng của Masan Consumer chỉ dựa trên các dòng sản phẩm hiện tại đã biết và tại

thời điểm này, chúng tôi không đưa ra dự báo về doanh thu từ các sản phẩm mới do chưa có thông tin rõ ràng. Do đó, mặc dù hiển nhiên trong dự báo doanh thu sẽ có thêm doanh thu từ VinaCafe, thì dự báo doanh thu sẽ không bao gồm doanh thu từ các dòng sản phẩm mới. Việc Masan Consumer mở rộng ra các mảng kinh doanh mới có thể sẽ làm doanh thu tăng gấp đôi so với dự báo của chúng tôi; do vậy vui lòng xem mô hình dự báo này là một mô hình thận trọng, chỉ bao gồm dự báo về các dòng sản phẩm hiện tại.

Trong tuần trước Masan Consumer đã đưa ra thị trường một sản phẩm nước mắm mới là Nam Ngư Đệ Tam ra thị trường với khách hàng mục tiêu là người tiêu dùng ở khu vực nông thôn trong nỗ lực giành thị phần nước mắm từ các sản phẩm không có thương hiệu. Theo Euromonitor, tổng quy mô thị trường nước mắm không có thương hiệu có thể lớn ngang với quy mô thị trường nước mắm có thương hiệu, ước đạt 5.494 tỷ đồng trong năm 2010. Sản phẩm nước mắm mới được định giá 11.875đ/lít, là mức giá chấp nhận được với người tiêu dùng tại nông thôn và người tiêu dùng có thu nhập thấp tại các thành phố. Do đó, chúng tôi cho rằng nước mắm Nam Ngư Đệ Tam sẽ giúp tăng doanh thu từ nước mắm trong Q4 và trong năm sau.

Trên thực tế, các thương hiệu lớn như Chinsu, Nam Ngư và Nam Ngư Đệ Nhị khó có khả năng giành thêm được thị phần đáng kể do công ty đã giữ thị phần khổng lồ tại đây và do áp lực cạnh tranh từ các đối thủ. Sản phẩm nước mắm mới đánh dấu một bước tiến quan trọng trong việc xâm nhập vào thị trường nước mắm chưa có thương hiệu tại nông thôn. Nếu thành công, như chúng tôi đã giả định, bước đi này sẽ giúp Masan nâng được thị phần chung nhờ xâm nhập vào một phân khúc mới mà tại đó ít có sự cạnh tranh một cách có tổ chức. Điều này sẽ đem lại động lực tăng trưởng mới đối với sản phẩm nước mắm của công ty, nơi mà tốc độ tăng trưởng đã bão hòa.

Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Masan Consumer sẽ tiếp tục thâm nhập vào mảng thị trường gia vị với việc đưa ra thị trường sản phẩm nước mắm dùng cho kho nấu trong Q4 hoặc đầu năm sau; theo đó sẽ mở ra một thị trường mới mà trước đó công ty chưa tập trung khai thác và cũng sẽ giúp nâng thị phần của công ty trong phân khúc thị trường nước mắm.

Dự báo doanh thu theo dòng sản phẩm

	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	CAGR 11F-15F
Nước tương	543,2	638,8	726,7	831,9	939,7	1.052,0	1.167,0	
y/y%		17,6%	13,8%	14,5%	13,0%	11,9%	10,9%	12,6%
Tỷ trọng trong doanh thu	13,7%	11,4%	10,2%	7,1%	6,2%	5,6%	5,2%	
Nước mắm	2.114,2	3.093,0	3.872,2	5.195,0	6.704,9	8.513,1	10.641,4	
y/y%		46,3%	25,2%	34,2%	29,1%	27,0%	25,0%	28,8%
Tỷ trọng trong doanh thu	53,4%	55,4%	54,2%	44,2%	44,4%	45,3%	47,0%	
Tương ớt	84,5	122,1	138,3	161,9	197,5	237,0	286,8	
y/y%		44,5%	13,2%	17,1%	22,0%	20,0%	21,0%	20,0%
Tỷ trọng trong doanh thu	2,1%	2,2%	1,9%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	
Mì ăn liền	948,6	1.340,5	1.977,4	2.914,2	4.175,1	5.418,3	6.442,4	
y/y%		41,3%	47,5%	47,4%	43,3%	29,8%	18,9%	34,4%
Tỷ trọng trong doanh thu	24,0%	24,0%	27,7%	24,8%	27,6%	28,8%	28,5%	
Dầu ăn		34,5	-	-	-	-	-	
y/y%								
Tỷ trọng trong doanh thu	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Cà phê	-	-	-	1.670,4	1.894,4	2.107,8	2.361,1	
y/y%					13,4%	11,3%	12,0%	
Tỷ trọng trong doanh thu	0,0%	0,0%	0,0%	14,2%	12,5%	11,2%	10,4%	
Ngũ cốc	-	-	-	385,8	435,9	488,2	546,8	
y/y%					13,0%	12,0%	12,0%	
Tỷ trọng trong doanh thu	0,0%	0,0%	0,0%	3,3%	2,9%	2,6%	2,4%	
Doanh thu khác	266,8	357,4	430,4	583,4	770,2	975,5	1.188,1	
y/y%		34,0%	20,4%	35,6%	32,0%	26,7%	21,8%	28,9%
Tỷ trọng trong doanh thu	6,7%	6,4%	6,0%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	
Tổng doanh thu, bao gồm VCF	3.957	5.586	7.145	11.743	15.118	18.792	22.634	
y/y%		41,2%	27,9%	64,3%	28,7%	24,3%	20,4%	33,4%

Các sản phẩm nước chấm mới bao gồm Nam Ngư Đệ Tam và nước mắm kho nấu được sắp xếp để giới thiệu ra thị trường trong Q4 do ban lãnh đạo tin rằng việc đưa sản phẩm mới ra thị trường vào Q4 sẽ tận dụng được nhu cầu mùa vụ tăng cao vào dịp Tết nguyên đán.

Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ nước mắm lần lượt sẽ lần lượt đạt 3.872 tỷ đồng và 5.195 tỷ đồng trong năm 2011 và 2012. Dự báo này dựa trên giả định là thị phần của Masan trong thị trường nước mắm sẽ lần lượt tăng trưởng đạt 57,3% và 61,5% trong năm 2011 và 2012 từ mức 56,3% trong năm 2010. Masan cũng dự kiến sẽ đưa ra các sản phẩm mới trong Q4. Chúng tôi chưa đưa dự báo doanh thu từ nước mắm kho nấu vào dự báo của chúng tôi do thông tin hạn chế. Nếu sản phẩm này đưa ra thị trường thành công thì kết quả kinh doanh của công ty sẽ cao hơn dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng sản phẩm mì ăn liền Omachi sẽ đóng góp chính vào doanh thu lợi nhuận mảng mì ăn liền. Bên cạnh đó, chúng tôi thấy rằng Masan Consumer dự kiến đưa ra những sản phẩm mì ăn liền mới

dành cho thị trường bình dân với hy vọng nối tiếp thành công trong mảng mì ăn liền cao cấp. Theo đó, mặc dù tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt trong mảng mì ăn liền dành cho người tiêu dùng thu nhập trung bình và thấp, chúng tôi dự báo doanh thu từ mì ăn liền của Masan vẫn sẽ tăng trưởng 47,5% trong năm 2011 và tăng trưởng 47,4% trong năm 2012. Trong những năm tới, chúng tôi dự báo doanh thu từ mì ăn liền sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 34,4%, trở thành mảng có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong thời kỳ dự báo theo mô hình của chúng tôi. Chúng tôi cũng biết rằng ban lãnh đạo công ty dự kiến sẽ tham gia kinh doanh những sản phẩm thực phẩm tiện dụng như thịt nguội, theo đúng chiến lược của Masan Consumer là trở thành công ty đứng đầu trong thị trường thực phẩm tiện dụng.

Masan Consumer gần đây đã củng cố bộ máy quản lý, tuyển mộ thêm nhiều vị trí chủ chốt bao gồm Giám đốc kinh doanh và Giám đốc chuỗi cung ứng. Giám đốc kinh doanh và Giám đốc chuỗi cung ứng của Masan Consumer trước đó là những nhân sự cấp cao tại các công ty đa quốc gia như P&G và Unilever. Chúng tôi tin tưởng

ràng năng lực của ban lãnh đạo sẽ giúp Masan Consumer đẩy nhanh được chiến lược tăng trưởng trong mảng đồ uống và thực phẩm tiện dụng. Lưu ý rằng Masan Consumer hiện tại đang có một đội ngũ quản lý chuyên nghiệp nhất tại Việt Nam.

VCF sẽ có đóng góp quan trọng vào doanh thu của Masan Consumer trong năm 2012

Masan Consumer hiện tại đang hoàn tất các thủ tục cuối cùng trong việc mua 50,1% cổ phần của VCF như đã được thông qua gần đây tại ĐHCĐ bất thường. Và nếu giả sử các thủ tục chuyển nhượng cổ phần hoàn tất trong Q4 thì mảng kinh doanh cà phê sẽ bắt đầu đóng góp đáng kể vào KQKD hợp nhất chung của MSN. Trên thực tế, chúng tôi dự báo trong năm 2011 và 2012, doanh thu của VCF (từ ngũ cốc và cà phê) sẽ lần lượt đạt 1.730 tỷ đồng và 2.056 tỷ đồng (tăng trưởng 20,2%). Và sẽ đóng góp 17,5% vào doanh thu hợp nhất của Masan Consumer trong năm 2012.

VCF hiện tại là công ty đứng đầu trong thị trường cà phê hòa tan với thị phần năm 2010 là 45%. Thế mạnh của công ty nằm ở lượng khách hàng trung thành nhờ có sản phẩm của công ty có chất lượng cao, được tập trung vào hương vị cà phê đen và đặc; có thương hiệu lâu đời và có ban lãnh đạo có kinh nghiệm. Các sản phẩm chính của công ty là cà phê hòa tan 3 trong 1 và ngũ cốc. Từ năm 2005 đến 2010, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của VCF tăng trưởng với tốc độ CAGR là 28,3% và 29%. Tình hình tài chính của VCF khá lành

mạnh, không có các khoản đầu tư ngoài ngành kinh doanh chính và gần như không có nợ. Tỷ trọng dòng tiền từ hoạt động trong doanh thu ở mức khá cao, năm 2010 là 65%.

Chúng tôi dự báo trong năm 2012, VCF sẽ đạt 2.056 tỷ đồng doanh thu thuần và 254 tỷ đồng lợi nhuận thuần. Động lực tăng trưởng chính sẽ là tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận được cải thiện nhờ nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động cũng như sự hợp nhất với Masan Consumer. Như vậy, nếu thương vụ mua VCF hoàn tất vào cuối năm nay, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của Masan Consumer năm 2012 sẽ đạt 11.743 tỷ đồng, tăng trưởng 64,3%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của Masan Consumer có thể giảm nhẹ trong năm sau do cạnh tranh gay gắt trong mảng mì ăn liền

Về tỷ suất lợi nhuận, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2011 và 2012 sẽ lần lượt đạt 42,5% và 41,2%. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ trong năm 2012 do có khả năng cạnh tranh trong mảng thị trường mì ăn liền sẽ ngày càng khốc liệt. Dựa trên giả định này, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong mảng kinh doanh mì ăn liền của Masan Consumer sẽ giảm xuống 27,8% trong năm 2012 từ mức hiện tại là 29,8%. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 2.189 tỷ đồng, tăng trưởng 74,7% trong năm 2011 và đạt 3.322 tỷ đồng, tăng trưởng 51,8% trong năm 2012.

Techcombank

KQKD tóm tắt của TCB

Thông tin chính	2010	1-H 2011	Q3 2011	3Q 2011	2011F	y/y
Thu nhập thuần từ lãi cho vay	3.184.349	2.318.000	1.301.000	3.619.000	4.705.414	48%
Chi phí thuần	929.800	587.000	173.000	760.000	1.115.760	20%
Lãi tỷ giá	(91.383)	(500.000)	(100.000)	(600.000)	(456.915)	400%
Doanh thu khác	526.591	440.000	220.000	660.000	881.438	67%
Tổng doanh thu từ HĐKD	4.719.021	2.845.000	1.594.000	4.439.000	6.332.344	34%
Lợi nhuận trước thuế	2.743.627				3.152.049	15%
Lợi nhuận sau thuế	2.072.755	1.075.000	619.000	1.694.000	2.364.037	14%
Tăng trưởng nợ từ đầu năm đến nay		10%		12%		

HSC ước tính, số liệu năm 2011 dựa vào các số liệu đã công bố:

- Thu nhập thuần từ lãi vay trong Q1 2011 và Q2 2011;
- Lợi nhuận thuần trong Q1 2011 và Q2 2011;
- Lợi nhuận thuần trong Q1 2011, Q2 2011 và Q3 2011.

Techcombank đã công bố KQKD tóm tắt 9 tháng đầu năm 2011. Trong đó, lợi nhuận thuần đạt 1.694 tỷ đồng (tăng trưởng 42,4%). Theo số liệu công bố, kết quả kinh doanh khả quan nói trên đạt được nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng 54,3% so với cùng kỳ năm trước. Tính đến quý 3, cho vay tăng trưởng 12% so với đầu năm và tăng trưởng 30% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ lệ NIM đạt 3,9%, không thay đổi so với ước tính của chúng tôi cho năm ngoài. Thu nhập lãi thuần tăng trưởng nhờ tài sản sinh lãi tăng trưởng 42% so với cùng kỳ năm trước (bao gồm các khoản cho vay, trái phiếu, tiền gửi liên ngân hàng, trái phiếu liên ngân hàng và các khoản ủy thác đầu tư). Chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần đóng góp 80-81% vào tổng thu nhập hoạt động trong 9 tháng đầu năm 2011.

Theo ước tính của chúng tôi, thu nhập từ HĐ dịch vụ cũng tăng gấp đôi trong 3 quý đầu năm so với cùng kỳ năm ngoài. Chúng tôi ước tính lãi thuần HĐ dịch vụ đóng góp 17-18% vào tổng thu nhập hoạt động. Điều này có nghĩa là thu nhập khác chỉ đóng góp rất nhỏ trong tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng.

Theo tính toán của chúng tôi, ngoài thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng mạnh, thì chúng tôi cho rằng thu nhập từ HĐ kinh doanh ngoại hối, HĐ đầu tư chứng khoán và thu nhập khác tăng trưởng thấp hoặc giảm trong 9 tháng đầu năm. Trên thực tế, chúng tôi cho rằng ngân hàng không tham gia mạnh vào thị trường chứng khoán do đó Ngân hàng không bị lỗ hay thu được lợi nhuận từ HĐ đầu tư chứng khoán trong 9 tháng đầu năm 2011.

Chúng tôi thấy rằng ngân hàng có một khoản ủy thác đầu tư lớn, trị giá 7.870 tỷ đồng tính vào thời điểm cuối 2010. Do không có số liệu cập nhật cụ thể, nên chúng tôi chỉ có thể dự đoán rằng nếu giá trị khoản đầu tư ủy thác này không thay đổi trong 09 tháng đầu năm, thì

ngân hàng sẽ thu về từ 650-660 tỷ đồng từ hoạt động khoản ủy thác này trong 9 tháng đầu năm, được ghi nhận vào khoản mục thu nhập khác. Và trong trường hợp nếu khoản ủy thác này tăng, thì khoản thu nhập này cũng sẽ tăng. Điều này có nghĩa là có thể chính thu nhập khác đã bù đắp cho lỗ từ HĐ kinh doanh ngoại hối trong 9 tháng đầu năm. Nếu đúng là như vậy, thì thu nhập từ chứng khoán đầu tư, lãi/lỗ thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và thu nhập khác chỉ đóng góp từ 1-2% vào tổng thu nhập hoạt động trong 9 tháng đầu năm 2011.

HĐ kinh doanh ngoại hối bao gồm kinh doanh vàng và ngoại tệ. Do HĐ kinh doanh ngoại hối tăng trưởng dần, chúng tôi cho rằng lỗ từ HĐ này xuất phát từ HĐ kinh doanh vàng. Điều này có thể là do việc chuyển từ vàng sang tiền đồng. Trong HĐ đầu cơ này, ngân hàng có thể sử dụng tiền đồng thu về từ bán vàng để cho vay, theo đó giảm chi phí huy động. Và theo đó, lỗ từ HĐ kinh doanh vàng sẽ được bù đắp nhờ chi phí huy động thấp. Tuy nhiên, hoạt động này phụ thuộc vào mức độ ổn định của giá vàng và chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể đã lỗ thuần trong quý 3 do so với đầu năm, giá vàng trong nước đã tăng 21,62% vào thời điểm cuối Q3/2011.

Trong 9 tháng đầu năm, dư nợ của Techcombank tăng trưởng 12% so với đầu năm với hệ số LDR được giữ ở mức 63-68%. Huy động cũng tăng trưởng tương tự tốc độ tăng trưởng của tín dụng. Và giống như một số ngân hàng khác, tốc độ tăng trưởng tín dụng của Techcombank đã chậm lại trong năm 2011 cùng với xu thế chung của ngành. Tuy nhiên, chúng tôi cần nhấn mạnh rằng tăng trưởng dư nợ cho vay chưa tính đến các khoản ủy thác đầu tư hay trái phiếu doanh nghiệp và do đó chưa phản ánh được toàn bộ hoạt động cho vay. Và như đã đề cập trên đây, chúng tôi vẫn chưa có đầy đủ các số liệu kể trên vào thời điểm cuối quý 3/2011.

Báo cáo doanh thu của TCB - Mô hình dự báo của HSC

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Thu nhập thuần từ lãi vay	351.266	457.447	925.274	1.760.743	2.499.821	3.184.349	4.705.414	5.545.537	6.695.927	8.296.135
Thu nhập thuần từ phí & dịch vụ	66.846	101.476	176.936	482.877	641.059	929.800	1.115.760	1.394.700	1.743.375	2.179.219
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.872	7.491	24.583	21.793	48.089	(91.383)	(456.915)	130.010	156.012	187.214
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-	-	-	2.587	150.453	(71.418)	(16.000)	20.000	20.000	20.000
Lỗ/lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư	549	724	79.926	780.197	372.165	160.335	40.000	50.000	50.000	60.000
Thu nhập khác	14.552	44.221	4.462	10.294	178.127	526.591	881.438	881.438	881.438	881.438
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần/cổ tức	-	-	2.992	79.582	28.441	80.747	62.647	73.930	87.012	102.185
Tổng thu nhập từ HĐKD	435.085	611.359	1.214.173	3.138.074	3.918.154	4.719.021	6.332.344	8.095.615	9.633.763	11.726.190
Chi phí quản lý	(154.835)	(224.180)	(425.381)	(910.511)	(1.183.772)	(1.587.749)	(2.140.656)	(2.786.964)	(3.438.552)	(4.239.919)
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng rủi ro	280.250	387.179	788.792	2.227.563	2.734.382	3.131.272	4.191.689	5.308.650	6.195.211	7.486.271
Dự phòng rủi ro nợ xấu	5.817	(30.657)	(79.052)	(611.707)	(481.485)	(387.645)	(1.039.640)	(1.262.162)	(1.383.595)	(1.507.601)
Lợi nhuận trước thuế	286.067	356.522	709.740	1.615.856	2.252.897	2.743.627	3.152.049	4.046.489	4.811.616	5.978.671
Thuế thu nhập DN	(79.911)	(99.616)	(199.356)	(432.773)	(552.728)	(670.872)	(788.012)	(1.011.622)	(1.202.904)	(1.494.668)
Lợi nhuận sau thuế	206.156	256.906	510.384	1.183.083	1.700.169	2.072.755	2.364.037	3.034.866	3.608.712	4.484.003
	-	-	-	-	-	(1)	(1)	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông cty mẹ	206.156	256.906	510.384	1.183.083	1.700.169	2.072.754	2.364.036	3.034.867	3.608.712	4.484.003

Toàn bộ ngành ngân hàng đối mặt với viễn cảnh nợ xấu tăng mạnh vào quý 3 năm 2011 so với hồi đầu năm nay. Tỷ lệ nợ xấu của toàn ngành đã tăng lên 3,12% vào cuối tháng 6/2011 từ mức 2,45% hồi tháng 11/2010. Chúng tôi cho rằng TCB cũng đi theo xu hướng này. Xin nhắc lại rằng vào cuối 2010, ngân hàng đã công bố tỷ lệ nợ xấu là 2,3% nhưng tỷ lệ nợ xấu có khả năng tăng lên trong năm 2011.

Ngân hàng tăng trưởng với tốc độ chậm hơn nhiều so với trước đó mặc dù thu nhập từ các hoạt động ngân hàng thương mại thuần túy vẫn khá tốt nhưng ngân hàng lại lỗ trong hoạt động kinh doanh ngoại hối. HSC ước tính ngân hàng có thể đạt mức lợi nhuận trước thuế cho cả năm là 3.152 tỷ đồng (tăng trưởng 15% so với năm trước) do chúng tôi giả định rằng ngân hàng ghi nhận chi phí dự phòng là 1,040 tỷ đồng (tăng trưởng 168% so với năm trước).

Triển vọng năm 2012

Chúng tôi đang dự báo Techcombank sẽ công bố mức lợi nhuận ròng là 3,03 nghìn tỷ vào năm 2012, tăng 28,3% nhờ vào mức tăng 17,8% từ thu nhập lãi thuần. Yếu tố biến động sẽ từ ngoại hối do chúng tôi dự báo lợi nhuận trong năm tới thay vì lỗ như tính toán cho năm 2011. Chúng tôi dự tính rằng chi phí dự phòng sẽ tăng 21% lên mức 1.26 nghìn tỷ đồng vào năm 2012.

Techcombank là một trong những ngân hàng tăng trưởng cao nhất trong huy động tiền gửi và cho vay trong vòng 5 năm qua và TCB có chịu chi phí dự phòng cao hơn chúng tôi kỳ vọng do thị trường bất động sản có thể trải qua việc điều chỉnh (giảm giá) và các công ty phát triển bất động sản có quy mô vừa và nhỏ đối đầu với tình hình này. Điều này dẫn đến rủi ro cho ngân hàng vì giá trị tài sản thế chấp có xu hướng giảm khi các ngân hàng buộc các công ty phát triển bất động sản phải giảm giá bán để trả nợ vay đến hạn. Vào thời điểm này, khó có thể dự đoán chính xác được điều gì sẽ xảy ra đối với nợ xấu hay chi phí dự phòng vào năm tới ngoài việc chỉ có thể dự báo kịch bản có khả năng xảy ra nhất.

Dù vậy chúng tôi tin rằng Techcombank sẽ là người hưởng lợi trong dài hạn từ việc hợp nhất ngành ngân hàng trên cơ sở quy mô hoạt động và chiến lược phát triển tập trung vào khu vực bán lẻ. Hơn thế nữa, mức định giá hiện nay là rẻ do nó đang được giao dịch dưới giá trị ghi sổ cho thấy rằng khả năng nợ xấu tăng lên dường như đã được phần nào phản ánh vào giá.

Chỉ số chính

<i>Đơn vị: triệu đồng</i>	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Tổng tài sản	150.291.215	174.894.282	201.920.579	243.598.638	290.659.019
Tổng dư nợ hiện nay	52.927.857	62.984.150	73.452.116	85.694.820	100.957.068
Tiền gửi khách hàng	80.550.753	98.271.919	119.891.741	146.267.924	175.521.508
Tổng vốn chủ sở hữu	9.389.161	11.699.486	14.532.609	18.091.321	22.525.324
Lợi nhuận trước thuế	2.743.627	3.152.049	4.046.489	4.811.616	5.978.671
Tăng trưởng tài sản	62%	16%	15%	21%	19%
Tăng trưởng nợ vay	26%	19%	17%	17%	18%
Tăng trưởng tiền gửi huy động	29%	22%	22%	22%	20%
Tăng trưởng vốn	28%	25%	24%	24%	25%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	22%	15%	28%	19%	24%
ĐỊNH GIÁ					
Số cp hiện đang lưu hành	689.217.922	874.807.422	874.807.422	874.807.422	874.807.422
EPS pha loãng	2.997	2.621	3.365	4.001	4.972
Tăng trưởng EPS	25%	11%	28%	19%	24%
Giá trị sổ sách	13.295	13.027	16.126	20.004	24.814
P/B (theo giá cuối năm)	1,5	1,00	0,81	0,65	0,53
P/B (theo giá hiện nay)	0,98	1,00	0,81	0,65	0,53
P/E (theo giá cuối năm)	6,67	4,99	3,89	3,27	2,63
P/E (theo giá hiện nay)	4,37	4,99	3,89	3,27	2,63
Vốn hóa thị trường (triệu đồng)		11.503.595			

Nguồn: báo cáo của TCB; (F) HSC dự báo

Công ty CP Tài Nguyên Masan (Masan Resources)

Thông tin chính

Mục	Tổng (triệu USD)	Kì hạn
Vay từ Ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB)	113	Lãi suất 9,6%, kỳ hạn 8 tháng với 2 năm ân hạn.
Vay ngân hàng (VCB, Tiên Phong và Bảo Việt)	79	Nợ 90 triệu USD bao gồm cả lãi trong thời gian xây dựng, kỳ hạn 8 năm với lãi suất LIBOR kỳ hạn 6 tháng +7% cho 1 năm.
Vốn tự có	55	Huy động 100 triệu USD từ Mount Kellett và 25 triệu USD từ MSN để đầu tư vào Masan Resources; trong đó 70 triệu USD đã được đầu tư vào mỏ Núi Pháo.
Vốn tự có đã giải ngân	203	Bao gồm 133 triệu USD đã đầu tư để mua lại mỏ và 70 triệu đầu tư sau khi mua.
TỔNG	450	
Tổng nhu cầu vốn cho dự án	550-575	
Số vốn đầu tư còn lại	100-125	Còn lại 53 triệu USD dự kiến sẽ huy động chủ yếu từ các đối tác bao tiêu đầu ra; còn lại từ vay nợ và phát hành thêm cổ phiếu.

Tính đến cuối quý 2011, tổng cộng 203 triệu USD đã được bơm vào dự án Núi Pháo. Trong đó, Masan Resources đã chi khoảng 70 triệu USD cho dự án, trong đó một phần lớn là từ các khoản vay trong nước. Đây là khoản tăng thêm so với khoản 133 triệu USD đã được chi cho dự án trước khi công ty Núi Pháo được Masan mua lại. Hiện tại, dự án đã hoàn tất việc huy động vốn và các ngân hàng tài trợ trong nước đang tiến hành giải ngân cho công ty hỗ trợ triển khai dự án. Do đó chúng tôi ước tính thu nhập từ tài chính (tiền lãi nhận được) từ dự án Núi Pháo là khá nhỏ trong giai đoạn này.

Về các khoản vay ngân hàng, Ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB) đã cấp khoản vay 2.377 tỷ đồng (tương đương 115 triệu USD) với mức lãi suất 9,6% tiền đồng và kỳ hạn 8 tháng với 2 năm ân hạn. Thêm vào đó, các ngân hàng thương mại nội địa khác dẫn đầu là Vietcombank cũng cam kết tài trợ 90 triệu USD, kỳ hạn 8 năm với lãi suất là lãi suất LIBOR 6 tháng + 7% mỗi năm.

Vào tháng 3/2011, tập đoàn Jacobs Engineering đã cam kết cung cấp thiết kế kỹ thuật cho dự án và lắp đặt các thiết bị cần thiết. Họ đang tiến hành hoàn thiện quá trình này đúng hạn vào tháng 2/2012. Hợp đồng này dự kiến sẽ có chi phí khoảng 22 triệu USD.

Trong khi đó quá trình tái định cư và bồi thường vào cuối quý 3 đã cơ bản hoàn thành với hầu hết diện tích đã được chuyển cho Núi Pháo, cho phép công ty Tài nguyên Masan bắt đầu các hoạt động xây dựng. Hơn thế nữa, các hoạt động san lấp mặt bằng trước khi xây dựng đã bắt đầu vào cuối tháng 7/2011. Tiến độ tổng thể để vận hành mỏ vẫn đúng hạn và công ty kỳ vọng mỏ sẽ bắt đầu sản xuất thương mại vào đầu quý 1/2013 như kế hoạch.

Công ty đã ký xong hợp đồng bao tiêu về các sản phẩm flourspar và bismuth với các công ty CMC Cometals (Mỹ) và Sidech (Bi). Theo các thỏa thuận này, công ty sẽ xuất khẩu khoảng 200.000 tấn flourspar cho CMC Cometals trong khi Sidech mua 2000 tấn sản phẩm Bismuth mỗi năm. Bên cạnh đó, Masan Resources đã tiến hành các cuộc thương lượng với các nhà tiêu thụ và thương mại tungsten toàn cầu tuy nhiên cho đến nay chưa có thỏa thuận bao tiêu nào về Tungsten được ký kết. Trong khi đó, giá tungsten đã tăng thêm 30%. Tuy nhiên công ty đã bước vào giai đoạn thương lượng cuối cùng và kỳ vọng sẽ kết thúc thỏa thuận bao tiêu vào cuối năm nay với mức giá hiển nhiên là theo giá thị trường. Đối với sản phẩm đồng, công ty dự định bán đồng tinh luyện cho các khách hàng trong nước nhằm tối thiểu hóa chi phí vận chuyển và thuế xuất khẩu. Tuy nhiên thỏa thuận bao tiêu cuối cùng đối với sản phẩm đồng vẫn chưa được ký.

Trong năm 2012, Masan Resources sẽ tiếp tục giải ngân khoảng 300 triệu USD để xây dựng dự án và khoản này sẽ được sử dụng cho tất cả các mặt bao gồm cơ sở hạ tầng, xây dựng và thiết bị. Tổng chi phí vốn cho mỏ Núi Pháo được dự kiến là 575 triệu USD. Chúng tôi ước tính Masan Resources sẽ tạo ra 450 triệu USD doanh thu và 220 triệu USD lợi nhuận ròng hàng năm khi mỏ Núi Pháo đi vào khai thác vào năm 2013 trên cơ sở giá hiện tại của các hàng hóa cơ bản.

Công ty mẹ MSN

Doanh thu và chi phí tài chính

Doanh thu tài chính	9M 2010	9M 2011	% y/y
Doanh thu lãi từ			
Tiền gửi	63,0	94,1	49,3%
Khoản tiền cho các cty liên quan vay		93,4	
Khoản cho vay cho cty mẹ		20,7	
Công ty mẹ hỗ trợ		81,3	
Đầu tư trái phiếu	70,5	57,9	
Lãi tỷ giá		40,7	
Khác		0,0	
Tổng	133,5	388,2	190,7%
Chi phí tài chính	9M 2010	9M 2011	% y/y
Chi phí lãi vay của các khoản vay từ			
Ngân hàng			
Trái chủ	90,9	121,0	33,2%
Công ty con		260,6	
Lỗ tỷ giá		59,5	
Khác		6,2	
Tổng	90,9	447,3	392,2%
Doanh thu tài chính thuần	42,6	(59,1)	-239%

Chúng tôi lưu ý rằng trong 9 tháng 2011, thu nhập từ tài chính ròng của công ty là - 59,1 tỷ đồng. Tuy nhiên, khoản âm này không lớn. Phần lớn thu nhập từ tài chính là từ thu nhập từ lãi suất của các khoản tiết kiệm và cho vay cho các công ty liên quan. Trong khi đó chi phí tài chính bao gồm chi phí lãi vay trả cho trái chủ và chi phí lãi vay của các khoản vay công ty con.

Hiện tại Tập đoàn Masan có vị thế tiền mặt là 400 triệu USD cộng với dòng tiền xấp xỉ 100 triệu USD từ các hoạt động kinh doanh hiện hữu. Chúng tôi tin rằng công ty đã chứng minh được mình có thể thực hiện tốt các hoạt động thu tóm và sáp nhập đặc biệt là trong môi trường đối vốn hiện nay. Ưu thế này của Masan rất khó có thể được phản ánh hoàn toàn vào các dự báo tài chính và định giá của chúng tôi. Đây là một trong các nguyên nhân then chốt lý giải cho mức định giá cao của cổ phiếu này trên thị trường. Chúng tôi cũng lưu ý dự định của họ về việc tìm cách niêm yết ra nước ngoài trong trung hạn để cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu. Đây là một bước quan trọng để cải thiện khả năng tiếp cận đối với cổ phiếu cho các nhà đầu tư trong khu vực và các nhà đầu tư đại chúng và cũng hỗ trợ Masan cải thiện hình ảnh để trở thành một trong ít ỏi các cổ phiếu Việt Nam cần phải nắm giữ.

Do đó trong năm tới chúng tôi kỳ vọng Masan sẽ (1) xâm nhập vào một số lĩnh vực thực phẩm tiện lợi mới để duy trì tốc độ tăng trưởng (2) hợp nhất toàn bộ Vinacafe vào Masan Consumer (3) tiếp tục theo đuổi việc niêm yết ra nước ngoài mặc dù thời điểm vẫn mở (4) kết thúc giai đoạn chuẩn bị và đưa mỏ Núi Pháo vào hoạt động vào đầu năm 2013 với tất cả các thỏa thuận bao tiêu đang có và sắp có (5) một khả năng về 2 thỏa thuận M&A khác để mở rộng lĩnh vực kinh doanh. Bí quyết của Masan vẫn là nhân sự chuyên nghiệp; chỉ đạo chiến lược và khả năng huy động vốn cần thiết cho phép tập đoàn có mức tăng trưởng cao hơn đối thủ. Và trong vài năm tới, khi ngành hàng tiêu dùng, dịch vụ tài chính và tài nguyên bước vào giai đoạn thống nhất, rõ ràng là Masan cuối cùng sẽ trở thành người đứng đầu.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ tư, ngày 2 tháng 11 năm 2011

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Số CP đang lưu hành	485.399.800	515.272.269	559.117.160	634.099.515	663.869.980
Số CP lưu hành bình quân	155.237.293	487.282.193	526.323.571	634.099.515	663.869.980
Định giá					
EPS cơ bản	2.683	4.685	3.117	4.465	5.729
Proforma EPS	5.156	2.892	4.215	5.376	6.599
P/E (EPS cơ bản)	45,8	26,3	39,5	27,5	21,5
P/E (proforma EPS)	23,9	42,5	29,2	22,9	18,6
BVPS	9.813	20.618	17.189	21.653	29.132
P/B	12,5	6,0	7,2	5,7	4,2
Giá cổ phiếu	25.495	11.464	13.575	18.518	22.772
Giá/Doanh thu	4,8	10,7	9,1	6,6	5,4
Cổ tức					
DPS	0	0	0	0	0
Cổ tức (tỷ đồng)	0	0	0	0	0
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%	27,9%	64,3%	28,7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế		67,7%	58,9%	53,4%	28,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế		65,1%	55,6%	53,3%	28,5%
Tăng trưởng EPS		-43,9%	45,7%	27,6%	22,7%
Khả năng thanh khoản nội bộ					
Hệ số thanh toán hiện hành	2,0	1,4	2,8	3,2	3,8
Hệ số thanh toán nhanh	1,9	1,3	2,6	3,0	3,6
Hệ số thanh toán bằng tiền	1,6	1,2	2,3	2,6	3,3
Vòng quay các khoản phải thu	14,0	18,7	11,2	11,2	12,7
Vòng quay hàng tồn kho	7,6	12,0	8,8	9,0	8,6
Vòng quay các khoản phải trả	9,7	9,0	6,4	6,6	6,1
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	34,7%	42,8%	42,4%	38,5%	38,9%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	28,2%	33,5%	41,6%	38,9%	38,7%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	26,9%	31,4%	38,2%	35,7%	35,6%
Hệ số thu nhập trên tài sản (ROA)	15,2%	8,3%	9,8%	12,5%	13,1%
Hệ số thu nhập trên tài sản - trung bình 2 năm	15,2%	11,7%	9,0%	11,1%	12,8%
Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần (ROE)	23,8%	22,8%	27,0%	35,9%	32,5%
Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần - trung bình 2 năm	23,8%	23,3%	24,9%	31,4%	34,2%
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay tổng tài sản	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4
Vòng quay tài sản cố định	8,6	10,5	1,6	1,5	1,9
Vòng quay vốn chủ sở hữu	0,9	1,3	0,9	1,2	1,3
Rủi ro tài chính					
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,4	0,8	0,5	0,4	0,3
Nợ/Tổng tài sản	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2

Báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất của MSN

<i>Đơn vị tính: tỷ đồng</i>	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	7.145	11.743	15.118
Giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	(4.119)	(7.221)	(9.236)
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	3.026	4.522	5.882
Doanh thu tài chính	160	1.621	1.044	1.611	1.778
Chi phí tài chính	(103)	(270)	(428)	(389)	(265)
Chi phí bán hàng	(637)	(951)	(955)	(1.493)	(1.927)
Chi phí quản lý chung	(105)	(214)	(286)	(455)	(533)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	689	2.577	2.402	3.795	4.935
Lợi nhuận khác	19	19	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	733	2.746	2.398	3.988	5.274
Lợi nhuận sau thuế	680	2.629	2.155	3.611	4.804
Lợi nhuận sau thuế (Proforma)	1.063	1.755	2.732	4.189	5.382

Masan Consumer - Báo cáo kết quả kinh doanh

<i>Đơn vị tính: tỷ đồng</i>	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3.958	5.586	7.145	11.743	15.118
Giá vốn hàng bán	(2.584)	(3.195)	(4.119)	(7.221)	(9.236)
Lợi nhuận gộp	1.374	2.392	3.026	4.522	5.882
Doanh thu tài chính	146	151	679	1.093	1.260
Chi phí tài chính	(59)	(108)	(169)	(132)	(123)
Chi phí bán hàng	(637)	(951)	(955)	(1.493)	(1.927)
Chi phí quản lý chung	(93)	(118)	(150)	(312)	(383)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	731	1.366	2.432	3.678	4.709
Lợi nhuận khác	(9)	4	-	21	23
Lợi nhuận trước thuế	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	669	1.253	2.189	3.322	4.262
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	664	1.253	2.189	3.195	4.075

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