



MUA

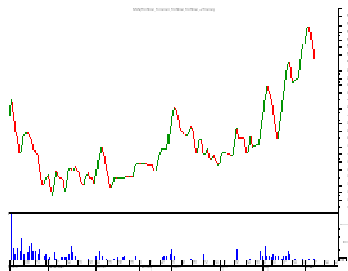
Báo cáo lần đầu

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Ngân Tuyền
tuyen.nguyen@kimeng.com.vn
(848) 3838 6636 – ext. 163

Giá 50.500 VND
Mục tiêu 64.000 VND
VN Index 496.89

Đồ thị biến động giá



% thay đổi	1T	3T	6T
Giá CP	11,2	24,7	44,3
So với Index	18,2	30,2	42,6

Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	MSN
Vốn hoá TT (VND bn)	24.513
Cao nhất 52tuần (VND)	54.500
Thấp nhất 52tuần (VND)	32.600
Số lượng CP (triệu)	458,4
GTGD bq 6T (VND bn)	3,9
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	14,3%
Cổ đông lớn (%)	
	MSC (51,6)
	Bank Invest (11,3)
	House Food (1,9)

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	17,6
Nợ ròng/VCSH (%)	TM ròng
NTA (VND)	12.780
Khả năng trả lãi vay (x)	0,6

Masan Group

Giá trị tiềm ẩn!!!

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu về Masan Group (MSN) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 64.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi đánh giá điểm mạnh của MSN là đội ngũ lãnh đạo, quản lý có năng lực và kinh nghiệm đa quốc gia, quản trị doanh nghiệp tốt, giá trị tài sản lớn và kỳ vọng tăng trưởng cao. Mức giá mục tiêu như trên tương đương với mức P/E dự phóng là 25 lần. Với vị trí dẫn đầu thị trường trong các lĩnh vực hoạt động của mình, chúng tôi tin rằng MSN xứng đáng với mức P/E cao hơn bình quân thị trường.

Tham vọng trở thành cổ phiếu đại diện cho kinh tế tư nhân hàng đầu ở Việt Nam.

Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan (MSN) có chiến lược hướng đến việc sở hữu hoặc đầu tư để xây dựng những doanh nghiệp hàng đầu trong các lĩnh vực kinh tế tư nhân ở Việt Nam. MSN hiện đang sở hữu và đầu tư vào những doanh nghiệp trong lĩnh vực thực phẩm và dịch vụ tài chính ngân hàng. MSN còn tham gia vào lĩnh vực khai khoáng và cơ sở hạ tầng bằng việc đầu tư dự án Nuiphaovica. Trong tương lai, thông qua các hoạt động đầu tư, sáp nhập và đầu tư mạo hiểm, MSN sẽ tiếp cận những lĩnh vực mới như công nghệ cao, nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), logistic, hàng hóa, ... Kết quả là MSN sẽ trở thành cổ phiếu niêm yết duy nhất hiện nay có thể đại diện cho những doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tư nhân đang phát triển nhanh ở Việt Nam.

Tăng trưởng hai con số.

Tăng trưởng kinh tế dài hạn của các thị trường mới nổi sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng và sẽ mang lại lợi ích cho Masan. Với việc nắm giữ cổ phần chi phối ở hai doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao hiện nay bao gồm Masan Food (một trong những công ty về thực phẩm lớn nhất Việt Nam) và Techcombank (một trong những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu với đối tác chiến lược là HSBC), mức tăng trưởng của MSN sẽ được đảm bảo tăng trưởng trong vài năm tới. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của MSN sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân lần lượt đạt 20,6% và 32,8% trong giai đoạn 2010-2015.

Động lực phát triển mới.

Động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận ở MSN bao gồm: (1) đầu tư dự án Nuiphaovica; (2) nâng cao hiệu quả hoạt động của Techcombank và Masan Food thông qua việc hợp tác với các cổ đông chiến lược như HSBC, House Food; và (3) giá trị được tạo ra từ những hoạt động đầu tư, sáp nhập và đầu tư mạo hiểm mới. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng ban lãnh đạo MSN đang nhắm đến việc mở rộng vị thế của mình trong lĩnh vực thực phẩm, đặc biệt là các mặt hàng gia vị. Ngoài những ngành hàng nước chấm, hạt nêm và bột ngọt là những ngành hàng đang có tiềm năng tăng trưởng rất lớn.

Kết thúc năm TC 31/12	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.922,1	3.957,8	6.858,8	8.645,6	10.782,7
LN trước thuế (tỷ đồng)	454,9	732,9	1.312,2	1.788,3	2.243,5
LN ròng (tỷ đồng)	210,3	416,6	921,5	1.279,6	1.628,7
EPS (đồng)	65.729,7	2.677,1	1.898,4	2.636,1	3.355,4
Tăng trưởng EPS (%)	0,0	-95,9	-29,1	38,9	27,3
PER (x)	0,8	18,9	26,6	19,2	15,1
EPS điều chỉnh (đồng)		3.317,7	2.564,9	3.330,5	4.048,0
PER điều chỉnh (x)		15,2	19,7	15,2	12,5
EV/EBITDA (x)	0,2	37,3	22,1	17,4	13,9

VUI LÒNG XEM PHỤ LỤC 1 VỀ NHỮNG KHUYẾN CÁO QUAN TRỌNG KHI SỬ DỤNG BÁO CÁO NÀY

Cơ hội đầu tư

Tập đoàn tiên phong

MSN là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân lớn nhất ở Việt Nam. Sau khi tái cấu trúc vào cuối năm 2009, MSN hiện đang giữ cổ phần chi phối ở hai doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân đang tăng trưởng nhanh là Masan Food (MSF ; một trong những công ty thực phẩm chế biến lớn nhất Việt Nam) và Techcombank (TCB ; một trong số những ngân hàng thương mại cổ phần hàng đầu với HSBC là cổ đông chiến lược). Với tầm nhìn và mục tiêu trở thành « tập đoàn kinh tế tư nhân lớn nhất Việt Nam », MSN có vị thế rất tốt để phát huy những thành công của mình trong việc thu tóm và điều hành những doanh nghiệp hàng đầu có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ.

Trở thành cổ phiếu niêm yết duy nhất đại diện cho kinh tế tư nhân hàng đầu

Chiến lược của MSN là nắm giữ và điều hành các doanh nghiệp hàng đầu trong các lĩnh vực kinh tế tư nhân. Các doanh nghiệp mà MSN đang sở hữu là những đại diện rất tốt ở ngành Thực phẩm và Tài chính ngân hàng. MSN đã từng bước tham gia vào ngành Khai khoáng và cơ sở hạ tầng thông qua việc thu tóm dự án Núi Pháo – dự án khai thác mỏ lớn nhất Việt Nam. Trong tương lai, MSN đặt mục tiêu sẽ tham gia vào các ngành công nghệ cao, nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), logistic và hàng hóa bằng cách tăng cường các hoạt động sáp nhập thu tóm cũng như đầu tư mạo hiểm. MSN đặt mục tiêu trở thành cổ phiếu niêm yết duy nhất đại diện cho các lĩnh vực kinh tế tư nhân hàng đầu Việt Nam.

Hình 1: Các lĩnh vực đầu tư của MSN

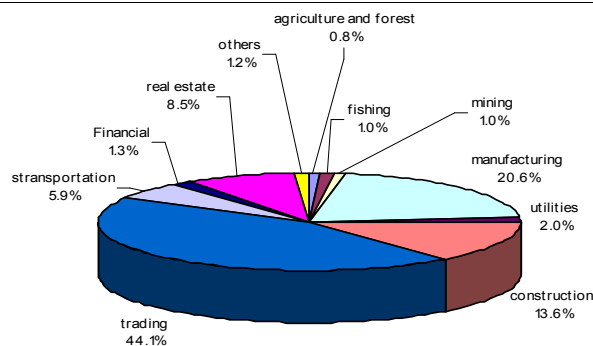
Ngành	Đang sở hữu	Sắp sở hữu	Doanh nghiệp mục tiêu
Tài chính ngân hàng	Techcombank	VP bank	
Thực phẩm và đồ uống	Masan Food	Doanh nghiệp sản xuất Bột ngọt	
Tài nguyên		Nuiphaovica	
Công nghệ cao		CompOne Services	
Y tế			Quy mô > 100 triệu USD
Cơ sở hạ tầng			Suất sinh lời > 30%/năm
Nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG)			Giá tăng giá trị lên 1 tỷ USD trong 5 năm
Hàng hóa nông nghiệp			
Logistic			Business process outsourcing
Kho vận			

Nguồn: ĐHCĐ 2010

Yếu tố kinh tế cơ bản thuận lợi

Việt Nam với tiềm năng tăng trưởng mạnh đã tạo ra nhiều cơ hội cho những doanh nghiệp mong muốn kết tinh giá trị cho cổ đông. Cả nước có khoảng 130 ngàn doanh nghiệp đang hoạt động, trong đó gần 90% là kinh tế tư nhân. Chúng tôi tin rằng đây là những yếu tố tạo nên môi trường thuận lợi cho các hoạt động thu tóm và sáp nhập.

Hình 2: Số doanh nghiệp đang hoạt động ở Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê

Thương hiệu mạnh

MSN sở hữu những thương hiệu danh tiếng cả trong lĩnh vực thực phẩm và dịch vụ tài chính ngân hàng. Masan Food chiếm lĩnh phân khúc trung cấp của các mặt hàng về gia vị và thực phẩm tiện dụng. Nhãn hiệu nổi tiếng “Chín Su” của Masan Food được nhiều người tiêu dùng xem là nhãn hiệu tin cậy về mặt an toàn thực phẩm cho mặt hàng nước tương, sau sự việc 3-MCPD năm 2007. Về phần Techcombank, kể từ khi có đối tác chiến lược HSBC, ngân hàng này đã hoạch định lại chiến lược và xây dựng được một nền tảng khá mạnh về khách hàng cá nhân cùng với khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME). MSN đã thành công trong việc tạo ra nhu cầu cho các sản phẩm và dịch vụ của mình với những thương hiệu đã thâm nhập vào các thị trường đầy cạnh tranh.

Hệ thống phân phối rộng khắp toàn quốc

MSN hiện có hơn 140 nhà phân phối và khoảng 126 ngàn điểm bán lẻ để tiêu thụ sản phẩm của Masan Food và hơn 7.000 máy ATM, 180 chi nhánh và phòng giao dịch phục vụ khách hàng của TCB khắp toàn quốc. Đặc điểm địa lý trải dài làm cho thị trường Việt Nam rất rời rạc; vì vậy với mạng lưới phân phối sâu rộng, MSN đang sở hữu một lợi thế cạnh tranh so với doanh nghiệp mới gia nhập ngành cũng như các đối thủ khác trên thị trường.

Đối tác chiến lược giúp nâng cao quản trị doanh nghiệp

Trong bối cảnh bất ổn kinh tế năm 2009, MSN vẫn thu hút được nhân sự giỏi và các khoản đầu tư đáng kể từ những tổ chức danh tiếng như Bank Invest, TPG, Mekong Capital và House Food. MSN đã phát huy tốt quan hệ với đối tác để nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp ở mọi cấp độ trong tập đoàn. Tại MSN, Bank Invest có một đại diện là thành viên trong hội đồng quản trị và TPG có một ghế quan sát viên giám sát hiệu quả hoạt động của Tập đoàn. Tại TCB có hai thành viên hội đồng quản trị đến từ HSBC. Tất cả họ đều tham gia vào quá trình hoạch định chiến lược cũng như giám sát các hoạt động kinh doanh.

Đội ngũ quản lý xuất sắc

MSN được quản lý bởi đội ngũ lãnh đạo có kinh nghiệm và được kính trọng. Họ là những chuyên gia từ nhiều nước khác nhau có kinh nghiệm làm việc đa quốc gia, có kiến thức và kỹ năng trong những lĩnh vực mà họ phụ trách như dịch vụ tài chính, nhóm hàng tiêu dùng nhanh. Những kinh nghiệm trước đây của ban quản lý MSN được tóm tắt trong Hình 3.

Hình 3: Kinh nghiệm của ban quản lý chủ chốt của Masan

Masan Group	Accenture, AllianceBernstein, Deutsche Bank, J.P Morgan, KPMG Corporate Finance, Lehman Brothers, Merrill Lynch and Morgan Stanley
Masan Food	Kimberly-Clark, Nestle, P&G, Unilever
Techcombank	Citibank, DBS, HSBC, Standard Chartered Bank

Nguồn: dữ liệu công ty

Triển vọng ngành

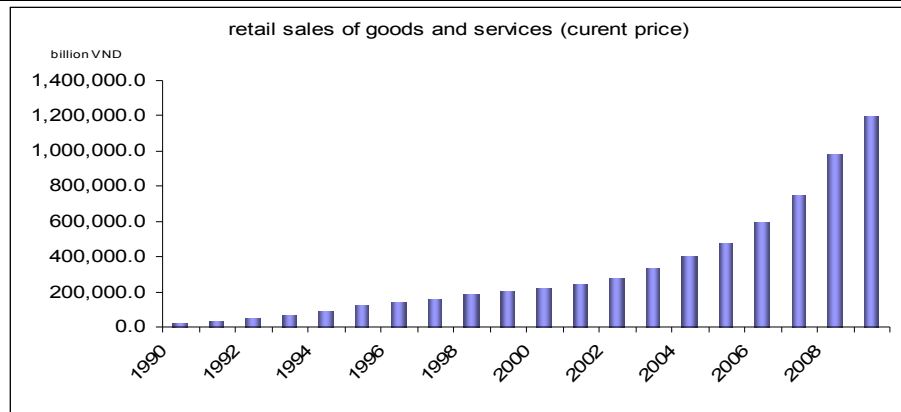
Việt Nam là một nước đang phát triển với dân số trẻ và năng động. Tỷ lệ thâm nhập thị trường thấp và thu nhập có thể chi tiêu gia tăng là động lực tăng trưởng cho lĩnh vực tiêu dùng.

Ngành thực phẩm – gia tăng nhu cầu

MSN sở hữu 72.8% cổ phần của Masan Food (MSF), một trong những nhà sản xuất nước chấm và gia vị, thực phẩm đóng gói hàng đầu ở Việt Nam. Sản phẩm chính của MSF bao gồm nước mắm, nước tương, tương ớt, mì ăn liền và hạt nêm. Chúng tôi lạc quan về triển vọng của các ngành hàng này dựa trên những động lực cơ bản thuận lợi.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam đã tăng gấp 6 lần trong 10 năm qua. Trong đó, lương thực - thực phẩm chiếm gần 50% tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ. Hình 4 cho thấy tiềm năng phát triển rất lớn của ngành thực phẩm.

Hình 4: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam 1990-2009



Nguồn: Tổng cục thống kê

Đô thị hóa nhanh chóng đã thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng đối với sản phẩm thực phẩm tiện dụng và thực phẩm sử dụng ngay (không qua chế biến). Chúng tôi kỳ vọng chất lượng cuộc sống ngày càng được cải thiện cũng như hiểu biết về sức khỏe gia tăng sẽ khuyến khích tiêu dùng những sản phẩm có thương hiệu đáng tin cậy. Theo BMI, tiêu dùng thực phẩm ở Việt Nam được kỳ vọng tăng từ 255,2 ngàn tỷ đồng năm 2009 lên mức 427 ngàn tỷ đồng năm 2014, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép bình quân hàng năm là 13,8%.

Hình 5: Tốc độ tăng trưởng của các ngành hàng và thị phần của MSF

	Quy mô thị trường (tỷ đồng)	2003-2008 CAGR (%)	2008-2011E CAGR (%)	Thị phần của MSF (%)
Nước tương	625,2	7,0	8,0	85,0
Nước mắm	4.966,0	12,0	9,0	59,3
Tương ớt	220,5	18,0	15,0	40,0
Mì ăn liền	13.627,5	19,0	14,0	8,0
Hạt nêm	299,9	26,0	18,0	5,0

Nguồn: Euromonitor, dữ liệu công ty, KE dự báo

MSN có thể sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh của mình vào lĩnh vực sản xuất bột ngọt thông qua việc đầu tư nhằm mục đích củng cố vị thế trên thị trường sản xuất và kinh doanh đồ gia vị. Khối lượng tiêu thụ bột ngọt toàn cầu vào khoảng 6 triệu tấn mỗi năm. Bột ngọt là gia vị phổ biến trong mỗi gia đình Việt Nam. Chúng tôi ước lượng quy mô thị trường của ngành hàng này vào khoảng 1.200 tỷ đồng mỗi năm dựa trên giả định rằng lượng tiêu thụ mỗi gia đình khoảng 1kg/năm.

Ngân hàng – tiềm năng tăng trưởng mạnh

MSN giữ 20% cổ phần của Techcombank (TCB) – ngân hàng thương mại lớn thứ ba (xét trên tổng tài sản) trong số 38 ngân hàng thương mại cổ phần ở Việt Nam.

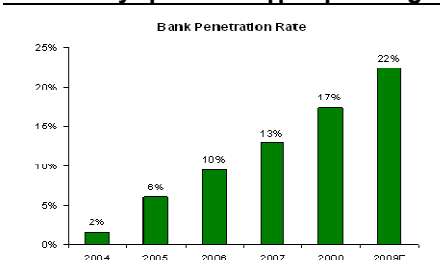
Ngân hàng Việt Nam kết thúc năm 2009 với lợi nhuận khổng lồ, vượt hẳn kỳ vọng của hầu hết mọi người. Tín dụng tăng trưởng 37,7%, cao hơn nhiều so với mục tiêu của Ngân Hàng Nhà Nước đề ra từ đầu năm 23%-25% và điều chỉnh lên 30% sau đó. Bên cạnh thu nhập từ lãi và phí, lợi nhuận của các ngân hàng còn được đóng góp từ việc hoàn nhập dự phòng và lợi nhuận từ đầu tư vàng, trái phiếu và chứng khoán. Do hầu hết những nguồn thu nhập này tăng trưởng khá khiêm tốn nên các ngân hàng hiện nay đang tập trung vào mở rộng dịch vụ tài chính và ngân hàng cũng như gia tăng các khoản phí dịch vụ. Chúng tôi tin rằng khoản thu nhập từ phí của các ngân hàng ở Việt Nam sẽ tăng đáng kể trong vài năm tới do Việt Nam có dân số trẻ và tỷ lệ thâm nhập thị trường (tỷ lệ số tài khoản ngân hàng trên tổng dân số) hiện đang thấp hơn 20%.

Hình 6: số tài khoản ngân hàng

	Số tài khoản (triệu)	%
2000	0,1	
2004	1,3	
2005	5,0	285,5%
2006	8,0	60,0%
2007	11,0	37,5%
2008	15,0	36,4%
2009E	19,5	30,0%

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Hình 7: tỷ lệ thâm nhập thị trường



Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Năm 2010 là thời gian để cho các ngân hàng thương mại tăng vốn điều lệ lên 3.000 tỷ đồng. Hiện nay dưới 50% các ngân hàng đạt được mức yêu cầu này; do đó chúng tôi dự báo các hoạt động thu tóm và sáp nhập có thể sẽ diễn ra trong ngành ngân hàng. Chúng tôi tin rằng sự phát triển này là tất yếu và tốt cho ngành ngân hàng Việt Nam.

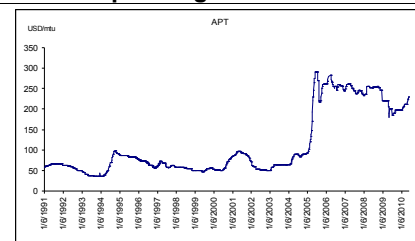
Khai khoáng – Tiến triển vững vàng

Nhu cầu vonfram trên thế giới hiện vào khoảng 81.200 tấn/năm và được dự báo đạt 122.000 tấn năm 2012. Các thị trường đã phát triển như Châu Âu và Bắc Mỹ chỉ tăng 2%/năm trong khi Trung Quốc được dự báo tăng hơn 10%/năm, chủ yếu do tăng nhu cầu về các dụng cụ cắt và khoan.

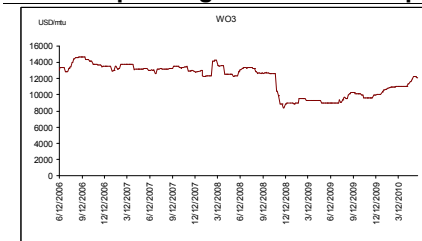
Do tiêu thụ trong thị trường nội địa Trung Quốc gia tăng và thiếu vắng nguồn cung mới trong vài năm tới nên thâm hụt vonfram trên thế giới được dự báo vào khoảng 17.500 tấn.

Giá của vonfram (cả dạng cô đặc và APT) đã biến động rất lớn trong các năm qua do vai trò của Trung Quốc trên thị trường đã chuyển từ nước xuất khẩu ròng sang nước nhập khẩu ròng. Trung Quốc là nước chiếm tới 90% thị trường thế giới về sản xuất và thương mại vonfram dạng cô đặc

Hình 8: lịch sử giá APT



Hình 9: lịch sử giá Vonfram cô đặc



Nguồn: Bloomberg

Nguồn: Bloomberg

Triển vọng lợi nhuận

Hưởng lợi từ chu kỳ tăng trưởng của tiêu dùng

Năm 2009, dù kinh tế toàn cầu suy thoái, MSN vẫn đạt được những con số ấn tượng với doanh thu và lợi nhuận tăng lần lượt 106% và 98%. Chúng tôi nhận thấy rằng kết quả kinh doanh này chủ yếu từ việc tái cấu trúc lại tập đoàn, trong đó MSN đã thành công trong việc tăng vốn và phát huy thế mạnh của các đối tác chiến lược. Trong năm qua, MSN đã tăng vốn hơn 100 triệu USD từ các nhà đầu tư và đối tác nổi tiếng như Bank Invest, TPG và House Food.

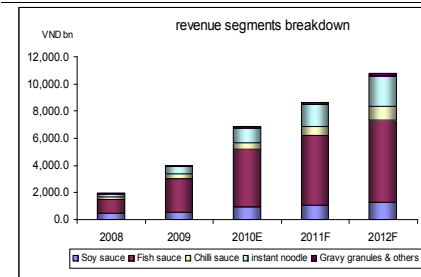
Chúng tôi vẫn lạc quan rằng MSN, một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân nội địa lớn nhất, sẽ tiếp tục chu kỳ tăng trưởng của các ngành mà MSN đang hoạt động. Tính đến 31/12/2009, MSN nắm giữ 72,8% cổ phần tại MSF và 20% cổ phần tại TCB. Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của Tập đoàn dựa trên việc hợp nhất kết quả kinh doanh của MSF và cộng thêm lợi ích từ liên doanh liên kết với TCB. Kết quả là doanh thu và lợi nhuận MSN sẽ đạt tốc độ tăng trưởng đáng kể lần lượt là 73% và 121,2% trong năm 2010.

Dự báo về doanh thu và lợi nhuận của MSN được trình bày cụ thể dưới đây

Masan Food

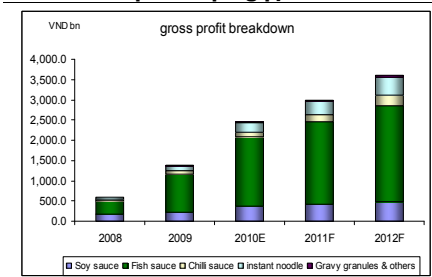
MSF chiếm ưu thế trên thị trường nước chấm và mì ăn liền trong cả phân khúc cao cấp và bình dân dưới các nhãn hiệu như Chin Su, Nam Ngư, Tam Thái Tử, Omachi và Tiên Vua. Từ 2006-2009, doanh thu và lợi nhuận của MSF đã tăng trưởng rất mạnh với tốc độ tăng trưởng kép bình quân hàng năm lần lượt là 90,1% và 192,1%. Chúng tôi kỳ vọng MSF tiếp tục duy trì mức tăng trưởng hai con số trong 5 năm tới dựa trên thế mạnh về đội ngũ bán hàng, tiếp thị, nhãn hiệu cũng như là hệ thống phân phối.

Hình 10: Doanh thu MSF



Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Hình 11: lợi nhuận gộp MSF



Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Hình 12: dự báo doanh thu và lợi nhuận của MSF

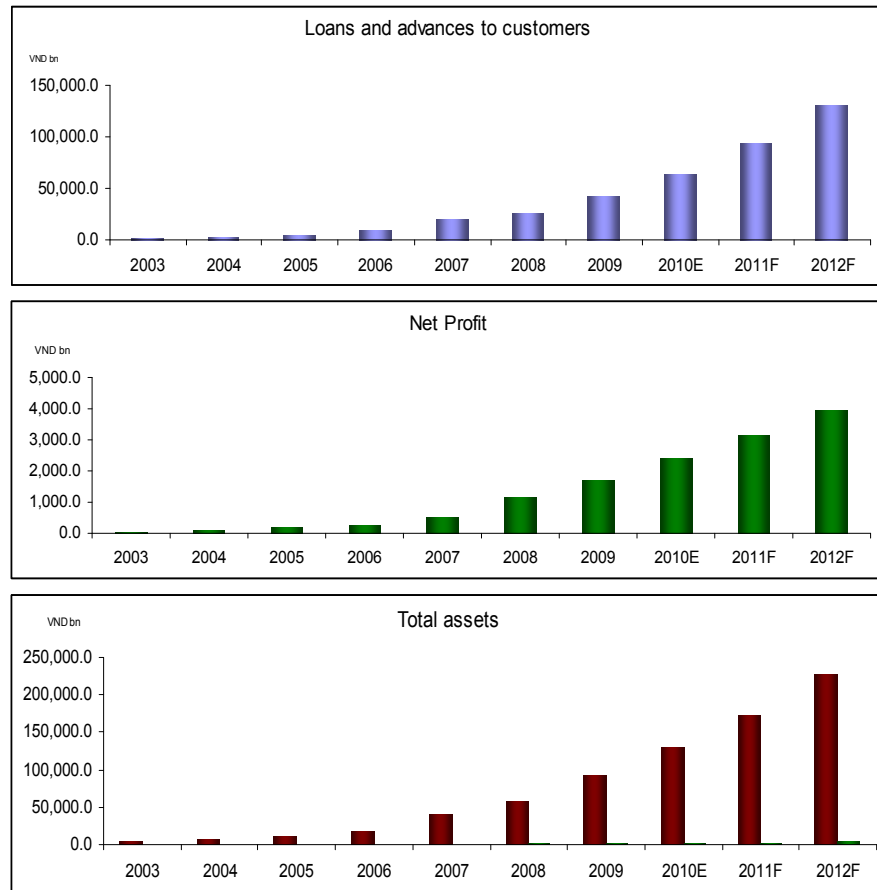
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu (tỷ đồng)	570,5	660,1	1,922,1	3.957,8	6.858,8	8.645,6	10.782,7
LNTT (tỷ đồng)	36,5	115,1	454,8	722,1	1.201,8	1.540,2	1.835,9
LNST (tỷ đồng)	26,7	81,8	401,6	664,4	1.074,7	1.377,3	1.641,7
EPS (đồng)	351,7	839,8	3.322,7	5.320,5	8.267,0	10.594,3	12.628,4
Tăng trưởng EPS (%)	nm	138,8	295,7	60,1	55,4	28,2	19,2
P/E (x)	284,4	119,1	30,1	18,8	12,1	9,4	7,9
EV/EBITDA (x)	294,1	127,8	30,0	17,0	10,6	8,1	6,4

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Chúng tôi tin rằng ban lãnh đạo MSN sẽ mở rộng hơn nữa vị thế của Tập đoàn trong lĩnh vực thực phẩm dựa vào việc ký kết đối tác chiến lược với House Food, công ty sản xuất và kinh doanh thực phẩm hàng đầu ở Nhật Bản. Dự báo của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận của MSF có thể sẽ được điều chỉnh tăng hơn nữa nếu như MSF mở rộng hoạt động vào ngành hàng bột ngọt.

Techcombank

Theo chúng tôi, một số yếu tố sẽ ảnh hưởng không tốt tới kết quả kinh doanh của các ngân hàng trong năm nay. Chẳng hạn, mục tiêu tăng trưởng tín dụng của cả hệ thống ở mức 25%, việc ngưng các gói hỗ trợ lãi suất, khả năng giảm tỷ suất lợi nhuận biên (NIM) do chi phí đầu vào tăng, và lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh, đầu tư chứng khoán không còn cao như những năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin tưởng vào khả năng sinh lời của TCB và dự báo lợi nhuận và dư nợ tín dụng tăng trưởng lần lượt ở mức 52,8% và 40,7% trong năm 2010. Dự báo trên được dựa vào một số chỉ tiêu của TCB như: tỷ lệ chi phí/doanh thu thấp, tỷ lệ dư nợ cho vay/tiền gửi khách hàng thấp, uy tín thương hiệu mạnh và mạng lưới hoạt động bao phủ cả nước.

Hình 13: dự báo kết quả kinh doanh TCB

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Hình 14: Dự báo kết quả kinh doanh hợp nhất của MSN

	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu	1.922,1	3.957,8	6.858,8	8.645,6	10.782,7
Giá vốn hàng bán	-1.324,2	-2.583,9	-4.397,5	-5.654,0	-7.187,0
Lợi nhuận gộp	597,9	1.373,9	2.461,3	2.991,6	3.595,7
Chi phí hoạt động	-223,0	-742,0	-1.335,1	-1.680,0	-2.092,3
EBIT	374,9	631,9	1.126,2	1.311,6	1.503,4
Thu nhập (lỗ) ròng từ hữ tài chính	76,2	57,2	-25,5	114,9	222,4
Thu nhập (lỗ) ròng từ liên kết	0,0	48,0	226,3	380,5	541,1
Thu nhập (lỗ) ròng từ hữ khác	3,8	-4,1	-14,9	-18,8	-23,4
Lợi nhuận trước thuế	454,9	732,9	1.312,2	1.788,3	2.243,5
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-54,8	-53,4	-98,4	-134,1	-168,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	-189,8	-262,9	-292,3	-374,6	-446,5
Lợi nhuận ròng	210,3	416,6	921,5	1.279,6	1.628,7
EBITDA	409,0	703,2	1.177,7	1.386,8	1.621,5
EPS	65.729,7	2.677,1	1.898,4	2.636,1	3.355,4

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Lợi nhuận điều chỉnh của MSN

Cuối năm 2009, MSN phát hành ba trái phiếu chuyển đổi (CBs), mệnh giá mỗi trái phiếu là 180 tỷ đồng, cho TPG Star Masan, Ltd., TPG Star Masan II, Ltd. and TPG Star Masan III, Ltd. Tiếp đó, MSN phát hành thêm một trái phiếu chuyển đổi mệnh giá 90 tỷ đồng cho TPG Star Masan, Ltd. Lãi trái phiếu là 15%/năm, được tính lãi kép hàng năm và thanh toán khi trái phiếu được mua lại (redemption). Lãi trái phiếu sẽ không được thanh toán nếu như trái phiếu được thực hiện chuyển đổi. Thời gian đáo hạn là 10/11/2012. Giá chuyển đổi được tính ban đầu là 20.374 đồng/cổ phiếu và sẽ được điều chỉnh dựa trên số nhân của EPS 2010 và bất kỳ sự pha loãng nào. Trái phiếu có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu thường bất kỳ lúc nào trong khoảng thời gian từ ngày 1/4/2011 đến 10/11/2012 tùy theo lựa chọn của trái chủ.

Hình 15: Chi phí trích trước lãi trái phiếu

Mệnh giá (tỷ đồng)	2009	2010E	2011F	2012F	
TPG I	180,0	6,8	27,9	32,1	31,9
TPG II	180,0	6,8	27,9	32,1	31,9
TPG III	180,0	6,8	27,9	32,1	31,9
TPG	90,0	3,1	13,9	16,0	15,9
Total	630,0	23,5	97,8	112,4	111,4

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Chúng tôi dự báo rằng khả năng các trái phiếu sẽ được chuyển đổi cao. Vì vậy chúng tôi loại trừ chi phí trích trước lãi trái phiếu khi tính lợi nhuận điều chỉnh cho công ty mẹ.

Ngoài ra, khoản đầu tư vào TCB đã tạo nên khoản lợi thể thương mại trị giá 2.520 tỷ đồng. Đây là khoản chênh lệch giữa giá trị khi đầu tư với giá trị sổ sách của TCB tại thời điểm đầu tư. Lợi thể thương mại này sẽ được khấu trừ dần trong 10 năm theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam. Vì thế chúng tôi cũng cộng thêm khoản khấu trừ này vào lợi nhuận điều chỉnh của MSN

Hình 16: Lợi nhuận điều chỉnh MSN

	2009	2010E	2011F	2012F
Lợi nhuận ròng	416,6	921,5	1.279,6	1.628,7
Khoản khấu trừ lợi thể thương mại sau thuế	77,9	233,1	233,1	233,1
Chi phí trích trước lãi trái phiếu sau thuế	21,8	90,4	104,0	103,1
Lợi nhuận điều chỉnh	516,3	1.245,0	1.616,6	1.964,9
EPS điều chỉnh	3.317,7	2.564,9	3.330,5	4.048,0
EPS tăng so với trước (%)	23,9	35,1	26,3	20,6

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Kết luận, sau khi điều chỉnh, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của MSN sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm là 25,6% cho giai đoạn 2010-2012. Chúng tôi ước tính EPS điều chỉnh của MSN sẽ đạt 2.565 đồng và 3.330 đồng vào năm 2010 và 2011.

Nuiphaovica

Theo thông báo từ MSN, Tập đoàn sẽ thu tóm dự án Núi Pháo từ Tiberon, một công ty được sở hữu bởi công ty quản lý quỹ Dragon Capital. Nuiphaovica là liên doanh giữa Tiberon (70%) và hai đối tác Việt Nam (mỗi bên giữ 15%), với kế hoạch sẽ khai thác 3,5 triệu tấn quặng mỗi năm, cho ra khoảng 6.000 tấn vonfram (WO₃), 196.000 tấn fluorspar, 360 tấn bismuth và 5.600 tấn đồng. Khoảng 80% sản lượng này sẽ được xuất khẩu.

Chúng tôi dự tính rằng dự án này sẽ mang lại khoảng 200 triệu USD lợi nhuận mỗi năm cho MSN trong 20 năm kể từ 2013.

Hình 17: Ước lượng ban đầu của Nuiphaovica

	Sản lượng hàng năm (tấn)	Dự báo giá
tungsten trioxide (Vonfram)	6.000	14.500
Fluorspar	196.000	400
Bismuth	360	40.000
Copper	5.600	8.500
Gold (ounces)	5.000	1.200

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Rủi ro đầu tư

Rủi ro suy thoái kép

Sự phục hồi kinh tế toàn cầu vẫn đang trong giai đoạn rất mong manh. Mặc dù vẫn lạc quan rằng các gói kích cầu của các chính phủ trên toàn thế giới đã đưa kinh tế toàn cầu dần tăng trưởng trở lại, chúng tôi vẫn lo ngại rằng một sự suy thoái kép có thể diễn ra dựa trên thực tế là việc lây lan khủng hoảng nợ của các quốc gia gần đây đang gia tăng. Trong trường hợp đó, chúng tôi không loại trừ khả năng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của MSN có thể bị ảnh hưởng đáng kể.

Rủi ro thay đổi những quy định của luật pháp

Những thay đổi về quy định, luật pháp như thuế xuất nhập khẩu, thuế chuyển lợi nhuận, tiêu chuẩn môi trường và quy định tỷ lệ sở hữu có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của MSN. Ví dụ như những quy định về thuế trong hoạt động khai khoáng – tài nguyên đã có sự thay đổi lớn trong những năm gần đây do Chính phủ đang nỗ lực kiểm soát lĩnh vực này. Năm 2009, khung thuế xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên đã mở rộng hơn lên mức 0%-50% so với mức 0%-20% trước đó. Điều này có nghĩa là thuế áp dụng cho lĩnh vực khai thác tài nguyên thiên nhiên đã tăng từ 2%-10% tùy theo loại tài nguyên. Năm 2010, một dự luật đề nghị tăng thuế tài nguyên mới đã được trình lên Chính phủ.

Những thách thức trong việc thực hiện dự án Núi Pháo

Chúng tôi tin rằng MSN sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức trong việc thực hiện dự án Núi Pháo cũng như đảm bảo dự án này sẽ đi vào hoạt động năm 2013 như dự kiến. Những khó khăn đó bao gồm việc giải phóng mặt bằng; đạt thỏa thuận mua bán sản phẩm khai thác; tìm kiếm nguồn tài chính cho dự án; tìm kiếm nhân sự quản lý có kinh nghiệm. Chúng tôi nhận thấy rằng việc giải phóng mặt bằng cho dự án này trước đây đã bị chậm trễ do sự phức tạp trong việc tái định cư và càng kéo dài thì mức độ trượt giá của đền bù càng gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những mối quan hệ với chính quyền địa phương của MSN có thể giúp giải quyết những vấn đề nêu trên trong thời gian hợp lý. Chúng tôi cũng lưu ý rằng có thể có những rủi ro chính trị cho dự án này.

Rủi ro trong việc tiếp cận vốn vay

Là doanh nghiệp đang trong giai đoạn tăng trưởng, MSN sẽ phải sử dụng đòn bẩy tài chính khá lớn để nhanh chóng mở rộng hoạt động kinh doanh. Thành công trong việc huy động những khoản vay từ các đối tác danh tiếng năm vừa rồi cho phép chúng tôi tin rằng MSN có khả năng tiếp cận hiệu quả những nguồn tín dụng. Tuy nhiên cũng nên hiểu rằng các tổ chức tài chính có thể nhanh chóng thay đổi lập trường tùy theo sự thay đổi của môi trường tín dụng. Do đó, chi phí vốn vay có thể sẽ ảnh hưởng tới khả năng sinh lợi nói chung và làm cho những vụ thầu tóm mới kém hấp dẫn.

Cạnh tranh cao

Các công ty con và công ty liên kết của MSN (MSF và TCB) hoạt động trong môi trường cạnh tranh cao với các công ty trong nước cũng như đối thủ nước ngoài. Trong kinh doanh thực phẩm, MSF có những đối thủ cạnh tranh như Nam Dương, Nestle, Unilever, Ajinomoto and Ace Cook. Về ngành tài chính ngân hàng, TCB sẽ đối đầu với ACB và Sacombank. Như vậy, lợi nhuận biên của MSN có thể sẽ thu hẹp do phải gia tăng các chi phí bán hàng cũng như marketing. Hơn

nữa, TCB còn phải đương đầu với số lượng ngân hàng 100% vốn nước ngoài đang gia tăng. Việc nhanh chóng mở rộng mạng lưới hoạt động của họ ở Việt Nam chắc chắn sẽ làm tăng thêm mức độ cạnh tranh trong ngành ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng miếng bánh thị trường vẫn đủ lớn cho tất cả các đối thủ chia sẻ do tỷ lệ thâm nhập thị trường ở Việt Nam còn thấp.

Định giá

Chúng tôi định giá MSF ở mức 124.000 đồng/cổ phiếu dựa trên mức P/E là 15x. Đây là mức P/E đã được chiết khấu 20% so với P/E bình quân của các công ty cùng ngành đang ở mức 18,8x. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý vì quy mô của MSF nhỏ hơn các đối thủ được so sánh.

Chúng tôi cũng đưa ra giá mục tiêu của TCB là 37.500 đồng/cổ phiếu dựa trên mức P/B là 2,1x, cao hơn 5% so với P/B bình quân của các cổ phiếu ngân hàng đang niêm yết. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý khi tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của TCB mạnh.

Chúng tôi giả định rằng MSN sẽ thu tóm 70% dự án Núi Pháo và định giá khoản lợi ích này bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền với chi phí vốn bình quân (WACC) là 12%.

Giá mục tiêu của MSN được tính dựa vào phương pháp cộng từng phần (SOP) là 64.000 đồng/cổ phiếu

Hình 18: Định giá

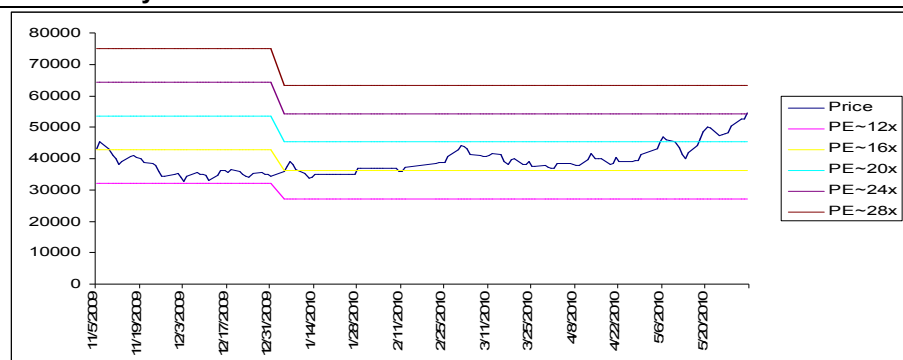
	% cổ phần sở hữu	Giá (VND)	Tổng giá trị (VND bn)	Ghi chú
MSF	72,8	124,000	11,735,4	P/E 15x
TCB	20,0	37,500	4,048,3	P/B 2.1x
Nuiphaovica	70,0		19,270,3	DCF dựa trên WACC = 12%
Tiền mặt ròng			689,9	
Giá trị tài sản ròng			35,743,9	
Giá cổ phiếu MSN			64,033,1	

Nguồn: KE dự báo

MSN có thể sẽ gia tăng tỷ lệ nắm giữ ở dự án Núi Pháo lên đến 85% hoặc thậm chí 100%. Trong trường hợp đó, giá mục tiêu của MSN có thể sẽ tăng thêm khoảng 10%.

MSN hiện đang được giao dịch ở mức P/E kỳ vọng là 19,7 lần, hơi cao hơn P/E bình quân của các công ty cùng ngành. Chúng tôi tin rằng MSN xứng đáng được giao dịch ở mức cao hơn này do vị thế cạnh tranh của MSN trên thị trường khá tốt và dòng lợi nhuận trong vài năm tới được đảm bảo.

Hình 19: Dãy P/E của MSN



Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo, Bloomberg

Phụ lục

I. Công ty

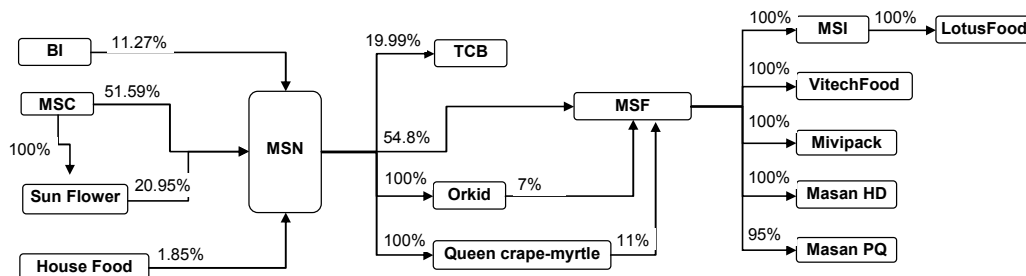
Từ khi thành công trong việc tái cấu trúc cuối năm 2009, MSN đã trở thành tập đoàn kinh tế tư nhân hàng đầu, nắm giữ các doanh nghiệp đang tăng trưởng nhanh như sở hữu 72,8% cổ phần ở MSF và 20% cổ phần ở TCB. MSN được niêm yết trên HOSE ngày 5/11/2009 và trở thành một trong 5 cổ phiếu có giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất hiện nay.

Trong năm 2009, MSN đã tăng vốn thêm được 100 triệu USD từ các đối tác toàn cầu. Bank Invest với hơn 20 triệu USD đầu tư trở thành cổ đông nước ngoài lớn nhất của MSN (giữ 11,3%). MSN cũng phát hành thành công 630 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi cho TPG. House Food, nhà sản xuất thực phẩm hàng đầu của Nhật cũng đã đầu tư vào MSN và trở thành đối tác quan trọng của MSF trong việc nghiên cứu phát triển và đưa vào kinh doanh sản phẩm cà ri ở Việt Nam. Và gần đây nhất là IFC cũng đã ký kết thỏa thuận với MSN một khoản đầu tư tương đương với 40 triệu USD.

Tuy nhiên, với cấu trúc công ty mẹ-con lên tới năm cấp độ, MSN đã làm không ít nhà đầu tư phải bối rối, đặc biệt là khi từ “Masan” hiện diện khá nhiều trong tên của các công ty con. Công ty mẹ - Công ty cổ phần Masan (MSC) sở hữu phần lớn nhất ở MSN với 51,6%.

Chi tiết về các công ty con và liên kết của Tập đoàn được trình bày ở sơ đồ sau:

Hình 20: Sơ đồ tổ chức MSN



Nguồn: dữ liệu công ty

II. Masan Food – Tăng trưởng mạnh mẽ

Thành lập từ năm 2000, Masan Food (MSF) đã tăng trưởng nhanh chóng và trở thành công ty lớn nhất trong lĩnh vực nước chấm và gia vị ở thị trường Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty là nước tương, nước mắm, tương ớt, mì ăn liền, và hạt nêm với những nhãn hiệu nổi tiếng như Chin Su, Nam Ngư, Omachi, Tiến Vua, Rồng Việt. Hầu hết các nhãn hiệu này đều được người tiêu dùng tin cậy như là nhãn hiệu cho thực phẩm an toàn.

Tăng trưởng 2 con số nhờ vào các yếu tố kinh tế thuận lợi. Chúng tôi tin rằng những người tiêu dùng ở nông thôn cũng sẵn lòng chi trả cho những sản phẩm có nhãn hiệu nổi tiếng với mức giá thấp. Như vậy MSF có thể chiếm lĩnh thị phần to lớn ở nông thôn nếu như có chiến lược hợp lý về giá bằng cách đưa ra những sản phẩm được đóng gói nhỏ hơn và như vậy giá bán sẽ thấp hơn. Chúng tôi tin rằng chiến lược này có thể đẩy doanh số và lợi nhuận của MSF tăng trưởng với tốc độ hai con số trong các năm tới do hơn 80% dân số của Việt Nam là nông thôn. Năm 2009, MSF đạt được tăng trưởng doanh thu là 105,6% và tăng trưởng lợi nhuận là 65,4%.

Tăng thị phần nhờ vào mạng lưới phân phối rộng lớn. Mạng lưới phân phối là rào cản lớn nhất đối với những công ty mới tham gia vào lĩnh vực kinh doanh nhóm hàng tiêu dùng nhanh. Với mạng lưới phân phối lớn thứ hai ở Việt Nam bao gồm 140 nhà phân phối và hơn 126.000 điểm bán lẻ, MSF có điều kiện thuận lợi để gia tăng thị phần hơn nữa. Theo AC Nielsen, thị phần các sản phẩm chính của MSF đã tăng rất mạnh trong các năm qua. Cụ thể, thị phần sản phẩm nước tương đã tăng từ 42,3% năm 2007 lên 62,8% năm 2008 và 85% năm 2009. Sản phẩm nước mắm có thị phần tăng từ 3,6% năm 2007 lên 19,4% năm 2008 và 59,3% năm 2009.

Triển vọng 2010. Nhờ vào thế mạnh về tiếp thị, xây dựng thương hiệu cũng như phân phối, doanh số của MSF được kỳ vọng sẽ tăng 73,3% trong năm 2010. Chúng tôi cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận biên tăng nhẹ lên 35,9% từ mức 34,7% năm ngoái. Tuy nhiên tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu được dự báo tăng lên 16,6% do MSF sẽ phải tăng chi tiêu cho hoạt động nghiên cứu phát triển cũng như marketing. Kết quả là lợi nhuận ròng của MSF được ước đoán đạt 1.074,7 tỷ đồng cho năm 2010, tương đương mức tăng 61,8%.

Chúng tôi dự báo giá mục tiêu của MSF là 124.000 đồng/cổ phiếu dựa trên P/E là 15x, chiết khấu 20% so với P/E bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực. Mức chiết khấu này là hợp lý khi xem xét quy mô của MSF nhỏ hơn các công ty cùng ngành.

Hình 21: Chi tiêu chính của MSF

	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu (tỷ VND)	1,922.1	3,957.8	6,858.8	8,645.6	10,782.7
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	454.8	722.1	1,201.8	1,540.2	1,835.9
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	401.6	664.4	1,074.7	1,377.3	1,641.7
EPS (VND)	3,322.7	5,320.5	8,267.0	10,594.3	12,628.4
Tăng trưởng EPS (%)	295.7	60.1	55.4	28.2	19.2
Tỷ số P/E (x)	30.1	18.8	12.1	9.4	7.9
EV/EBITDA (x)	30.0	17.0	10.6	8.1	6.4

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

III. Techcombank – Tiềm năng tăng trưởng mạnh

Thành lập năm 1993, Techcombank (TCB) là một trong số NHTMCP đầu tiên, và là NH có quy mô tăng trưởng nhanh nhất trong 10 năm qua. Xét theo quy mô tài sản, TCB hiện là NH lớn thứ 7 trong toàn hệ thống và thứ 3 trong các NHTMCP tư nhân. Từ năm 2001, tài sản của TCB tăng trưởng bình quân 84,2%/năm, so với mức tăng của ACB (69,0%), STB (76,0%) và gần gấp 3 mức tăng trung bình của ngành. Chúng tôi cho rằng TCB có khả năng duy trì mức tăng trưởng cao trong những năm tới, dựa trên nền tảng vững chắc, hoạt động kinh doanh chính phát triển mạnh và sự hỗ trợ từ phía đối tác chiến lược – HSBC.

Lợi nhuận tăng trưởng chủ yếu dựa vào hoạt động kinh doanh chính. TCB trong suốt một thời gian dài luôn phát triển theo hướng tập trung vào hoạt động chính trong lĩnh vực ngân hàng. Nhờ chiến lược trên, TCB đã vượt qua và duy trì sức tăng trưởng cao trong cuộc khủng hoảng tài chính vừa qua. Thông thường, 80-96% lợi nhuận của TCB đến từ hoạt động cho vay và thu phí dịch vụ. Năm 2008, trong khi rất nhiều NH lỗ hoặc giảm lợi nhuận so với năm trước, TCB ghi nhận lợi nhuận ròng tăng 129,9%. Năm 2009, lợi nhuận của TCB tiếp tục tăng mạnh ở mức 44,0%, đạt 1.700 tỷ VND, xếp thứ 2 sau ACB và thứ 5 trong toàn hệ thống, xét trên giá trị tuyệt đối.

Dư nợ tăng trưởng mạnh tuy nhiên nợ xấu tương đối cao. Với uy tín thương hiệu mạnh và mạng lưới kinh doanh rộng, TCB được đánh giá là một trong những NH cho vay hàng đầu tại Việt Nam. Năm 2004-2009, dư nợ của TCB tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép bình quân đạt 64,7%/năm. Đây là mức tăng cao nhất trong toàn hệ thống và gấp đôi so với mức tăng trung bình của ngành. Tuy nhiên, so với một số NH, tỷ lệ nợ xấu 2,49% của TCB tương đối cao. Năm 2010, TCB

đặt mục tiêu nợ xấu dưới 2%.

Dự báo 2010. Theo chúng tôi, một số yếu tố sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của các NH trong năm nay. Bao gồm, mục tiêu tăng trưởng tín dụng của ngành ở mức 25%, việc ngưng các gói hỗ trợ lãi suất, tỷ suất lợi nhuận biên (NIM) giảm do chi phí đầu vào tăng, và lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh, đầu tư chứng khoán không khả quan. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin tưởng vào khả năng sinh lời của TCB và dự báo lợi nhuận, dư nợ trong năm 2010 tăng trưởng lần lượt 52,8% và 40,7%. Dự báo trên dựa vào một số chỉ tiêu của TCB như: tỷ lệ chi phí/doanh thu thấp, tỷ lệ dư nợ cho vay/tiền gửi khách hàng thấp, uy tín thương hiệu mạnh và mạng lưới hoạt động bao phủ cả nước.

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TCB là 37.500 VND, dựa trên P/B 2010 2,1 lần, 5% cao hơn so với mức P/B trung bình của các cổ phiếu ngân hàng đang niêm yết. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý, xét trên tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao của TCB, nhưng tính thanh khoản thấp, do TCB đang giao dịch trên thị trường OTC và tỷ lệ cổ phiếu giao dịch tự do nhỏ.

Hình 22: chỉ tiêu chính của Techcombank

	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,173	1,700	2,393	3,164	3,968
EPS (VND)	3,221	3,148	4,431	5,859	7,347
Tăng trưởng EPS (%)	121.5	-2.3	40.7	32.2	25.4
P/E (x)	9.0	9.2	6.5	4.9	3.9
BVPS (VND)	15,419	13,562	17,993	23,852	31,199
P/BV (x)	1.9	2.1	1.6	1.2	0.9
ROA (%)	2.4	2.2	2.2	2.1	2.0
ROE (%)	25.5	26.3	28.1	28.0	26.7

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

IV. Dự án Núi Pháo – tiến trình tăng trưởng ổn định

Tháng 5/2010, MSN thông báo thỏa thuận mua lại Công ty liên doanh Núi Pháo (Nuiphaovica), từ Tiberon – một công ty sở hữu Dragon Capital. Nuiphaovica là công ty liên doanh giữa Tiberon (70%) và hai công ty Việt Nam là Battimex và Intracorp, mỗi công ty góp 15%.

Giấy phép đầu tư được cấp vào đầu năm 2004 cho công ty liên doanh quyền khai thác và chế biến vonfram, fluorspar, bismuth, đồng và vàng trong 30 năm, có thể gia hạn nếu trữ lượng quặng được phát hiện thêm.

Công ty liên doanh Núi Pháo nằm tại tỉnh Thái Nguyên kiểm soát một trong những trữ lượng vonfram lớn nhất nhì thế giới. Khi đi vào hoạt động hoàn chỉnh, dự án này có thể sản xuất khoảng 5% tổng sản lượng vonfram toàn cầu. Đây là mỏ có thể khai thác với phương pháp lộ thiên, nên chi phí sản xuất được ước tính sẽ nằm trong nhóm 25% có chi phí thấp nhất trong mỗi tương quan với những nhà sản xuất vonfram hiện nay trên thế giới. Hơn 130 triệu USD đã đầu tư vào dự án này. Dự án này được dự kiến đưa vào khai thác từ năm 2013.

Dự kiến khi đi vào hoạt động, mỗi năm dự án này sẽ khai thác khoảng 3,5 triệu tấn quặng, sản xuất 6.000 tấn Vonfram trioxide, 196.000 tấn fluorspar, 360 tấn bismuth và 5.600 tấn đồng. Khoảng 80% sản lượng khai thác sẽ được xuất khẩu. Với trữ lượng lớn như thế, liên doanh này được kỳ vọng sẽ có ảnh hưởng đáng kể tới thị trường thế giới.

Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu	1.922,1	3.957,8	6.858,8	8.645,6	10.782,7
GVHB (loại trừ khấu hao)	-1.324,2	-2.583,9	-4.397,5	-5.654,0	-7.187,0
Lợi nhuận gộp	597,9	1.373,9	2.461,3	2.991,6	3.595,7
Chi phí bán hàng & QLDN	-223,0	-742,0	-1.335,1	-1.680,0	-2.092,3
EBIT	374,9	631,9	1.126,2	1.311,6	1.503,4
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	76,2	57,2	-25,5	114,9	222,4
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	0,0	48,0	226,3	380,5	541,1
Lãi (lỗ) khác	3,8	-4,1	-14,9	-18,8	-23,4
Lợi nhuận trước thuế	454,9	732,9	1.312,2	1.788,3	2.243,5
Thuế TNDN	-54,8	-53,4	-98,4	-134,1	-168,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	-189,8	-262,9	-292,3	-374,6	-446,5
Lợi nhuận ròng	210,3	416,6	921,5	1.279,6	1.628,7
EBITDA	409,0	703,2	1.177,7	1.386,8	1.621,5
EPS (VND)	65.729,7	2.677,1	1.898,4	2.636,1	3.355,4

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Dòng tiền hđ kinh doanh	349,0	804,0	-89,7	1.694,9	992,6
Lợi nhuận ròng	210,3	416,6	921,5	1.279,6	1.628,7
Khấu hao	34,1	71,3	51,5	75,1	118,0
Thay đổi vốn hoạt động	-439,9	421,4	-1.062,7	340,2	-754,1
Khác	544,5	-105,3	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền hđ đầu tư	-403,5	-1.132,6	316,7	-1.745,2	150,8
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-137,2	-411,4	-231,3	-477,2	-101,2
Thay đổi trong đầu tư DH	-383,7	-789,5	548,0	-1.268,0	252,0
Khác	117,4	68,4	-0,0	0,0	0,0
Dòng tiền sau hđ đầu tư	-54,4	-328,6	227,0	-50,4	1.143,5
Dòng tiền hđ tài chính	133,6	1.354,8	402,6	487,6	558,6
Thay đổi vốn góp cổ đông	14,3	1.164,4	0,0	0,0	0,0
Thay đổi khoản nợ vay	119,3	190,3	121,3	112,4	111,4
Thay đổi nợ dài hạn khác	0,0	-0,0	281,3	375,2	447,2
Cổ tức	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền ròng	79,1	1.026,1	629,6	437,3	1.702,1

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Tổng tài sản	1.575,4	7.017,1	8.277,8	10.053,9	12.481,0
Tài sản ngắn hạn	1.215,8	2.441,8	3.774,7	5.400,7	8.096,8
Tiền	97,5	1.123,6	1.753,2	2.190,5	3.892,5
Đầu tư ngắn hạn	308,9	776,0	480,0	2.000,0	2.000,0
Hàng tồn kho	183,4	199,5	413,3	423,2	637,2
Phải thu khách hàng	593,5	282,9	1.070,6	729,5	1.509,5
Khác	32,5	59,8	57,6	57,6	57,6
Tài sản dài hạn	359,6	4.575,3	4.503,1	4.653,2	4.384,3
Đầu tư dài hạn	71,9	3.919,8	3.667,8	3.415,8	3.163,8
Tài sản cố định ròng	259,9	605,4	785,2	1.187,3	1.170,4
Khác	27,7	50,1	50,1	50,1	50,1
Nợ phải trả	702,6	1.947,6	2.003,5	2.124,8	2.476,1
Nợ phải trả ngắn hạn	666,9	1.210,9	1.147,5	1.156,5	1.396,3
Phải trả nhà cung cấp	164,2	278,4	460,2	469,2	709,0
Vay ngắn hạn	297,3	687,3	687,3	687,3	687,3
Khác	205,4	245,2	0,0	0,0	0,0
Nợ phải trả dài hạn	35,7	736,6	856,0	968,4	1.079,8
Vay dài hạn	34,3	734,7	856,0	968,4	1.079,8
Khác	1,4	1,9	0,0	0,0	0,0
Nguồn vốn	872,8	5.069,5	6.274,3	7.929,1	10.004,9
Vốn góp của cổ đông	259,9	4.328,6	4.328,6	4.328,6	4.328,6
Các quỹ	213,3	434,7	1.356,2	2.635,8	4.264,5
Khác	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Cổ đông thiểu số	401,0	307,5	590,7	965,9	1.413,1

Nguồn: dữ liệu công ty, KE dự báo

Chỉ số cơ bản

	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	0,0	105,9	73,3	26,1	24,7
EBIT	0,0	68,5	78,2	16,5	14,6
EBITDA	0,0	71,9	67,5	17,7	16,9
Lợi nhuận ròng	0,0	98,1	121,2	38,9	27,3
EPS	0,0	-95,9	-29,1	38,9	27,3
Khả năng sinh lợi (%)*					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31,1	34,7	35,9	34,6	33,3
Tỷ suất EBIT	19,5	16,0	16,4	15,2	13,9
Tỷ suất EBITDA	21,3	17,8	17,2	16,0	15,0
Tỷ suất lợi nhuận ròng	10,9	10,5	13,4	14,8	15,1
ROA	26,4	9,7	12,0	14,0	14,5
ROE	88,9	15,9	17,6	20,2	20,9
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	70,1	29,9	27,1	23,8	20,6
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-15,8	-10,0	-12,1	-36,4	-48,0
Khả năng trả lãi vay (X)	7,4	7,1	7,9	8,3	9,6
K.năng trả lãi&nợ vay NH (X)	1,9	1,1	1,4	1,6	1,8
Dòng tiền tự do/lãi vay (X)	6,8	9,0	-0,6	10,8	6,3
Diện tự do/lãi&nợ vay NH (X)	1,7	1,4	-0,1	2,0	1,2
Khả năng TT hiện hành (X)	1,8	2,0	3,3	4,7	5,8
Khả năng TT nhanh (X)	1,5	1,8	2,9	4,3	5,3
Vòng quay tổng tài sản (X)	2,4	0,9	0,9	0,9	1,0
Thời gian tồn kho bq (ngày)	25,3	27,0	25,4	27,0	27,0
T.gian phải thu KH bq (ngày)	56,5	40,4	36,0	38,0	38,0
T.gian phải trả NCC bq(ngày)	22,7	31,3	30,7	30,0	30,0
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	74,7	477,6	689,9	2.534,8	4.125,4
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	65.730	2.677	1.898	2.636	3.355
CFPS	24.724	2.114	1.297	901	3.507
BVPS	147.878	9.813	11.711	14.348	17.703
SPS	600.653	25.434	14.130	17.811	22.214
EBITDA/share	127.825	4.519	2.426	2.857	3.340
Cash Div	0	0	0	0	0

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo, (*)tỷ suất tính trên doanh thu

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
Regional Head of Institutional Research
 +65 6432 1451 swong@kimeng.com

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP
 +65 6432 1450 gyap@kimeng.com

- Conglomerates
- Technology & Manufacturing
- Transport & Telcos

Rohan SUPPIAH
 +65 6432 1455 rohan@kimeng.com

- Airlines
- Marine & Offshore

Pauline LEE
 +65 6432 1453 paulinelee@kimeng.com

- Bank & Finance
- Consumer
- Retail

Wilson LIEW
 +65 6432 1454 wilsonliew@kimeng.com

- Hotel & Resort
- Property & Construction

Anni KUM
 +65 6432 1470 annikum@kimeng.com

- Industrials
- REITs

James KOH
 +65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com

- Infrastructure
- Resources

David LOOMIS
 +65 6432 1417 dloomis@kimeng.com

- Special Situations

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*
 +852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Power
- Construction

Ivan CHEUNG
 +852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property

Ivan LI
 +852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

TAM Tsz Wang
 +852 2268 0636 tamtszwang@kimeng.com.hk

- Telcos
- Small Caps

Emily LEE
 +852 2268 0631 emilylee@kimeng.com.hk

- Retail

Jacqueline KO
 +852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Food & Beverage

INDIA

Jigar SHAH *Head of Research*
 +91 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in

- Oil & Gas
- Transportation

Anubhav GUPTA
 +91 22 6623 2605 agupta@kimeng.co.in

- Property
- Capital goods

Urmil SHAH
 +91 22 6623 2606 urmil@kimeng.co.in

- Software
- Telecom

R. SRINIVASAN
 +912266232625 rsrinivasan@kimeng.co.in

- Banking and Financial services

Nikhil Agarwal
 +912266232611 nikhil@kimeng.co.in

- Cement
- Metals

MALAYSIA

YEW Chee Yoon *Head of Research*
 +603 2141 1555 cheeyoon@kimengkl.com

- Strategy
- Banks
- Telcos
- Property
- Conglomerates & others

LIEW Mee Kien
 +603 2141 1555 meekien@kimengkl.com

- Gaming
- Media
- Power
- Construction

Research Team
 +603 2141 1555

- Food & Beverage
- Manufacturing
- Plantations
- Tobacco
- Technology

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*
 +6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Infra
- Shipping
- Strategy
- Telcos
- Others

Ricardo SILAEN
 +6221 2557 1126 rsilaen@kimeng.co.id

- Auto
- Energy
- Heavy Equipment
- Property
- Resources

Rahmi MARINA
 +6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id

- Banking

Lucky ARIESANDI, CFA
 +6221 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id

- Cement
- Construction
- Pharmaceutical
- Retail

Adi N. WICAKSONO
 +6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Arwani PRANADJAYA
 +6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technical analyst

VIETNAM

Nguyen Thi Ngan Tuyen
 +84 838 38 66 36 x 163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Pharmaceutical
- Confectionary and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bich Van
 +84 838 38 66 36 x 164 van.ngo@kimeng.com.vn

- Bank
- Insurance

Nguyen Quang Duy
 +84 838 38 66 36 x 162 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Shipping
- Seafood
- Rubber

Trinh Thi Ngoc Diep
 +84 838 38 66 36 x 166 diep.trinh@kimeng.com.vn

- Property
- Construction

THAILAND

Naphat CHANTARASEREKUL
 +662 658 6300 x 4770 naphat.c@kimeng.co.th

- Energy

Supattra KHONGRUNGPHAKORN
 +662 6586300 ext 4800 supattra.k@kimeng.co.th

- Media & Publishing
- Retail
- Information & Communication Technology

Kanchan KHANIJOU
 + 662 658 6300 x 4750 kanchan@kimeng.co.th

- Banks
- Construction Materials

KELIVE Thailand (for retail clients)

George HUEBSCH *Head of Research*
 +662 658 6300 ext 1400 george.h@kimeng.co.th

PHILIPPINES

Ricardo PUIG *Head of Research*
 +63 2 849 8835 ricardo_puig@atr.com.ph

- Strategy
- Property
- Telcos

Laura DY-LIACCO
 +63 2 849 8840 laura_dyliacco@atr.com.ph

- Utilities
- Conglomerates

Robin SARMIENTO
 +63 2 849 8839 robin_sarmiento@atr.com.ph

- Banking
- Ports
- Mining

Lovell SARREAL
 +63 2 849 8841 lovell_sarreal@atr.com.ph

- Consumer
- Cement
- Media

REGIONAL

Luz LORENZO *Economist*
 +63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Economics

TAIWAN

Gary Chia
Head of Greater China Research
 +886 2 3518 7900 gary.chia@yuanta.com

Boris Markovich
COO, Greater China Research
 +852 3969 9518 boris.markovic@yuanta.com

John Brebeck, CFA
Head of Taiwan Strategy
 Head of Research, Taiwan
 +886 2 3518 7906 john.brebeck@yuanta.com

George Chang, CFA
Head of Upstream Tech
 +886 2 3518 7907 george.chang@yuanta.com

Vincent Chen
Head of Downstream Tech
 +886 2 3518 7903 vincent.chen@yuanta.com

Dennis Chan – NB Supply Chain
 +886 2 3518 7913 dennis.chan@yuanta.com

Andrew C Chen – IC Backend
 +886 2 3518 7940 andrew.chen@yuanta.com

Ellen Chiu – Taiwan Consumer
 +886 2 3518 7936 ellen.chiu@yuanta.com

Danny Ho – Taiwan Petrochemical
 +886 2 3518 7923 danny.ho@yuanta.com

Min Li – Alternative Energy
 +852 3969 9521 min.li@yuanta.com

May Lin – Taiwan Telecom
 +886 2 3518 7942 may.lin@yuanta.com

Tess Wang – Taiwan Financials
 +886 2 3518 7901 tess.wang@yuanta.com

Recommendation definitions

Our recommendation is based on the following expected price performance within 12 months:

+15% and above: BUY
 -15% to +15%: HOLD
 -15% or worse: SELL

PHỤ LỤC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO
VÀ
NHỮNG KHUYẾN CÁO

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sự sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 1/12/2008, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.

Singapore

Kim Eng Securities Pte Ltd
Kim Eng Research Pte Ltd
 9 Temasek Boulevard
 #39-00 Suntec Tower 2
 Singapore 038989

Tel: +65 6336 9090
 Fax: +65 6339 6003

LAU Wai Kwok (sales)
 lauwk@kimeng.com

Stephanie WONG (research)
 swong@kimeng.com

London

Kim Eng Securities (London) Ltd
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill
 London EC3R 8HY, UK

Tel: +44 20 7621 9298
 Dealers' Tel: +44 20 7626 2828
 Fax: +44 20 7283 6674

David PIRKIS (sales)
 dpirkis@kimeng.co.uk

Geoff HO (sales)
 gho@kimeng.co.uk

James JOHNSTONE (sales)
 jjohnstone@kimeng.co.uk

New York

Kim Eng Securities USA Inc
 406, East 50th Street
 New York, NY 10022, U.S.A.

Tel: +1 212 688 8886
 Fax: +1 212 688 3500

Jeffrey S. SEO (sales)
 jseo@kesusa.com

Warren KIM (trading)
 wkim@kesusa.com

Lucy CHUAH
 lchuah@kesusa.com

Lynda KOMMEL-BROWNE
 lkommel@kesusa.com

Peter HWANG
 phwang@kesusa.com

Taiwan

Yuanta Core Pacific Securities
 11/F, No 225, Nanking East Rd
 Section 3
 Taipei, Taiwan

Tel: +886 2 2717 6391
 Fax: +886 2 2545 6394

Arthur LO (sales)
 arthur.lo@yuanta.com.tw

Gary CHIA (research)
 Gary.chia@yuanta.com.tw

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
 Level 30,
 Three Pacific Place,
 1 Queen's Road East,
 Hong Kong

Tel: +852 2268 0800
 Fax: +852 2877 0104

Ray LUK (sales)
 rluk@kimeng.com.hk

Thailand

Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road, Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand

Tel: +66 2 658 6817 (sales)
 Tel: +66 2 658 6301 (research)

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

David BELLER (research)
 david.b@kimeng.co.th

Indonesia

PT Kim Eng Securities
 9/F, Deutsche Bank Bldg
 Jl. Imam Bonjol 80
 Jakarta 10310, Indonesia

Tel: +62 21 3983 1360
 Fax: +62 21 3983 1361

Kurnia SALIM (sales)
 ksalim@kimeng.co.id

Katarina SETIAWAN (research)
 ksetiawan@kimeng.co.id

Malaysia

Kim Eng Research Sdn Bhd
 16/F, Kompleks Antarabangsa
 Jalan Sultan Ismail
 50250 Kuala Lumpur, Malaysia

Tel: +603 2141 1555
 Fax: +603 2141 1045

YEW Chee Yoon (research)
 cheeyoon@kimengkl.com

Philippines

ATR-Kim Eng Securities Inc.
 17/F, Tower One & Exchange
 Plaza
 Ayala Triangle, Ayala Avenue
 Makati City, Philippines 1200

Tel: +63 2 849 8888
 Fax: +63 2 848 5738

Lorenzo ROXAS (sales)
 lorenzo_roxas@atr.com.ph

Ed BANCOD (research)
 ed_bancod@atr.com.ph

Vietnam

Kim Eng Vietnam Securities Joint Stock Company
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : +84 838 38 66 36
 Fax : +84 838 38 66 39

Mai Phan Lam Hoa (sales)
 Hoa.maiphlan@kimeng.com.vn

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International,
 Plot No.16, Maharishi Karve Road,
 Churchgate,
 Mumbai - 400 020

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Jigar SHAH (research)
 J.shah@kimeng.com

South Asia Sales Trading

Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: +65 6333 5775
 US Toll Free: +1 866 406 7447

North Asia Sales Trading

Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: +852 2268 0800
 US Toll Free: +1 866 598 2267

North America Sales Trading

Warren KIM
 wkim@kesusa.com
 Tel: +1 212 688 8886