

13 tháng Tư 2012



**Giang Hoàng**  
Chuyên viên cao cấp  
[Giang.hoang@vcsc.com.vn](mailto:Giang.hoang@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 142



**Phong Nguyễn**  
Chuyên viên  
[Phong.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:Phong.nguyen@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 120

## NĂM GIỮ

**Giá mục tiêu VND123.000**  
**Tăng 8%**

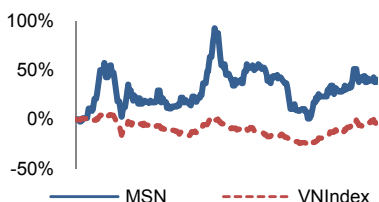
### Đa ngành nghề

#### Các chỉ số chính

Giá @ 5 April 2012	114.000
Target price	123.000
Mức thấp nhất 52 tuần	80.000
Mức cao nhất 52 tuần	158.000
Giá trị giao dịch bình quân 20 ngày (USD)	764.000
Số lượng cổ phiếu lưu hành (mn)	515
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	59.256
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2.822
TL sở hữu nước ngoài	22%

Định giá	2010	2011	2012F
EPS đã điều chỉnh	4.431	3.823	5.438
Tăng trưởng EPS	216,5%	-13,7%	42,3%
P/E (thị trường)	26,2	30,3	21,3
P/B (thị trường)	5,6	3,8	3,2
ROE	21,5%	29,7%	Na
ROA	10,8%	6,0%	Na

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	5,5%	-6,5%	40,2%
Tương đối %	1,0%	-7,8%	44,5%



#### Cơ cấu cổ đông

CTCP Masan	48,6%
Công ty TNHH Hoa Hướng Dương	19,4%
BankInvest	9,7%

## Masan: Cạnh tranh trên mọi phương diện

**Chúng tôi giữ quan điểm lạc quan về triển vọng phát triển của Tập đoàn Masan và nâng giá mục tiêu từ 97.500 đồng lên 123.000 đồng.** Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để tính giá mục tiêu, theo đó định giá các mảng kinh doanh chính của Masan được thực hiện riêng biệt. Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 8% so với giá hiện tại.

Chúng tôi cho rằng mức định giá này mang tính thận trọng và chưa phản ánh được khoảng giá trị gia tăng từ các thương vụ M&A nếu có. Trên cơ sở nguồn tiền mặt dồi dào của công ty, chúng tôi tin rằng các thương vụ M&A cộng với tiềm năng phát triển lớn của Công ty hàng tiêu dùng Masan và Techcombank có thể mở đường cho Tập đoàn tiếp tục phát triển mạnh mẽ. Giá khoáng sản ổn định và có triển vọng tăng khi dự án Núi Pháo đi vào hoạt động sẽ góp phần tăng giá trị cổ phiếu MSN.

**Hiện tại cổ phiếu MSN đang giao dịch ở mức 24,1 lần lợi nhuận dự phóng 2012.** Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chỉ báo P/E này bị thổi phồng do dự án Núi Pháo chưa đem lại lợi nhuận trong khi thị trường đã phản ánh kỳ vọng về Núi Pháo vào giá cổ phiếu. Nếu loại trừ khoản định giá Núi Pháo là 890 triệu USD khỏi tổng vốn hóa thị trường hiện tại, cổ phiếu MSN đang giao dịch ở mức hợp lý hơn hẳn là 15,6 lần lợi nhuận dự phóng năm 2012. Mức định giá này còn hấp dẫn hơn nữa khi mà khi Núi Pháo hoạt động hết công suất vào năm 2011 và mang lại nguồn tiền mặt đáng kể, khoảng 300 triệu USD, trong số 560 triệu USD tổng dòng tiền mặt của Masan trong 2014. Chúng tôi ước tính cổ phiếu MSN đang giao dịch tại mức 13,9 lần lợi nhuận dự phóng năm 2013 và 6,9 lần lợi nhuận dự phóng năm 2014.

### Kết quả hoạt động năm 2011

**Công ty hàng tiêu dùng Masan (MSC) tiếp tục dẫn đầu thị trường thực phẩm thiết yếu.** Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu 26% của MSC trong năm 2011 là khả quan trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt trên hầu hết các lĩnh vực sở trường của MSC. Nhằm đối phó với cạnh tranh, MSC tiếp tục chiến lược sử dụng thương hiệu mẹ để xây dựng thành công các thương hiệu cao cấp, sau đó giới thiệu các sản phẩm mới trong phân khúc trung bình và tăng cường sự hiện diện của mình trên những thị trường chính này. Vào tháng 11/2011 công ty đã tung ra sản phẩm nước mắm Nam Ngư III nhắm vào phân khúc bình dân và Kokomi dành cho phân khúc trung bình trên thị trường mì. Chúng tôi cho rằng MSC hoàn toàn có thể giữ vững vị thế dẫn đầu của mình trên thị trường nước mắm do thị phần hiện tại của công ty lên tới 74% (so với 70% trong năm 2010) đối với phân khúc nước mắm có thương hiệu và tiếp tục mở rộng độ bao phủ trên phân khúc bình dân thông qua giới thiệu các sản phẩm với giá thấp hơn. Trên thị trường mì gói, chúng tôi nhận thấy các đối thủ của MSC như Acecook và Asia Foods đang cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn thông qua các chiến dịch marketing. Dù cạnh tranh gay gắt nhưng MSC vẫn tăng thị phần trên thị trường mì lên 17% so với 14% năm 2010.

Chúng tôi cho rằng MSC có thể giữ vững mức tăng trưởng tốt nhờ chiến lược marketing hiệu quả và các kênh phân phối rộng khắp. Năm 2011 công ty tăng số điểm bán lẻ lên 164.000 so với 140.000 như năm 2010, đặc biệt là ở vùng nông thôn. Các sản phẩm khác, trong đó có nước tương và tương ớt tiếp tục lần lượt chiếm 80% và 37% thị phần trong năm 2011.

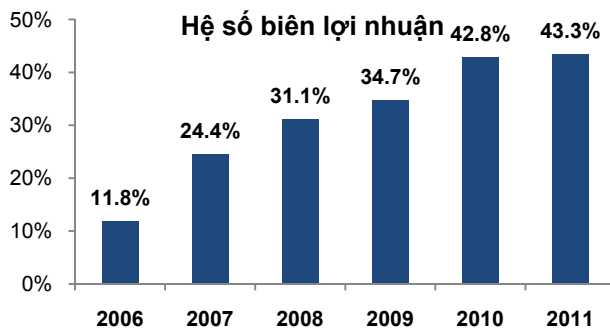
Hình 1: Doanh thu theo mặt hàng

(Tỷ đồng)	2010	2011	Tăng trưởng	2012F
Nước mắm	3.072	3.687	24%	4.793
Mì	1.397	1.955	40%	2.933
Nước tương	726	792	9%	863
Tương ớt	391	403	3%	515
Cà phê hòa tan	-	320	-	2.093
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>5.586</b>	<b>7.156</b>	<b>27%</b>	<b>11.096</b>

Nguồn: ước tính của VCSC

MSC đã theo sát chiến lược xây dựng thương hiệu, nhắm vào thị trường cao cấp để tạo ra các dòng sản phẩm mới và sử dụng phương pháp thương hiệu mẹ để giới thiệu các sản phẩm nhắm vào phân khúc bình dân. Việc tập trung vào xây dựng thương hiệu đã giúp công ty tạo nên sự khác biệt đối so với các đối thủ vốn chủ yếu cạnh tranh bằng giá, nhờ đó MSN có thể duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam còn nhiều khó khăn. Chúng tôi lạc quan với những bước tiến của công ty trong việc mở rộng thị phần trên thị trường mì. Tỷ lệ lãi gộp sản phẩm mì cũng tăng đáng kể, từ 19% năm 2010 lên gần 30% năm 2011. Tỷ lệ lãi gộp của sản phẩm nước mắm duy trì ở mức 47%-50% trong khi tỷ lệ lãi gộp của nước tương là 39% và của tương ớt là 38%. Nhìn chung, tỷ lệ lãi gộp trung bình tăng từ 11,8% năm 2006 lên 43,4% năm 2011, cho thấy công ty đã có những bước tiến đáng kể nhờ xây dựng được bộ máy hoạt động vững chắc. Chúng tôi cho rằng MSC sẽ tiếp tục nâng cao tỷ lệ lãi gộp với các sản phẩm của mình trong năm 2012, đặc biệt là với quy trình sản xuất nước mắm tự động, qua đó giảm chi phí nhân công.

Hình 2: Tăng trưởng liên tục về biên lợi nhuận



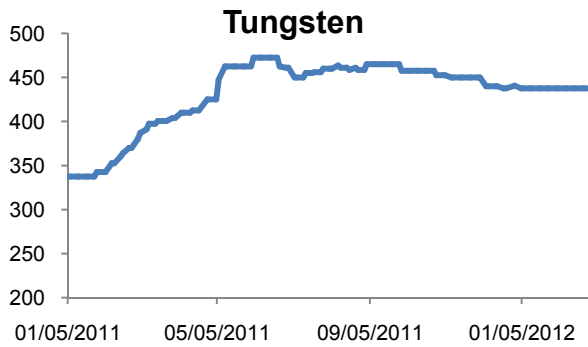
Nguồn: MSN

Hình 3: Thị phần tính theo mặt hàng

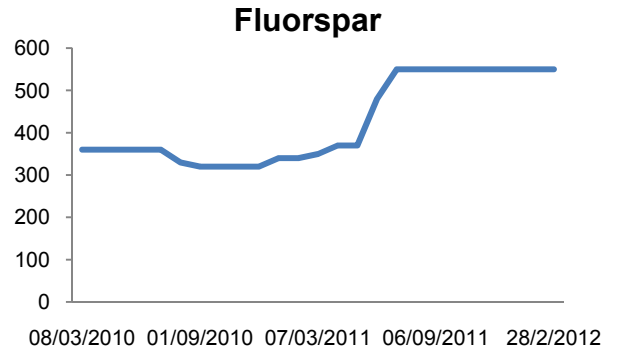
	2011	2010
Nước mắm	74%	70%
Mì	17%	14%
Nước tương	80%	80%
Tương ớt	37%	37%
Cà phê hòa tan	40%	45%

**Công ty tài nguyên Masan (MR) chuẩn bị hoàn thành quá trình đền bù và tái định cư để khởi công xây dựng.** Công ty đã đầu tư khoảng 80 triệu USD trong năm 2011. Theo ban lãnh đạo, dự án Núi Pháo sẽ chạy thử vào giữa năm 2013. Chúng tôi được biết MR đã ký các hợp đồng cho sản phẩm fluorspar và bismuth và hiện tại đang thương lượng hợp đồng tungsten. Đáng chú ý, giá thị trường của các sản phẩm này tương đối ổn định kể từ báo cáo trước của chúng tôi. Giá tungsten đã giảm nhẹ 3% trong khi giá fluorspar tăng 10%, giá đồng giảm 10% và giá bismuth giảm 12%.

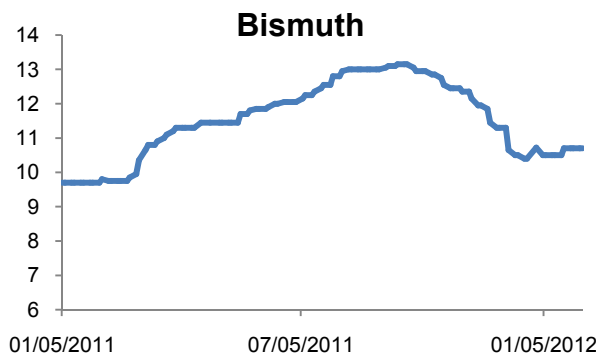
Hình 4a: Giá tungsten (USD/mtu)



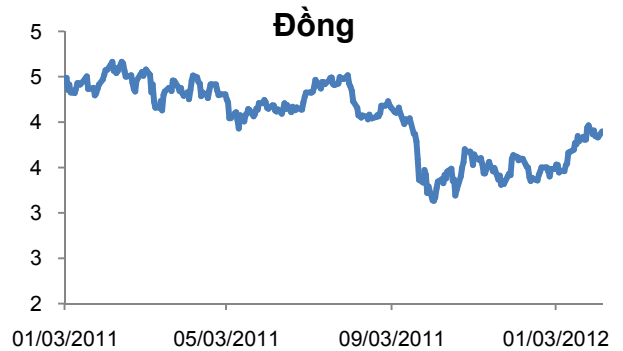
Hình 4b: Giá fluorspar (USD/tấn)



Hình 4c: Giá bismuth (USD/lb)



Hình 4d: Giá đồng (USD/lb)



Nguồn: Bloomberg

**Ngân hàng TMCP Techcombank (TCB) vẫn là một trong những ngân hàng tăng trưởng nhanh nhất.** Mặc dù nhóm ngân hàng gặp nhiều khó khăn trong năm 2011, TCB vẫn là một trong những ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng tốt. Trong đó, tăng trưởng tài sản của ngân hàng đạt 20,3% trong khi lợi nhuận ròng tăng 53,2%, cao hơn nhiều so với dự báo trước đây của chúng tôi lần lượt là 18% và 17%.

Những thành quả đạt được này chủ yếu là nhờ thu nhập lãi ròng cao hơn so với dự báo, do tỷ lệ lợi suất trên tài sản cao trong khi chi phí vốn thấp. Chúng tôi đã dự báo tỷ lệ lợi suất của tài sản ở vào khoảng 11,1%, tăng 3,6% so với năm 2010. Tuy nhiên, do NHNN thắt chặt chính sách tiền tệ, nguồn cung tín dụng giảm đi trong khi nhu cầu vay vẫn ở mức cao. Vì vậy, giúp lợi suất tăng lên 12,9%. Mặt khác, do NHNN ấn định trần lãi suất huy động là 14%, chi phí vốn thấp hơn so với ước tính ban đầu của chúng tôi là 8%. Vì vậy, lãi suất biên ròng tăng đáng kể so với năm 2011, với mức tăng là 1,8% lên 4,7%, qua đó bù lại cho mức tăng trưởng tín dụng thấp. TCB cũng nhiều tổ chức tài chính lớn như FMO cho vay 50 triệu USD với lãi suất hấp dẫn.

Các khoản đầu tư vào trái phiếu tập đoàn cũng đem về một nguồn lợi nhuận đáng kể cho TCB trong năm 2011 và có thể giúp duy trì tăng trưởng tín dụng dù mức tối đa cho phép là 20%. Các khoản đầu tư vào trái phiếu tập đoàn tổng cộng tăng từ 6.134 tỷ đồng vào đầu

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

năm lên 16.093 tỷ đồng vào tháng 09/2011. Nếu tính cả trái phiếu tập đoàn vào cân bằng tín dụng thì tăng trưởng tín dụng vào khoảng 24%.

Ngân hàng không tránh khỏi ảnh hưởng của tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn của cả nước. Chi phí dự phòng tăng từ 475 tỷ đồng lên 943 tỷ đồng do đến cuối tháng Chín, nợ xấu tăng 45% lên 1.757 tỷ đồng.

**Hình 5: Các ngân hàng thương mại lớn**

	CTG	VCB	ACB	TCB	EIB	STB
Tài sản	460.387	368.539	281.032	190.867	183.697	140.137
Tăng trưởng tài sản	25,4%	20,0%	37,0%	27,0%	40,1%	-1,4%
Vốn cổ đông	27.567	28.807	13.845	14.381	16.311	14.224
Tăng trưởng vốn cổ đông	51,70%	41,22%	21,70%	53,20%	20,65%	3,80%
Tăng trưởng tín dụng	25,25%	18,50%	18,40%	20%	19,80%	-2%
NIM	5,10%	3,40%	3,70%	4,7%	3,70%	4,2%
Thu nhập ròng	5.784	5.971	3.218	3.141	3.051	2.033
Tăng trưởng lợi nhuận	77,6%	9,1%	37,9%	53,2%	68,6%	13,0%
Giá trị sổ sách	1.243	1.462	1.477	1.640	1.302	1.298
Nợ xấu	0,7%	2,0%	0,8%	2,0%	1,6%	0,6%
EPS	2.608	3.031	3.432	3.614	2.436	1.854
ROE	21,0%	20,7%	23,2%	21,8%	18,7%	14,3%
ROA	1,3%	1,6%	1,1%	1,6%	1,7%	1,5%

*Nguồn: ước tính của VCSC, Bảng cân đối của các ngân hàng*

## Triển vọng lợi nhuận năm 2012

### Công ty hàng tiêu dùng Masan

Chúng tôi dự báo doanh thu của MSC tiếp tục tăng với tăng trưởng kép hàng năm từ 25%-30% trong vòng năm năm tới và đến năm 2016 có thể đạt doanh thu 1 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng danh mục sản phẩm cạnh tranh của MSC, cũng như mức giá hấp dẫn của các sản phẩm thiết yếu và hệ thống phân phối hiệu quả sẽ tiếp tục mang lại cho công ty nhiều lợi thế cạnh tranh. Chúng tôi dự báo năm 2012 MSC sẽ đạt doanh thu 11.096 tỷ đồng (+32% YoY) và lợi nhuận ròng là 2.939 tỷ đồng (+24% YoY), trong đó VCF chiếm 2.093 tỷ đồng doanh thu (+32% YoY) và 296 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+37% YoY). Chúng tôi chỉ tính tăng trưởng hữu cơ từ danh mục sản phẩm hiện tại của công ty và tin rằng áp lực vĩ mô giảm bớt và việc tung ra thị trường các sản phẩm mới sẽ khiến kết quả thực tế có thể đạt cao hơn dự báo.

Chúng tôi cho rằng doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ sản lượng tăng do MSC thâm nhập vào phân khúc bình dân đầy tiềm năng. Euromonitor định giá thị trường nước mắm có thương hiệu khoảng 324 triệu USD năm 2010 và dự báo sẽ tăng lên 420 triệu USD năm 2013 với tăng trưởng kép hàng năm 6%. Phân khúc nước mắm không có thương hiệu, năm 2010 giá trị xấp xỉ phân khúc cao cấp, nhưng chiếm 60% tổng khối lượng bán ra trên toàn quốc. Thị trường mì được định giá 829 triệu USD năm 2010 và dự kiến tăng lên 1,1 tỷ USD năm 2013 với tăng trưởng kép hàng năm là 8%. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng phát triển của MSC là rất lớn.

Chúng tôi cho rằng trong năm 2012 MSC sẽ tiếp tục nâng cao biên lợi nhuận gộp ở tất cả các sản phẩm, nhất là với quy trình sản xuất nước mắm tự động giúp giảm bớt chi phí nhân công và hao hụt. Chúng tôi dự báo tỷ lệ lãi gộp sẽ tăng từ 43,3% năm 2011 lên 44,1% năm 2012, phản ánh tăng trưởng mạnh mẽ từ thị trường mì ăn liền với tỷ lệ lãi gộp là 30% so với 28% năm 2011.

Từ năm 2013 VCF sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của MSC khi mà nhà máy mới hoạt động hết công suất. Về sự hợp tác giữa VCF và MSC, chúng tôi cho rằng VCF sẽ hưởng lợi ngay lập tức từ kênh phân phối rộng khắp mà MSC đã xây dựng từ nhiều năm. Hiện tại VCF phân phối sản phẩm thông qua 120 nhà phân phối, tập trung mạnh vào thị trường miền Nam, với hơn 100 nhà phân phối tại khu vực này. Trong khi đó, MSC có hệ thống phân phối khá cân bằng với 60 nhà phân phối và hơn 60.000 điểm bán lẻ ở miền Bắc có thể giới thiệu sản phẩm của VCF. Chúng tôi cũng cho rằng việc mua lại VCF sẽ tạo bệ phóng cho MSC xâm nhập và cạnh tranh mạnh trên thị trường đồ uống.

Dự kiến nhà máy mới của VCF sẽ đi vào hoạt động Quý 4 năm 2012 với 25% công suất, tương đương 800 tấn/năm trong năm 2012. Điều này sẽ giúp hạn chế lượng nguyên liệu nhập khẩu và qua đó tăng biên lợi nhuận. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng lên 30% trong năm 2012, so với 25% trong năm 2011.

### **Công ty tài nguyên Masan**

Chúng tôi cho rằng MR sẽ không ghi nhận lợi nhuận từ lãi tiền gửi ngân hàng trong năm 2012 vì năm nay công ty phải chi mạnh tay cho công tác xây dựng nhà máy. Do đó chúng tôi không kỳ vọng thu nhập lãi như năm 2011, khi công ty vẫn chưa bỏ tiền mặt ra. Chúng tôi kỳ vọng giá tungsten sẽ tương đối ổn định do sự khan hiếm của sản phẩm này ngoài lãnh thổ Trung Quốc và cân đối cung-cầu hạn chế. Chúng tôi cho rằng Núi Pháo có tầm quan trọng chiến lược do chính sách hạn chế xuất khẩu của chính phủ Trung Quốc.

MR thông báo đã vay từ ngân hàng Standard Chartered 80 triệu USD và đang chuẩn bị xây dựng nhà máy. Chúng tôi dự kiến Núi Pháo sẽ bắt đầu chạy thử vào giữa năm 2013 và chính thức đi vào hoạt động trong quý 4 năm 2013. Năm 2014 Núi Pháo sẽ hoạt động với công suất tối đa và mang lại lợi nhuận đáng kể cho Tập đoàn.

### **Techcombank**

Với kết quả hoạt động đầy ấn tượng, đầu tư mạnh vào công nghệ, hệ thống ngân hàng rộng khắp và tính hiệu quả cao, TCB có nhiều lợi thế để giữ vững thành tích trong những năm tới. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng 11% YoY nhờ thu nhập từ phí tăng và lợi nhuận ròng của ngân hàng sẽ tăng 13% lên 3,556 tỷ đồng năm 2012.

Tăng trưởng lợi nhuận của TCB sẽ còn duy trì tốt nhờ thu nhập lãi ròng. Tuy nhiên, trong năm 2012 TCB có thể sẽ gặp khó khăn do việc tỷ lệ thu nhập lãi cận biên thấp đi. Chúng tôi dự báo con số này có thể giảm xuống 3,8% năm 2012 do lãi suất cho vay có thể giảm nhanh hơn chi phí vốn. Mức tăng trưởng tín dụng tối đa 17% NHNN cho phép thấp hơn so với mức tăng trưởng tín dụng trung bình trên dưới 20% mà các ngân hàng G12 đã đạt được trong năm 2011.

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng rủi ro sẽ tăng lên khoảng 954 tỷ đồng do nợ xấu của ngân hàng có thể lên đến 3% trong năm 2012. Tuy nhiên, bù lại ngân hàng đã áp dụng chính sách theo đó các khoản vay đều có tài sản đảm bảo là 260% giá trị khoản vay, nhờ vậy giảm bớt ảnh hưởng của nợ xấu lên giá trị ghi sổ của ngân hàng.

Thu nhập từ dịch vụ cũng là một nhân tố đóng góp đáng kể trong năm 2012. Chúng tôi dự báo khoản thu này sẽ tăng 30% với việc mở thêm các chi nhánh và các cây ATM cũng như việc tập trung vào mảng bán lẻ.

**Hình 6: Dự báo lợi nhuận của Techcombank**

Lợi nhuận (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012F	2013F
<b>Thu nhập ròng sau thuế</b>	<b>2.500</b>	<b>3.184</b>	<b>6.833</b>	<b>6.956</b>	<b>7.922</b>
<b>Thu nhập ròng từ dịch vụ</b>	<b>641</b>	<b>930</b>	<b>1.209</b>	<b>1.495</b>	<b>1.846</b>
<b>Tổng thu nhập từ hoạt động</b>	<b>3.918</b>	<b>4.719</b>	<b>7.974</b>	<b>8.859</b>	<b>10.212</b>
Chi phí hoạt động	(1.184)	(1.588)	(2.847)	(3.163)	(3.646)
<b>Lợi nhuận trước trích lập dự phòng</b>	<b>2.734</b>	<b>3.131</b>	<b>5.127</b>	<b>5.696</b>	<b>6.566</b>
Chi phí trích lập dự phòng	(481)	(388)	(944)	(954)	(-1.027)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.253</b>	<b>2.744</b>	<b>4.183</b>	<b>4.742</b>	<b>5.539</b>
Thuế thu nhập	(553)	(671)	(1.046)	(1.185)	(1.385)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.700</b>	<b>2.073</b>	<b>3.137</b>	<b>3.556</b>	<b>4.154</b>

Nguồn: Techcombank, ước tính của VCSC

## Định giá Tập đoàn Masan

Chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để tính giá mục tiêu, theo đó định giá các mảng kinh doanh chính của Masan được thực hiện riêng biệt. Chúng tôi cho rằng phương pháp định giá này khá thận trọng và chưa phản ánh được khoảng giá trị gia tăng thông qua các thương vụ M&A nếu có.

Chúng tôi chỉ tính tăng trưởng hữu cơ từ các danh mục sản phẩm hiện tại của công ty, và tin rằng mức giá dự báo hiện tại khá hấp dẫn trên cơ sở tiềm năng tăng trưởng từ các thương vụ M&A, việc tung ra các sản phẩm mới và khai thác thành công nguồn tài nguyên tại Núi Pháo. Trên cơ sở nguồn tiền mặt dồi dào của công ty, chúng tôi tin rằng các thương vụ M&A sẽ mở đường cho Tập đoàn tiếp tục phát triển mạnh mẽ.

- Công ty hàng tiêu dùng Masan:** Chúng tôi định giá Công ty hàng tiêu dùng Masan với mô hình định giá DCF 10 năm cho đến năm 2021 để phản ánh tốt hơn tiềm năng phát triển của công ty. Theo tính toán của chúng tôi, giá trị của MSC là 49.101 tỷ đồng, tương đương 2,34 tỷ USD, trong đó 37.563 tỷ đồng, tương đương 1,79 tỷ USD sẽ đóng góp cho Tập đoàn.
- Ngân hàng TMCP Techcombank:** Sau khi xem xét một cách thận trọng tình hình kinh tế vĩ mô, các khó khăn của hệ thống ngân hàng và kết quả hoạt động của TCB trong ba quý đầu năm, chúng tôi đưa ra con số dự báo khá khiêm tốn là 11.800 tỷ đồng cho giá trị ghi sổ sách của ngân hàng năm 2011. Tuy nhiên, nhờ hoạt động hiệu quả trong Quý 4, giá trị ghi sổ của TCB tăng mạnh lên 15.666 tỷ đồng vào cuối năm tài chính 2011. Với kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục phát triển tốt, chúng tôi ước lượng giá trị ghi sổ của TCB sẽ đạt 18.428 tỷ đồng vào cuối năm tài chính 2012, cao hơn 48% so với dự báo trước của chúng tôi.

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

- Công ty tài nguyên Masan:** chúng tôi tính cả trữ lượng xác định lẫn trữ lượng có khả năng khi định giá lượng khoáng sản với mức độ tin tưởng tương ứng như sau: 90% tin tưởng đối với trữ lượng xác định và 50% tin tưởng đối với trữ lượng có khả năng. Áp dụng giá bán ngày 26/03/2012, chúng tôi định giá MR là 18.679 tỷ đồng, tương đương 890 triệu USD.

Chúng tôi muốn nhấn mạnh là MSN là sẽ tăng trưởng mạnh mẽ khi dự án Núi Pháo hoạt động hết công suất và mang lại nguồn tiền mặt đáng kể. Chúng tôi ước tính MSN đang được giao dịch ở mức 24,1 lần lợi nhuận pha loãng dự phóng 2012 là 3.413 đồng, 13,9 lần lợi nhuận dự phóng pha loãng năm 2013 là 5.945 đồng, và 6,9 lần lợi nhuận dự phóng pha loãng năm 2014 là 11.965 đồng. Chúng tôi cũng cho rằng chỉ báo P/E này bị thổi phồng do dự án Núi Pháo chưa đem lại lợi nhuận trong khi thị trường đã phản ánh kỳ vọng về Núi Pháo vào giá cổ phiếu. Nếu loại trừ khoản định giá Núi Pháo là 890 triệu USD khỏi tổng vốn hóa thị trường hiện tại, cổ phiếu MSN đang giao dịch ở mức hợp lý hơn hẳn là 15,6 lần lợi nhuận dự phóng năm 2012.

Hình 7: Định giá SoTP - cơ bản

(tỷ đồng)	Phương pháp	Định giá	Cổ phần của MSN	Giá trị của MSN
<b>MSC</b>	DCF	49.101	76,5%	37.563
<b>TCB</b>	P/B	27.642	30,8%	8.514
<b>MR</b>	NPV	18.679	80,0%	14.943
<b>VCF</b>	EV/EBITDA	4.446	50,1%	2.227
<b>Tổng cộng</b>				<b>63.247</b>
Tiền mặt ròng				240
<b>Giá trị vốn cổ đông</b>				<b>63.487</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành				515.272.269
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>				<b>123.211</b>

Nguồn: VCSC

Theo tính toán của chúng tôi, giá trị cổ phiếu pha loãng của MSN là 88.136 đồng, giả sử các khoản nợ chuyển đổi sẽ được chuyển đổi cho đến năm 2016. Tiền mặt ròng sẽ tăng lên khoảng 9.114 tỷ đồng sau khi các công cụ nợ này được chuyển đổi.

Hình 8: Định giá SoTP – pha loãng hoàn toàn

(Tỷ đồng)	Phương pháp	Định giá	Cổ phần của MSN	Giá trị của MSN
<b>MSC</b>	DCF	54.778	76,5%	41.905
<b>TCB</b>	P/B	27.642	30,8%	8.514
<b>MR</b>	NPV	18.679	80,0%	14.943
<b>VCF</b>	EV/EBITDA	4.446	50,1%	2.227
<b>Tổng cộng</b>				<b>63.247</b>
Tiền mặt ròng				9.114
<b>Equity Value</b>				<b>72.361</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành				821.017.103
<b>Giá trị cổ phiếu (VND)</b>				<b>88.136</b>

Nguồn: VCSC

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

Hình 9: Dự báo lợi nhuận của các công ty con

(Tỷ đồng)	2012F	2013F	2014F
<b>MSC</b>	2.790	3.457	4.589
Đóng góp vào MSN 76.5%	2.134	2.644	3.510
<b>TCB</b>	3.556	4.154	5.600
Đóng góp vào MSN 30.8% minus amortization of goodwill	519	703	1.149
<b>MR</b>	-	1.644	6.081
Đóng góp vào MSN 80%	-	1.315	4.864
<b>VCF</b>	296	435	599
Đóng góp vào MSN 50.1%	149	218	300
<b>MSN GROUP</b>	<b>2.802</b>	<b>4.881</b>	<b>9.824</b>
EPS pha loãng	3.413	5.945	11.965
<b>P/E pha loãng tại giá thị trường</b>	<b>24,1</b>	<b>13,9</b>	<b>6,9</b>

Nguồn: VCSC

## 1. Định giá Công ty hàng tiêu dùng Masan

Chúng tôi định giá Công ty hàng tiêu dùng Masan bằng mô hình định giá DCF 10 năm cho đến năm 2012 để phản ánh tốt hơn tiềm năng phát triển của công ty. Chúng tôi sử dụng: tỷ lệ bảo hiểm rủi ro thị trường 11% và lãi suất phi rủi ro 11,5%, dẫn đến chi phí vốn bình quân WACC là 19,2%. Theo tính toán của chúng tôi, giá trị của MSC là 49.101 tỷ đồng, tương đương 2,34 tỷ USD trong đó có 37.563 tỷ đồng, tương đương 1,79 tỷ USD đóng góp cho Tập đoàn.

Hình 10: Định giá dòng tiền chiết khấu của MSC

VND bn	2012F	2013F	2014F	2015F	2021F
EBIT	3.673	4.608	5.845	7.328	20.389
Trừ: thuế	-510	-640	-812	-1.018	-5.097
Cộng: khấu hao	158	197	248	304	704
Trừ: đầu tư XDCB	-90	-112	-141	-173	-401
Cộng: $\Delta$ vốn lưu động	210	95	127	138	164
<b>FCFF</b>	<b>3.440</b>	<b>4.148</b>	<b>5.267</b>	<b>6.579</b>	<b>15.760</b>
PV	2.912	2.918	3.065	3.160	2.519

Hình 11: Các giả định khi định giá Công ty hàng tiêu dùng Masan

Beta	1,0	Giá trị cuối cùng (tỷ đồng)	92.039
Rủi ro thị trường	11,0%	Giá trị hiện tại	14.714
Phi rủi ro	11,5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền thuần	29.756
Chi phí vốn cổ phần	22,5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền và giá trị cuối cùng	44.469
Chi phí nợ	15,0%	Cộng: tiền mặt & các khoản đầu tư ngắn hạn	8.967
Thuế	25,0%	Trừ: Nợ	4.335
WACC	19,2%	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>49.101</b>

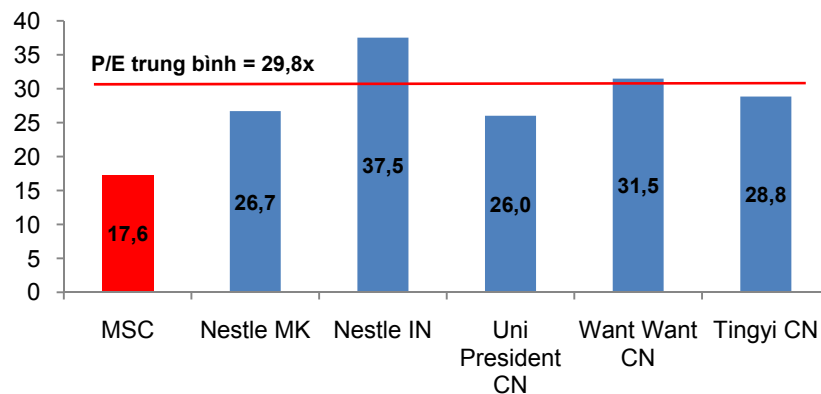
Giá trị vốn CSH là 49.101 tỷ đồng tương ứng với P/E là 17,6 lần lợi nhuận ước đạt 2.790 tỷ đồng trong năm 2012. Chúng tôi cho rằng những công ty có thể so sánh với MSC đều là các công ty ngoài lãnh thổ Việt Nam, nhờ vị trí dẫn đầu thị trường, các nhà đầu tư lớn,

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

nguồn vốn dài hạn, và khả năng thu hút nguồn nhân lực chất lượng quốc tế. Vì vậy, chúng tôi cho rằng kết quả định giá theo dòng tiền thuần của chúng tôi là khá thận trọng, và MSC có tiềm năng vượt lên ngang hàng các đối thủ quốc tế, hiện đang giao dịch ở mức 30 lần lợi nhuận dự phóng 2012.

Mã	Tên công ty	Mkt Cap	ROE	P/E 2011	P/E 2012F
NESZ MK Equity	Nestle Malaysia	4.289	72,8	28,9	26,7
NEST IN Equity	Nestle India	8.526	90,3	41,1	37,5
220 HK Equity	Uni-President China	2.424	7,9	43,4	26,0
151 HK Equity	Want Want China	14.284	34,9	31,5	N/A
322 HK Equity	Tingyi	15.874	21,4	40,5	28,8
<b>Trung bình</b>		<b>6.378</b>	<b>34,8</b>	<b>31,3</b>	<b>29,8</b>

Hình 12: So sánh với một số công ty khác trong khu vực 2012F P/E



Nguồn: Bloomberg

## 2. Định giá nguồn tài nguyên của Masan

Khi ước lượng trữ lượng tài nguyên của mỏ Núi Pháo, chúng tôi tính cả 23 triệu tấn trữ lượng xác định với xác suất 90% và 32 triệu tấn trữ lượng có khả năng với xác suất 50%. Do đó xác suất định giá cao hơn thực tế là khá thấp. Giá bán chúng tôi sử dụng dựa trên giá ngày 26/03/2012 do hiện nay thị trường khoáng sản đang mất cân bằng giữa cung-cầu, giá cả có triển vọng sẽ tăng. Chúng tôi tính giá trị hiện tại thuần của mỏ là 890 triệu USD.

Hình 13: Sản lượng hàng năm (tấn)

	Ore	WO <sub>3</sub>	CaF <sub>2</sub>	Bi	Cu	Au (g/t)
	Nghìn tấn	%	%	%	%	%
Xác định	23.515	0,262	8,57	0,112	0,232	0,269
Có khả năng	31.910	0,173	8,38	0,083	0,154	0,163
<b>Total</b>	<b>55.425</b>	<b>0,211</b>	<b>8,46</b>	<b>0,095</b>	<b>0,187</b>	<b>0,208</b>
<b>Sản lượng hàng năm</b>		<b>5,191</b>	<b>196,921</b>	<b>2,309</b>	<b>4,604</b>	<b>0.00518</b>

Nguồn: MSN, ước tính của VCSC

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

	Sản lượng (tấn)	Giá (USD/ton)	Doanh thu (USD)
Tungsten - WO3	5.191	43.700	226.831.733
Bismuth - Bi	2.038	24.333	56.188.359
Fluorspa - CaF2	196.921	550	108.306.720
Đồng	4.604	8.756	40.313.872
Vàng* (oz, USD/oz)	166	1.677	278.169
<b>Tổng cộng</b>			<b>431.918.852</b>

(triệu USD)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY28
Doanh thu				108	432	441	449	570
Opex				21	84	85	85	110
<b>EBITDA</b>				<b>87</b>	<b>348</b>	<b>355</b>	<b>364</b>	<b>460</b>
(-) D&A				(9)	(35)	(35)	(35)	(35)
(-) Lãi vay				-	22	18	15	-
(-) Gốc				-	(45)	(45)	(45)	-
<b>EBT</b>				<b>78</b>	<b>290</b>	<b>293</b>	<b>298</b>	<b>424</b>
(-) Tax				-	-	-	(75)	(106)
<b>Lợi nhuận ròng</b>				<b>78</b>	<b>290</b>	<b>293</b>	<b>224</b>	<b>318</b>
(+) Khấu hao				9	35	35	35	35
(-) Chi phí đầu tư XDCB	(133)	(80)	(350)					
(+) Vay nợ		192	80					
(+) Tiền mặt từ Mount Kellette		100						
<b>Dòng tiền</b>	<b>(133)</b>	<b>212</b>	<b>(270)</b>	<b>87</b>	<b>325</b>	<b>328</b>	<b>259</b>	<b>353</b>
<b>NPV (USDmn)</b>		<b>890</b>						

### 3. Định giá Ngân hàng TMCP Techcombank

Chúng tôi áp dụng tỷ số giá/giá trị sổ sách của các ngân hàng lớn trong nhóm G8 để định giá Techcombank. Dự báo ngân hàng sẽ đạt lợi nhuận sau thuế là 3.556 tỷ đồng, tăng 20% về tài sản và 17% về tín dụng. Với những dự báo này, giá trị sổ sách của Techcombank vào cuối năm 2012 sẽ vào khoảng 18.428 tỷ đồng.

Hình 14: P/B của ngành ngân hàng



Nguồn: Bloomberg

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

Áp dụng phương pháp so sách chỉ số PB với giá trị PB trung bình cho toàn ngành ngân hàng là 1,5x trong năm tài chính 2012, giá trị sổ sách của Techcombank là 18.428 tỷ đồng, chúng tôi ước tính giá trị vốn chủ sở hữu của ngân hàng là 27.642 tỷ đồng.

**Hình 15: Các ngân hàng có cùng vị thế với Ngân hàng TMCP Techcombank**

	Giá thị trường @ 05/04/12	FY12 BVPS	FY12 PB Forward
	VND	VND	(x)
HSX: VCB	29.000	18.607	1,6
HSX: CTG	22.000	13.317	1,7
HNX: ACB	25.000	15.862	1,6
HSX: EIB	17.700	16.114	1,1
HSX: STB	23.100	13.021	1,7
<b>Trung bình</b>			<b>1,5</b>

Nguồn: Techcombank, ước tính của VCSC

#### 4. Định giá VCF

Dùng phương pháp EV/EBITDA, chúng tôi định giá VCF là 4.446 tỷ đồng, tương ứng lợi ích kinh tế cho MSN là 2.227 tỷ đồng. Việc định giá VCF được dựa trên EBITDA là 367 tỷ đồng năm 2012 và tỷ lệ EV/EBITA trung bình của ngành là 11,29x.

**Hình 16: So sánh định giá VCF**

Công ty	Quốc gia	Mkt Cap (USD mn)	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
Indofood Sukses	Indonesia	4.804	14,4	2,3	6,8	21,9
Nestle	Malaysia	4.341	28,7	23,3	19,6	72,7
Tata Global	Ấn Độ	1.438	28,2	1,8	14,3	6,6
Mayora Indah	Indonesia	1.275	28,2	5,4	16,1	27,1
Super Group	Singapore	726	14,7	2,6	12,0	19,2
Biz Branz	Singapore	105	11,4	1,4	4,3	12,6
CCL Products	Ấn Độ	39	7,6	0,9	5,7	12,4
<b>Trung bình</b>		<b>1.818</b>	<b>19,0</b>	<b>5,4</b>	<b>11,3</b>	<b>24,6</b>

Nguồn: Bloomberg

**Hình 17: Định giá VCF bằng phương pháp EV/EBITDA**

	Tỷ đồng
EBITDA 2012F	367
EV/EBITDA Multiple (x)	11,29
EV	4.148
Cộng: tiền mặt	298
Trừ: nợ	-
<b>Giá trị cổ phần</b>	<b>4.446</b>
Cổ phần của MSN	50,1%
<b>Giá trị MSN đóng góp</b>	<b>2.227</b>

Nguồn: VCSC estimates

## Rủi ro cho mô hình định giá

**Rủi ro về chính sách.** Theo Chỉ thị 02/CT-TTg ban hành ngày 19/01/2012, chính phủ áp dụng nhiều chính sách thắt chặt đối với ngành công nghiệp khai khoáng. Một số loại quặng không được xuất khẩu, bao gồm quặng thép, titan, chì, kẽm, chromite, vàng và đồng. Chúng tôi được biết Công ty tài nguyên Masan hiện đang bán đồng trên thị trường trong nước. Tuy nhiên, những thay đổi trong quy định về khai khoáng trong tương lai có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty.

# CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (HSX: MSN) NĂM GIỮ

Chúng tôi, Giang Hoàng và Phong Nguyễn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

### Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cấp cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thủy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Lương Thị Kim Chi, ext 145

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
28/07/2011	NĂM GIỮ	VND92.500	VND97.500
18/11/2009	NĂM GIỮ	VND41.000	VND44.000

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.