

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

KHẢ QUAN

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

Cập nhật Đa ngành nghề

Giá mục tiêu	100.000
Giá hiện tại	84.500
Cổ tức bằng tiền mặt	0%
TL tăng	18,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng lợi nhuận	18,3%

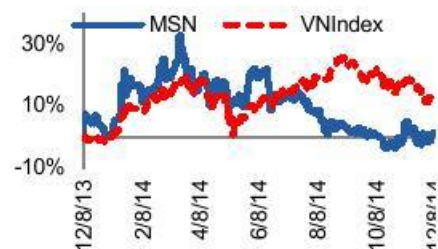
Các chỉ số chính	
Giá trị vốn hóa USD	2.926,5 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	1,2 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	34,6%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	746,4 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	746,4 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	113.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	74.000

Cơ cấu cổ đông	
CTCP Tập đoàn Masan	34,0%
CT TNHH Hoa Hường Dương	13,6%
Quý Hoa Phong Lan	10,7%
Khác	41,7%

Thuộc danh mục
Chỉ số VNI và VN30
Quý ETF FTSE và Van Eck

Mô tả công ty
CTCP Tập đoàn Masan (HSX:MSN) được thành lập và niêm yết trên sàn HSX vào cuối năm 2009 bởi Tiến sĩ Nguyễn Đăng Quang (Chủ tịch HĐQT). Trước đó, MSN đã trải qua đợt tái cơ cấu từ một nhóm nhiều công ty trở thành bảy đơn vị hoạt động ở ba lĩnh vực chính, bao gồm hàng tiêu dùng, tài chính và khai khoáng. MSN hiện nắm giữ 77,3% cổ phần của CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (Masan Consumer), 30,4% cổ phần của Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank) và 74,2% cổ phần của CTCP Tài Nguyên Masan (Masan Resources).

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu MSN so với chỉ số VNI



Tập trung phát triển ngành hàng tiêu dùng

Chúng tôi phát hành báo cáo cập nhật dành cho MSN với khuyến nghị **KHẢ QUAN** do chúng tôi tin tưởng vào một giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ của CTCP Hàng Tiêu dùng Masan (Masan Consumer, MSC), tiềm năng tăng giá cổ phiếu từ các thương vụ M&A trong lĩnh vực hàng tiêu dùng; bên cạnh đó, chúng tôi nâng định giá đối với mô Núi Pháo cũng như Ngân hàng Techcombank vì những yếu tố cơ bản của các tài sản này đang cải thiện. Chúng tôi lưu ý rằng định giá mới dành cho MSN của chúng tôi đã phản ánh việc giảm 3% lãi suất phi rủi ro xuống mức 5,5% để phù hợp với lợi suất trái phiếu hiện hành.

Chúng tôi thay đổi dự báo doanh thu, LNST, LNST pro-forma năm 2014 lần lượt là 17.765 tỷ đồng, 362 tỷ đồng, 1.401 tỷ đồng (lần lượt tăng 49%, giảm 16%, tăng 16% so với năm 2013) so với dự báo trước đó lần lượt là 20.763 tỷ đồng, 1.264 tỷ đồng, 2.362 tỷ đồng, do chúng tôi điều chỉnh giảm 11% doanh thu của lĩnh vực hàng tiêu dùng xuống 14.658 tỷ đồng và giảm 28% doanh thu của mô Núi Pháo xuống 3.107 tỷ đồng.

Doanh thu của lĩnh vực hàng tiêu dùng giảm 2% trong Quý 3/2014 so với Quý 3/2013, tăng 18% trong 9 tháng đầu năm 2014 so với 9 tháng đầu năm 2013 - CTCP VinaCafé Biên Hòa (HSX: VCF) vẫn tăng trưởng mạnh 20% so với quý 3 năm 2013 nhưng nhóm gia vị giảm 7-8% so với Quý 3/2013 theo ước tính của chúng tôi, nguyên nhân là vì MSN đã thực hiện tái cơ cấu danh mục sản phẩm trong bối cảnh sức tiêu thụ ngành hàng tiêu dùng nhanh có mức tăng trưởng thấp (tăng 3,4% so với Quý 3/2013). Trong 9 tháng đầu năm 2014, cả ba nhóm hàng của MSC đều đạt mức tăng trưởng dương.

Núi Pháo ghi nhận khoản lợi nhuận đầu tiên 15 tỷ đồng trong Quý 3/2014. MSN cho biết mô Núi Pháo có thể đạt trạng thái hoạt động tối ưu trong một vài tháng tới, và chúng tôi ước tính mô này sẽ tạo ra được 301 triệu USD doanh thu và 146 triệu USD EBITDA trong năm 2015, so với nhận định mà chúng tôi đưa ra trước đó lần lượt là 353 triệu USD và 173 triệu USD. Giá kim loại giảm là một trong những nguyên nhân chính khiến chúng tôi điều chỉnh dự báo này.

Thực hiện thành công các thương vụ M&A trong lĩnh vực hàng tiêu dùng là một yếu tố tăng giá cổ phiếu tiềm năng. MSN đã chào mua công khai 49% cổ phần của CTCP Thực phẩm Cholimex (Cholimex). Ngoài ra, MSN cũng vừa huy động được 2.100 tỷ đồng để đầu tư vào các doanh nghiệp hàng tiêu dùng thông qua đợt phát hành trái phiếu kỳ hạn 10 năm, lãi suất 8%/năm do tổ chức Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF) bảo lãnh.

Phân tích của chúng tôi cho thấy Ngân hàng Techcombank đang có nhiều sự cải thiện đáng kể (xem trang 19), về mặt bảng cân đối kế toán cũng như khả năng sinh lời. Do đó, chúng tôi nâng mức PBR mục tiêu cho ngân hàng này từ 1,0 lần lên 1,2 lần.

Key Financial Metrics	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
Doanh thu (tỷ đồng)	10.389	11.943	17.765	24.771	29.786
LN từ hoạt động (tỷ đồng)	2.158	2.084	3.079	5.918	7.548
Biên LN từ hoạt động (%)	20,8%	17,4%	17,3%	23,9%	25,3%
LN ròng sau thuế theo VAS (tỷ đồng)	1.261	430	362	2.313	4.309
EPS pha loãng theo VAS (đồng)	1.596	523	486	3.099	5.774
Tăng trưởng EPS (%)	-36,3%	-67,2%	-7,2%	538,2%	86,3%
EPS pro-forma (đồng)	2.435	1.467	1.878	4.514	7.192
Tăng trưởng EPS pro-forma (%)	-24,7%	-39,8%	41,1%	140,4%	59,3%
EV/EBITDA	27,7	29,9	16,1	9,7	7,6
Giá CP / dòng tiền từ HĐ, theo giá TT	23,5	175,0	20,3	10,1	7,4
PER pro-forma, theo giá TT	34,1	56,6	43,9	18,3	11,5
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	5,5	4,8	5,9	5,1	4,0
ROA (%)	5,4%	3,0%	2,4%	6,8%	11,0%
ROE (%)	9,5%	6,0%	4,9%	14,4%	20,0%
Nợ/CSH (lần)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,3

Ghi chú: LN ròng sau thuế = Lợi nhuận ròng sau khi trừ thuế và lợi ích CĐTS

Báo cáo Tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
KQLN					
Doanh thu thuần	10.389	11.943	17.765	24.771	29.786
- Giá vốn hàng bán	-6.179	-6.942	-10.886	-13.823	-16.314
Lợi nhuận gộp	4.210	5.000	6.879	10.949	13.472
- Chi phí bán hàng	-1.325	-1.982	-2.943	-3.904	-4.621
- Chi phí quản lí DN	-728	-935	-856	-1.127	-1.302
LN thuần HĐKD	2.158	2.084	3.079	5.918	7.548
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	8	24	35	49	59
- Lợi nhuận khác	602	311	227	510	888
EBIT	2.768	2.418	3.341	6.476	8.496
- Chi phí lãi vay	-279	-403	-1.552	-2.003	-1.295
Lợi nhuận trước thuế	2.489	2.015	1.789	4.474	7.201
- Thuế TNDN	-526	-718	-655	-897	-1.286
LNST	1.963	1.297	1.134	3.576	5.915
- Lợi ích CĐTS	-702	-868	-771	-1.263	-1.606
LNST cổ đông CT Mẹ	1.261	430	362	2.313	4.309
EBITDA	2.820	2.617	4.866	8.060	10.222
SL CP lưu hành (triệu)	710	730	746	746	746
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	790	821	746	746	746
EPS	1.776	588	486	3.099	5.774
EPS pha loãng hoàn toàn	1.596	523	486	3.099	5.774

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	47.2%	14.9%	48.8%	39.4%	20.2%
Tăng trưởng LN HĐKD	31.4%	-3.4%	47.8%	92.2%	27.6%
Tăng trưởng EBIT	-13.1%	-12.6%	38.1%	93.9%	31.2%
Tăng trưởng EPS	-36.3%	-67.2%	-7.2%	538.2%	86.3%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	40.5%	41.9%	38.7%	44.2%	45.2%
Biên LN từ HĐ %	20.8%	17.4%	17.3%	23.9%	25.3%
EBIT %	24.0%	16.9%	18.8%	26.1%	28.5%
EBITDA %	27.1%	21.9%	27.4%	32.5%	34.3%
Biên LN ròng %	12.1%	3.6%	2.0%	9.3%	14.5%
ROE %	9.5%	6.0%	4.9%	14.4%	20.0%
ROA %	5.4%	3.0%	2.4%	6.8%	11.0%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	34.8	43.0	47.9	53.6	55.4
Số ngày phải thu	5.5	7.2	13.6	17.2	18.3
Số ngày phải trả	41.3	50.4	41.0	45.0	46.5
TG luân chuyển tiền	-1.0	-0.2	20.5	25.8	27.2
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1.9	1.1	2.0	1.1	1.8
CS thanh toán nhanh	1.8	1.0	1.8	1.0	1.6
CS thanh toán tiền mặt	1.2	0.6	1.2	0.7	0.9
Nợ/Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2
Nợ/Vốn sử dụng	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3
Nợ/Vốn CSH	0.7	0.8	0.9	0.8	0.3
Khả năng thanh toán lãi vay	9.9	6.0	2.2	3.2	6.6

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	5.719	5.699	9.267	11.634	9.106
Đầu tư TC ngắn hạn	1.841	3.287	2.500	3.500	4.500
Các khoản phải thu	121	350	973	1.357	1.632
Hàng tồn kho	564	1.070	1.789	2.272	2.682
TS ngắn hạn	977	793	793	793	793
Tổng TS ngắn hạn	9.221	11.199	15.323	19.557	18.713
TS dài hạn (gộp)	17.487	22.568	23.127	25.273	26.146
- Khấu hao lũy kế	-493	-735	-2.561	-4.145	-5.872
TS dài hạn (ròng)	16.994	21.833	20.566	21.128	20.275
Đầu tư TC dài hạn	389	454	4	4	4
TS dài hạn khác	12.096	13.004	14.010	14.031	14.111
Tổng TS dài hạn	29.478	35.290	34.579	35.163	34.389
Tổng Tài sản	38.699	46.489	49.902	54.720	53.102
Phải trả ngắn hạn	974	942	1.502	1.908	2.252
Nợ ngắn hạn	1.793	6.636	2.570	10.883	2.076
Phải trả ngắn hạn khác	1.981	2.396	3.564	4.970	5.976
Nợ ngắn hạn	4.748	9.974	7.636	17.760	10.304
Vay và nợ dài hạn	12.647	12.067	18.011	9.128	9.052
Phải trả dài hạn khác	1.599	1.196	1.196	1.196	1.196
Tổng nợ dài hạn	14.247	13.263	19.207	10.324	10.248
Tổng nợ	18.995	23.238	26.843	28.084	20.552
Cổ phiếu ưu đãi	0		0	0	0
Thặng dư	7.999	9.602	9.602	9.602	9.602
Vốn cổ phần	6.873	7.349	7.358	7.358	7.358
Lợi nhuận giữ lại	-988	-2.004	-1.641	672	4.981
Lợi ích CĐTS	5.821	8.304	7.740	9.003	10.609
Vốn chủ sở hữu	19.704	23.252	23.059	26.635	32.550
Tổng cộng nguồn vốn	38.699	46.489	49.902	54.720	53.102

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
DÒNG TIỀN					
Tiền đầu năm	9.574	5.719	5.699	9.267	11.634
Lợi nhuận sau thuế	1.261	430	362	2.313	4.309
Khấu hao	350	520	1.518	1.584	1.727
Thay đổi vốn lưu động	398	-478	385	944	666
Điều chỉnh khác	787	-83	771	1.263	1.606
Tiền từ hoạt động KD	2.795	390	3.037	6.104	8.307
Chi mua sắm TSCĐ	-5.783	-4.078	-559	-2.146	-873
Đầu tư	-5.054	-782	539	-1.021	-1.080
Tiền từ HĐ đầu tư	-10.837	-4.860	-20	-3.167	-1.953
Cổ tức đã trả	-26	-15	0	0	0
Tăng (giảm) vốn	-1.516	-37	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	4.998	4.262	1.877	-570	-8.883
Tiền từ hoạt động TC	-11	-330	-1.335	0	0
Tổng lưu chuyển tiền tệ	4.187	4.450	551	-570	-8.883
Tiền cuối năm	3.855	-20	3.568	2.367	-2.528
Tiền đầu năm	5.719	5.699	9.267	11.634	9.106

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của MSN)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của MSN	Dự báo của VCSC
Doanh thu	2.715	4.124	3.994	NA	10.833	21.000	17.765
Lợi nhuận gộp	1.083	1.545	1.631	NA			
Biên LN gộp (%)	39,9%	37,5%	40,8%	NA			
LN từ hoạt động	216	566	731	NA			
Biên LN hoạt động (%)	7,9%	13,7%	18,3%	NA			
LN ròng	(107)	(227)	28	NA	(305)	2.132 (trước CDTS)	1.134
Biên LN ròng (%)	-3,9%	-5,5%	0,7%	NA			
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	1.534	2.736	3.235	4.437	11.943		
Lợi nhuận gộp	507	1.111	1.394	1.987	5.000		
Biên LN gộp (%)	33,1%	40,6%	43,1%	44,8%	41,9%		
LN từ hoạt động	-15	512	586	1.003	2.086		
Biên LN hoạt động (%)	-1,0%	18,7%	18,1%	22,6%	17,5%		
LN ròng	1	135	115	179	429		
Biên LN ròng (%)	0,0%	4,9%	3,5%	4,0%	3,6%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	1.538	2.524	2.673	3.654	10.389		
Lợi nhuận gộp	559	1.038	1.085	1.529	4.210		
Biên LN gộp (%)	36,4%	41,1%	40,6%	41,8%	40,5%		
LN từ hoạt động	222	542	510	927	2.200		
Biên LN hoạt động (%)	14,4%	21,5%	19,1%	25,4%	21,2%		
LN ròng	350	499	317	333	1.499		
Biên LN ròng (%)	22,8%	19,8%	11,9%	9,1%	14,4%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	1.326	1.513	1.407	2.811	7.057		
Lợi nhuận gộp	567	613	623	1.253	3.057		
Biên LN gộp (%)	42,8%	40,5%	44,3%	44,6%	43,3%		
LN từ hoạt động	348	306	310	696	1.660		
Biên LN hoạt động (%)	26,2%	20,2%	22,0%	24,8%	23,5%		
LN ròng	338	315	422	895	1.970		
Biên LN ròng (%)	25,5%	20,8%	30,0%	31,8%	27,9%		

Tổng quan dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra

	Thực tế năm 2013	Dự báo cũ cho 2014	Dự báo mới cho 2014	YoY % so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu(*)	11.939	20.763	17.765	48,8%	Ngành hàng tiêu dùng tăng 23% so với năm 2013 + đóng góp từ Núi Pháo
Gia vị	5.082	5.709	5.633	10,8%	Tốc độ tăng trưởng phù hợp với ngành
Thực phẩm tiện lợi	4.192	6.900	5.148	22,7%	Tăng thị phần mì ăn liền + thực phẩm đóng gói nhờ các sản phẩm tung ra trong năm 2013
Đồ uống	2.121	3.230	3.230	52,3%	VinaCafé (HSX:VCF) tăng trưởng mạnh + tung ra các sản phẩm mới
SP hàng tiêu dùng khác	540	594	648	20,0%	Tốc độ tăng trưởng nhanh của sp bột ngũ cốc và + xuất khẩu
Núi Pháo	0	4.330	3.107	NA	Tiến độ Núi Pháo chậm hơn so với kỳ vọng
LN gộp(*)	4.866	8.129	6.879		
Gia vị	2.721	3.260	3.065		
Thực phẩm tiện lợi	1.385	2.346	1.771		
Đồ uống	696	1.151	1.151		
SP hàng tiêu dùng khác	194	214	259		
Núi Pháo	0	1.159	633		
Chi phí bán hàng	-1.982	-3.278	-2.943		
Chi phí quản lý DN	-935	-1.107	-856		
LN từ hoạt động	2.084	3.744	3.079		
LN ngoài hoạt động	335	571	262		
EBIT	2.418	4.314	3.341		
Chi phí lãi vay	-403	-1.495	-1.552		
LN trước thuế	2.015	2.819	1.789		
LN sau thuế	1.297	2.054	1.134		
LN ròng sau thuế (sau lợi ích CĐTS)	430	1.264	362		
EBITDA	2.617	6.344	4.866		
<i>Biên LN gộp % (*)</i>					
<i>Gia vị %</i>	53,5%	57,1%	54,4%		Biên LN gộp tiếp tục cải thiện
<i>Thực phẩm tiện lợi %</i>	33,0%	35,0%	34,4%		
<i>Đồ uống %</i>	32,8%	35,6%	35,6%		Biên LN gộp của cà phê và các sp đồ uống cải thiện
<i>Khác (%)</i>	36,0%	36,0%	40,0%		Biên LN gộp của bột ngũ cốc cải thiện
<i>Núi Pháo (%)</i>	NA	27,0%	20,4%		Điều chỉnh giảm doanh thu
<i>Chi phí bán hàng/doanh thu (%)</i>	16,6%	15,8%	16,6%		Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của MSC đạt 18,5%
<i>Chi phí quản lý DN/doanh thu (%)</i>	7,8%	5,3%	4,8%		
<i>Biên LN từ hoạt động %</i>	17,4%	18,0%	17,3%		
<i>Biên EBIT %</i>	20,2%	20,8%	18,8%		
<i>Biên EBITDA %</i>	21,9%	30,6%	27,4%		
<i>Biên LN ròng sau thuế %</i>	3,6%	6,1%	2,0%		
<i>Thuế suất thực tế %</i>	35,6%	27,1%	36,6%		Lỗ của Núi Pháo được kết chuyển qua các năm sau

Nội dung báo cáo

Sơ lược về Công ty.....	7
Quý 3/2014 – Doanh thu ngành hàng tiêu dùng đi ngang, Núi Pháo ghi nhận khoản lợi nhuận đầu tiên	8
KQLN Quý 3/2014 thấp hơn so với dự báo do doanh thu ngành hàng tiêu dùng đi ngang và tiến độ của Núi Pháo chậm hơn dự kiến	8
Doanh thu ngành hàng tiêu dùng giảm 2,2% so với Quý 3/2013 do MSN thực hiện tái cơ cấu danh mục sản phẩm và sức tiêu thụ nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) yếu, nhưng vẫn tăng 18,0% trong 9T2014 so với 9T2013.....	8
Núi Pháo có khoản lợi nhuận đầu tiên trong Quý 3/2014.....	11
LNST của các công ty liên kết – TCB tăng 60%, Proconco tăng 11% so với 9T2013	11
Tại sao LN của Masan Consumer chưa hoàn toàn chuyển thành LN của Tập đoàn Masan? .	12
Hiệu quả của mô Núi Pháo cải thiện là yếu tố quan trọng thúc đẩy KQLN của tập đoàn	12
Điều chỉnh dự báo KQLN năm 2014	12
Dự báo KQLN năm 2015 – LN tăng trưởng mạnh	13
Các thương vụ M&A thành công trong tương lai là yếu tố tăng giá cổ phiếu tiềm năng	13
Cholimex là một thương vụ đầu tư tốt	14
Định giá.....	15
Giá mục tiêu được điều chỉnh xuống 100.000 đồng/cổ phiếu	15
Phân tích độ nhạy của Núi Pháo	16
Việc MSC mua lại 18 triệu cổ phiếu quỹ tạo ra giá trị cho cổ đông của MSN	17
TCB - nhìn chung mọi thứ đang đi đúng hướng nhưng quy mô của các tài sản tồn đọng cần thời gian để giải quyết	18
Lịch sử khuyến nghị.....	22

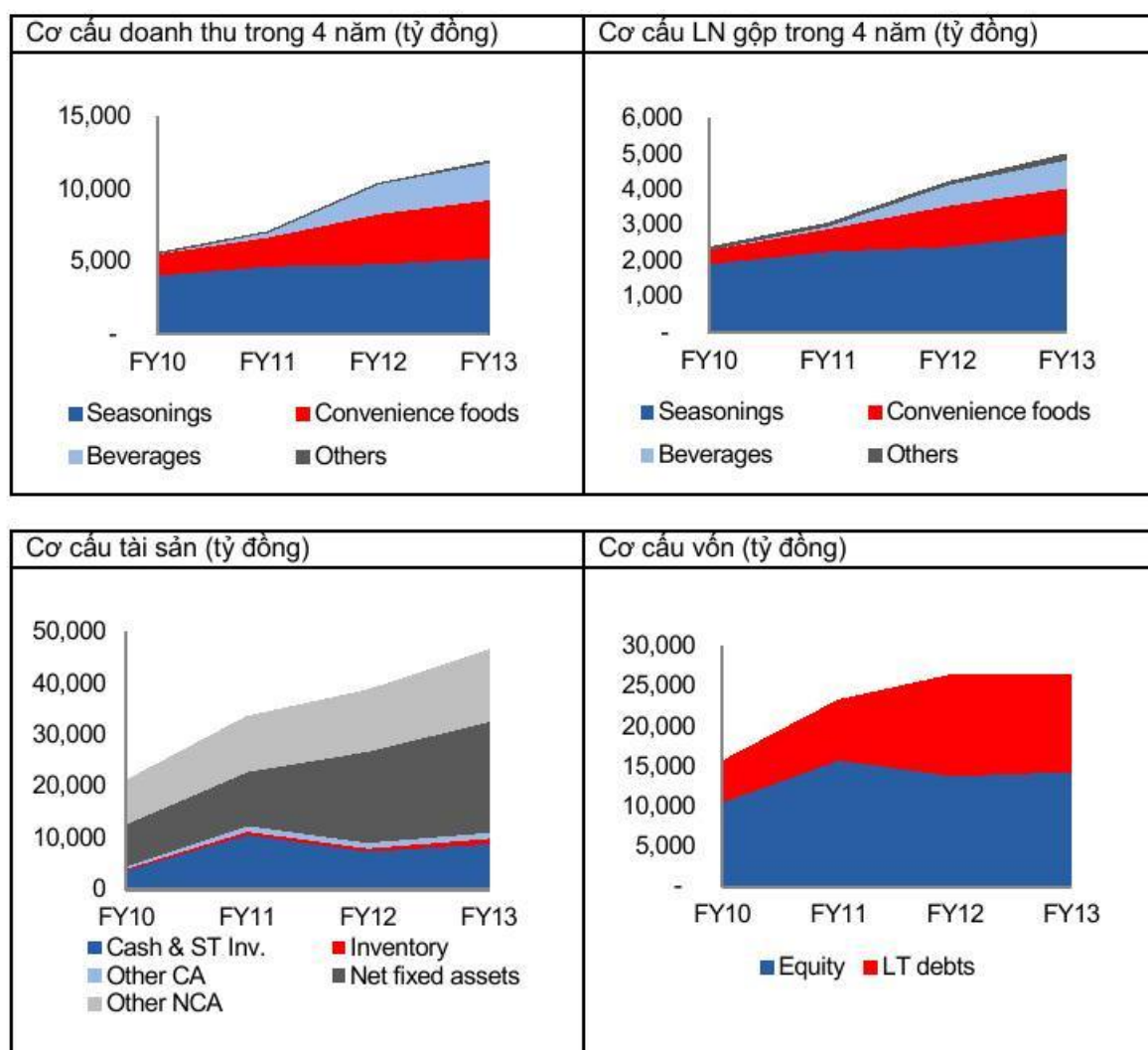
Bảng và hình ảnh

Hình 1: Một số chỉ báo công ty	7
Hình 2: Cơ cấu doanh thu ngành hàng tiêu dùng trong 9 tháng đầu năm 2014	8
Hình 3: Các sản phẩm mới được tung ra trong Quý 3/2014	9
Hình 4: Tăng trưởng của nhóm FMCG tại Việt Nam qua các năm	9
Hình 5: KQLN pro-forma của Núi Pháo qua các quý	11
Hình 6: Cơ cấu LN được chia từ các công ty liên kết trong 9T2014 & 9T2013	11
Hình 7: Tổng quan dự báo KQLN của MSN do VCSC đưa ra trong năm 2014 và 2015	13
Hình 8: Một số sản phẩm của Cholimex	15
Hình 9: Doanh thu và LNTT của Cholimex (tỷ đồng)	15
Hình 10: Tổng kết kết quả định giá	16
Hình 11: Tổng kết phân tích độ nhạy của Núi Pháo	16
Hình 12: Giá kim loại bình quân giá định qua vòng đời của mỏ	16
Hình 13: Giá APT, đồng và bismuth qua các năm	17
Hình 14: Giá của acid-spar (97% CaF ₂ - fluorspar) tính vào thời điểm cuối mỗi quý	17
Hình 15: Ước tính ảnh hưởng của việc MSC mua cổ phiếu quỹ lên MSN	17
Hình 16: Đánh giá rủi ro của TCB - trọng số rủi ro của bảng cân đối kế toán và nợ quá hạn ..	19
Hình 17: Tỷ lệ nợ quá hạn từ 3 tháng trở lên/cho vay khách hàng của TCB	19
Hình 18: Nợ trung và dài hạn của TCB so với các ngân hàng khác	20
Hình 19: Tỷ lệ lãi phải thu/cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp của TCB	20
Hình 20: Tỷ lệ các khoản phải thu và tài sản khác/vốn lưu động của TCB	21
Hình 21: Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp và liên ngân hàng/vốn lưu động của VCB/CTG/BID/TCB	21
Hình 22: Các tỷ lệ theo quy định của TCB - Tỷ lệ khả năng chi trả và ROOM	22

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Hàng tiêu dùng, khoáng sản và ngân hàng
Doanh thu	571 triệu USD (năm 2013)
Lợi nhuận ròng	20 triệu USD (sau khi trả lợi ích cổ đông thiểu số) và 57 triệu USD (pro-forma sau lợi ích cổ đông thiểu số) (2013) 102 triệu USD (pro-forma trước cổ đông thiểu số) (2013)
VND/USD = 21.246	
Yếu tố doanh thu chính	Gia vị, thực phẩm tiện lợi, đồ uống và giá kim loại
Yếu tố chi phí chính	Chi phí đóng gói, nguyên liệu, chi phí khai khoáng
Yếu tố rủi ro chính	Biến động giá kim loại và cạnh tranh trong ngành tiêu dùng
Các khách hàng chính	Người tiêu dùng
Lãnh đạo	Ông Nguyễn Đăng Quang (Chủ tịch HĐQT và TGĐ)
Địa chỉ	17 Lê Duẩn, Quận 1, TP. HCM
Website	www.masangroup.com
Điện thoại	(+84) 8 6256 3862

Hình 1: Một số chỉ báo công ty



Nguồn: Số liệu tài chính của MSN, ước tính của VCSC

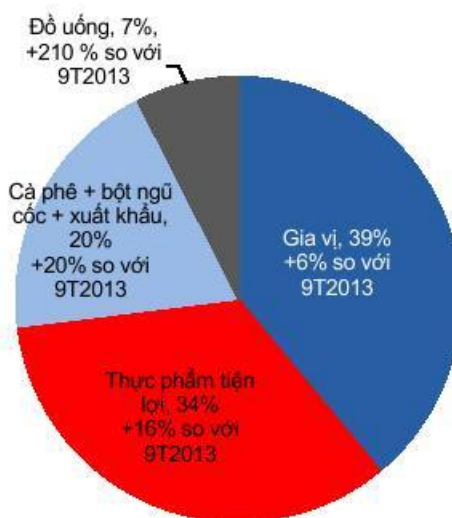
Quý 3/2014 – Doanh thu ngành hàng tiêu dùng đi ngang, Núi Pháo ghi nhận khoản lợi nhuận đầu tiên

KQLN Quý 3/2014 thấp hơn so với dự báo do doanh thu ngành hàng tiêu dùng đi ngang và tiến độ của Núi Pháo chậm hơn dự kiến

Trong 9 tháng đầu năm 2014, doanh thu/ LNST/ LNST pro-forma của MSN lần lượt đạt 10.833 tỷ đồng/ -305 tỷ đồng/ 393 tỷ đồng (tăng 44%/ NA/ giảm 53% so với cùng kỳ năm 2013), và lần lượt hoàn thành 52%/ -24%/ 17% dự báo mà chúng tôi đưa ra trước đó. Nguyên nhân là do doanh thu ngành hàng tiêu dùng trong Quý 3/2014 bất ngờ giảm 2,2% so với Quý 3/2013, trong khi tiến độ của mỏ Núi Pháo chậm hơn so với dự báo của chúng tôi khi doanh thu 9 tháng đầu năm chỉ hoàn thành 45% dự báo trước đây.

Trong 9 tháng đầu năm 2014, doanh thu ngành hàng tiêu dùng đạt 8.856 tỷ đồng (tăng 18,0% so với cùng kỳ năm 2013), hoàn thành 54% dự báo mà chúng tôi đưa ra trước đó.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu ngành hàng tiêu dùng trong 9 tháng đầu năm 2014



Nguồn: Ước tính của VCSC

Doanh thu ngành hàng tiêu dùng giảm 2,2% so với Quý 3/2013 do MSN thực hiện tái cơ cấu danh mục sản phẩm và sức tiêu thụ nhóm hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) yếu, nhưng vẫn tăng 18,0% trong 9T2014 so với 9T2013

Doanh thu ngành hàng tiêu dùng trong Quý 3/2014 giảm 2,2% so với Quý 3/2013 do theo chúng tôi ước tính thì ngành hàng gia vị giảm 7-8% so với Quý 3/2013. Trong khi đó, CTCP VinaCafé Biên Hòa (HSX: VCF) vẫn giữ được tỷ lệ tăng trưởng cao, tăng 19,7% trong Quý 3/2014 so với Quý 3/2013, và tăng 34,2% trong 9 tháng đầu năm 2014 so với 9 tháng đầu năm 2013.

Việc tái cơ cấu doanh mục sản phẩm đối với ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi của MSN cùng với việc sức tiêu thụ nhóm FMCG tăng trưởng yếu là hai nguyên nhân khiến doanh thu ngành hàng tiêu dùng của MSN đi ngang. Trong Quý 3, trong nỗ lực củng cố giá trị thương hiệu của ngành hàng gia vị, MSN đã thực hiện tái cơ cấu danh mục sản phẩm gia vị để định vị Chinsu thành thương hiệu riêng cho phân khúc cao cấp và Nam Ngư là

thương hiệu dành riêng cho phân khúc bình dân. MSN đã thực hiện một vài động thái bao gồm loại bỏ sản phẩm phân khúc trung cấp dưới thương hiệu Chinsu-Nam Ngư khỏi thị trường, tung ra sản phẩm mới với tên gọi “Chin-su 3 Ngon” với bao bì mới, và sản phẩm bình dân tên gọi “Nam Ngư 3 trong 1”. Liên quan tới ngành thực phẩm tiện lợi, MSN cũng tung ra sản phẩm mới bao gồm “Sagami Đờ” với vị cay để cạnh tranh trực tiếp với mì Hào Hào (Vina Acecook) và “Kokomi Happi”. Tất cả những động thái trên đã khiến MSN phải giải phóng bớt một lượng hàng tồn kho ở cấp độ nhà phân phối để giúp cho các sản phẩm mới này thâm nhập thị trường. Điều này khiến doanh thu giảm trong tháng 7 và tháng 8, nhưng MSN cho biết doanh thu đã trở lại bình thường trong tháng 9.

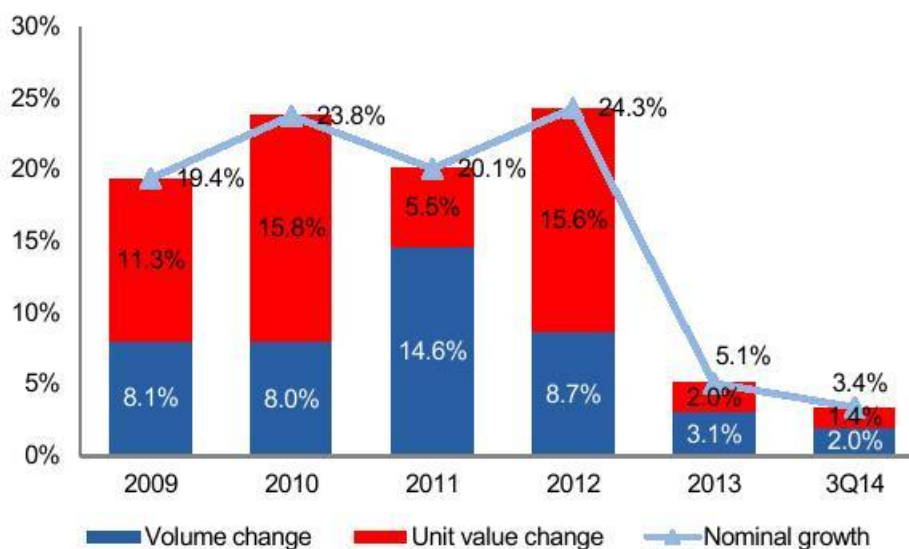
Hình 3: Các sản phẩm mới được tung ra trong Quý 3/2014



Nguồn: MSN

Trong khi đó, sức tiêu thụ chung nhóm FMCG tiếp tục tăng trưởng thấp trong Quý 3/2014 trải đều ở tất cả các ngành hàng, ngoại trừ mặt hàng đồ uống với mức tăng trưởng cải thiện từ 2% trong Quý 3/2013 so với Quý 3/2012 lên 7% trong Quý 3/2014 so với Quý 3/2013.

Hình 4: Tăng trưởng của nhóm FMCG tại Việt Nam qua các năm



Nguồn: AC Nielsen Vietnam

Thành công trong việc làm mới thương hiệu đặc biệt là thương hiệu cà phê Wake-Up, đóng góp từ nước tăng lực WakeUp247 được tung ra trong năm 2014 và doanh thu từ bột ngũ cốc tăng mạnh, là những yếu tố đã giúp VCF đạt tăng trưởng 19,7% trong Quý 3/2014 so với Quý 3/2013 và tăng 34,2% trong 9 tháng đầu năm 2014 so với 9 tháng đầu năm 2013. Nếu không tính doanh thu ước tính từ WakeUp247, doanh thu trong 9 tháng đầu năm 2014 của VCF sẽ vẫn tăng xấp xỉ 20,2% nhờ các sản phẩm chủ đạo của Vinacafe vẫn tăng mạnh.

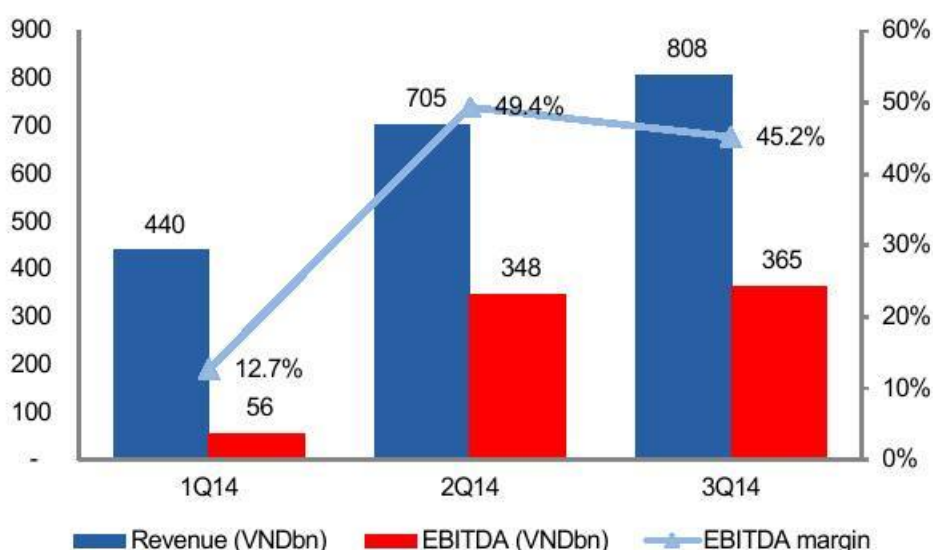
Xét về mặt hàng cà phê, chúng tôi được biết VCF đã thực hiện thành công chiến dịch làm mới thương hiệu (hai thương hiệu Vinacafe và Wake-Up), qua đó giúp VCF tiếp cận được các khách hàng mục tiêu tốt hơn. Cụ thể, VCF thực hiện chiến dịch nhằm nhấn mạnh thương hiệu “Vinacafe” là một di sản văn hóa của Việt Nam song song với việc tung ra sản phẩm cà phê hòa tan Vinacafe 3 trong 1 với bao bì màu vàng hồi đầu năm nay. Cùng lúc đó, Wake-Up đang nổi lên như một thương hiệu bổ sung chứ không phải thay thế cho Vinacafe, do Wake-Up có hương vị khác biệt so với các sản phẩm mang thương hiệu Vinacafe và tên gọi bằng tiếng Anh giúp Wake-Up có thể nhắm tới các đối tượng khách hàng riêng biệt. Wake-Up được tổ chức nghiên cứu thị trường Kantar Worldpanel xếp hạng 8 trong top 10 thương hiệu đồ uống được lựa chọn nhiều nhất tại khu vực nông thôn Việt Nam. Trong cuộc gặp gần đây với MSN, công ty cho biết doanh thu của Wake-Up đang tăng nhanh chóng và sắp chạm ngưỡng doanh thu của Vinacafe.

Nhờ việc tận dụng được thương hiệu Wake-Up và là sản phẩm nước tăng lực có hương vị mới (vị cà phê) nên WakeUp247 là sản phẩm nổi trội nhất trong số các sản phẩm nước giải khát được MSN tung ra trong năm 2014, bao gồm cả nước khoáng isotonic Aktiva và nước tăng lực Storm. Được ra mắt hồi giữa tháng 03 năm nay, qua tìm hiểu, chúng tôi ước tính doanh thu tính từ đầu năm đến tháng 09 đã đạt tổng cộng xấp xỉ 200 tỷ đồng, và chúng tôi tin rằng con số này có thể tăng lên 300 tỷ đồng vào cuối năm nay. Kết quả bán hàng của WakeUp247 cùng với đóng góp từ Aktiva và Storm sẽ giúp MSN hoàn thành dự báo lợi nhuận mà cho chúng tôi đưa ra cho các sản phẩm đồ uống mới trong năm 2014 là 400 tỷ đồng. Chúng tôi sẽ không cảm thấy ngạc nhiên nếu MSN tận dụng sự thành công ban đầu của WakeUp247 để tung ra các phiên bản khác (với bao bì mới, hương vị tương tự,...). Trong khi đó, điều này phần nào cũng cho thấy quy mô to lớn của thị trường đồ uống tại Việt Nam, khi WakeUp247 đã chiếm ~10% doanh thu 9 tháng đầu năm 2014 của VCF mặc dù chỉ mới bắt đầu được bán trong vòng 6 tháng. MSN đặt mục tiêu đạt 50 triệu USD doanh thu chỉ riêng cho sản phẩm WakeUp247 trong năm 2015.

Núi Pháo có khoản lợi nhuận đầu tiên trong Quý 3/2014

Doanh thu từ mỏ Núi Pháo trong quý 3 tuy không tăng đáng kể nhưng đủ để mỏ này lần đầu tiên vượt qua điểm hòa vốn, lần lượt đạt 25 tỷ đồng LNST pro-forma và 15 tỷ đồng LNST theo Chuẩn mực Kế toán Việt Nam (VAS) trong Quý 3/2014. Tiến độ của mỏ chậm hơn dự kiến và giá kim loại giảm khiến doanh thu của Núi Pháo trong 9 tháng đầu năm 2014 chỉ hoàn thành 45% dự báo trước đó của chúng tôi. MSN cho biết còn khoảng vài tháng nữa mỏ này sẽ đạt trạng thái hoạt động ổn định, và chúng tôi cho rằng sang năm 2015, mỏ sẽ lần lượt tạo 301 triệu USD doanh thu và 146 triệu USD EBITDA, so với dự báo trước đó mà chúng tôi đưa ra lần lượt là 350 triệu USD và 175 triệu USD.

Hình 5: KQLN pro-forma của Núi Pháo qua các quý



Nguồn: MSN

LNST của các công ty liên kết – TCB tăng 60%, Proconco tăng 11% so với 9T2013

Trong 9 tháng đầu năm 2014, lợi nhuận pro-forma được chia từ các công ty liên kết tăng 33,6% so với 9 tháng đầu năm 2013, chủ yếu là nhờ tăng trưởng đáng kể của Ngân hàng Techcombank (TCB) trong khi Công Ty Cổ Phần Việt Pháp Sản Xuất Thức Ăn Gia Súc Proconco cũng tăng trưởng khá. Tuy nhiên, do khấu hao lợi thế thương mại, lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết trong 9 tháng đầu năm 2014 theo VAS vẫn lỗ 7,1 tỷ đồng.

Hình 6: Cơ cấu LN được chia từ các công ty liên kết trong 9T2014 & 9T2013

Tỷ đồng	9T2014	9T2013
LN được chia từ TCB	274	172
Khấu hao lợi thế thương mại (TCB)	(432)	(432)
LN được chia từ Proconco	217	195
Khấu hao lợi thế thương mại (Proconco)	(65)	(70)

Nguồn: Ước tính của VCSC

Tại sao LN của Masan Consumer chưa hoàn toàn được chuyển thành LN của Tập đoàn Masan?

Tiêu đề trên chính là câu hỏi mà chúng tôi nhận được nhiều lần từ các khách hàng (phía buy-side). Để làm rõ điều này, đầu tiên hãy nhắc lại rằng LNST của Masan Consumer (MSC) theo VAS đạt 1.988 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2014, tăng 13,4% so với 9 tháng đầu năm 2013, trong khi MSN chịu lỗ 305 tỷ đồng (sau cổ đông thiểu số) trong 9 tháng đầu năm 2014. Những nguyên nhân cốt yếu đằng sau sự khác biệt trên bao gồm:

- MSC có 1.094 tỷ đồng lợi nhuận tài chính trong 9 tháng đầu năm 2014 từ MSN và Masan Consumer Holdings (MCH). Khoản này sẽ không được hợp nhất trên bảng kết quả kinh doanh của Tập đoàn MSN, nhưng vẫn phải chịu thuế ở cấp độ công ty MSC cũng như phải chia cho cổ đông thiểu số của MSC. Thu nhập lãi vay đối với các khoản nợ mà MSC cho MSN/MCH vay để hỗ trợ tài chính cho Núi Pháo chiếm hầu hết khoản lợi nhuận tài chính nêu trên.
- Theo VAS thì Núi Pháo lỗ ~259 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2014 (theo ước tính của VCSC)
- Chi phí lãi vay ở công ty mẹ xuất phát từ các khoản nợ được huy động trước đó để hỗ trợ tài chính cho Núi Pháo cũng như để mở rộng hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực hàng tiêu dùng.

Hiệu quả của mô Núi Pháo là yếu tố quan trọng thúc đẩy KQLN của tập đoàn

Hiệu quả của mô Núi Pháo được cải thiện là yếu tố quan trọng đối với lợi nhuận của tập đoàn vì 1/ lợi nhuận của mô sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng thay vì ảnh hưởng tiêu cực đến KQLN chung của tập đoàn như trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2014, và 2/ dòng tiền từ Núi Pháo sẽ được dùng để trả dần các khoản nợ của công ty mẹ cũng như các khoản nợ mà MCH vay từ MSC. Bất kỳ tiến triển nào trong những khía cạnh trên, đặc biệt là trong việc giảm bớt các khoản nợ vay giữa các đơn vị trong tập đoàn, sẽ có ý nghĩa tích cực cho MSN.

Điều chỉnh dự báo KQLN năm 2014

Chúng tôi thay đổi dự báo doanh thu, LNST, LNST pro-forma năm 2014 lần lượt thành 17.765 tỷ đồng, 362 tỷ đồng, 1.401 tỷ đồng (lần lượt tăng 49%, giảm 16%, tăng 16% so với năm 2013) so với dự báo trước đó lần lượt là 20.763 tỷ đồng, 1.264 tỷ đồng, 2.362 tỷ đồng, do chúng tôi điều chỉnh giảm 11% doanh thu của lĩnh vực hàng tiêu dùng xuống 14.658 tỷ đồng và giảm 28% doanh thu của mô Núi Pháo xuống 3.107 tỷ đồng. Tại mức dự báo mới, MSN đang giao dịch tại PER năm 2014 tính theo VAS là 174,0 lần, và PER pro-forma năm 2014 là 45,0 lần. Những chỉ số này sẽ thấp hơn nhiều trong năm 2015.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu ngành hàng tiêu dùng trong năm 2014 từ 16.433 tỷ đồng xuống 14.658 tỷ đồng, chủ yếu là do điều chỉnh dự báo ở nhóm sản phẩm thực phẩm tiện lợi (vui lòng xem chi tiết ở trang 4). KQLN Quý 3 cho thấy MSN đã không mở rộng thị phần ở phân khúc mì ăn liền ở tốc độ mà chúng tôi đã kỳ vọng (thị phần của MSN hiện đạt khoảng 30%), và doanh thu từ sản phẩm cháo ăn liền cao cấp B'fast thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi. Cháo ăn liền ở phân khúc bình dân Komi đang có kết quả tốt hơn B'fast nhờ có giá bán thấp (2.500 đồng/gói), giúp Komi trở thành một sản phẩm thay thế tốt hơn cho các bữa ăn truyền thống so với B'fast.

Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu năm 2014 của Núi Pháo từ 4.330 tỷ đồng (~200 triệu USD) xuống 3.107 tỷ đồng (~146 triệu USD), do tiến độ chậm hơn dự kiến và giá kim loại đang trên đà giảm.

Dự báo KQLN năm 2015 – LN tăng trưởng mạnh

Chúng tôi dự báo EPS theo VAS và EPS pro-forma sẽ đạt lần lượt là 3.099 đồng/cổ phiếu (+538% so với năm 2014) và 4.514 đồng/cổ phiếu (+140% so với năm 2014), nhờ doanh thu ngành hàng tiêu dùng tăng 25% so với năm 2014 và doanh thu của Núi Pháo tăng gấp đôi lên 301 triệu USD. Tại mức dự báo này, MSN hiện đang giao dịch tại PER năm 2015 lần lượt là 27,3 lần theo VAS và 18,7 lần theo cách tính pro-forma.

Chúng tôi tin tưởng vào quỹ đạo tăng trưởng mạnh mẽ của MSC (doanh thu tăng 25%/năm trong giai đoạn 2014-2016), bất chấp việc chúng tôi giảm dự báo cho nhóm thực phẩm tiện lợi. Như chúng tôi đã nhấn mạnh trước đó, đồ uống là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng, và những kết quả khá khả quan từ đầu năm đến nay của mặt hàng cà phê và nước giải khát đang củng cố cho giả định này. Đối với nhóm gia vị, MSN đã thâm nhập vào phân khúc hạt nêm/bột nêm dưới thương hiệu Nam Ngư. Chúng tôi dự phóng vào năm 2017, MSN sẽ giành được 15% thị phần trong phân khúc này, nhờ lợi thế thương hiệu và nền tảng sẵn có. Trong năm 2014, theo số liệu của Euromonitor, thị trường bột nêm/hạt nêm có quy mô xấp xỉ 152 triệu USD. Còn đối với thực phẩm tiện lợi, nhờ sản phẩm mì Sagami Red mà chúng tôi tin rằng MSN sẽ ra nên tung ra sớm hơn do vị cay là hương vị mì gói được người Việt Nam yêu thích nhất, và việc tiếp tục phát triển sản phẩm cháo Komi trong phân khúc giá trị, chúng tôi kỳ vọng nhóm thực phẩm tiện lợi của MSN sẽ có tăng trưởng tốt trong tương lai.

Núi Pháo – chúng tôi dự báo trong năm 2015, doanh thu và EBITDA lần lượt đạt 301 triệu USD và 146 triệu USD, thấp hơn so với dự báo trước đó là 353 triệu USD và 173 triệu USD. Chúng tôi xin lưu ý rằng do MSN không công bố các chỉ báo chi tiết về hoạt động của Núi Pháo (sản lượng tiêu thụ, giá bán trung bình, cơ cấu chi phí,...) nên dự báo mà chúng tôi đưa ra dành cho Núi Pháo chủ yếu dựa vào kế hoạch kinh doanh của MSN và các hiểu biết chung của chúng tôi về ngành khoáng sản.

Hình 7: Tổng quan dự báo KQLN của MSN do VCSC đưa ra trong năm 2014 và 2015

	2014	2015
TỔNG DOANH THU	17.765	24.771
Hàng tiêu dùng	14.658	18.313
trong đó:		
<i>Gia vị</i>	5.633	6.493
<i>Thực phẩm tiện lợi</i>	5.148	6.499
<i>Đồ uống</i>	3.230	4.543
<i>Khác</i>	648	777
Núi Pháo	3.107	6.458
LỢI NHUẬN GỘP	6.879	10.949
Hàng tiêu dùng	6.246	7.822
Núi Pháo	633	3.127
LN TỪ HOẠT ĐỘNG	3.079	5.918
Hàng tiêu dùng	2.918	3.702
Núi Pháo	310	2.366
Công ty mẹ	(150)	(150)

Nguồn: Ước tính của VCSC

Các thương vụ M&A thành công trong tương lai là yếu tố tăng giá cổ phiếu tiềm năng

MSN đang làm đúng như cam kết rằng những thương vụ M&A trong tương lai sẽ tập trung vào ngành hàng tiêu dùng

MSN đang chào mua công khai 49% cổ phần của CTCP Thực phẩm Cholimex (Cholimex, sản xuất nước chấm) mà theo quan điểm của chúng tôi có thể dẫn đến việc MSN nắm cổ phần kiểm soát sau này. Cam kết của MSN trong việc mở rộng quy mô (mở rộng theo chiều ngang như thương vụ Cholimex hay các ngành hàng mới như Bia Phú Yên) và đào sâu chuỗi giá trị trong lĩnh vực hàng tiêu dùng (doanh nghiệp sản xuất thức ăn gia súc Proconco là một dự án dài hạn) thông qua phương thức M&A đã và đang được truyền tải tốt.

Huy động thêm vốn vay dài hạn với chi phí thấp để tiếp tục đầu tư vào các doanh nghiệp hàng tiêu dùng

Masan Consumer Holding (MCH), công ty con do MSN sở hữu 100%, đã phát hành trái phiếu quốc tế kỳ hạn 10 năm, lãi suất 8% với tổng giá trị 2.100 tỷ đồng. Số trái phiếu này, với lãi suất cố định 8% trong suốt kỳ hạn trái phiếu, được bảo lãnh bởi tổ chức Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF), một quỹ ủy thác của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB). CGIF là một quỹ đa phương với nguồn đóng góp từ chính phủ các nước Đông Nam Á và Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc và ADB. Phương châm hoạt động của CGIF là hỗ trợ các công ty trong khu vực phát hành trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu dự án có thể tiếp cận thị trường trái phiếu nội địa bằng cách bảo lãnh cho các trái phiếu phát hành bằng đơn vị tiền tệ của nước sở tại. MSN sẽ sử dụng số tiền thu được từ đợt phát hành trái phiếu này để đầu tư vào các doanh nghiệp hàng tiêu dùng trong tương lai.

Các thương vụ M&A thành công trong tương lai thực sự là một yếu tố tăng giá cổ phiếu vì 1/ MSN sở hữu nền tảng hàng đầu cho lĩnh vực hàng tiêu dùng và cổ đông sẽ được hưởng lợi khi MSN tập trung vào lĩnh vực sở trường của mình, 2/ MSN giỏi trong việc tạo ra giá trị sau sáp nhập, đặc biệt là về mặt quản lý chi phí. VCF là một ví dụ điển hình, đầu tiên các giải pháp kiểm soát chi phí hiệu quả đã giúp tăng biên lợi nhuận, sau đó các chiến lược làm mới thương hiệu giúp doanh thu tăng trưởng mạnh trong năm 2014, và 3/ điều này giúp cổ phiếu MSN trở nên hấp dẫn hơn trong mắt các nhà đầu tư ưa chuộng cổ phiếu tiêu dùng thuần túy khi mô Núi Pháo đã chuyển sang giai đoạn sinh lời và tiến triển trong hiệu quả hoạt động của mô dẫn giảm bớt sự e ngại của nhà đầu tư.

Cholimex là một thương vụ đầu tư tốt

MSN đang chào mua công khai 49% cổ phần của Cholimex (tương đương 3.969.000 cổ phiếu) với giá 90.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tổng giá trị của thương vụ là 357 tỷ đồng. Tại mức EPS năm 2014 của Cholimex là 4.500 đồng/cổ phiếu, giá chào mua của MSN tương ứng với định giá dành cho Cholimex với PER là ~20 lần, theo chúng tôi đây là mức định giá hợp lý vì tỷ lệ giá chào mua/doanh thu chỉ là 0,7 lần và biên lợi nhuận vẫn có thể tăng nhiều nếu sau này Cholimex được tích hợp vào hệ thống của MSN. Động thái này là một bước giúp MSN thực hiện tham vọng hợp nhất phân khúc nước chấm. Điều đáng theo dõi là liệu cuối cùng MSN có thể mua lại cổ phần kiểm soát tại Cholimex hay không. Hiện Cholimex có hai cổ đông lớn là Cholimex (40,7% cổ phần) và công ty Nichirei Food của Nhật Bản (19% cổ phần). Đợt chào mua công khai kéo dài từ 28/11 đến ngày 29/12/2014.

Cholimex là một doanh nghiệp sản xuất nước chấm có tiếng với tương ớt là sản phẩm chủ lực. MSN cho biết Cholimex đang nắm giữ hơn 30% thị phần trong phân khúc tương ớt, so với 56% thị phần của MSN. Với kênh phân phối tại chỗ (on-premise) tương đối lớn, Cholimex có thể giúp tăng cường sự hiện diện của MSN trong dạng kênh phân phối này, đây không chỉ là một yếu tố quan trọng đối với các sản phẩm nước chấm của MSN mà còn cho các sản phẩm đồ uống trong tương lai.

Trong năm 2014, Cholimex đặt mục tiêu đạt 1.050 tỷ đồng doanh thu và 47 tỷ đồng LNTT. Do đó, doanh thu của Cholimex bằng khoảng 20% doanh thu từ nước chấm của MSN. Nước chấm chiếm khoảng 70-75% doanh thu của Cholimex, phần còn lại đến từ thực phẩm đông lạnh. Trong các năm qua, biên LNTT của Cholimex vào khoảng 5-6%, so với biên LNTT của

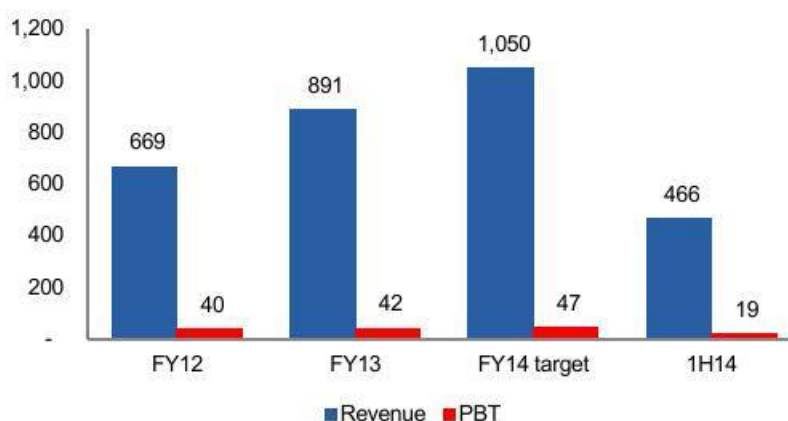
phần khúc nước chấm của MSN là 41% trong năm 2014, điều này cho thấy biên LNTT của Cholimex còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng.

Hình 8: Một số sản phẩm của Cholimex



Nguồn: CTCP Thực phẩm Cholimex

Hình 9: Doanh thu và LNTT của Cholimex (tỷ đồng)



Nguồn: CTCP Thực phẩm Cholimex

Định giá

Giá mục tiêu được điều chỉnh xuống 100.000 đồng/cổ phiếu

Mô hình tổng kết định giá từng phần mà chúng tôi sử dụng cho ra kết quả giá trị tài sản ròng (NAV) cho MSN là 100.000 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 2% so với giá mục tiêu trước đó, là kết quả của các điều chỉnh sau:

- Chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 8,5% xuống 5,5% để phù hợp với lợi suất trái phiếu hiện hành
- Định giá đối với ngành hàng tiêu dùng giảm 3% chủ yếu là do chúng tôi giảm dự báo doanh thu dành cho lĩnh vực thực phẩm tiện lợi, được bù đắp bởi việc điều chỉnh giảm lãi suất phi rủi ro
- Định giá dành cho Núi Pháo tăng 23% do mở đang tiếp cận trạng thái hoạt động ổn định, do đó giúp nâng giá trị hiện tại thuần (NPV) của Núi Pháo. Việc điều chỉnh lãi suất phi rủi ro càng làm tăng định giá của tài sản này.
- Chúng tôi nâng PBR mục tiêu của TCB lên 1,2 lần từ mức trước đó là 1,0 lần, vì chúng tôi có đánh giá tích cực về sự phục hồi của ngành ngân hàng, và sự cải thiện của bảng cân đối kế toán và khả năng sinh lời của riêng ngân hàng này (**trang 19**)
- Vị thế nợ ròng tăng từ 9.700 tỷ đồng lên 13.800 tỷ đồng

Hình 10: Tổng kết kết quả định giá

	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu của MSN %	MSN nhận được
Masan Consumer (MSC)	DCF	88.258	77,3%	68.223
Giá trị sổ sách (BV) của LI CĐTS của MSC trong năm 2014				2.215
Trừ đi: Lợi ích CĐTS của MSC (giả định là Giá trị hợp lý (FV) gấp 3,5 lần BV)				(5.993)
Núi Pháo	DCF	24.443	74,1%	18.112
Techcombank	PBR	20.187	30,4%	6.129
Proconco				1.246
PYBECO				252
Giá trị doanh nghiệp				87.970
Trừ đi: Nợ thuần				(13.795)
Thêm: Cổ phần mới phát hành & Tiền thu được từ việc thanh lý tài sản				-
Giá trị tài sản ròng (NAV) (tỷ đồng)				74.174
SL cổ phiếu lưu hành				735,8
NAV/cổ phiếu				101.000
SL cổ phiếu (pha loãng hoàn toàn)				746,4
NAV/cổ phiếu (pha loãng hoàn toàn)				100.000

Nguồn: Ước tính của VCSC

Phân tích độ nhạy của Núi Pháo

Một khi Núi Pháo có thể đạt được trạng thái hoạt động ổn định, biến động giá kim loại sẽ là yếu tố duy nhất ảnh hưởng đến định giá của mỏ này. Hiện chúng tôi đưa ra dự báo cho Núi Pháo với doanh thu và EBITDA lần lượt đạt 301 triệu USD và 146 triệu USD cho năm 2015, và kể từ năm 2016 trở đi, dự báo này lần lượt là 330 triệu USD và 170 triệu USD.

Hình 11: Tổng kết phân tích độ nhạy của Núi Pháo

Biến đổi của giá nguyên liệu theo trung bình có trọng số	-15%	-10%	-5%	0%	+5%	+10%	+15%
Định giá theo DCF cho Núi Pháo (triệu USD)	818	929	1,040	1,150	1,261	1,372	1,483
EBITDA năm 2015 (triệu USD)	101	116	131	146	161	176	191
EV/EBITDA năm 2015 (lần)	8,1	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	7,8
Giá mục tiêu dành cho MSN (đồng)	93.000	95.000	98.000	100.000	102.000	105.000	107.000

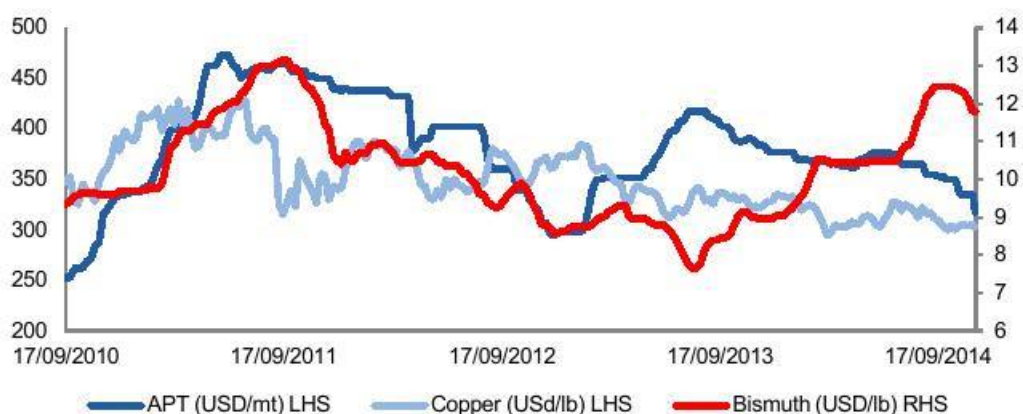
Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 12: Giá kim loại bình quân giả định qua vòng đời của mỏ

Kim loại	Giá
APT	335 USD/tấn
Fluorspar	320 USD/tấn
Bismuth	12/lb
Đồng	3/lb

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 13: Giá APT, đồng và bismuth qua các năm



Nguồn: Bloomberg

Hình 14: Giá của acid-spar (97% CaF₂ - fluorspar) tính vào thời điểm cuối mỗi quý

	Q1/13	Q2/13	Q3/13	Q4/13	Q1/14	Q2/14
Trung Quốc, giá FOB của Trung Quốc	400–415	350–370	290–320	310–330	320–350	300–320
Mexican, giá FOB của Tampico	400–450	350	350	350	350	310–350
Nam Phi, giá FOB	380–450	380–450	380–450	380–450	340–370	310–340

Nguồn: USGS

Việc MSC mua lại 18 triệu cổ phiếu quỹ tạo ra giá trị cho cổ đông của MSN

MSC đã đăng ký mua lại 18 triệu cổ phiếu để làm cổ phiếu quỹ (tương đương 3,4% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành) với giá 90.000 đồng/cổ phiếu, qua đó tổng giá trị tương ứng của đợt mua lại này là 1.620 tỷ đồng. Tại mức EPS dự phóng mà chúng tôi đưa ra cho MSC, giá mua định giá MSC ở mức PER năm 2014 là 14,8 lần và PER năm 2015 là 12,9 lần, thấp hơn PER trung vị của các công ty khác trong khu vực cũng như định giá mà chúng tôi đưa ra với PER năm 2015 là ~22 lần. Do đó, chúng tôi cho rằng đợt mua lại này sẽ tạo giá trị cho cổ đông của MSN. Theo ước tính của chúng tôi, nếu MSC mua lại được toàn bộ 18 triệu cổ phiếu, tỷ lệ sở hữu thực tế của MSN tại MSC sẽ tăng từ mức hiện tại 77,3% lên 80,0%.

Hình 15: Ước tính ảnh hưởng của việc MSC mua cổ phiếu quỹ lên MSN

Ước tính giá trị doanh nghiệp của MSC (tỷ đồng)	82.377
% cổ phần sở hữu tăng sau đợt mua lại	2,7%
Giá trị của MSC tăng thêm cho MSN (tỷ đồng)	2.233
Tổng giá trị mua lại (tỷ đồng)	1.620
Tổng SL cổ phiếu của MSN (pha loãng hoàn toàn) (triệu)	764,4
Giá trị tăng thêm/cổ phiếu đối với MSN (đồng)	802

Nguồn: Ước tính của VCSC

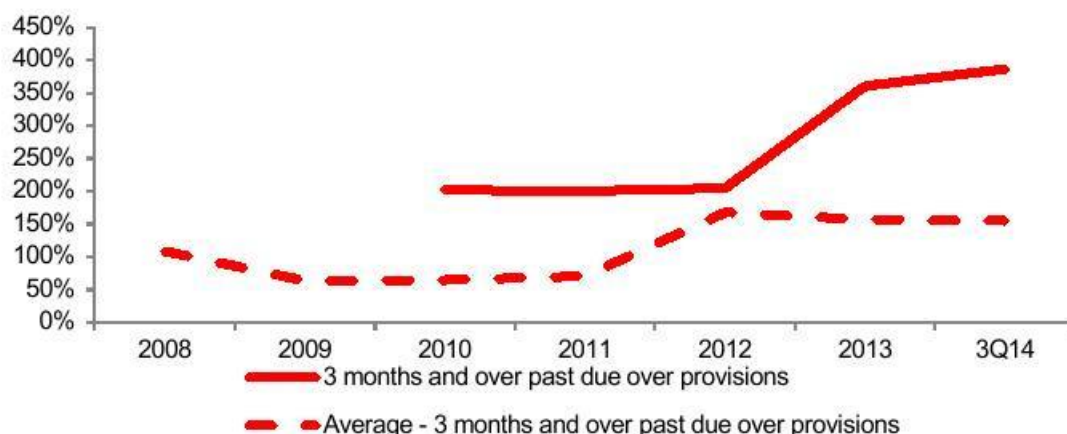
TCB - nhìn chung mọi thứ đang đi đúng hướng nhưng quy mô của các tài sản tồn đọng cần thời gian để giải quyết

Sự phức tạp của các ngân hàng chắc chắn sẽ làm nản lòng các nhà đầu tư thông thường. Các số liệu tuyệt đối thường chỉ có nghĩa nếu xét trên cơ sở tương đối và các số liệu tương đối chỉ có nghĩa khi được phân tích song song với các quy định mới sửa đổi được áp dụng cho toàn ngành. Với những thay đổi lớn mà Thông tư số 2 sẽ tạo nên trong ngành ngân hàng khi thông tư chính thức có hiệu lực thì việc có được những phát triển tích cực trong 9 tháng đầu năm 2014 là càng khó khăn hơn cho các ngân hàng. Do đó, chúng tôi phải thừa nhận sự ngạc nhiên của mình khi nhận thấy những xu hướng tích cực của TCB trong giai đoạn này và quyết định nâng mức định giá P/B dành cho TCB, mặc dù chúng tôi nhấn mạnh rằng vẫn còn một số vấn đề lớn còn tồn đọng trên bảng cân đối kế toán (CĐKT). Một lần nữa, chúng tôi nhấn mạnh sự quan trọng của chiều hướng thay đổi và vì vậy ở một mức độ nào đó chúng tôi tạm chấp nhận những vấn đề tồn đọng trên trong lần phân tích này.

Một điểm khác cần lưu ý là do không thể gặp gỡ ban lãnh đạo của TCB nên chúng tôi không đưa ra dự báo, vì vậy định giá của TCB được dựa trên sự so sánh chủ quan giữa TCB với các ngân hàng niêm yết. Bức tranh chủ đạo của TCB trong 9 tháng đầu năm 2014 là mức tăng trưởng tín dụng khá thấp tương tự như trường hợp của ACB (con số này của TCB đạt 1,7% trong 9 tháng đầu năm 2014), do TCB không có được tầm kinh doanh rộng như ngân hàng đầu ngành là VCB và vì vậy cũng không có nhiều sự lựa chọn tương ứng để phát triển, tuy nhiên, TCB là ngân hàng duy nhất giữ được mức lợi suất cho vay không đổi ở mức 10,7% trong 9 tháng đầu năm 2014 so với năm 2013. Tất nhiên với điều kiện vĩ mô như hiện nay thì không thể kỳ vọng rằng hoạt động liên ngân hàng và danh mục đầu tư trái phiếu cũng có kết quả tương tự, nên tỷ suất sinh lời/tài sản nhìn chung giảm từ 9,1% xuống 8,8% trong 9 tháng đầu năm 2014 so với cuối năm 2013. Chi phí huy động giảm theo xu hướng chung của ngành, từ 6,4% xuống 5,3% trong 9 tháng đầu năm 2014 so với cuối năm 2013, dẫn đến chi phí nguồn vốn giảm từ 5,9% xuống 4,9% trong 9 tháng đầu năm 2014. Kết quả cuối cùng là NIM của TCB đi ngược với xu hướng chung của ngành, tăng từ 3,0% lên 3,8% cũng trong 9 tháng đầu năm 2014. Nếu đây là xu hướng tích cực duy nhất mà TCB có được thì sẽ là chưa đủ để chúng tôi đưa ra một định giá khả quan cho TCB, tuy nhiên, đáng ngạc nhiên là TCB có một loạt các phát triển tích cực khác.

Sự phát triển tích cực thứ hai là nợ quá hạn từ 3 tháng trở lên có sự cải thiện. Đáng nhắc lại rằng, chúng tôi không quá lạc quan về các chỉ báo nợ xấu trừ khi những chỉ báo khác trên bảng CĐKT cũng cho thấy một xu hướng tích cực tương tự. Do đó, chúng tôi sẽ bình luận thêm về số liệu nợ xấu vào phần cuối báo cáo. Trở lại vấn đề nợ quá hạn từ 3 tháng trở lên, giống như các ngân hàng khác cũng tập trung vào phân khúc doanh nghiệp vừa và nhỏ và nghiệp vụ bán lẻ, TCB có mức trích lập dự phòng tương đối thấp so với các ngân hàng niêm yết. Trong Hình 16, mức tăng của nợ quá hạn từ 3 tháng trở lên so với dự phòng phản ánh việc trích lập dự phòng thấp, hơn là việc nợ quá hạn trên ba tháng có chiều hướng xấu đi.

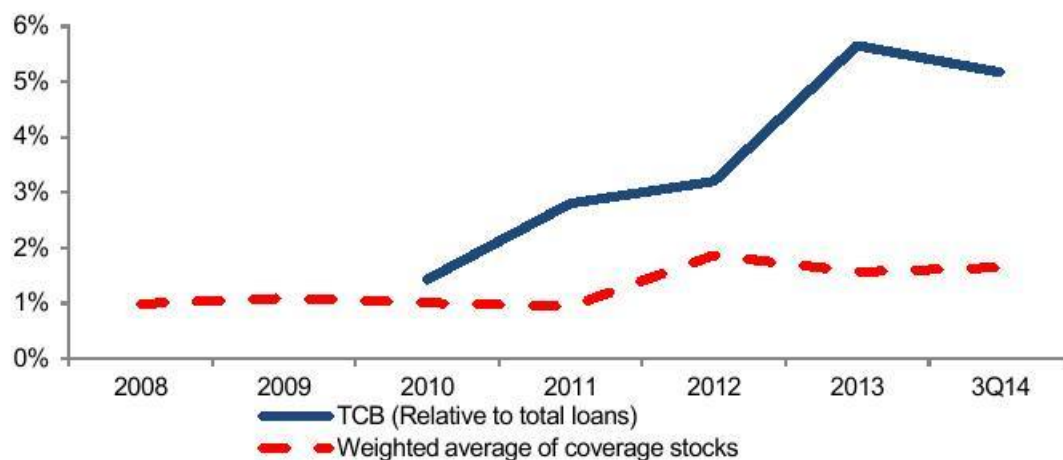
Hình 16: Đánh giá rủi ro của TCB - trọng số rủi ro của bảng cân đối kế toán và nợ quá hạn



Nguồn: Số liệu do các công ty cung cấp và ước tính của VCSC. Trung bình ở đây được hiểu là trung bình của nhóm các ngân hàng VCB, CTG, BID, ACB, STB và EIB

Mặt khác, việc so sánh nợ quá hạn từ 3 tháng trở lên với các khoản cho vay khách hàng cho thấy chỉ số này có sự cải thiện và đánh dấu xu hướng tích cực thứ hai, mặc dù chỉ báo này đang giảm từ một mức rất cao so với các ngân hàng khác.

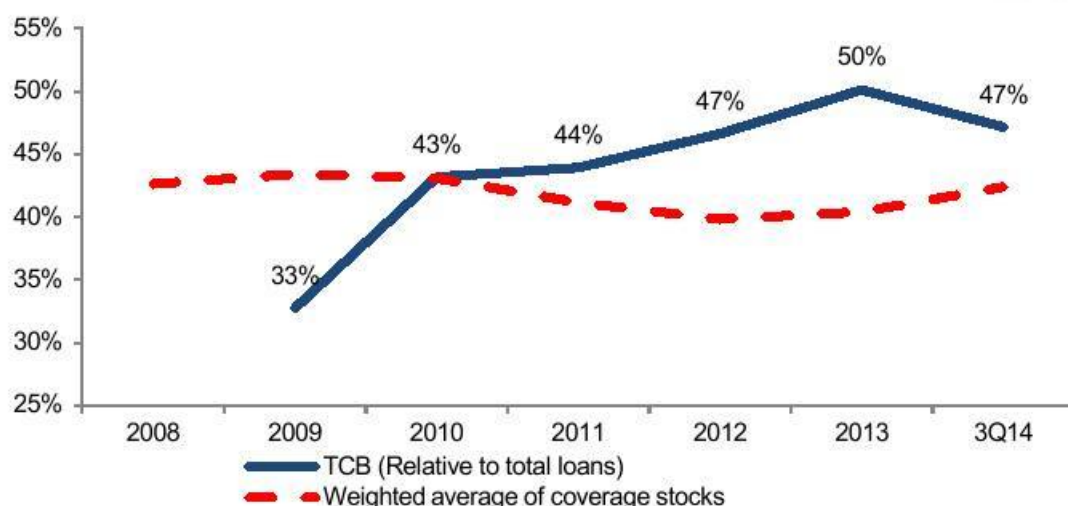
Hình 17: Tỷ lệ nợ quá hạn từ 3 tháng trở lên/cho vay khách hàng của TCB



Nguồn: Số liệu do các công ty cung cấp và ước tính của VCSC. Trung bình ở đây được hiểu là trung bình của nhóm các ngân hàng VCB, CTG, BID, ACB, STB và EIB. Nợ quá hạn 3 tháng là tổng của cho vay khách hàng và tài sản khác.

Một sự cải thiện khác cũng đáng chú ý là tỷ lệ nợ trung và dài hạn/tổng dư nợ giảm, đáng chú ý là vì chỉ có VCB giữ được tỷ lệ này ở mức ổn định trong 9 tháng đầu năm 2014 so với các ngân hàng niêm yết khác, trong khi con số này của TCB lại giảm.

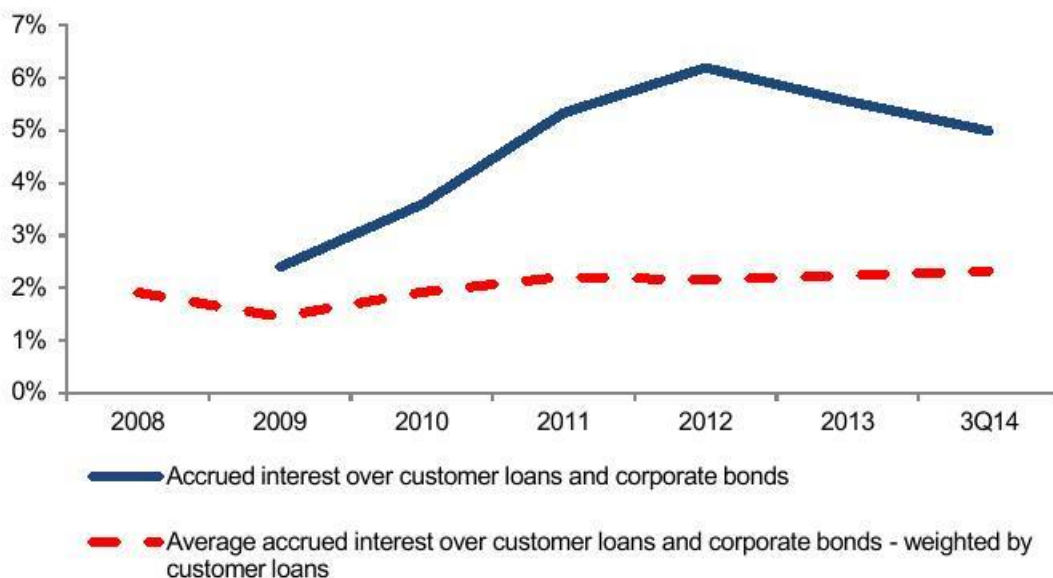
Hình 18: Nợ trung và dài hạn của TCB so với các ngân hàng khác



Nguồn: Số liệu do các công ty cung cấp và ước tính của VCSC. Trung bình ở đây được hiểu là trung bình của nhóm 7 ngân hàng VCB, CTG, BID, MBB, ACB, STB và EIB.

Vui lòng xem trang 23 của Báo cáo cập nhật ngành Ngân hàng mới nhất của chúng tôi (phát hành vào ngày 17/11/2014) để hiểu được tại sao chúng tôi đề cao tỷ lệ lãi phải thu/cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp. Về khía cạnh này, sự cải thiện của TCB trong giai đoạn 2013 và 9 tháng đầu năm 2014 chắc chắn là một dấu hiệu tích cực khác. Đương nhiên một điều cần ghi nhớ là chỉ số này đang giảm từ một mức cao.

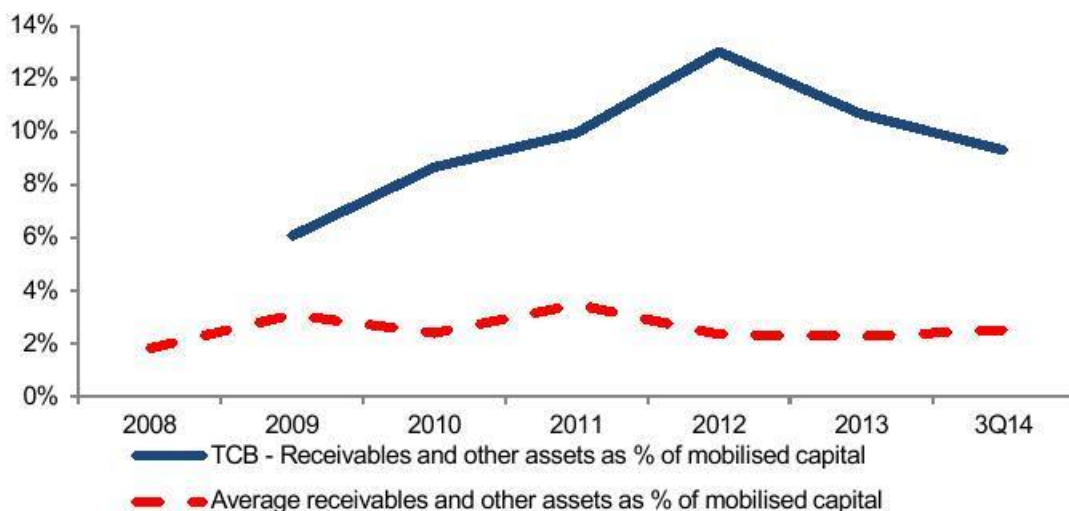
Hình 19: Tỷ lệ lãi phải thu/cho vay khách hàng và trái phiếu doanh nghiệp của TCB



Nguồn: Số liệu do các công ty cung cấp và ước tính của VCSC. Trung bình ở đây được hiểu là trung bình của nhóm 7 ngân hàng VCB, CTG, BID, MBB, ACB, STB và EIB.

Trường hợp của tỷ lệ các khoản phải thu và tài sản khác/vốn lưu động là tương tự như trường hợp của lãi phải thu. Chúng tôi tin rằng trong một thị trường mà giá tài sản đang phục hồi thì TCB sẽ có thể giải quyết vấn đề này và đưa con số của mình về tương đương với ngành. Tuy vậy thì đây là một việc làm không dễ.

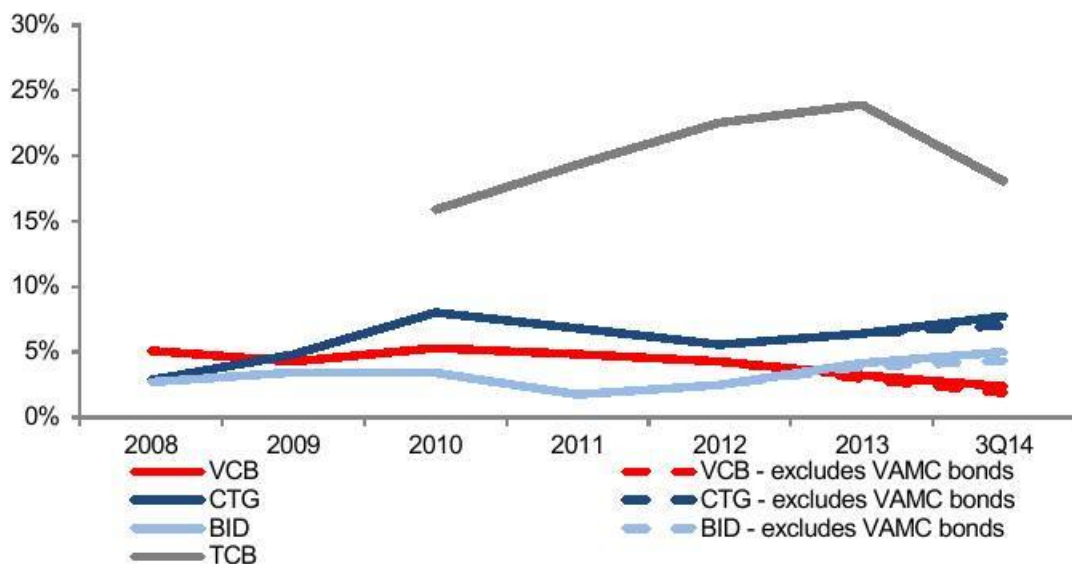
Hình 20: Tỷ lệ các khoản phải thu và tài sản khác/vốn lưu động của TCB



Nguồn: Số liệu do các công ty cung cấp và ước tính của VCSC. Trung bình ở đây được hiểu là trung bình của nhóm 7 ngân hàng VCB, CTG, BID, MBB, ACB, STB và EIB.

TCB sở hữu nhiều trái phiếu doanh nghiệp và khoản cho vay liên ngân hàng. Chúng tôi đánh giá cao việc các khoản này đã giảm đáng kể, tuy nhiên thì chúng vẫn còn ở mức khá cao. Những quy tắc liên quan đến trích lập dự phòng cho các khoản cho vay khách hàng cũng được áp dụng cho các khoản trái phiếu doanh nghiệp.

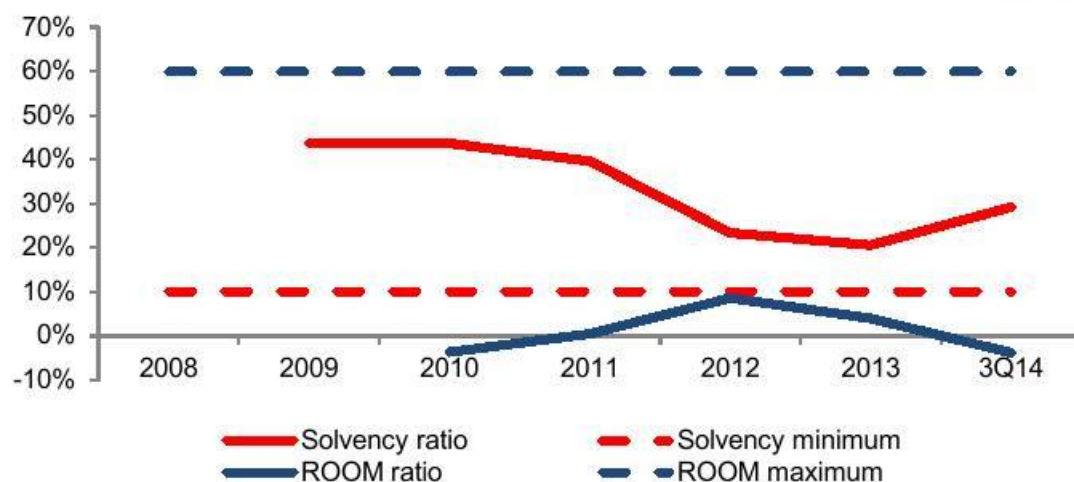
Hình 21: Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp và liên ngân hàng/vốn lưu động của VCB/CTG/BID/TCB



Nguồn: Số liệu do các ngân hàng cung cấp

Cuối cùng, về những tỷ lệ theo quy định, Thông tư 36/2014 có hiệu lực sẽ giúp xóa bỏ vấn đề tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn (ROOM) cho nhóm 7 ngân hàng mà chúng tôi theo dõi (VCB, CTG, BID, MBB, ACB, STB và EIB) và cho cả TCB. Còn đối với tỷ lệ khả năng chi trả, việc tỷ lệ này bật mạnh trở lại trong 9 tháng đầu năm 2014 đã giúp TCB có nhiều không gian hơn để hoạt động và tăng trưởng trong tương lai.

Hình 22: Các tỷ lệ theo quy định của TCB - Tỷ lệ khả năng chi trả và ROOM



Nguồn: Số liệu do ngân hàng công bố

Quay trở lại với vấn đề nợ xấu, việc tỷ lệ nợ xấu giảm từ 3,7% vào cuối năm 2013 xuống 3,0% vào Quý 3/2014 là hợp lý dựa trên xu hướng của các chỉ báo trên bảng cân đối kế toán nêu trên. Để kết luận quan điểm của chúng tôi đối với TCB, do tỷ lệ lãi biên (NIM) có sự cải thiện đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2014, do việc các khoản cho vay trung và dài hạn trên tổng dư nợ giảm, do TCB tỏ ra thận trọng trong việc quản lý tăng trưởng tín dụng trong 9 tháng đầu năm 2014 khi mà các ngân hàng đầu ngành như VCB cũng quyết định không đẩy mạnh kinh doanh trong thị trường các doanh nghiệp vừa và nhỏ/nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ trong 9 tháng đầu năm 2014, nhưng vì chúng tôi cần giữ thái độ thận trọng do vẫn còn nhiều vấn đề tồn đọng cần giải quyết nên chúng tôi quyết định áp dụng mức định giá là 1,2 lần P/B đối với giá trị sổ sách vào cuối quý 3 năm 2014.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
10/12/2014	KHẢ QUAN	84.500	100.000
17/09/2014	MUA	82.500	102.000
04/07/2014	MUA	91.500	110.000
25/02/2014	KHẢ QUAN	100.000	110.000
09/01/2014	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	85.000	88.000
05/09/2013	MUA	82.000	98.000
26/12/2012	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	102.000	100.000
26/12/2012	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	98.000	106.000

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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. Ví dụ, 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

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
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

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Văn Đình Phong
Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@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

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

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.