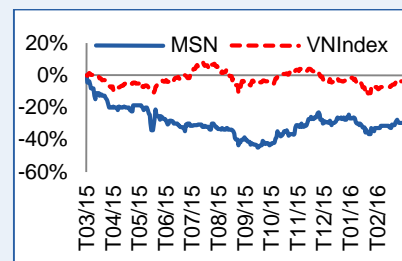


Ngày báo cáo:	15/03/2016	2015	2016F	2017F	
Giá hiện tại:	73.500 VND	Tăng trưởng DT	90,4%	42,8%	15,0%
Giá mục tiêu:	101.000 VND	Tăng trưởng EPS	35,8%	69,9%	57,3%
Giá mục tiêu trước đây:	100.000 VND	Biên LN gộp	32,0%	27,6%	28,7%
		Biên LN ròng	4,8%	5,7%	7,8%
		Biên LN ròng điều chỉnh	6,8%	7,4%	9,2%
TL tăng:	37,4%	(VND)	2015	2016F	2017F
Lợi suất cổ tức:	0,00%	EPS	1.965	3.338	5.250
Tổng mức sinh lời:	37,4%	Cổ tức / CP	0	0	0
		P/E	37,4	22,0	14,0
		P/E điều chỉnh	26,5	17,0	11,8
Ngành:	Đa ngành				
GT vốn hóa (USD):	2.463tr USD	MSN	Peers	VNI	
Room KN (USD):	434 tr USD	P/E (trượt)	37,4	11,9x	
GTGD trung bình/ngày (30n):	0,4tr USD	P/B (hiện tại)	3,3	1,7x	
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	99,6%	NA	
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	747	ROE	9,3%	14,2%	
Pha loãng (triệu)	747	ROA	4,0%	2,5%	



Xu hướng kỹ thuật trung hạn: TĂNG

Ngưỡng hỗ trợ (VND): 80.000

Mô tả công ty: CTCP Tập đoàn Masan hoạt động trong lĩnh vực thực ăn và đồ uống, cũng như chuỗi giá trị cung cấp đạm động vật. Các ngành kinh doanh khác bao gồm khai khoáng và cổ phần lớn tại ngân hàng

Nền tảng vững chắc nhất trong nhiều năm qua

Trong báo cáo cập nhật chi tiết này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA dành cho CTCP Tập đoàn Masan (MSN) với giá mục tiêu 101.000VND/cổ phiếu vì các lý do sau:

Thương vụ với Singha giúp MSN đẩy nhanh quá trình chuyển đổi sang tập trung vào ngành tiêu dùng. Sau khi hoàn tất, việc hợp tác với Singha sẽ giúp tăng số dư tiền mặt của MSN lên đến 1,1 tỷ USD, có thể được sử dụng cho đầu tư vào hoạt động kinh doanh và các thương vụ M&A mới. Cũng nhờ thương vụ này, MSN có thể tiếp cận thêm 160 triệu khách hàng mới trong khu vực ASEAN. Cuối cùng, thương vụ có định giá cao đã lập tức mang lại giá trị cho MSN. Cơ cấu tổ chức sau thương vụ sẽ được trình bày chi tiết ở trang 8 của báo cáo này.

Việc MSN sẽ dùng nguồn tiền mặt dồi dào vào mục đích gì là câu hỏi lớn. Chúng tôi không loại trừ khả năng công ty sẽ có những khoản đầu tư lớn vào lĩnh vực hàng tiêu dùng. Nếu không, việc giảm tỷ lệ đòn bẩy cũng là một khả năng khác.

Tại mức giá hiện tại, các lĩnh vực liên quan đến tiêu dùng của MSN có định giá khá hấp dẫn. Nếu loại trừ MSR theo giá trị vốn hóa và TCB với PBR dự phóng 1,4 lần, chúng tôi ước tính thị trường đang đưa ra mức PER 2016 là 15 lần cho các lĩnh vực liên quan đến tiêu dùng của MSN, mức mà chúng tôi cho là khá hấp dẫn nhờ các cơ hội tăng trưởng nêu trên. Tuy nhiên, chúng tôi không phản ánh đóng góp từ các thị trường mới vào mô hình dự báo và giả định rằng MSN chưa có kế hoạch sử dụng số tiền này, qua đó phát sinh thu nhập từ tiền lãi trong bảng KQLN.

Masan Nutri-Science (MNS) trở thành trụ cột tăng trưởng của MSN trong dài hạn. Trong báo cáo này, chúng tôi giành một phần lớn để đánh giá tiềm năng của MNS (trang 19). Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của công ty do lượng tiêu thụ protein của Việt Nam ngày càng cao, và ngành công nghiệp này đang chuyển sang thức ăn thương mại thay vì thức ăn tự chế biến. Tuy nhiên, để có được các lợi thế lâu dài, trong tương lai MSN sẽ phải thâm nhập sâu vào chuỗi giá trị vào lĩnh vực chăn nuôi.

Chúng tôi đánh giá rủi ro khá hạn chế đối với Masan Resources. Mỏ Núi Pháo tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận. Tuy nhiên, tại mức giá tungsten hiện nay, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng giá trị nhiều hơn so với rủi ro.

Chất lượng tài sản tại Techcombank tiếp tục cải thiện vì chúng tôi nhận thấy nợ xấu báo cáo, nợ xóa, và tỷ lệ trái phiếu VAMC/tổng tín dụng và số dư trái phiếu VAMC đều giảm. Chúng tôi kỳ vọng dự phòng sẽ giảm, qua đó hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

Cơ cấu vốn của tập đoàn cải thiện mạnh. Nợ chéo giữa các công ty trong tập đoàn giảm đáng kể, trong khi nợ đã được tái cấu trúc với chi phí thấp hơn.

Đặng Văn Pháp
Trưởng phòng

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên cao cấp

15/03/2016

Mục lục

Nền tảng vững chắc nhất trong nhiều năm qua.....	1
Các vấn đề về kinh doanh ngoài cốt lõi vẫn tồn tại nhưng nền tảng tiêu dùng của MSN đang có định giá hấp dẫn, trong khi các tài sản còn lại không có nhiều rủi ro giảm giá.....	5
Báo cáo Tài chính	7
Dự báo KQLN	8
Hợp tác với Singha có thể sẽ giúp tăng trưởng mảng F&B của MSN nhảy vọt	9
.....	9
Masan Consumer – tăng trưởng doanh thu sẽ gặp thách thức từ chu kỳ bão hòa, mặc dù tiêu dùng trong nước có triển vọng tích cực.....	10
Tiêu dùng F&B tại Việt Nam năm 2015 cải thiện nhưng các phân khúc có sự phân hóa.....	10
Masan Consumer sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn trong thời gian tới	11
Masan Brewery – tăng trưởng đáng kể nhờ tăng công suất và thiết lập thương hiệu.....	17
Định vị thương hiệu tập trung vào các khu vực nông thôn.....	17
Tăng gấp ba công suất để hỗ trợ cho việc mở rộng sự hiện diện	17
Masan Nutri-Science – hưởng lợi từ nhu cầu protein ở Việt Nam	18
Lượng tiêu thụ protein ở Việt Nam đang gia tăng	18
Mảng chăn nuôi – chuyển hướng sang chăn nuôi công nghiệp.....	20
Sự phát triển của các doanh nghiệp chăn nuôi khép kín là mối nguy đối với các công ty sản xuất thức ăn chăn nuôi	23
Giới thiệu Masan Nutri-Science	25
Masan Nutri-Science khởi đầu đầy tích cực trong năm 2015, là nền tảng để tăng thị phần trong các năm tới	25
Giá hàng hóa là rủi ro lớn nhất do phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu	27
Masan Resources – Rủi ro giảm giá hạn chế tại giá kim loại hiện tại	29
Sản lượng và doanh thu tăng nhưng giá kim loại thấp tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận.....	29
Giá tungsten giảm trong ngắn hạn nhưng sẽ phục hồi trong dài hạn.....	30
Techcombank.....	32
Phụ lục về định giá	37
Masan Consumer Holdings so với các công ty cùng ngành.....	37
Masan Nutri-Science so với các công ty cùng ngành.....	38
Phân tích kỹ thuật	39

Hình 1: Tổng hợp quan điểm đầu tư của VCSC đối với MSN.....	5
Hình 2: Dự báo doanh thu và EBIT của VCSC dành cho MSN.....	5
Hình 3: Dự phóng của VCSC đối với mảng F&B của MSN.....	6
Hình 4: Chi tiết tiền mặt và nợ từ của MSN theo các công ty con.....	6
Hình 5: Tổng hợp định giá của MSN của VCSC.....	6
Hình 6: Định giá tương ứng cho các mảng kinh doanh tiêu dùng của MSN theo giá thị trường.....	6
Hình 7: Cơ cấu cổ đông của Masan Consumer Holdings sau thương vụ.....	9
Hình 8: Tăng trưởng thực của bán lẻ cùng với niềm tin tiêu dùng cải thiện.....	10
Hình 9: Tăng trưởng YoY ngành FMCG tại thành thị (hình trái) và nông thôn (hình phải).....	10
Hình 10: % Tăng trưởng khối lượng của từng phân khúc trong 9 tháng 2015 vs 9 tháng 2014 tại thành thị (hình trái) và nông thôn (hình phải).....	11
Hình 11: Cơ cấu doanh thu của Masan Consumer năm 2015 và tăng trưởng YoY theo từng phân khúc.....	12
Hình 12: Tiêu dùng F&B/đầu người (USD, cột, trái) và % chi tiêu cho F&B trong tổng tiêu dùng (đường, phải).....	12
Hình 13: Thị phần nước mắm của Masan Consumer.....	13
Hình 14: Các nước tiêu thụ mì ăn liền hàng đầu trên thế giới (gói/người/năm).....	13
Hình 15: Số lượng người trong nhóm có thu nhập trung bình (triệu) tại Việt Nam.....	14
Hình 16: CAGR khối lượng của tiêu thụ cà phê hòa tan tại Việt Nam.....	14
Hình 17: Thị phần của nước uống đóng chai tại Việt Nam năm 2014.....	15
Hình 18: Quy mô thị trường cà phê hòa tan và nước mắm tại Việt Nam và Thái Lan (tỷ đồng).....	15
Hình 19: Giá bán lẻ của 3 thương hiệu nước mắm hàng đầu tại Việt Nam và Thái Lan.....	16
Hình 20: Diễn biến thị phần các công ty lớn trên thị trường cà phê Thái Lan.....	17
Hình 21: Quảng cáo của Sư Tử Trắng nhấn mạnh giá trị của gia đình và tình bạn.....	18
Hình 22: Cơ cấu tiêu thụ thịt tại Việt Nam.....	18
Hình 23: Tương quan giữa lượng thịt tiêu thụ/đầu người (kg) và GNI/đầu người (USD).....	19
Hình 24: Lượng thịt tiêu thụ/đầu người (kg) và GNI/đầu người (USD) tại Việt Nam.....	19
Hình 25: Số lượng và khối lượng thịt heo, bò và gia cầm giai đoạn 2001-2013.....	20
Hình 26: Tỷ trọng của chăn nuôi công nghiệp năm 2013 và mục tiêu năm 2020.....	20
Hình 27: Cơ cấu thức ăn chăn nuôi được sản xuất công nghiệp và tự chế biến.....	21
Hình 28: Dự báo sản lượng thức ăn chăn nuôi giai đoạn 2014-2020.....	21
Hình 29: Cơ cấu thị phần của ngành thức ăn chăn nuôi thương mại Việt Nam năm 2013.....	22
Hình 30: Các công ty hàng đầu trong từng phân khúc.....	22
Hình 31: Thị phần ngành thức ăn chăn nuôi Indonesia.....	23
Hình 32: KQLN của CP Vietnam.....	24
Hình 33: Cơ cấu sản lượng bán ra (nghìn tấn) của MNS theo sản phẩm, và vị trí trên thị trường bên ngoài*.....	25
Hình 34: So sánh tỷ lệ thâm nhập của các loại hình quảng cáo tại nông thôn và thành thị.....	26
Hình 35: MNS đang nỗ lực giới thiệu sản phẩm Bio-zeem cho cả Anco và Proconco.....	26
Hình 36: Cơ cấu sản lượng bán ra của Masan Nutri-Science (nghìn tấn).....	27
Hình 37: Thành phần thức ăn chăn nuôi gà và heo tại Thái Lan (2013).....	27
Hình 38: Kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi của Việt Nam (tỷ USD).....	28
Hình 39: Tổng biên lợi nhuận gộp của Proconco và Anco theo sản phẩm.....	28
Hình 40: Diễn biến giá bắp và đậu tương 2010-2013.....	29
Hình 41: Cơ cấu doanh thu của Masan Resources năm 2015.....	29

Hình 42: Diễn biến giá APT (USD/mtu).....	30
Hình 43: Nhu cầu tungsten và tăng trưởng GDP thế giới	31
Hình 44: Tiêu thụ tungsten toàn thế giới theo lĩnh vực	31
Hình 45: So sánh TCB với các ngân hàng trong nước	36
Hình 46: So sánh MCH với một số công ty thực phẩm và đồ uống khác trong khu vực	37
Hình 47: So sánh MNS với các công ty thức ăn chăn nuôi khác	38

Các vấn đề về kinh doanh ngoài cốt lõi vẫn tồn tại nhưng nền tảng tiêu dùng của MSN đang có định giá hấp dẫn, trong khi các tài sản còn lại không có nhiều rủi ro giảm giá

Hình 1: Tổng hợp quan điểm đầu tư của VCSC đối với MSN

Quan điểm đầu tư	Rủi ro đầu tư
<ul style="list-style-type: none"> ■ Nền tảng tiêu dùng ngày càng củng cố và mở rộng để hưởng lợi từ ngành tiêu dùng phát triển ở Việt Nam ■ Giá cổ phiếu hiện tại tương ứng với định giá hấp dẫn cho nền tảng tiêu dùng của MSN với PER 2016 là 15 lần ■ Lượng tiền mặt dồi dào dành cho các thương vụ M&A ■ Masan Resources có rủi ro giảm giá thấp trong bối cảnh giá kim loại giảm hiện nay ■ Techcombank có chất lượng tài sản cải thiện và do đó, dự phòng sẽ giảm ■ Cơ cấu vốn cải thiện: các khoản vay trong nội bộ không còn đáng kể và tái cấu trúc nợ với chi phí thấp hơn ■ Lợi nhuận của tập đoàn sẽ quay lại đà tăng trưởng 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Các mặt hàng F&B chính (nước chấm và mì ăn liền) đang tiến gần giai đoạn bão hòa tại Việt Nam ■ Thiếu hụt cải tiến sản phẩm để thúc đẩy tăng trưởng các nhãn hàng F&B ■ Chưa có xác nhận cụ thể về việc sử dụng vốn đầu tư của Singha ■ Chuỗi khép kín trong mảng chăn nuôi gia tăng sẽ làm giảm thị trường cho các công ty thức ăn chăn nuôi thuần túy ■ Giá kim loại trì trệ trong thời gian dài kim hãm đà phục hồi của tăng trưởng lợi nhuận và tạo áp lực lên khả năng thanh toán nợ của Masan Resource ■ % các khoản phải thu tại Techcombank mang lại rủi ro nợ xấu

Nguồn: VCSC

Hình 2: Dự báo doanh thu và EBIT của VCSC dành cho MSN

Tỷ đồng	2015E	2016F	2017F
Doanh thu	30.629	43.741	50.294
F&B	13.917	15.821	18.064
Tăng trưởng YoY	4,9%	13,7%	14,2%
Chăn nuôi ⁽¹⁾	14.054	23.966	27.561
Tăng trưởng YoY	11,5%	15,0%	15,0%
Khai khoáng	2.658	3.954	4.669
Tăng trưởng YoY	-5,9%	48,8%	18,1%
Khác	0	0	0
EBIT	4.101	5.208	6.702
F&B	2.753	2.873	3.244
Tăng trưởng YoY	13,5%	4,4%	12,9%
Chăn nuôi ⁽¹⁾	1.652	2.794	3.213
Tăng trưởng YoY	77,3%	15,0%	15,0%
Khai khoáng	355	42	728
Tăng trưởng YoY	-3,2%	-88,3%	1.648,7%
Khác	-660	-500	-500

Nguồn: MSN & VCSC

(1) Tăng trưởng YoY của mảng chăn nuôi năm 2016 được tính dựa trên cơ sở riêng, vì Masan Nutri-Science chỉ được hợp nhất trong 8 tháng của năm 2015

(2) Chi phí của công ty mẹ + lợi thế thương mại từ tương vụ thu tóm Masan Nutri-Science.

Hình 3: Dự phóng của VCSC đối với mảng F&B của MSN

Tỷ đồng	2015E	2016F	2017F
Gia vị	5.549	5.749	6.439
Tăng trưởng YoY	3,0%	3,6%	12,0%
Thức ăn tiện lợi	4.096	4.251	4.739
Tăng trưởng YoY	-2,2%	3,8%	11,5%
Đồ uống	2.841	3.768	4.361
Tăng trưởng YoY	-0,8%	32,6%	15,7%
Khác	727	853	966
Tăng trưởng YoY	9,8%	17,3%	13,3%
Bia	705	1.200	1.560
Tăng trưởng YoY	NA	70,2%	30,0%
TOTAL	13.917	15.821	18.064

Nguồn: VCSC

(*giả định lạm phát 7%/ năm từ năm 2017 trở đi ngoài trừ cà phê, vốn có dự phóng lạm phát 7%/năm từ năm 2016 trở đi)

Hình 4: Chi tiết tiền mặt và nợ từ của MSN theo các công ty con

Tỷ đồng	MCH	MNS	MSR	Cty mẹ	MSN Group
Nợ ròng/(tiền mặt) (*)	-4.788	1.313	9.400	4.962	10.887
EBITDA 2015	3.474	2.436	1.237	0	7.147
Nợ/EBITDA 2015 (x)	3,8	2,3	8,0	NA	4,9
Nợ ròng/EBITDA 2015 (x)	-1,4	0,5	7,6	NA	1,5

Nguồn: MSN

(*Dự nợ tính đến ngày 31/12/2015)

(*Tiền mặt tính đến ngày 31/01/2016 + 450 triệu USD nhận được từ Singha)

Hình 5: Tổng hợp định giá của MSN của VCSC

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn	% MSN sở hữu	Lợi ích của MSN	Định giá
Masan Consumer Holding	DCF	50.452	75,0%	37.839	PER 2016 19,1x
Masan Nutri-Science	PER	26.934	100,0%	26.934	PER 2016 14,0x
Masan Resources	DCF	6.769	72,7%	4.921	EV/EBITDA 2016 17,1x
Nợ ròng của cty mẹ				-4.962	
Đầu tư Techcombank	PBR	33.330	30,3%	10.112	PBR 1,4x (dự phóng)
Đầu tư vào Cholimex	BV		32,8%	251	PBR 1,0x (quý gần nhất)
Tổng NAV				75.095	
Số cổ phiếu (triệu)				747	
NAV/ cổ phiếu				101.000	

Source: VCSC

Hình 6: Định giá tương ứng cho các mảng kinh doanh tiêu dùng của MSN theo giá thị trường

	Tỷ đồng
Dự báo LNST 2016 không tính MSR và TCB	2.590
Giá trị vốn hóa hiện tại của MSN	56.004
Giá trị vốn hóa tính theo ngành tiêu dùng ⁽¹⁾	39.498
PER mảng tiêu dùng theo giá thị trường (x)	15,3

Nguồn: VCSC

(1) = GT vốn hóa – giá trị vốn hóa của MSR – giá trị nắm giữ tại TCB theo định giá của VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	30.628	43.741	50.294	Tiền và tương đương	8.324	8.178	12.562
Giá vốn hàng bán	-20.820	-31.649	-35.877	Đầu tư TC ngắn hạn	294	7.667	11.667
Lợi nhuận gộp	9.809	12.091	14.417	Các khoản phải thu	878	1.438	1.240
Chi phí bán hàng	-4.044	-4.864	-5.538	Hàng tồn kho	4.418	4.081	4.429
Chi phí quản lí DN	-1.665	-2.019	-2.194	TS ngắn hạn khác	2.795	2.624	3.018
LN thuần HĐKD	4.100	5.209	6.685	Tổng TS ngắn hạn	16.709	23.989	32.915
Doanh thu tài chính	1.382	1.899	2.330	TS dài hạn (gộp)	36.051	38.319	39.311
Chi phí tài chính	-2.715	-2.819	-2.811	- Khấu hao lũy kế	-3.573	-5.931	-8.403
Trong đó, chi phí lãi vay	-2.407	-2.669	-2.661	TS dài hạn (ròng)	32.478	32.388	30.908
Lợi nhuận từ công ty LDLK	499	675	775	Đầu tư TC dài hạn	17.656	18.327	19.098
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-40	0	0	TS dài hạn khác	5.006	4.748	4.490
LNTT	3.227	4.964	6.978	Tổng TS dài hạn	55.140	55.463	54.496
Thuế TNDN	-699	-1.077	-1.219	Tổng Tài sản	71.850	79.452	87.411
LNST trước CĐTS	2.527	3.886	5.759				
Lợi ích CĐ thiểu số	-1.049	-1.394	-1.838	Phải trả ngắn hạn	2.419	1.870	3.092
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	1.478	2.493	3.921	Nợ ngắn hạn	8.367	5.399	9.099
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	1.478	2.493	3.921	Nợ ngắn hạn khác	4.220	4.374	5.029
EBITDA	5.709	7.567	9.156	Tổng nợ ngắn hạn	15.005	11.644	17.220
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.965	3.338	5.250	Nợ dài hạn	27.253	22.938	19.169
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	1.965	3.338	5.250	Nợ dài hạn khác	2.482	2.624	3.018
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	1.965	3.338	5.250	Tổng nợ	44.741	37.206	39.407
TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	7.467	7.467	7.467
Tăng trưởng doanh thu	90,4	42,8	15,0	Thặng dư vốn CP	9.631	9.631	9.631
Tăng trưởng LN HĐKD	52,6	27,1	28,3	Lợi nhuận giữ lại	8.561	11.054	14.975
Tăng trưởng LNTT	17,8	53,8	40,6	Vốn khác	-9.045	-9.045	-9.045
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	35,8	69,9	57,3	Lợi ích CĐTS	10.494	23.138	24.976
				Vốn chủ sở hữu	27.109	42.245	48.004
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	71.850	79.452	87.411
Biên LN gộp %	32,0	27,6	28,7				
Biên LN từ HĐ %	13,4	11,9	13,3	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Biên EBITDA	18,6	17,3	18,2	Tiền đầu năm	5.166	8.324	8.178
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	4,8	5,7	7,8	Lợi nhuận sau thuế	1.478	2.493	3.921
ROE %	9,3	14,0	18,6	Khấu hao	1.823	2.358	2.472
ROA %	4,0	5,1	6,9	Thay đổi vốn lưu động	1.756	-447	1.334
				Điều chỉnh khác	-45	1.793	2.489
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	5.012	6.198	10.216
Số ngày tồn kho	53	49	43				
Số ngày phải thu	31	10	10	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-4.302	-2.268	-992
Số ngày phải trả	26	25	25	Đầu tư, ròng	-4.658	-21.544	-4.770
TG luân chuyển tiền	58	34	28	Tiền từ HĐ đầu tư	-9.301	-23.812	-5.763
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-719	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,1	2,1	1,9	Tăng (giảm) vốn	32	0	0
CS thanh toán nhanh	0,6	1,5	1,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	6.184	-4.315	-3.769
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,4	1,4	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	1.748	-2.967	3.700
Nợ/Tài sản	0,5	0,4	0,3	Tiền từ các hoạt động TC khác	203	24.750	0
Nợ/Vốn sử dụng	0,6	0,4	0,4	Tiền từ hoạt động TC	7.447	17.468	-69
Nợ/Vốn CSH	1,0	0,3	0,1				
Khả năng thanh toán lãi vay	1,7	2,0	2,5	Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.158	-147	4.384
				Tiền cuối năm	8.324	8.178	12.562

Dự báo KQLN

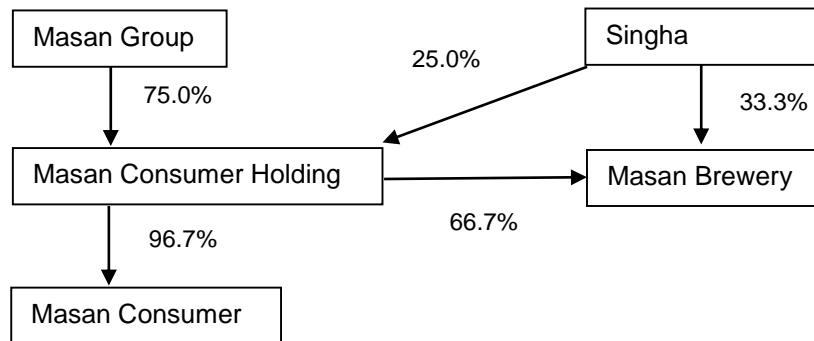
tỷ đồng	2015A	2016F	Thay đổi %	Ghi chú
Doanh thu	30.628	43.741	42,8%	
F&B	13.918	15.821	13,7%	Tăng trưởng khối lượng 1 con số trong tất cả các mảng ngoại trừ bia + hợp nhất công ty nước khoáng Quảng Ninh
Chăn nuôi	14.053	23.966	70,5%	Hợp nhất trong cả năm 2016 so với 8 tháng 2015
Khai khoáng	2.658	3.954	48,7%	JV đi vào hoạt động thương mại trong cả năm
Lợi nhuận gộp	9.809	12.091	23,3%	
F&B	6.096	6.760	10,9%	
Chăn nuôi	2.917	4.721	61,9%	
Khai khoáng	797	610	-23,4%	
Chi phí bán hàng	-4.044	-4.864	20,3%	
Chi phí quản lý DN	-1.665	-2.019	21,3%	
LN từ hoạt động	4.100	5.209	27,1%	
Chi phí lãi vay	-2.407	-2.669	10,9%	
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	1.534	2.424	58,0%	Thu nhập từ lãi vay cao hơn từ nguồn tiền mặt cao hơn + dự phóng tăng trưởng LNST 36,4% tại Techcombank
LN trước thuế	3.227	4.964	53,8%	
LNST	2.527	3.886	53,8%	
LNST trừ lợi ích CĐTS	1.478	2.493	68,6%	
EBITDA	5.709	7.567	32,5%	
Biên LN gộp %	32,0%	27,6%		
F&B	43,8%	42,7%		
Chăn nuôi	20,8%	19,7%		Ổn định trên mức cơ sở riêng
Khai khoáng	30,0%	15,4%		Giá bán trung bình thấp hơn trong 2016 so với 2015
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	-13,2%	-11,1%		
Chi phí điều hành/Doanh thu %	-5,4%	-4,6%		
Biên LN từ hoạt động %	13,4%	11,9%		
Biên EBITDA %	18,6%	17,3%		
Biên LNST %	4,8%	5,7%		
Thuế suất %	-21,7%	-21,7%		

Hợp tác với Singha có thể sẽ giúp tăng trưởng mảng F&B của MSN nhạy vọt

Ngay khi mảng Thực phẩm và Đồ uống (F&B) của MSN cho thấy những tín hiệu tăng trưởng chững lại, Singha đã giúp MSN có thêm sự tiếp cận đến thị trường Thái Lan và hơn nữa là Myanmar, Lào và Cambodia, nơi có tổng cộng dân số 160 triệu người so với 90 triệu người của Việt Nam. Mảng sản phẩm nước mắm và cà phê tới Thái Lan sẽ là bước đi đầu tiên của MSN nhằm thiết lập sự hiện diện tại các nước bán đảo Đông Dương này, vốn có những tương đồng bao gồm văn minh lúa nước, sự phổ biến của nước mắm, địa lý cũng như tầng lớp trung lưu trẻ đang nổi lên.

Trong khi tác động của việc mở rộng thị trường chỉ có thể được đánh giá sau một khoảng thời gian và đặc biệt là đóng góp về lợi nhuận, thỏa thuận với Singha, được công bố vào đúng ngày lễ Giáng sinh, đã lập tức mang lại 2 lợi ích chính: 1) khoản tiền mặt trị giá 1,1 tỷ USD giúp nền tảng tiêu dùng của MSN phát triển sâu hơn thông qua đầu tư vào hoạt động hoặc M&A. Có xấp xỉ 50% số tiền này được sử dụng để mua thêm 18% cổ phần của Masan Consumer, giúp KKR có thể thoái vốn hoàn toàn, và 2) tạo ra giá trị từ phần chênh lệch mà Singha phải chi trả.

Hình 7: Cơ cấu cổ đông của Masan Consumer Holdings sau thương vụ



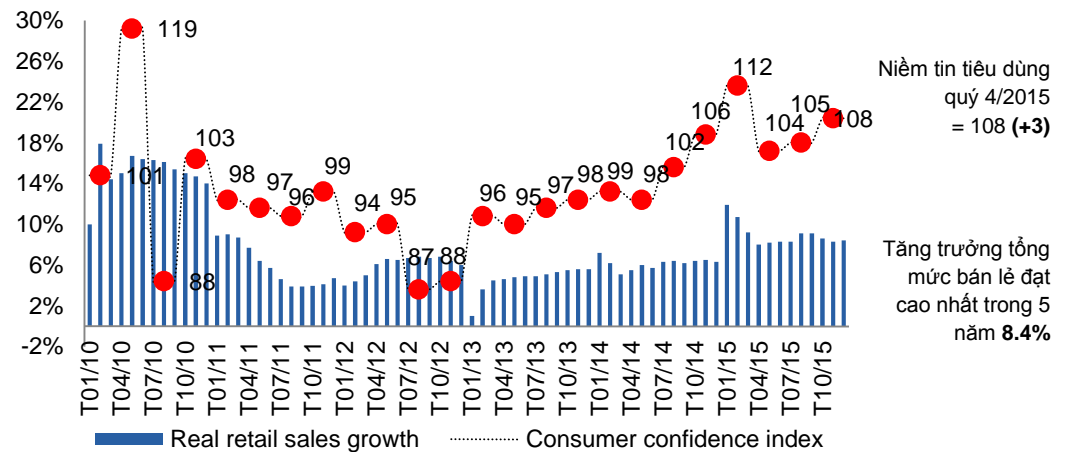
Nguồn: MSN

Masan Consumer – tăng trưởng doanh thu sẽ gặp thách thức từ chu kỳ bão hòa, mặc dù tiêu dùng trong nước có triển vọng tích cực

Tiêu dùng F&B tại Việt Nam năm 2015 cải thiện nhưng các phân khúc có sự phân hóa

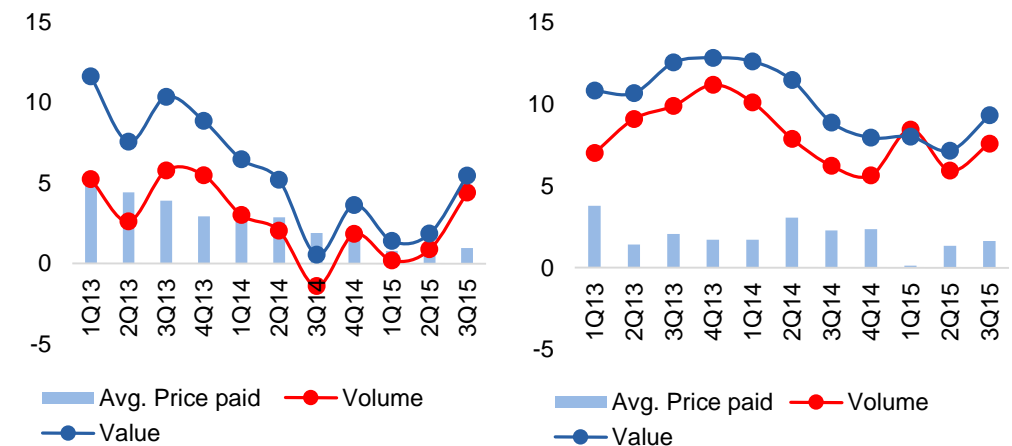
Niềm tin tiêu dùng vẫn đang trên đà tăng trưởng ổn định nhờ vào sức mua, tỷ lệ việc làm cải thiện cũng như điều kiện vĩ mô ổn định. Điều này đã dẫn đến sự phục hồi của tăng trưởng mảng FMCG (Nhóm hàng tiêu dùng nhanh) kể từ quý 4/2014 – quý 1/2015, và tiếp tục kéo dài đến cuối năm. Tăng trưởng tại khu vực nông thôn vẫn tiếp tục cao hơn tại thành thị, nhờ vào yếu tố cơ sở thấp hơn cũng như chiến lược chủ động “thâm nhập” của các công ty FMCG, khi tăng trưởng tại các thành thị chững lại.

Hình 8: Tăng trưởng thực của bán lẻ cùng với niềm tin tiêu dùng cải thiện



Nguồn: GSO & Nielsen

Hình 9: Tăng trưởng YoY ngành FMCG tại thành thị (hình trái) và nông thôn (hình phải)

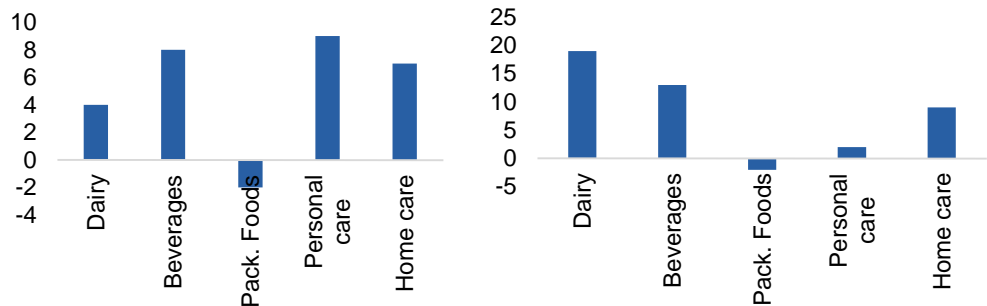


Nguồn: KantarWorld Panel

Đồ uống tiếp tục là mảng tăng trưởng nhanh nhất trong nhóm FMCG với tăng trưởng tăng mạnh đặc biệt ở sản phẩm từ sữa. Ngược lại, thực phẩm đóng gói giảm nhẹ.

Theo Nielsen Việt Nam, thực tế việc đồ uống vượt thực phẩm xuất phát từ 1) các nhà sản xuất tập trung nhiều hơn về sức khỏe trong các sản phẩm của mình (ví dụ như thêm chất dinh dưỡng), khi sức khỏe được xếp hạng là một trong những quan tâm hàng đầu của người tiêu dùng Việt Nam thời điểm hiện tại, 2) người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng tính tiện dụng khi các sản phẩm đồ uống thường dưới dạng các hộp nhỏ và 3) những cải tiến liên tục để mở rộng phân khúc. Để lấy ví dụ cho nguyên nhân thứ ba, Pepsi Suntory đã mở rộng sản phẩm trà của mình từ Trà xanh vị Chanh sang trà Oolong và mở rộng phân khúc từ giải khát sang sức khỏe với sản phẩm TEA+ Oolong, vốn đạt 56% tăng trưởng trong năm thứ hai. Trong khi đó, Meadow Fresh cũng phát triển sản phẩm sữa từ hương vị trái cây sang nước ép trái cây với sản phẩm Nutriboost, đạt mức tăng trưởng 84% trong năm thứ hai.

Hình 10: % Tăng trưởng khối lượng của từng phân khúc trong 9 tháng 2015 vs 9 tháng 2014 tại thành thị (hình trái) và nông thôn (hình phải)



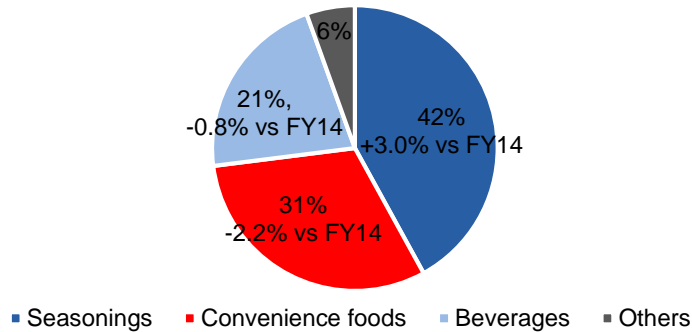
Nguồn: KantarWorld Panel

Masan Consumer sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn trong thời gian tới

Tương ứng với diễn biến của mảng thực phẩm đóng gói, Masan Consumer không tăng trưởng trong mảng gia vị và thực phẩm tiện lợi năm 2015. Trong khi đó, doanh số cà phê chủ yếu đi ngang, khi có mức cơ sở cao năm 2014 nhờ triển khai thành công sản phẩm mới.

Tuy nhiên, có vẻ như đà tăng đã xuất hiện trở lại vào cuối năm khi mảng kinh doanh F&B trong quý 4/2015 tăng 12% so với quý 4/2014.

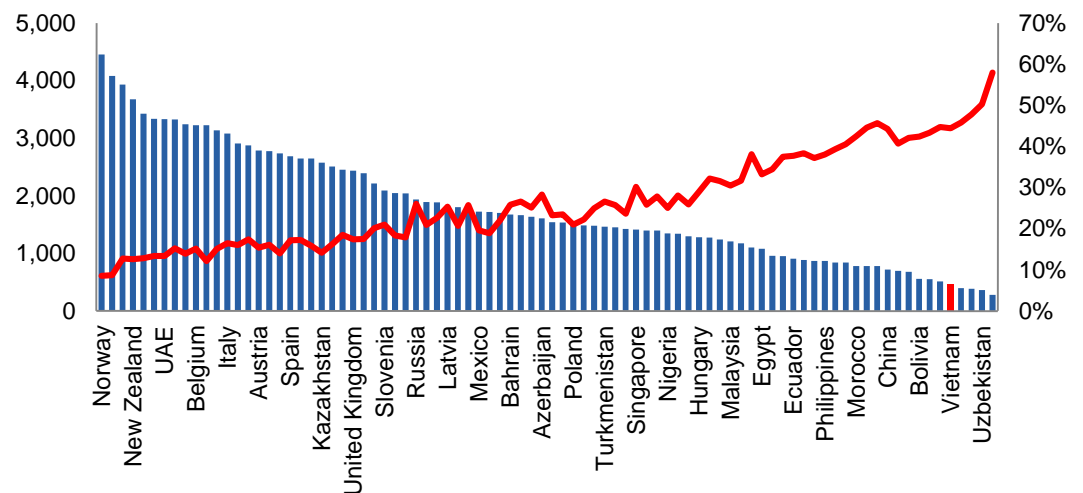
Hình 11: Cơ cấu doanh thu của Masan Consumer năm 2015 và tăng trưởng YoY theo từng phân khúc



Nguồn: MSN & VCSC

Câu hỏi chính ở đây là liệu tốc độ tăng trưởng này sẽ duy trì hay chỉ là tạm thời đối với Masan Consumer. Để trả lời cho câu hỏi này sẽ đòi hỏi một cái nhìn toàn diện hơn so với việc tiêu thụ sản phẩm F&B/đầu người tại Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều so với các nước cùng ngành trong khu vực, tương ứng với tiềm năng tăng trưởng của toàn lĩnh vực này. Như đã đề cập, F&B có rất nhiều phân khúc với nhiều mức độ bão hòa khác nhau và do đó có những mức tăng trưởng khác nhau. Trong khi đó, chúng tôi cần theo dõi thêm liệu Masan Consumer có thể tăng trưởng bao nhiêu khi giành thêm thị phần.

Hình 12: Tiêu dùng F&B/đầu người (USD, cột, trái) và % chi tiêu cho F&B trong tổng tiêu dùng (đường, phải)



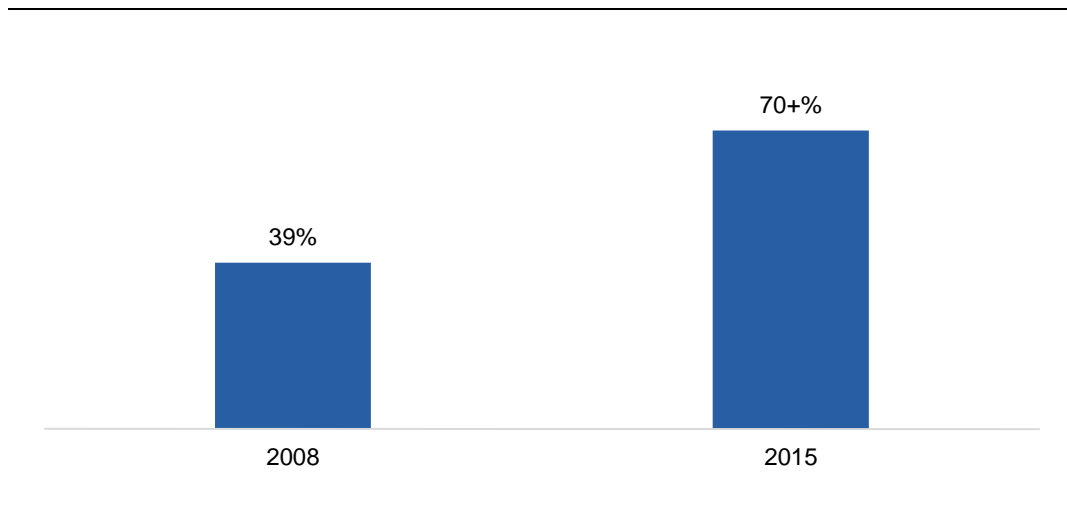
Nguồn: USDA

Chúng tôi cho rằng nếu như không có những cải tiến sản phẩm đáng kể, các phân khúc của Masan Consumer đã kết thúc giai đoạn tăng trưởng 2 con số. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu ở mức 5-7% cho Masan Consumer trong vòng 5 năm tới (chỉ tính doanh số trong nước). Dự phóng của chúng tôi dựa trên các cơ sở sau:

- **Mảng gia vị:** chúng tôi cho rằng lượng tiêu thụ nước mắm thương hiệu đã bão hòa tại Việt Nam và trong bối cảnh MSN đã thống trị thị phần cũng như mạng lưới phân phối trong

nước (kể cả khu vực nông thôn), sẽ rất khó khăn đến MSN tăng trưởng bằng cách giành thêm thị phần hoặc mở rộng tiếp cận đến khách hàng. Theo KantarWorld Panel, tỷ lệ thâm nhập của MSN tại các khu vực nông thôn đã đạt 97,8% trong năm 2014, với thương hiệu nước mắm Nam Ngư trở thành thương hiệu được người tiêu dùng khu vực lựa chọn nhiều nhất. Mở rộng các mặt hàng gia vị chủ yếu từ nước chấm sang nước sốt và các phụ liệu nấu ăn khác là một cách để vực dậy tăng trưởng và công ty đã bày tỏ sẽ thực hiện điều này. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa ghi nhận diễn biến này vào dự phóng của mình.

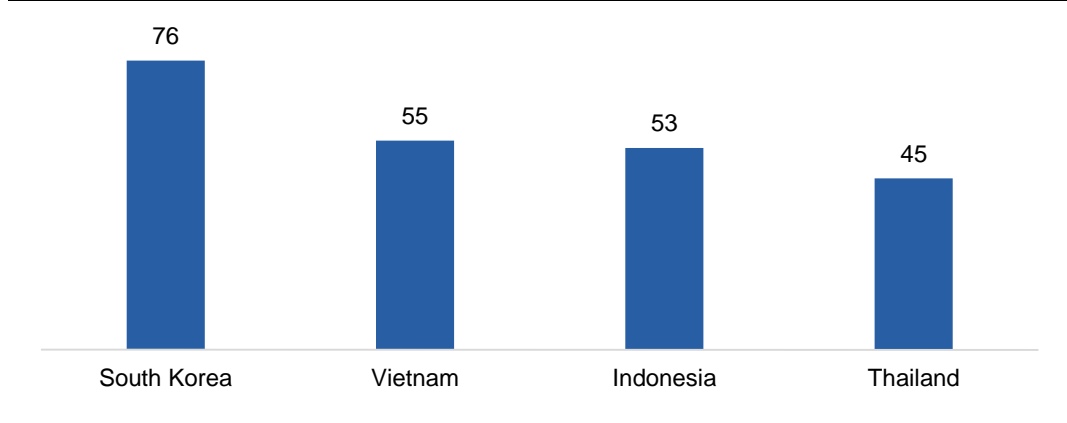
Hình 13: Thị phần nước mắm của Masan Consumer



Nguồn: MSN

- **Mì ăn liền:** Những trở ngại chính cho MSN trong phân khúc này bao gồm sự bão hòa và cạnh tranh nội địa. Người Việt Nam vẫn tiêu thụ một lượng lớn mì ăn liền, khi Việt Nam xếp thứ 2 chỉ sau Hàn Quốc trong danh sách các quốc gia tiêu thụ mì ăn liền lớn nhất thế giới. Sự bão hòa này khiến lượng tiêu thụ mì ăn liền tại Việt Nam giảm 1% theo giá trị trong năm 2015 so với 2014. Mặt khác, thị trường trong nước vẫn có mức cạnh tranh cao và theo quan điểm của chúng tôi, phân khúc đã chạm đến giới hạn về sự đa dạng của sản phẩm.

Hình 14: Các nước tiêu thụ mì ăn liền hàng đầu trên thế giới (gói/người/năm)



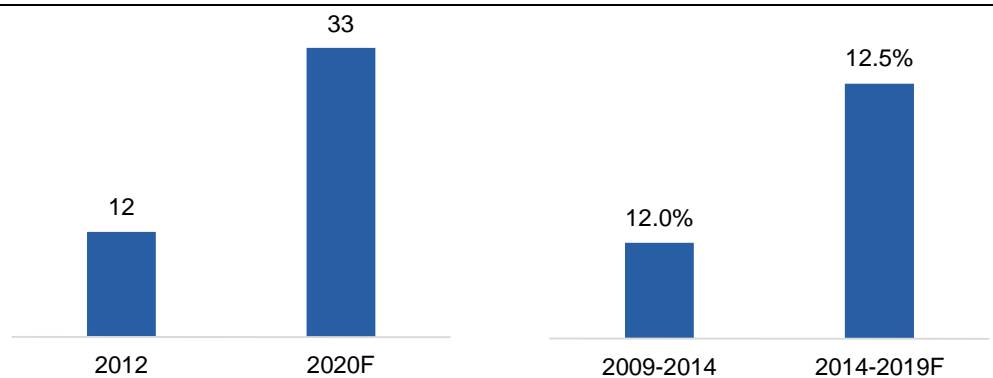
Nguồn: WINA & Korea Portal

- **Cà phê hòa tan:** Dù diễn biến năm 2015 kém tích cực vì mức cơ sở cao năm 2014 và các hoạt động tối ưu hóa hàng tồn kho của Masan Consumer trong năm, chúng tôi cho rằng mảng cà phê có triển vọng tăng trưởng tốt nhất trong số các mặt hàng truyền thống của Masan Consumer. Ngoài ra, tăng trưởng có thể sẽ quay trở lại nhờ các sản phẩm mới gần đây như Vinacafe Chất và Wake-Up Saigon Sữa Đặc. Do đó, quý 4/2015 đã có mức tăng trưởng 20% so với cùng kỳ năm ngoái.

Phân khúc này phù hợp nhất với tầng lớp trung lưu đang ngày càng gia tăng tại Việt Nam và MSN đã tạo ra bước đệm tốt tại khu vực nông thôn với sản phẩm Wake-Up, khi lọt vào top 10 thương hiệu đồ uống trong năm 2014, sau khi được giới thiệu lại với công thức mới năm 2013. Thiết lập sự hiện diện tại khu vực nông thôn là rất quan trọng trong bối cảnh các chuỗi cửa hàng cà phê ngày càng nhiều tại các thành phố lớn, chúng tôi kỳ vọng lượng tiêu thụ cà phê hòa tan sẽ tăng trưởng với tốc độ cao hơn tại các khu vực nông thôn so với thành thị.

Hình 15: Số lượng người trong nhóm có thu nhập trung bình (triệu) tại Việt Nam

Hình 16: CAGR khối lượng của tiêu thụ cà phê hòa tan tại Việt Nam

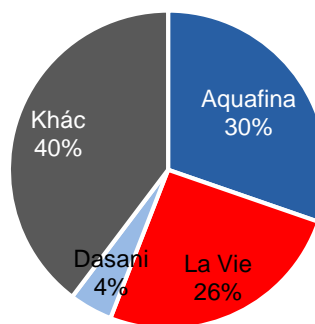


Nguồn: BCG & Euromonitor (2015)

- **Đồ uống đóng chai:** mảng này vẫn chỉ chiếm một phần nhỏ trong doanh thu và lợi nhuận của Masan Consumer. Trong số vài sản phẩm đồ uống bổ sung năng lượng ra mắt năm 2014, thức uống isotonic và trà RTD, chỉ có Wake-Up247 thu hút được sự chú ý tính đến nay, với doanh thu đạt khoảng 557 tỷ đồng (24,8 triệu USD) trong năm 2015, tương ứng với 4% doanh thu của Masan Consumer. Sự thành công của Wake-Up247, vốn tạo ra hương vị mới (vị cà phê) cho đồ uống năng lượng, nhấn mạnh sự quan trọng của cải tiến sản phẩm nhằm giành lấy thị trường ngày nay.

Tháng 11/2015, MSN đã công bố tham gia phiên IPO của Công ty TNHH Nước khoáng Quảng Ninh (QNW), qua đó MSN dự kiến sẽ sở hữu ít nhất 65% cổ phần. Thương vụ này, cùng với thương hiệu sẵn có là Vĩnh Hảo, sẽ giúp MSN xây dựng nền tảng nước khoáng lớn nhất Việt Nam với sự hiện diện trên khắp cả nước. Tuy nhiên, với sự kết hợp của doanh thu hàng năm gần 1.000 tỷ đồng và trong khi các thương hiệu nước ngoài (Aquafina của Pepsi, La Vie của Nestle và Dasani của Coca-Cola) vẫn thống trị thị trường nước uống đóng chai, chúng tôi cho rằng đóng góp vào lợi nhuận của phân khúc này trong vài năm tới là không lớn. Theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố đột phá dành cho MSN là truyền tải thành công những lợi ích về sức khỏe từ nước khoáng (được MSN sản xuất) đến người tiêu dùng so với các sản phẩm nước uống tinh khiết nước ngoài, khi phần lớn người tiêu dùng Việt Nam không thể phân biệt rõ ràng hai loại sản phẩm này.

Hình 17: Thị phần của nước uống đóng chai tại Việt Nam năm 2014

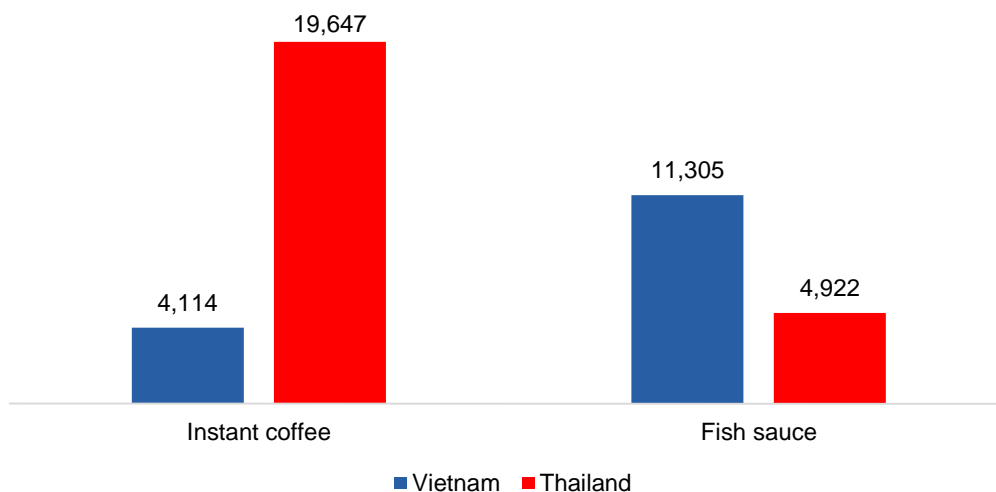


Nguồn: Euromonitor (2015)

Khối ASEAN – cần những bước tiến dài để đón nhận các cơ hội

MSN có kế hoạch bắt đầu xuất khẩu nước mắm và cà phê hòa tan sang Thái Lan trong năm 2016 và bán các sản phẩm này với sự hỗ trợ của Singha. Thái Lan có thị trường nước mắm nhỏ hơn Việt Nam, theo Euromonitor. MSN cho rằng cơ hội sẽ lớn hơn khi tính đến các phân khúc chưa có thương hiệu và các sản phẩm này và phân khúc này vẫn còn cơ hội cho sự cao cấp hóa. Ngược lại, thị trường cà phê Thái Lan lớn hơn gấp nhiều lần so với Việt Nam.

Hình 18: Quy mô thị trường cà phê hòa tan và nước mắm tại Việt Nam và Thái Lan (tỷ đồng)




Nguồn: Euromonitor (2016) (THB/VND = 617.2)

Chúng tôi cho rằng đóng góp vào lợi nhuận từ thị trường Thái Lan trong vòng 2 năm tới là không cao, do những lý do sau:

Đầu tiên, sẽ cần một khoảng thời gian lớn để MSN thiết lập sự hiện diện tại Thái Lan, khi lợi thế cạnh tranh là thương hiệu và kênh phân phối trong nước không thể chuyển dịch sang Thái Lan. Tận dụng hệ thống phân phối sẵn có của Singha có thể giúp ích phần nào nhưng thương hiệu chỉ có thể được xây dựng qua thời gian và sự đầu tư. Trong khi đó, kinh tế Thái Lan cũng lại đang làm cạnh tranh ngày càng gay gắt trong các phân khúc hàng tiêu dùng.

Thứ hai, các nghiên cứu của chúng tôi cho thấy giá bán của nước mắm tại Thái Lan thậm chí còn cạnh tranh hơn ở Việt Nam. Chúng tôi cho rằng điều này là do nước mắm của Thái Lan chủ yếu sử dụng cho mục đích nấu nướng, trong khi nước mắm Việt Nam sử dụng cho cả nấu nướng và làm nước chấm. Do đó, thông thường nước mắm Việt Nam thường đòi hỏi chất lượng cao hơn. Điều quan trọng nhất cho MSN là chuyển hóa thói quen của người tiêu dùng Thái Lan sang sử dụng nước mắm làm nước chấm, vốn không dễ thực hiện trên thực tế.

Hình 19: Giá bán lẻ của 3 thương hiệu nước mắm hàng đầu tại Việt Nam và Thái Lan

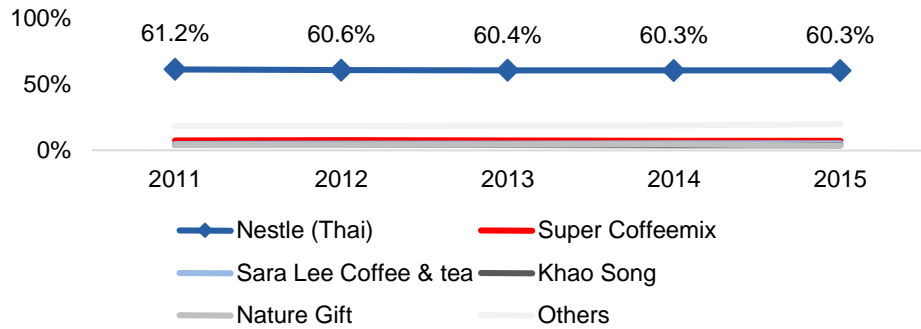
Top 3 thương hiệu tại	Việt Nam			Thái Lan		
	Nam Ngư (3 trong 1)	Chinsu	Liên Thành	Tiparos	Plamuk (Squid brand)	Oyster brand
						
Giá bán lẻ (VND)	30,000	32,800	56,800	18,053	17,282	19,133
Khối lượng (ml)	750	500	600	700	700	700
VND/lít	40,000	65,600	94,667	25,790	24,688	27,333

Nguồn: VCSC tổng hợp (tỷ giá THB/VND = 617,2)

Thứ ba, người Thái Lan tỏ ra ưa chuộng các sản phẩm nước mắm truyền thống của mình, do đó đây sẽ là một khó khăn để MSN thuyết phục người Thái chuyển sang sử dụng nước mắm Việt Nam. Tuy nhiên, hương vị khác nhau có thể là lợi thế bán hàng độc đáo, nếu như định vị thương hiệu một cách đúng đắn. Cải tiến là một yếu tố chính, nhưng không dễ để đánh giá cho đến khi MSN thực sự giới thiệu các sản phẩm mới và nhận được phản hồi từ phía người tiêu dùng. Chúng tôi lưu ý rằng MSN thường có truyền thống đưa các phân khúc liên quan đến giá hàng hóa thành các phân khúc có thương hiệu và gia tăng biên lợi nhuận của từng mảng (nước mắm, mì ăn liền và gần đây nhất là thức ăn chăn nuôi). Sự thiếu hụt cải tiến tại thị trường nước mắm Thái Lan, vốn chỉ được thống trị bởi một vài thương hiệu, mang lại cơ hội nhưng sẽ không dễ dàng để thực hiện.

Cuối cùng, ở mảng cà phê hòa tan, MSN sẽ phải đối đầu với Nestle, thương hiệu đang chiếm lĩnh 60% thị phần tại Thái Lan. Trong vòng 5 năm qua, cơ cấu thị phần tại thị trường Thái Lan là khá ổn định, cho thấy sự khó khăn mà các công ty mới gặp phải để thâm nhập thành công. Ở mặt tích cực, MSN có thể sử dụng thương hiệu cà phê truyền thống Vinacafe và tận dụng hương vị độc đáo của cà phê Việt Nam nhằm thu hút người tiêu dùng Thái Lan. Theo Euromonitor (2016), người tiêu dùng Thái ngày càng quan tâm hơn đến xuất xứ sản phẩm, và cà phê từ các quốc gia trồng cà phê nổi tiếng như Columbia và Việt Nam đang ngày càng được người tiêu dùng Thái chấp nhận.

Hình 20: Diễn biến thị phần các công ty lớn trên thị trường cà phê Thái Lan



Nguồn: Euromonitor (2016)

Masan Brewery – tăng trưởng đáng kể nhờ tăng công suất và thiết lập thương hiệu

Định vị thương hiệu tập trung vào các khu vực nông thôn

Không giống như các thương hiệu khác khi nhấn mạnh sự độc đáo của sản phẩm của mình và nhắm đến các khách hàng tại các đô thị lớn, nơi văn hóa ăn uống bên ngoài và uống bia trong các buổi tiệc & họp mặt đang ngày càng phổ biến, Masan Brewery nhấn mạnh tính xác thực, đề cao giá trị gia đình và bạn bè, cũng như giá trị các buổi họp mặt gia đình với dòng sản phẩm Sư tử Trắng. Chiến lược marketing này, với slogan “Bia ngon, chừa đôi cùng bạn chí cốt” giúp Masan Brewery trong các thị trường mục tiêu, bao gồm đồng bằng sông Cửu Long và khu vực Đông Nam Bộ. Dân cư ở nông thôn, những người vẫn duy trì thói quen và trân trọng những buổi họp mặt gia đình, chiếm một phần lớn trong số khách hàng tại những khu vực này.

Tăng gấp ba công suất để hỗ trợ cho việc mở rộng sự hiện diện

Tháng 12/2015, Masan Brewery đã đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất bia tại tỉnh Hậu Giang, nằm tại khu vực đồng bằng sông Cửu Long. Nhà máy mới này giúp gia tăng công suất thêm 100 triệu lít (có thể đạt 150 triệu lít) để nâng tổng công suất hàng năm của Masan Brewery lên 150 triệu lít. Điều này sẽ giúp Masan Brewery củng cố sự hiện diện tại đồng bằng sông Cửu Long cũng như mở rộng ra các khu vực lân cận, đặc biệt là khu vực Đông Nam Bộ. Đồng bằng sông Cửu Long và khu vực Đông Nam Bộ chiếm gần 20% khối lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam, tương đương với 660 triệu lít bia/năm. Điều này mang lại dư địa tăng trưởng lớn cho Masan Brewery.

Xây dựng đã tăng trưởng nhờ vào chiến lược marketing và thiết lập nhận diện thương hiệu, chúng tôi dự kiến doanh số của Masan Brewery sẽ nhảy vọt 70% trong năm 2016 so với 2015. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ dự báo mức lợi nhuận thấp do chi phí Quảng cáo & Tiếp thị cao trong giai đoạn thâm nhập thị trường.

Hình 21: Quảng cáo của Sư Tử Trắng nhấn mạnh giá trị của gia đình và tình bạn



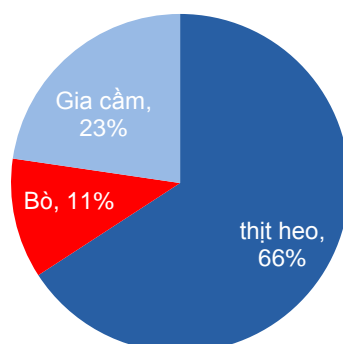
Nguồn: Masan Brewery

Masan Nutri-Science – hưởng lợi từ nhu cầu protein ở Việt Nam

Lượng tiêu thụ protein ở Việt Nam đang gia tăng

Trung bình, mỗi người Việt tiêu thụ khoảng 48kg thịt trong năm 2014 (theo OECD) với thị heo tiếp tục là loại thịt được tiêu dùng chính.

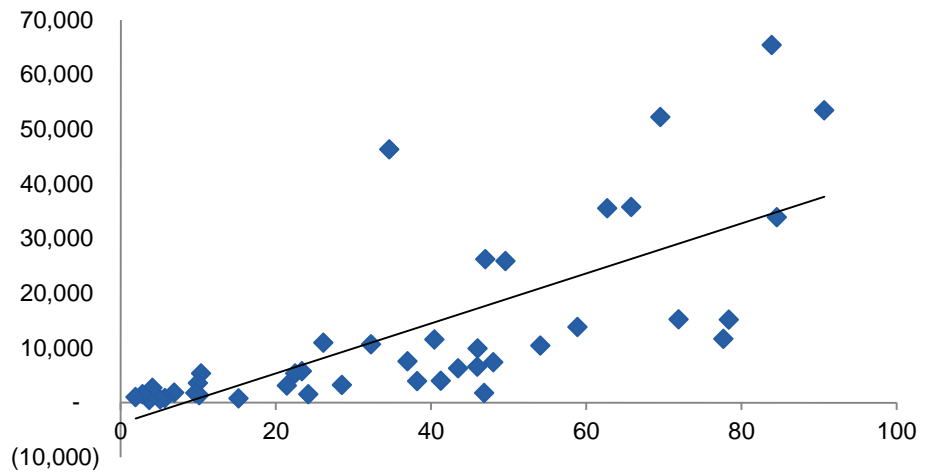
Hình 22: Cơ cấu tiêu thụ thịt tại Việt Nam



Nguồn: BMI (2015)

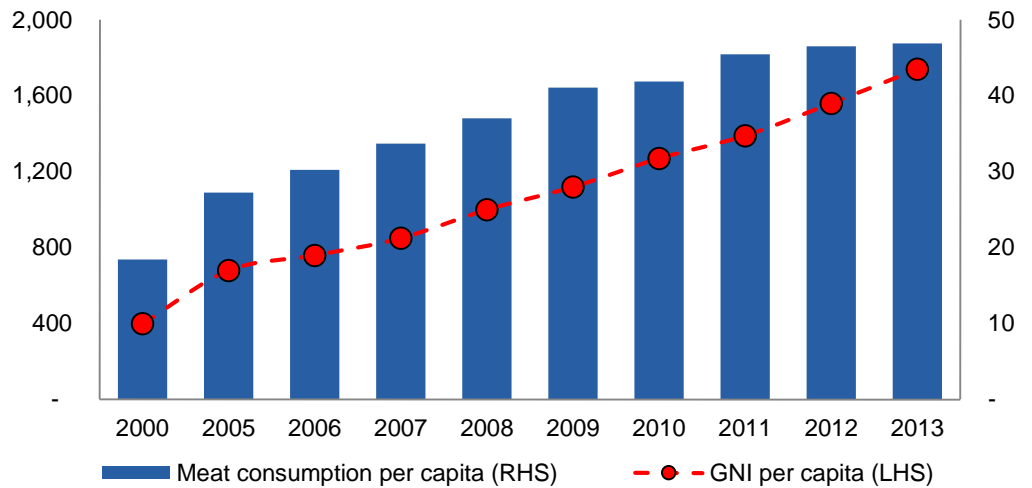
Lượng tiêu thụ protein ở Việt Nam sẽ tăng cao hơn, xuất phát từ gia tăng thu nhập. Từ số mẫu khảo sát 69 quốc gia của OECD, chúng tôi ước tính mức tương quan là 0,72 giữa lượng thịt tiêu thụ và GNI trên đầu người. Trong giai đoạn 2000-2013, lượng thịt tiêu thụ tại Việt Nam tính theo đầu người tăng 7% mỗi năm, xuất phát từ tăng trưởng GNI đầu người (tính theo USD) 11%/năm.

Hình 23: Tương quan giữa lượng thịt tiêu thụ/đầu người (kg) và GNI/đầu người (USD)



Nguồn: OECD, World Bank & VCSC (Ghi chú: lượng thịt tiêu thụ đầu người trên trục X)

Hình 24: Lượng thịt tiêu thụ/đầu người (kg) và GNI/đầu người (USD) tại Việt Nam



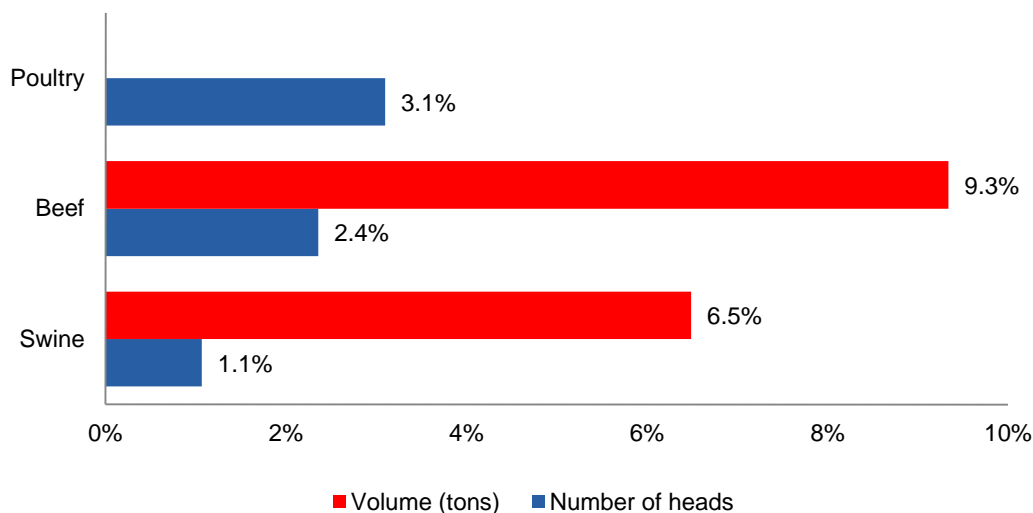
Nguồn: OECD, World Bank & VCSC

Lượng thịt tiêu thụ tổng cộng ước tính sẽ gia tăng 3,5-4%/năm, dựa theo dự báo của OECD rằng lượng thịt tiêu thụ/đầu người tại Việt Nam sẽ tăng 3% mỗi năm giai đoạn 2014-2022 và tăng trưởng dân số 0,5-1%/năm. Business Monitor International (BMI) cũng có dự báo tương tự.

Màng chăn nuôi – chuyển hướng sang chăn nuôi công nghiệp

Số lượng gia súc (heo, gia cầm và gia súc) tăng trưởng với CAGR 1-3% giai đoạn 2001-2013, theo số liệu của Bộ Nông Nghiệp và Phát triển Nông thôn (MARD). Khối lượng (tính theo tấn) tăng với tốc độ nhanh hơn, phản ánh sự cải thiện trong năng suất chăn nuôi, trong đó chất lượng thức ăn chăn nuôi tốt hơn đóng vai trò quan trọng.

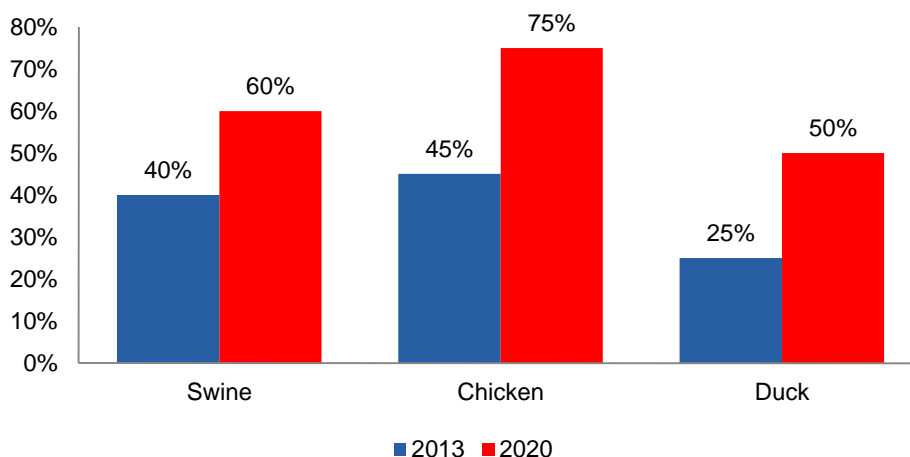
Hình 25: Số lượng và khối lượng thịt heo, bò và gia cầm giai đoạn 2001-2013



Nguồn: MARD

Chính phủ đang khuyến khích công nghiệp hóa chăn nuôi và sản xuất, theo quyết định số 984/QĐ-BNN-CN của Bộ NN&PTNT. Bộ NN&PTNT đặt mục tiêu gia tăng tỷ lệ chăn nuôi công nghiệp, được mô tả trong hình 26.

Hình 26: Tỷ trọng của chăn nuôi công nghiệp năm 2013 và mục tiêu năm 2020

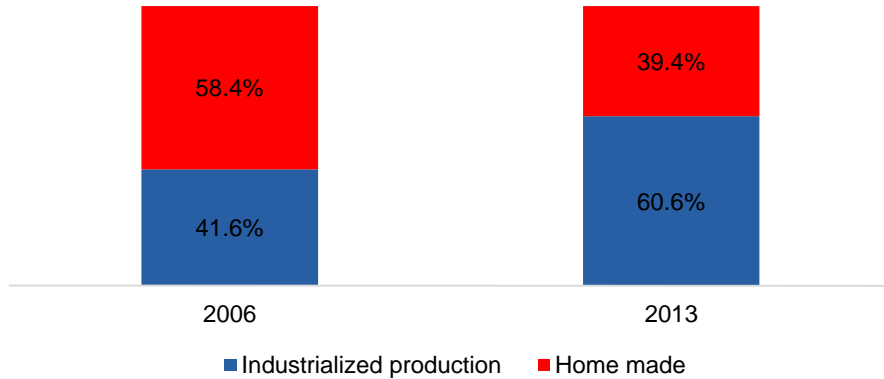


Nguồn: MARD (2014)

Màng thức ăn chăn nuôi – gia tăng sản xuất thương mại

Chúng tôi cho rằng sự mở rộng của chăn nuôi công nghiệp sẽ thúc đẩy nhu cầu cho thức ăn chăn nuôi thương mại chất lượng cao, ngược lại với thức ăn chăn nuôi tự chế biến. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, các nhà sản xuất thức ăn chăn nuôi thương mại sẽ tăng nhanh hơn ngành này nói chung trong tương lai. Thực tế, xu hướng này đang diễn ra, khi thị phần của thức ăn sản xuất công nghiệp tăng từ 41,6% trong năm 2006 lên 60,6% trong năm 2013.

Hình 27: Cơ cấu thức ăn chăn nuôi được sản xuất công nghiệp và tự chế biến

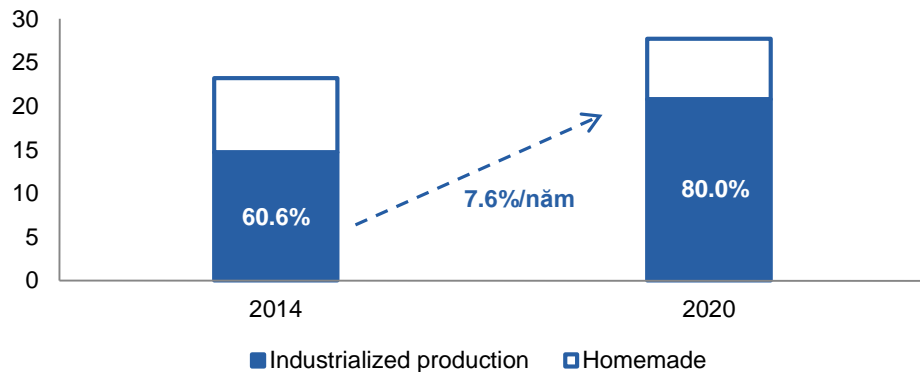


Nguồn: MARD

Sản lượng thức ăn chăn nuôi thương mại tăng với CAGR 12% giai đoạn 2001-2014, đạt 14,7 triệu tấn giai đoạn 2014, theo Bộ NN&PTNT. Giá định giá bán trung bình 450-500USD/tấn, quy mô của thị trường thức ăn chăn nuôi thương mại ước tính đạt 7 tỷ USD. Ngoài ra, có khoảng 8-8,5 triệu tấn thức ăn chăn nuôi tự sản xuất mỗi năm.

Chúng tôi ước tính thức ăn chăn nuôi thương mại sẽ tăng với CAGR 7,6% giai đoạn 2014-2020, xuất phát từ giả định ngành thức ăn chăn nuôi nói chung sẽ tăng trưởng 4%/năm (tương ứng với mảng thịt) và tỷ lệ sản lượng công nghiệp sẽ tăng lên 80% vào năm 2020.

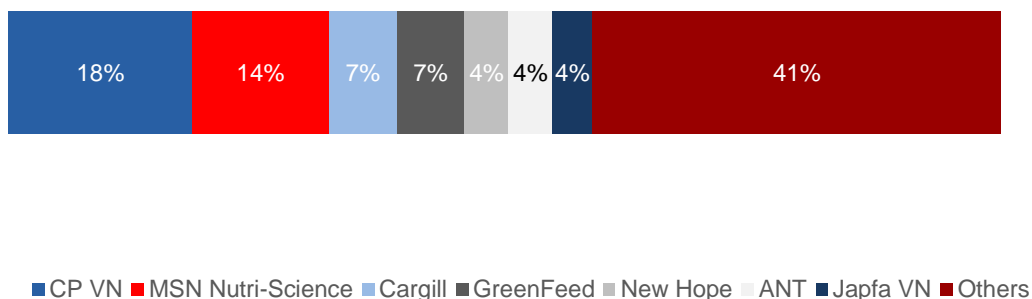
Hình 28: Dự báo sản lượng thức ăn chăn nuôi giai đoạn 2014-2020



Nguồn: MARD & VCSC ước tính

Các công ty nước ngoài thống trị phân khúc thức ăn chăn nuôi thương mại. Theo Bộ NN&PTNT, vào cuối năm 2014, Việt Nam có 239 nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi, 180 trong số đó được sở hữu bởi các công ty trong nước và 59 từ các công ty nước ngoài. Tuy nhiên, các công ty nước ngoài đã chiếm 51% tổng công suất sản xuất và 60-65% thị phần.

Hình 29: Cơ cấu thị phần của ngành thức ăn chăn nuôi thương mại Việt Nam năm 2013



Nguồn: MSN & VCSC

Hình 30: Các công ty hàng đầu trong từng phân khúc

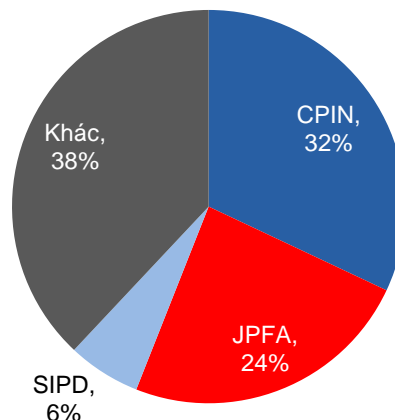
	Thịt heo	Gia cầm	Gia súc	Thủy sản
CP VN	x	x	x	
MSN Nutri-Science	x	x	x	x
Cargill	x	x		x
ANT	x	x		x
Greenfeed	x	x		x
Anco	x			
Japfa	x	x	x	
New Hope	x	x		

Nguồn: thông tin từ công ty, MSN & VCSC tổng hợp

Chúng tôi cho rằng thị trường thức ăn chăn nuôi thương mại sẽ do các công ty lớn thống lĩnh nhờ lợi thế về chi phí. Trong dài hạn, nếu không tính tác động của biến động giá nguyên liệu, chúng tôi cho rằng giá bán sẽ giảm, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và buộc các doanh nghiệp quy mô nhỏ hoặc hoạt động kém hiệu quả phải rút lui. Giá bán sẽ giảm vì (1) Các nông trại công nghiệp hóa, hiện đang giành thị phần từ các hộ chăn nuôi, sẽ đòi hỏi mức giá thấp hơn do quy mô lớn; (2) TPP, nếu ký kết, sẽ khiến chi phí đóng vai trò quan trọng hơn trong lĩnh vực nông nghiệp (Trang 25); và (3) Các doanh nghiệp lớn đang nỗ lực đẩy mạnh các hoạt động thương mại và khuyến mãi mà các doanh nghiệp nhỏ khó có thể theo kịp.

Xu hướng hợp nhất có thể được ghi nhận tại Thái Lan (CP, Betagro, và Saha Farms), và Indonesia (CP, Japfa, và Sierad), trong đó ba doanh nghiệp chiếm hơn một nửa thị trường.

Hình 31: Thị phần ngành thức ăn chăn nuôi Indonesia



Nguồn: Malindo Feedmill (2014)

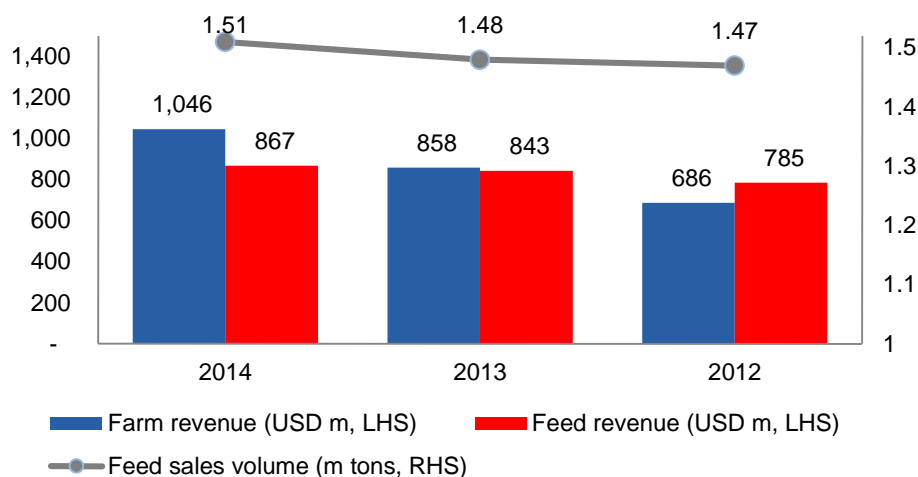
Sự phát triển của các doanh nghiệp chăn nuôi khép kín là mối nguy đối với các công ty sản xuất thức ăn chăn nuôi

Các doanh nghiệp chăn nuôi khép kín hoàn toàn tại Việt Nam ngày càng có chỗ đứng vững chắc. CP Vietnam, doanh nghiệp dẫn đầu, là ví dụ điển hình. Để minh họa điều này, nếu có thể ước tính lượng thức ăn chăn nuôi tiêu thụ thông qua các nông trại gia đình và kênh chăn nuôi theo hợp đồng, thì CP Vietnam có thị phần thức ăn cho heo lớn nhất. Các doanh nghiệp chăn nuôi nhỏ hơn, như Japfa, CJ, và San Miguel cũng sử dụng thức ăn chăn nuôi tự sản xuất. Các doanh nghiệp này, nhờ kinh nghiệm và lợi thế về quy mô, có khả năng tận dụng đà tăng trưởng của ngành chăn nuôi công nghiệp, và giành thị phần từ các doanh nghiệp chỉ sản xuất thức ăn chăn nuôi. Nếu TPP được ký kết, rủi ro này sẽ càng lớn hơn vì hiệp định này sẽ giảm thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm thịt (đông lạnh, ướp lạnh, chế biến) vào Việt Nam, gây áp lực đối với giá thịt và qua đó là các nông trại chi phí cao (không khép kín, quy mô nhỏ). Điều này sẽ buộc các nông trại nhỏ này rút lui khỏi thị trường.

CP Vietnam có mô hình thực phẩm nông nghiệp hoàn toàn khép kín, từ khâu sản xuất thức ăn chăn nuôi đến chăn nuôi và chế biến thịt. CP Vietnam bán thức ăn chăn nuôi đến nông dân theo mô hình chăn nuôi theo hợp đồng và ra thị trường. CP Vietnam bán 2,5 triệu tấn thức ăn chăn nuôi trong năm 2013. Trong khi đó, theo báo cáo thường niên của C. P. Pokphand Co Ltd (43.HK), CP Vietnam đã bán ra thị trường bên ngoài 1,5 triệu tấn thức ăn chăn nuôi trong năm 2013. Điều này có nghĩa là có khoảng 1 triệu tấn được bán ra theo hình thức chăn nuôi theo hợp đồng.

Lợi thế chính của CP Vietnam so với các đối thủ sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Việt Nam là khả năng bán sản phẩm thông qua hình thức chăn nuôi theo hợp đồng, trong đó nông sản đầu ra (bao gồm thịt, trứng, v.v.) đang giành được thị phần. Hình dưới cho thấy doanh thu thức ăn chăn nuôi của CP Vietnam từ thị trường bên ngoài không thay đổi nhiều từ 2012-2014, trong khi doanh thu từ chăn nuôi tăng mạnh, cho thấy kênh chăn nuôi theo hợp đồng ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu thức ăn chăn nuôi của CP Vietnam.

Hình 32: KQLN của CP Vietnam



Nguồn: Báo cáo thường niên của C. P. Pokphand Co Ltd

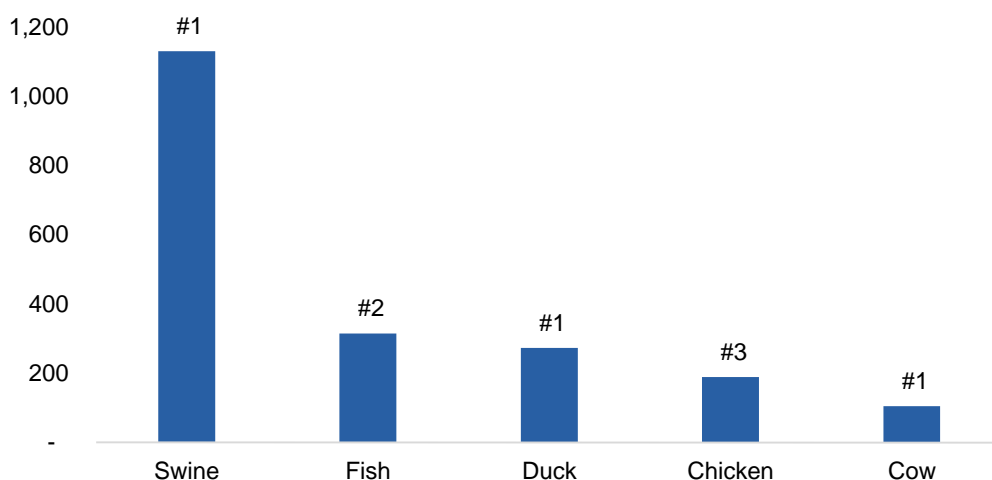
Trong khi đó, CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG), nhà sản xuất thép hàng đầu Việt Nam đã chính thức cho biết sẽ tham gia vào lĩnh vực chăn nuôi heo với khoản đầu tư ban đầu 2.500 tỷ đồng để xây dựng chuỗi giá trị khép kín từ thức ăn chăn nuôi đến chăn nuôi. HPG đã hoàn tất giai đoạn thử nghiệm, trong đó công ty nhập khẩu và kinh doanh nguyên liệu thức ăn chăn nuôi để nghiên cứu cách thức giao dịch và thị trường, đồng thời chăn nuôi heo quy mô nhỏ để tìm hiểu quy trình chăn nuôi. Với việc HPG cam kết sẽ rút lui khỏi lĩnh vực này nếu kết quả thử nghiệm không như kỳ vọng, động thái này cho thấy niềm tin của ban lãnh đạo. HPG dự kiến đến năm 2020 sẽ đạt công suất chế biến 1 triệu tấn thức ăn chăn nuôi và nuôi một triệu con heo, mang lại doanh thu 15.000-20.000 tỷ đồng.

Cạnh tranh về chi phí ngày càng gay gắt khiến các doanh nghiệp chăn nuôi thâm nhập sâu hơn vào chuỗi giá trị. Những gì chúng tôi trình bày trên đây cho thấy tầm quan trọng của việc cạnh tranh về chi phí trong lĩnh vực chăn nuôi trong tương lai. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ buộc các doanh nghiệp chăn nuôi phải tự cung cấp thức ăn chăn nuôi, qua đó giảm chi phí thức ăn 15%-20% đồng thời kiểm soát chất lượng thức ăn tốt hơn. Một ví dụ điển hình là việc Công ty TNHH Một Thành viên Chăn nuôi Bình Minh, một trong những doanh nghiệp chăn nuôi gà hàng đầu tại miền Nam, đã mở nhà máy chế biến thức ăn chăn nuôi trong tháng 10/2015.

Giới thiệu Masan Nutri-Science

Masan Nutri-Science là sự kết hợp của Proconco và Anco, tương đương với thị phần là 14% (Hình 29). Tính đến tháng 01/2016, MSN nắm giữ 75,2% cổ phần tại Proconco và 70% tại Anco, và có kế hoạch tăng cổ phần tại cả hai công ty này.

Hình 33: Cơ cấu sản lượng bán ra (nghìn tấn) của MNS theo sản phẩm, và vị trí trên thị trường bên ngoài*



Nguồn: MNS (2015) (*Thị trường bên ngoài không bao gồm thức ăn chăn nuôi tại các nông trại do công ty sở hữu, hoặc thông qua hình thức chăn nuôi theo hợp đồng)

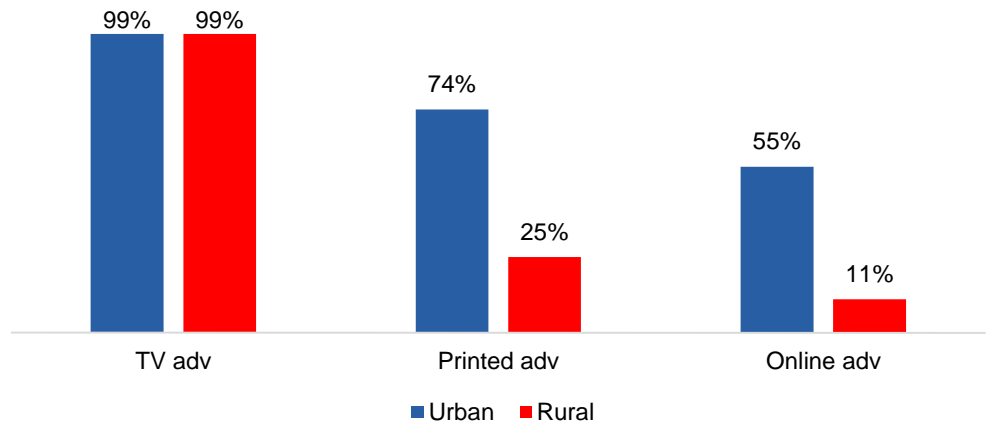
Để có được vị thế áp đảo và biên lợi nhuận cao, Masan Nutri-Science sẽ tập trung vào thức ăn chăn nuôi heo. Các doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực thức ăn chăn nuôi heo sẽ có được hai lợi thế: (1) Lợi thế về quy mô vì thị trường thức ăn chăn nuôi heo lớn hơn, và (2) Biên lợi nhuận cao hơn vì thức ăn chăn nuôi heo thường có biên lợi nhuận gộp cao hơn 500-600 điểm cơ bản so với các loại thức ăn khác.

Masan Nutri-Science khởi đầu đầy tích cực trong năm 2015, là nền tảng để tăng thị phần trong các năm tới

Masan Nutri-Science diễn biến tích cực hơn so với toàn ngành trong năm 2015 nhờ nỗ lực tiếp thị và tung ra sản phẩm mới. Tính trên cơ sở riêng, doanh thu của Masan Nutri-Science tăng 10,6% so với năm 2014, trong khi LNST tăng mạnh 46,1%.

Tích cực quảng cáo trên truyền hình: Việc làm này chưa hề có tiền lệ trong ngành thức ăn chăn nuôi vì các đối thủ chủ yếu áp dụng phương pháp “đẩy” thông qua thương mại và khuyến mãi, vì xem ngành thức ăn chăn nuôi là ngành liên quan đến hàng hóa. Năm 2015, MSN đã đầu tư mạnh vào quảng cáo trên truyền hình tại các thời điểm có nhiều người xem. Tuy có chi phí cao hơn, quảng cáo trên truyền hình vẫn là phương pháp hiệu quả nhất để tiếp cận khách hàng tại khu vực nông thôn. Khác với các khu vực thành thị, tiếp thị trực tuyến và qua báo chí vẫn chưa phổ biến. Nielsen cho biết 88% nội dung mà người tiêu dùng tại nông thôn có được là thông qua truyền hình.

Hình 34: So sánh tỷ lệ thâm nhập của các loại hình quảng cáo tại nông thôn và thành thị



Nguồn: Nielsen Vietnam (2014)

Tung ra các sản phẩm Bio-zeem song song với nỗ lực tiếp thị nói trên. Ngoài quảng cáo trên truyền hình, MSN còn thực hiện một loạt các hội thảo với sự trình bày của các chuyên gia hàng đầu trong ngành để giúp nông dân ý thức được tính ưu việt của sản phẩm này, như tỷ lệ chuyển đổi thức ăn tăng 7%. Tuy chỉ mới được tung ra thị trường trong Quý 2/2015, các sản phẩm Bio-zeem đã đóng vai trò chủ lực trong việc doanh thu thức ăn cho heo của MSN tăng 26,5% trong năm 2015 so với năm 2014, với sản lượng bán ra đạt 250.000 tấn, tương đương 24% tổng sản lượng thức ăn cho heo bán ra và 13% tổng sản lượng thức ăn chăn nuôi.

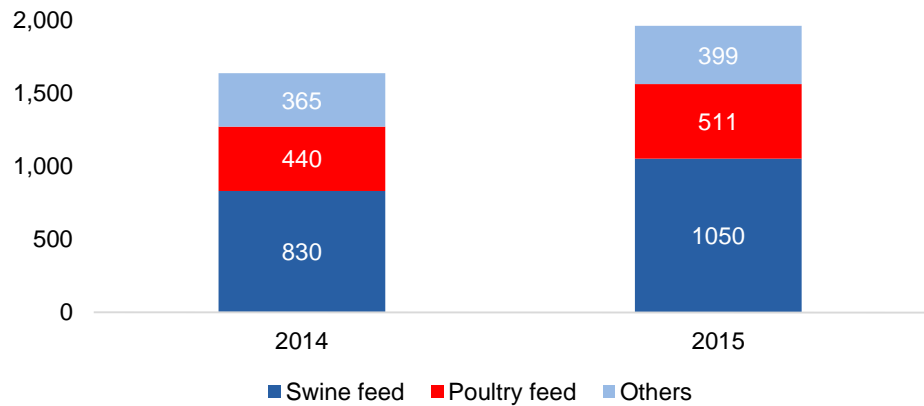
Đồng thời, đầu tư vào thương hiệu cho phép MSN không chỉ tăng biên lợi nhuận bằng cách đưa ra mức giá cao hơn mà còn khiến các nông dân trở thành khách hàng trung thành của công ty. Một cuộc khảo sát gần đây do công ty thực hiện cho thấy có khoảng 95% nông dân sau khi sử dụng thử đã tiếp tục thường xuyên mua sản phẩm. Đây là một tỷ lệ rất cao trong ngành thức ăn chăn nuôi.

Hình 35: MNS đang nỗ lực giới thiệu sản phẩm Bio-zeem cho cả Anco và Proconco



Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 36: Cơ cấu sản lượng bán ra của Masan Nutri-Science (nghìn tấn)



Nguồn: MSN

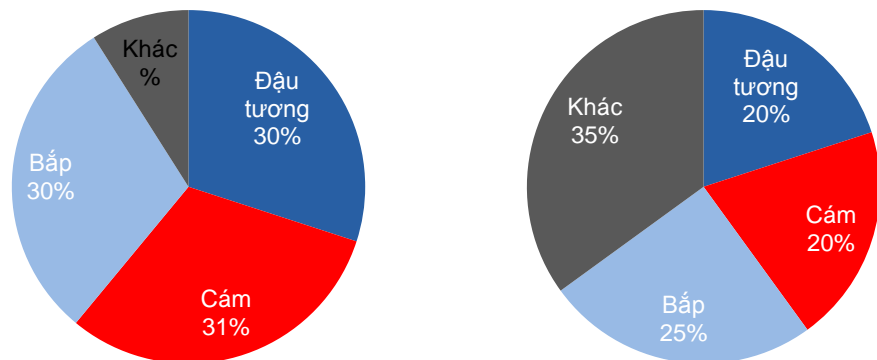
Trên cơ sở kết quả này, chúng tôi cho rằng MSN sẽ tiếp tục đạt kết quả cao hơn so với ngành thức ăn chăn nuôi nói chung và đạt tăng trưởng doanh thu 15%/năm trong năm 2016 và 2017. MSN cho biết trong hai tháng đầu năm 2016, doanh thu của Masan Nutri-Science tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái. Loạt sản phẩm Bio-zeem trở nên phổ biến hơn nhờ công suất tăng (từ 2,1 triệu tấn vào cuối năm 2015 lên 2,8 triệu tấn năm 2016) cho phép Masan Nutri-Science tăng thị phần.

Trong khi đó, nhằm đối mặt với rủi ro các doanh nghiệp chăn nuôi khép kín ngày càng thống lĩnh thị trường như đã trình bày Trang 25, MSN đã bày tỏ ý định sử dụng thức ăn chăn nuôi của mình để đi sâu hơn vào chuỗi giá trị, với mục đích cuối cùng là tiếp cận người tiêu dùng với các sản phẩm thịt có thương hiệu.

Giá hàng hóa là rủi ro lớn nhất do phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu

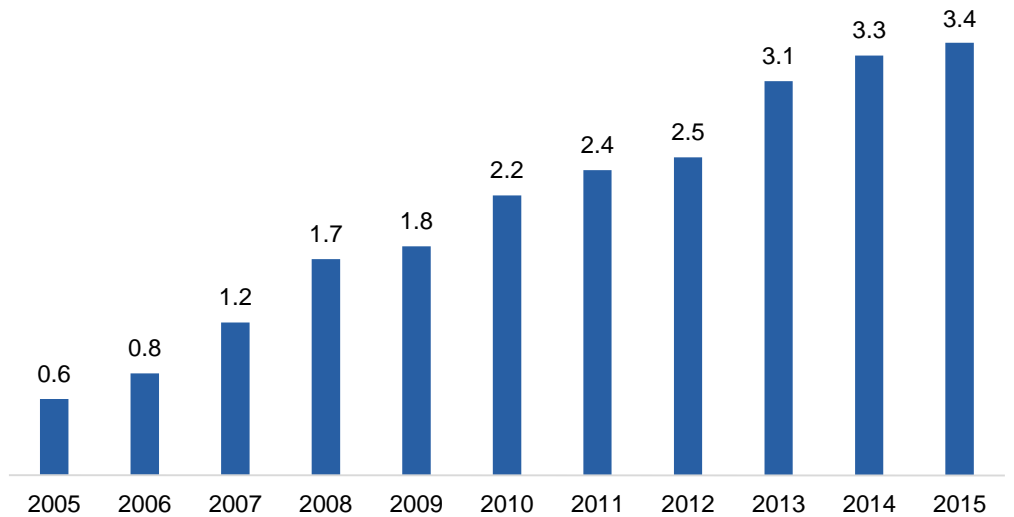
Đậu tương, bắp, và cám chiếm từ 65%-90% thành phần thức ăn chăn nuôi. Trừ cám có nguồn gốc 100% trong nước, các nhà sản xuất Việt Nam phải nhập khẩu 100% đậu tương và 50% bắp để sản xuất, nên phụ thuộc mạnh vào diễn biến giá hàng hóa trên thị trường thế giới. Năm 2015, Việt Nam nhập khẩu 3,4 tỷ USD nguyên liệu thức ăn chăn nuôi.

Hình 37: Thành phần thức ăn chăn nuôi gà và heo tại Thái Lan (2013)



Nguồn: Frost & Sullivan và Thailand Feed Mill Association

Hình 38: Kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi của Việt Nam (tỷ USD)



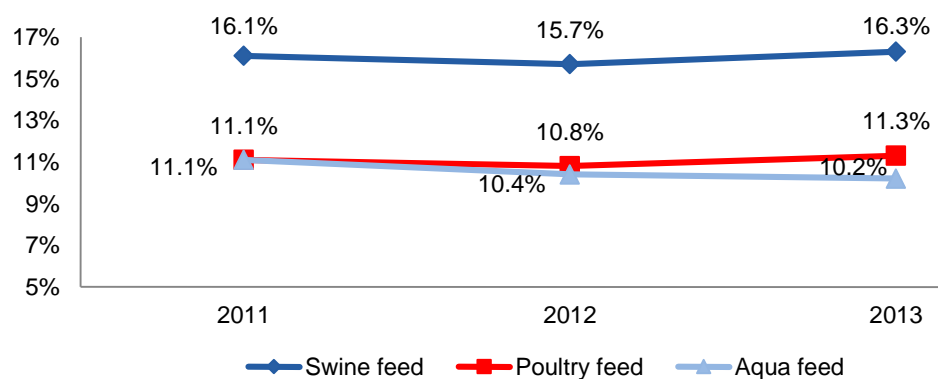
Nguồn: Tổng cục Hải quan và Tổng cục Thống kê

Các hình dưới đây cho thấy rủi ro liên quan đến giá hàng hóa, vì có thể thấy rằng biên lợi nhuận của Proconco và Anco giảm trong năm 2012 trước khi phục hồi trong năm 2013, trái với diễn biến giá của bắp và đậu nành.

Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp ít biến động hơn so với giá bắp và đậu nành, cho thấy:

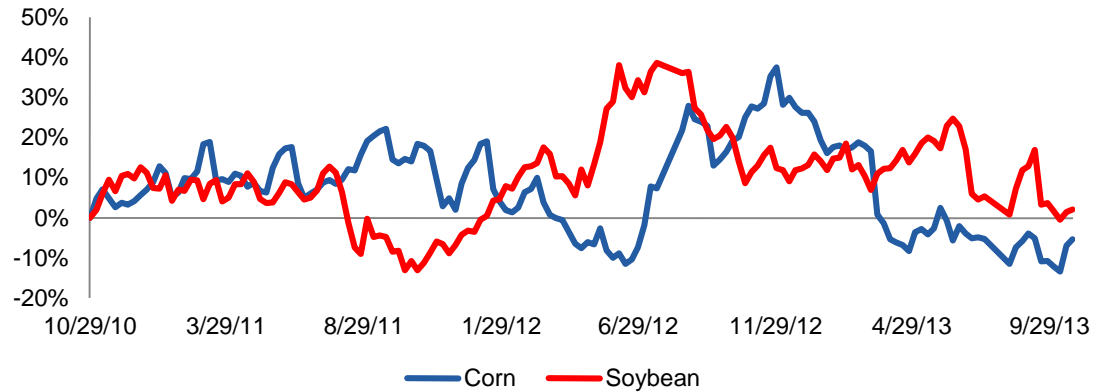
- Proconco và Anco có khả năng chuyển chi phí sang khách hàng, do ngành chăn nuôi trong những năm qua tương đối phân tán. Trong tương lai, việc chuyển chi phí sang khách hàng có thể sẽ trở nên khó khăn hơn do cạnh tranh gia tăng, nhưng MSN có thể giải quyết bằng cách giữ khách hàng lâu dài;
- Công thức pha chế sản phẩm giúp duy trì biên lợi nhuận;
- Quản lý tốt hàng tồn kho. Các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi thường tìm cách tránh bị ảnh hưởng của biến động giá nguyên liệu. Tuy nhiên, trong tương lai MSN cũng có thể tận dụng quy mô lớn của Anco và Proconco để mua với giá thấp hơn.

Hình 39: Tổng biên lợi nhuận gộp của Proconco và Anco theo sản phẩm



Nguồn: MNS

Hình 40: Diễn biến giá bắp và đậu tương 2010-2013



Nguồn: Bloomberg

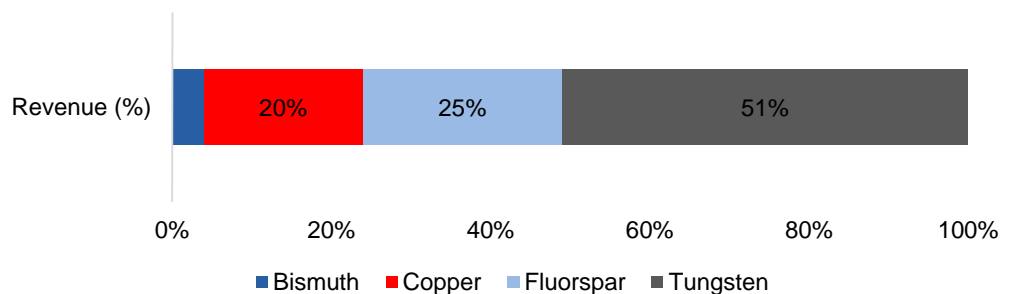
Masan Resources – Rủi ro giảm giá hạn chế tại giá kim loại hiện tại

Sản lượng và doanh thu tăng nhưng giá kim loại thấp tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận

Doanh thu bằng tiền mặt năm 2015 của Masan Resources tăng 12% so với năm 2014. Tuy nhiên, vì doanh thu của liên doanh chế biến kim loại giá trị gia tăng được vốn hóa trong thời gian hoạt động thử nghiệm trong năm 2015, doanh thu ghi nhận của Masan Resources giảm 6% so với năm 2014. Vì liên doanh đã đi vào hoạt động thương mại trong tháng 10/2015, Masan Resources ghi nhận 1.085 tỷ đồng doanh thu trong Quý 4/2015, gấp ba lần Quý 3/2015. Điều này phản ánh tăng trưởng doanh thu mạnh trong năm 2016 nhờ mức cơ sở thấp năm 2015.

Trong khi đó, Masan Resources tiếp tục chịu lỗ khi được hợp nhất vào tập đoàn trong bối cảnh giá kim loại thấp. Masan Resources có LNST riêng lẻ là 152 tỷ đồng năm 2015 so với 47 tỷ đồng năm 2014.

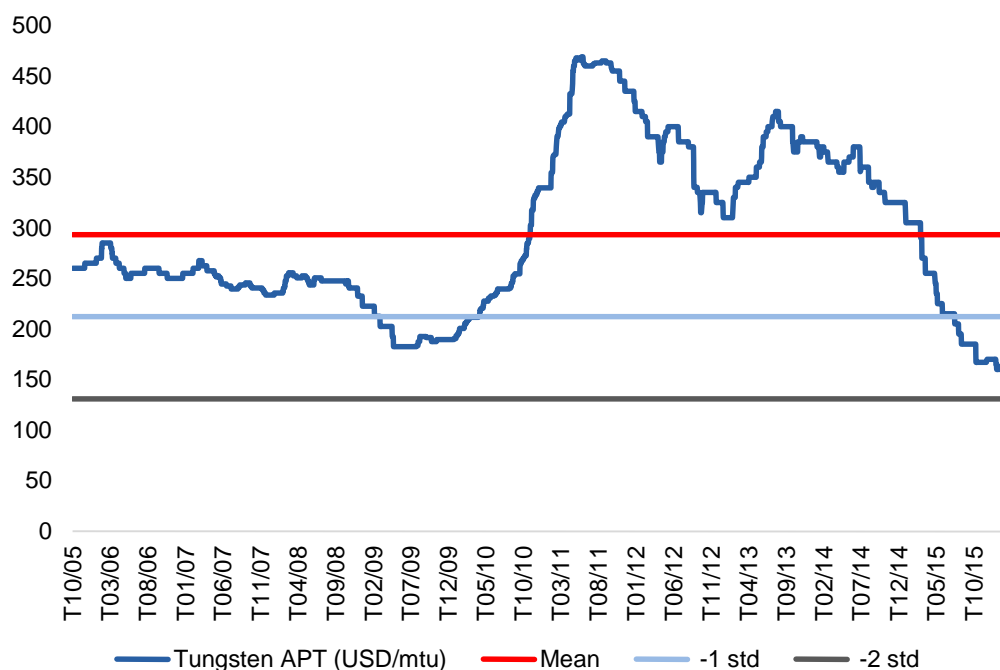
Hình 41: Cơ cấu doanh thu của Masan Resources năm 2015



Nguồn: MSN

Giá tungsten giảm trong ngắn hạn nhưng sẽ phục hồi trong dài hạn

Hình 42: Diễn biến giá APT (USD/mtu)



Nguồn: Thompson Reuters

Giá tungsten hiện giảm mạnh vì nhiều lý do như sau:

- Giá hàng hóa toàn thế giới thấp do nền kinh tế thế giới suy thoái, cụ thể là tăng trưởng tại Trung Quốc chững lại, trong khi nước này chiếm một nửa tiêu thụ tungsten toàn thế giới. Nghiên cứu cho thấy tăng trưởng kinh tế là yếu tố chính thúc đẩy nhu cầu tungsten;
- Giá dầu giảm ảnh hưởng đến các hoạt động khoan dầu khí, là một lĩnh vực tiêu thụ nhiều tungsten;
- Nguồn cung mới từ Vương quốc Anh và Úc; và
- Trung Quốc bãi bỏ hạn ngạch xuất khẩu theo quy định của WTO.

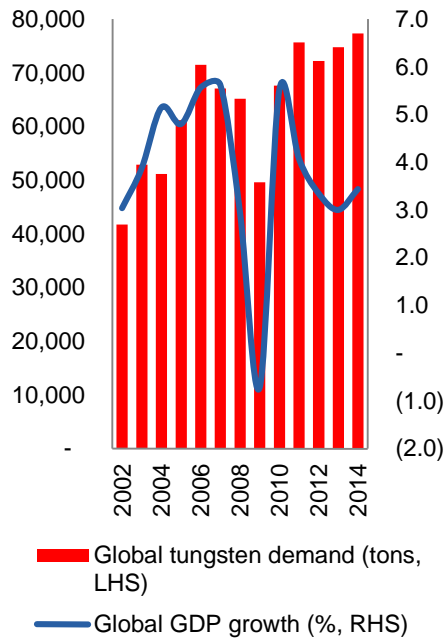
Trong khi giá tungsten nhiều khả năng sẽ ở mức thấp trong năm 2016 vì cung/cầu cần thời gian điều chỉnh, chúng tôi dự báo giá tungsten sẽ phục hồi từ năm 2017 vì các lý do sau:

- Sản lượng ô-tô bán ra cao. Sản lượng ô-tô bán ra tăng mạnh tại các nền kinh tế phát triển như Mỹ, Canada, và EU, khiến sản lượng ô-tô toàn thế giới tăng 1,7% trong năm 2015 so với năm 2014 (Scotiabank January 2016). Scotiabank còn dự báo sản lượng ô-tô sẽ tăng 2,8% năm 2016 so với năm 2015, chủ yếu do Trung Quốc và Ấn Độ. Scotia Bank dự báo việc giảm thuế của Trung Quốc sẽ kích thích lượng ô-tô bán ra tại nước này.
- Triển vọng khả quan của ngành hàng không, cũng là một lĩnh vực tiêu thụ nhiều tungsten, vì hoạt động của Boeing và Airbus tiếp tục ổn định. Tổng sản lượng của hai hãng này đã đạt tăng trưởng kép hàng năm 12,2% từ 2006-2015 và 3,3% năm 2015 so với năm 2014 dù tăng trưởng kinh tế thế giới chững lại.
- Mức giá 350USD/mtu được xem là cần thiết để thúc đẩy nguồn cung mới (Edison, 2014), đặc biệt là trong bối cảnh nguồn cung chi phí thấp trên thế giới đang cạn

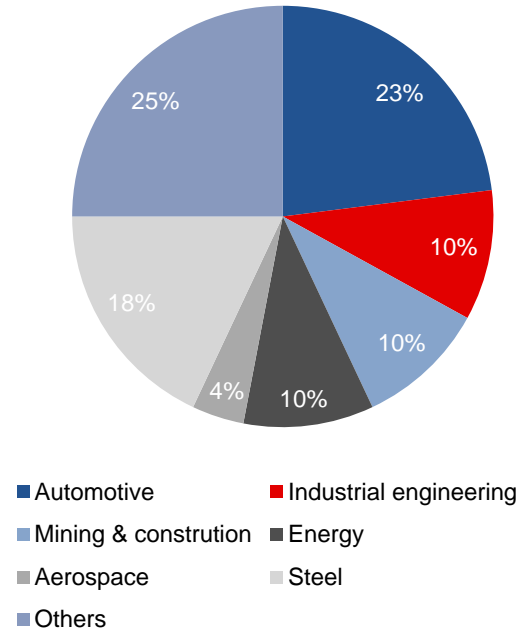
dần. China Molybdenum, nhà sản xuất tungsten lớn thứ hai thế giới, cho biết giá quặng tungsten đã giảm xuống thấp hơn so với chi phí sản xuất của phần lớn các nhà sản xuất tại Trung Quốc.

- Trung Quốc hạn chế xuất khẩu quặng nước này, nắm giữ trữ lượng tungsten lớn và sản xuất chỉ do một công ty nhà nước điều hành, cho rằng tungsten là một kim loại chiến lược và tập trung vào các sản phẩm hạ nguồn.

Hình 43: Nhu cầu tungsten và tăng trưởng GDP thế giới



Hình 44: Tiêu thụ tungsten toàn thế giới theo lĩnh vực



Nguồn: Argus Media Ltd (2015)

Techcombank

Đẩy mạnh mảng cho vay bán lẻ sẽ mang lại lợi nhuận lớn

Quy trình phê duyệt cho vay tập trung cho thấy những tín hiệu tích cực trong việc giảm chi phí tín dụng. Quy trình phê duyệt cho vay được tách khỏi các chi nhánh và tập trung về hội sở từ năm 2013 đã cho thấy chi phí tín dụng giảm mạnh với tỷ lệ nợ xấu trên dư nợ sau 2013 được công bố là dưới 70 điểm cơ bản.

Khó có thể giảm chi phí tín dụng bán lẻ xuống dưới chi phí tín dụng dành cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Không phải ngân hàng nào mà chúng tôi theo dõi cũng có thể đưa chi phí tín dụng bán lẻ thấp hơn so với mức của các doanh nghiệp nhỏ và vừa nên khả năng thực hiện điều này của TCB cho thấy chiến lược bán lẻ đúng đắn.

Sự nỗ lực của Techcombank trong việc trích lập dự phòng cho các khoản phải thu trong năm 2015 đã xoa dịu lo ngại của chúng tôi. Các khoản phải thu của TCB đã khiến chúng tôi không thể áp dụng các chỉ số dẫn đầu thị trường trong việc định giá TCB. Dự phòng cho các khoản phải thu năm 2015 tăng mạnh có thể khắc phục vấn đề này, đặc biệt là khi thị trường BĐS phục hồi. Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng sẽ tăng trưởng thấp hơn so với tăng trưởng tín dụng trong năm 2016 vì ngân hàng giảm bớt dự phòng do đã có mức dự phòng tăng trong 2015.

Thu nhập ngoài lãi mạnh là đặc điểm nổi bật. Quyết định đầu tư khôn khéo vào hệ thống ngân hàng lõi năm 2001 đã cho phép TCB đẩy mạnh phát triển sản phẩm. Với hệ thống linh hoạt, TCB đã đưa ra nhiều sản phẩm đa dạng, phù hợp với những nhu cầu đặc biệt của các khách hàng khác nhau nên khiến khách hàng gắn bó với ngân hàng hơn. Lợi thế này qua thời gian đã giúp TCB xây dựng danh mục thu nhập ngoài lãi vững chắc. Ngoài thu nhập ổn định từ phí dịch vụ và hoa hồng, CIR (tỷ lệ chi phí/thu nhập) cũng được duy trì tại mức thấp do các hoạt động phi tín dụng thường sử dụng nhiều tự động hóa và do đó cắt giảm được chi phí.

TCB là một trong những ngân hàng có NIM cao trong số các mã chúng tôi theo dõi. Về giá, TCB theo đuổi chính sách giá cao, nên ngân hàng đưa ra lãi suất cho vay cao nhưng lãi suất huy động thấp hơn một chút so với các ngân hàng ngoài quốc doanh khác. Vì vậy, TCB có thể không cạnh tranh như các ngân hàng khác, nhưng NIM cao hơn và cơ cấu doanh thu đa dạng giúp ngân hàng thu về lợi nhuận cao. Trong số tổng tài sản sinh lãi, 8% là từ tín dụng liên ngân hàng, 25% là từ đầu tư vào trái phiếu, và 58% là từ cho vay khách hàng, trong khi tại các ngân hàng khác, cho vay khách hàng lên đến 73%-80%.

Chất lượng tài sản cải thiện ngoài các cải thiện của khoản phải thu trong 2015, là bước đệm cho tăng trưởng. Việc phân tích bảng cân đối kế toán cho thấy chất lượng tài sản tốt hơn: chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ xấu theo công bố, nợ xóa, tỷ lệ trái phiếu VAMC/tổng tín dụng và trái phiếu VAMC đều giảm. Một tín hiệu thường dùng để phát hiện việc tái cơ cấu nợ là lãi lũy kế, cũng giảm từ mức cao trong các năm trước xuống 2,3% tổng tín dụng và trái phiếu phi chính phủ trong năm 2015. Tỷ lệ dự phòng thất thoát vốn vay (LLR) tăng từ 50% lên 62%, cho thấy dự phòng cao hơn.

LNST 2016 ước tăng 23% vì NIM cao và CIR ổn định. NIM sẽ tăng vì lãi suất dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm nay, và TCB dự kiến sẽ đạt tăng trưởng cho vay khách hàng lên đến 24%, trong khi tăng trưởng huy động sẽ vào khoảng 10%. Dự báo CIR sẽ ổn định nhờ thu nhập ngoài lãi mạnh và hệ thống CNTT tiếp tục cải thiện.

TCB sẽ có thể duy trì thế mạnh thu nhập ngoài lãi cao và CIR thấp. Hệ thống CNTT của ngân hàng là một lợi thế cho phép ra mắt sản phẩm nhanh hơn và vlinh hoạt điều chỉnh sản phẩm theo khách hàng. Vì vậy, TCB có thể đưa ra nhiều sản phẩm đa dạng, thích hợp với nhu cầu cụ thể của khách hàng. Cùng với một số dự án CNTT năm 2016 và 2017, chúng tôi cho rằng hệ thống CNTT sẽ được tiếp tục cải thiện, qua đó tăng cường

các hoạt động ngoài tín dụng và duy trì CIR tại mức thấp. (Ngân hàng cho biết ngân sách dành cho đầu tư CNTT năm 2016 chiếm 64% tổng vốn đầu tư).

KQLN 2015

Cho vay khách hàng tăng mạnh 39%, trong đó phần lớn trong Quý 4. Tăng trưởng tín dụng từ năm 2012 luôn ở mức thấp do cầu yếu và nợ xấu tăng. Từ năm 2014, nợ xấu dần được giải quyết và nền kinh tế bắt đầu phục hồi. Nhờ vậy, tăng trưởng tín dụng đã đạt mức cao trong năm 2015.

Tiền gửi khách hàng chỉ tăng 8% nhưng giúp NIM tăng trong năm 2015. Tăng trưởng tiền gửi thấp, trong khi tăng trưởng cho vay khách hàng mạnh đã khiến tỷ lệ cho vay/huy động tăng từ 51,7% trong năm 2014 lên 70,9% trong năm 2015, vẫn dưới mức tối đa 80% do NHNN quy định. Nếu ngân hàng muốn duy trì tăng trưởng tín dụng ở mức cao trong các năm tới thì cần tập trung hơn nữa vào huy động tiền gửi khách hàng.

Về vấn đề vốn, TCB là một trong những ngân hàng có tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) rất cao. CAR đạt 15,7% năm 2014 và 16,2% trong Quý 3/2015. Tính chung cả năm 2015, CAR giảm xuống 14,7%, thấp hơn so với năm 2014 do tăng trưởng tín dụng mạnh. TCB duy trì được CAR tại mức này nhờ không trả cổ tức bằng tiền mặt. Lợi nhuận giữ lại được tái đầu tư để tăng vốn và hỗ trợ tăng trưởng. Tại ĐHCĐ 2015, Chủ tịch HĐQT TCB cho biết ngân hàng sẽ tiếp tục chính sách trả cổ tức này trong 3-5 năm nữa.

NIM 2015 đạt 4,2%, cao hơn so với mức 3,9% hồi năm 2014. Năm 2015, cả lợi suất và chi phí vốn cùng giảm nhưng đối với TCB, chi phí vốn giảm mạnh hơn so với lợi suất. Theo ghi nhận của chúng tôi về tình hình thị trường 2015, chi phí huy động không biến đổi đáng kể, qua đó lợi suất giảm mạnh hơn chi phí vốn, và điều này đã được ghi nhận trong 3 quý cuối của năm 2015 tại TCB. Vì vậy, tuy NIM 2015 cao hơn so với năm 2014, nhưng NIM đang trong xu hướng giảm trong suốt năm 2015. Nhằm cải thiện lợi suất, ngân hàng đã tái phân bổ vốn sang các tài sản có tỷ lệ sinh lời cao hơn như: đẩy mạnh cho vay khách hàng, giảm cho vay liên ngân hàng và nắm giữ trái phiếu Chính phủ. Nếu TCB không tái phân bổ vốn, lợi suất đã giảm hơn nữa và NIM sẽ thấp hơn so với kết quả thực tế.

Thu nhập lãi vay và ngoài lãi: TCB là một trong những ngân hàng có thu nhập ngoài lãi cao, chiếm 23% tổng thu nhập 2015. Tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng vẫn ở mức 1,5%, nhưng thu nhập khác tăng 4,8 lần, chủ yếu nhờ thu hồi 443 tỷ đồng nợ xấu, so với 55 tỷ đồng năm 2014. Nếu không tính nợ xấu thu hồi, thu nhập ngoài lãi vẫn chiếm đến 18% tổng thu nhập. Vì vậy, TCB có thể được xem là một trong những ngân hàng có thu nhập ngoài lãi cao.

Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) giảm ba năm liên tiếp từ 2013 xuống 39,5% năm 2015. Hiện TCB có CIR thấp nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Thu nhập ngoài lãi mạnh là một trong những lý do giúp CIR thấp, vì các hoạt động mang lại thu nhập phí và hoa hồng thường được tự động hóa cao nên chi phí thấp hơn. Ngân hàng cho biết CIR cao trong những năm trước là do đầu tư mạnh vào phát triển CNTT và cơ sở hạ tầng, và chi phí đã giảm dần trong các năm gần đây. Chúng tôi dự báo CIR năm 2016 là 39%.

Nợ xấu theo báo cáo giảm từ 2,4% năm 2014 xuống 1,7% năm 2015, trong đó nợ Nhóm 2 đến Nhóm 5 giảm, trừ Nhóm 4 tăng nhẹ. TCB áp dụng phương pháp định lượng để phân loại nợ và ngân hàng cũng cho biết phương pháp định tính đã được áp dụng đối với từng trường hợp. Chúng tôi hy vọng ngân hàng sẽ áp dụng phương pháp định tính thường xuyên hơn nữa để cải thiện chất lượng tài sản nói chung.

TCB nắm giữ 3.742 tỷ đồng trái phiếu VAMC, tương đương 3,2% tổng dư nợ tín dụng và giá trị trái phiếu VAMC. Con số này vào loại trung bình trong nhóm các ngân hàng

chúng tôi xem xét, trong đó thấp nhất là VCB và CTG (giá trị trái phiếu VAMC lần lượt chiếm 0,9% và 1,9%), còn cao nhất là STB và EIB (trên 5%).

Xóa nợ không liên quan tới VAMC giảm từ mức cao 2% tổng dư nợ tín dụng 2013 xuống 1% năm 2015. Nợ xóa tại TCB khá cao và có thể được xếp cùng nhóm với MBB – một ngân hàng khác cũng xóa nợ mạnh. Hai ngân hàng này có tỷ lệ xóa nợ cao nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi.

Chi phí dự phòng năm 2015 là 3.624 tỷ đồng, tăng 60%. Chi phí dự phòng tăng mạnh nhằm duy trì dự phòng thất thoát vì dư nợ tín dụng tăng mạnh 39%. Chi phí dự phòng tăng và nợ xấu giảm đã giúp cải thiện tỷ lệ dự phòng thất thoát vốn vay (LLR) từ 50% năm 2014 lên 62% năm 2015. TCB có tỷ lệ LLR bằng các ngân hàng ngoài quốc doanh khác, trừ MBB. Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng chi phí dự phòng giảm trong năm 2016 sẽ thấp hơn tăng trưởng tín dụng vì ngân hàng cho rằng đã giải quyết thỏa đáng các vấn đề nợ xấu tồn tại như các vấn đề liên quan tới khoản phải thu.

Năm 2015, TCB đạt 5.661 tỷ đồng lợi nhuận trước dự phòng, tăng 54% so với năm 2014, trong đó thu nhập từ lãi tăng 25% nhờ NIM tăng. LNST tăng 41% lên 1.529 tỷ đồng. Dự phòng vẫn là chi phí lớn vì chiếm đến 39% tổng thu nhập. Cũng như nhiều ngân hàng khác, nợ xấu là một vấn đề đối với TCB vì một tỷ lệ lớn lợi nhuận được sử dụng để giải quyết nợ xấu. Ngoài ra, nhờ thu nhập ngoài lãi cao, TCB ít phụ thuộc vào thu nhập từ lãi hơn các ngân hàng khác và có thể giảm tổng chi phí nhờ tự động hóa cao hơn. Vì vậy, lợi nhuận của ngân hàng ít bị ảnh hưởng hơn bởi biến động của NIM và ngân hàng sẽ chịu ít rủi ro tín dụng hơn.

Dự báo 2016

	2015A	2016F	2017F	Ghi chú
tỷ đồng				
Thu nhập lãi thuần	7.208	8.473	9.375	
Thu nhập ngoài lãi	2.149	2.598	2.794	
Lợi nhuận từ hoạt động trước dự phòng	5.661	6.753	7.423	
Dự phòng	3.624	3.974	4.143	
Lợi nhuận trước thuế	2.037	2.779	3.280	
LNST	1.584	2.161	2.551	
Tăng trưởng, YoY %				
Thu nhập lãi thuần	24,9%	17,5%	10,6%	Dự báo NIM tăng trong năm 2016
Thu nhập ngoài lãi	161,1%	20,9%	7,5%	Hoạt động ngoài tín dụng mạnh tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng, cùng với tiếp tục hoạt động thu nợ
Lợi nhuận từ hoạt động trước dự phòng	54,0%	19,3%	9,9%	
Dự phòng	60,5%	9,7%	4,2%	TCB sẽ nói lỏng chính sách dự phòng trong năm 2016 sau khi tăng mạnh dự phòng các khoản phải thu năm 2015.
Lợi nhuận trước thuế	43,7%	36,4%	18,0%	
LNST	46,4%	36,4%	18,0%	
Cho vay	39,0%	24,0%	19,0%	Tăng trưởng tín dụng mạnh năm 2015 và tăng trưởng tiền gửi thấp đã khiến tỷ lệ LDR tăng đáng kể và do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tiền gửi sẽ bắt kịp trong các năm tới.
Tiền gửi	8,0%	10,0%	14,0%	
Các chỉ báo chính				
NIM (%)	4,2%	4,5%	4,5%	NIM sẽ tăng vì lãi suất dự báo sẽ tăng và tăng trưởng tín dụng sẽ cao hơn nhiều so với tăng trưởng tiền gửi
NIM tăng/giảm (điểm cơ bản)	31,9	33,7	(6,9)	
CIR (%)	39,5%	39,0%	39,0%	CIR dự báo sẽ ổn định tại mức 39% do thu nhập ngoài lãi mạnh.
LDR (%)	75,3%	76,0%	79,5%	
NPLs (%)	1,7%	1,7%	1,5%	
LLR/Nợ xấu (%)	62,5%	65,6%	71,6%	Giảm nợ xấu và tiếp tục dự phòng giúp cải thiện LLR
ROAA (%)	0,9%	1,1%	1,1%	
ROAE (%)	10,1%	12,3%	13,0%	Lợi nhuận tăng trưởng giúp ROAA và ROAE tăng
CAR (%)	14,7%	14,6%	14,3%	
Các chỉ báo định giá				
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	0	0	0	TCB dự kiến sẽ không trả cổ tức trong 3-5 năm tới.
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	
EPS (VND)	1.784	2.191	2.701	
Tăng trưởng EPS YoY (%)	49,7%	22,8%	23,3%	
Giá trị sổ sách/CP (VND)	18.617	20.807	23.508	

Nguồn: TCB và ước tính của VCSC

Định giá

Mô hình định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp PBR 1 năm. Để so sánh TCB, chúng tôi lựa chọn các ngân hàng ngoài quốc doanh vì các ngân hàng này cũng có NIM cao (cao hơn so với các ngân hàng quốc doanh). Ngoài ra, các ngân hàng này có khách hàng tương tự như TCB, tập trung vào các doanh nghiệp nhỏ và vừa và khách hàng cá nhân.

Hình 45: So sánh TCB với các ngân hàng trong nước

(triệu USD) Ngân hàng	Mã	Giá trị vốn hóa	Doanh thu trượt 12 tháng	y-o-y %	LNST trượt 12 tháng	y-o-y %	ROA	ROE	P/B 2016	P/E trượt 12 tháng
Ngân hàng TMCP Quân đội	MBB	1.077	729	3,8%	113	0,2%	1,2%	12,7%	1,0	7,5
Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	STB	890	838	5,7%	52	-48,2%	0,5%	5,6%	0,9	15,7
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB	792	671	-5,2%	47	8,3%	0,5%	8,2%	1,3	16,9
Trung bình		920	746	1,4%	71	-13,2%	0,7%	8,8%	1,1	13,4
Techcombank (định giá của VCSC)	TCB	1.155	720	8,5%	71	46,4%	0,9%	10,1%	1,4	16,3

Source: Bloomberg và ước tính của VCSC

Chúng tôi dự báo PBR trung bình năm 2016 đạt 1,1 lần. Vì TCB có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan hơn so với các ngân hàng khác, mà theo chúng tôi LNST 2016 của TCB sẽ tăng 36,4% so với năm 2015, trong khi tăng trưởng lợi nhuận tại các ngân hàng khác không cao như vậy, thậm chí STB còn bị âm, chúng tôi cho rằng TCB sẽ giao dịch ở mức cao hơn so với PBR trung bình. Chúng tôi áp dụng PBR dự phóng mục tiêu 1,4 lần dành cho TCB.

Phụ lục về định giá

Masan Consumer Holdings so với các công ty cùng ngành

Các công ty mà chúng tôi lựa chọn để so sánh với Masan Consumer Holdings là các công ty thực phẩm và đồ uống tại các thị trường Châu Á mới nổi. Mô hình định giá của chúng tôi dành cho MCH tại mức PER dự phóng 2016 20 lần có mức chiết khấu 10% so với PER của các công ty khác là 22 lần. Chúng tôi cho rằng con số này là hợp lý vì MCH có tiềm năng lớn với số dư tiền mặt gần 800 triệu USD, có thể sử dụng vào các khoản đầu tư giá trị gia tăng mới tại lĩnh vực tiêu dùng.

Hình 46: So sánh MCH với một số công ty thực phẩm và đồ uống khác trong khu vực

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần trượt 12 tháng	y-o-y %	LNST trượt 12 tháng	y-o-y %	Nợ/ CSH %	ROE %	P/E trượt 12 tháng	P/B quý gần nhất	FY16 E P/E
Foshan Haitian-A	Trung Quốc	11.028	1.699	13,5	386	30,1	0,0	32,0	30,3	9,1	25,5
Want Want China	Trung Quốc	9.120	3.740	-4,5	588	-9,7	68,8	29,3	16,4	4,5	NA
Indofood Cbp Suk	Indonesia	7.117	2.413	8,0	229	17,0	22,6	21,0	30,7	6,2	27,4
Dali Foods Group	Trung Quốc	6.719	2.684	13,2	464	40,2	12,8	46,8	13,7	3,8	14,0
Tingyi	Trung Quốc	5.476	9.414	-11,1	351	-2,0	64,2	11,4	15,7	1,8	NA
Indofood Sukses	Indonesia	5.030	4.951	5,0	192	55,2	66,8	9,8	32,7	2,5	15,9
Thai Union Group	Thái Lan	2.731	3.660	3,1	155	4,1	80,6	11,9	18,2	2,1	NA
Mayora Indah	Indonesia	2.022	1.102	2,3	79	-61,3	106,2	23,8	25,8	5,6	NA
Iajia Food Gro-A	Trung Quốc	931	272	0,3	22	-17,9	19,6	7,6	45,7	3,5	NA
Century Pacific	Philippines	888	499	NA	41	113,9	0,0	26,6	21,2	5,2	20,0
Jiangsu Hengsh-A	Trung Quốc	852	207	18,8	37	91,2	38,2	17,1	24,8	3,9	NA
Ultrajaya Milk	Indonesia	825	332	13,0	37	-10,4	3,8	19,9	22,4	4,1	21,5
Thai President	Thái Lan	797	341	-0,1	56	14,8	0,8	14,8	14,7	2,1	NA
Nestle Lanka Plc	Sri Lanka	761	264	9,0	30	8,9	9,9	95,8	26,7	24,4	22,4
Chongqing Fuli-A	Trung Quốc	756	146	2,0	22	-6,2	0,0	11,8	36,7	4,1	31,8
Krb1 Ltd	Ấn Độ	729	517	8,6	53	26,1	101,9	27,2	15,2	3,7	14,4
President Bakery	Thái Lan	631	215	7,0	38	25,2	4,8	26,3	17,2	4,2	NA
Anji Foodstuff-A	Trung Quốc	530	45	4,0	9	7,4	0,0	17,5	46,8	7,6	57,2
Trung vị		909	508	5,0	54	11,8	16,2	20,4	23,6	4,1	22,0
Trung bình		3.163	1.806	5,4	155	18,2	33,4	25,0	25,3	5,5	25,0

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Masan Nutri-Science so với các công ty cùng ngành

Chúng tôi lựa chọn các công ty sản xuất thức ăn chăn nuôi tại các thị trường mới nổi tại Châu Á để so sánh với Masan Nutri-Science. Vì phần lớn các công ty này đến từ Trung Quốc, chúng tôi không sử dụng trung vị PER để định giá. Thay vào đó, chúng tôi áp dụng PER 2016 tại mức 14 lần dành cho Masan Nutri-Science, thấp hơn 22% so với Japfa, một doanh nghiệp thức ăn chăn nuôi có chuỗi khép kín tại Indonesia.

Hình 47: So sánh MNS với các công ty thức ăn chăn nuôi khác

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần trượt 12 tháng	y-o-y %	LNST trượt 12 tháng	y-o-y %	Nợ/ Vốn CSH %	ROE %	P/E trượt 12 tháng	P/B quý gần nhất	P/E 2016
New Hope Liuhe-A	Trung Quốc	4.994	10.547	-5,6	357	6,4	29,8	12,4	15,0	1,8	NA
Beijing Dabein-A	Trung Quốc	4.556	2.717	-9,6	121	3,5	21,9	13,1	36,5	4,5	NA
Guangdong Haid-A	Trung Quốc	3.386	3.602	10,0	117	58,2	27,5	15,7	29,7	4,4	NA
Tongwei Co-A	Trung Quốc	2.239	2.320	-6,0	56	7,7	93,1	14,4	32,2	4,5	30,0
Xinjiang Tecon-A	Trung Quốc	1.144	695	10,6	44	22,3	22,2	13,5	26,0	3,3	NA
Japfa Comfeed	Indonesia	666	1.870	2,3	35	38,0	111,7	9,0	18,4	1,5	18,3
Lee Feed Mill	Thái Lan	71	101	-8,4	4	-18,0	0,0	5,9	17,1	1,0	NA
Aman Feed Ltd	Bangladesh	67	34	4,2	4	1,5	67,6	17,6	13,4	2,2	NA
Trung vị		1.691	2.095	-1,6	50	7,0	28,7	13,3	22,2	2,7	NM
Trung bình		2.140	2.736	-0,3	92	14,9	46,7	12,7	23,5	2,9	NM
MNS theo định giá của VCSC (*)			930	10,6	55	46,1	NA	NA	NA	NA	14,0

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Phân tích kỹ thuật

Nhận định:

Đồ thị giá giao dịch trong kênh tăng giá ngắn hạn và tích lũy quanh vùng giá 73,000.

Khối lượng giao dịch giảm mạnh trong năm 2016, điều này khiến cho xu hướng trung hạn vẫn còn đi ngang và chưa có xu hướng rõ ràng.

Đồ thị giá hình thành mô hình hai đáy (Double Bottom) và mô hình có thể sẽ được xác nhận nếu đồ thị giá vượt mức kháng cự 80,000.

Chúng tôi đánh giá mức TĂNG xu hướng trung hạn với mức hỗ trợ trung hạn 68,000

Khuyến nghị:

Nhà đầu tư trung hạn có thể mua tích lũy quanh vùng giá 73,000 và có thể gia tăng mạnh tỷ trọng khi đồ thị giá vượt mức 80,000

Ngày 15/03/2016	(VND/CP)
Chu kỳ phân tích trung hạn	3 đến 6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	80.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	68.000
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Nguồn: VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, các tác giả, 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	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 giá 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
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Hàng tiêu dùng, Ô tô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 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.