

Khuyến nghị	Giá gần nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Bộ phận Phân tích - Đầu tư
CTCP Chứng khoán Trảng An

Trưởng bộ phận
Vũ Hoàng Sơn

Phó Trưởng bộ phận
Nguyễn Thế Mạnh

Chuyên viên phân tích
Vũ Thị Thu Thủy
Nguyễn Thị Hương
Lê Vũ Diệu

Báo cáo lần đầu ngày 28 tháng 12 năm 2009.

Đơn vị tiền tệ: đồng Việt nam.

Kết luận

Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San (“MSN”) được xây dựng với mục tiêu hình thành tập đoàn kinh tế đa ngành lớn nhất ở Việt Nam, tập trung vào những ngành nghề liên quan đến phân phối và tiêu dùng nội địa, cũng như phục vụ nhu cầu cho tầng lớp trung lưu dựa trên 3 nguồn động lực:

1. Những khoản đầu tư hiện hữu: Hiện tại MSN bao gồm cổ phần của CTCP Thực phẩm Ma San (Masan Food) và Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (Techcombank), đều đang tăng trưởng tốt với tốc độ khoảng 30-50% trong năm 2010.

Masan Food là một trong những doanh nghiệp hàng đầu ngành thực phẩm, liên tục tăng trưởng thị phần trong tất cả các ngành hàng kinh doanh và tiềm năng đến từ các nhân hiệu mới trong tương lai cũng vô cùng hứa hẹn.

Techcombank là một trong những ngân hàng TMCP hàng đầu Việt Nam hiện nay tính theo nhiều tiêu chí: tổng tài sản, tổng vốn huy động, tổng dư nợ, năng lực quản trị rủi ro. Với đối tác chiến lược là HSBC, ngân hàng đang hướng đến mục tiêu trở thành ngân hàng TMCP hàng đầu Việt Nam trong các hoạt động ngân hàng cốt lõi và xây dựng phong cách làm việc chuyên nghiệp, hiện đại.

2. Những kế hoạch mua bán và sáp nhập công ty (M&A) hiện đã và đang được triển khai trong đó Masan Group sẽ tiến hành thu tóm và sở hữu cổ phần chi phối tại các công ty này.

3. Các dự án tại Masan Ventures (thuộc CTCP Masan) định hướng phát triển các doanh nghiệp mới và hợp tác với các đối tác chiến lược hàng đầu trên thế giới.

Trong tình hình kinh tế khó khăn trong năm 2009, tập đoàn vẫn có thể huy động vốn lớn từ các tổ chức tài chính quốc tế, đồng thời với đội ngũ lãnh đạo năng động, kết hợp hiểu biết địa phương và kinh nghiệm quốc tế, và với giá trị nội tại được xác định là 41,000 đồng (định giá chỉ bao gồm Masan Food và Techcombank) và giá trị so sánh dựa trên PE ngành là 38,800 đồng, biên độ an toàn là 25%, cổ phiếu MSN được khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Phân định giá của chúng tôi khá thận trọng vì chưa bao gồm những tiềm năng lớn đến từ các hoạt động kinh doanh trong tương lai của Masan Group. Các hoạt động M&A của bản thân MSN cũng như Masan Venture có thể mang lại những khoản lợi nhuận khá lớn và những luồng tiền mới trong tương lai.

Mục lục

Chuyên mục	Số trang
I. Rủi ro đầu tư	02 - 10
II. Phân tích tài chính	11 - 14
III. Hồ sơ công ty	15 - 22
IV. Phân tích cạnh tranh ngành	23 - 31
V. Định giá	32 - 34
VI. Các yếu tố xúc tác	35 - 37

Phụ lục 1 – 2 - 3

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Khuyến nghị	Giá gắnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

I. Rủi ro đầu tư

Báo cáo tài chính của Công ty được hợp nhất trên cơ sở Báo cáo tài chính của Công ty CP Tập đoàn Ma San (Công ty Mẹ) và Báo cáo tài chính của Công ty Masan Food (công ty con do Công ty nắm giữ quyền kiểm soát). Vì vậy, những yếu tố tác động đến việc kinh doanh, tình hình tài chính, kết quả kinh doanh và triển vọng tương lai của Masan Food sẽ trực tiếp ảnh hưởng đến việc kinh doanh, tình hình tài chính, kết quả kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Ngoài ra, Công ty là cổ đông lớn có sức ảnh hưởng đáng kể đến Techcombank. Do Công ty không nắm quyền kiểm soát Techcombank nên Công ty sử dụng phương pháp hạch toán theo vốn chủ sở hữu (equity method). Do vậy, các yếu tố tác động đến việc kinh doanh và các điều kiện về tài chính của Techcombank cũng sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận, việc kinh doanh và tình hình tài chính của Công ty.

(Để hiểu rõ cơ cấu tổ chức của Công ty, vui lòng xem phần Cơ cấu tổ chức chi tiết cho tỷ lệ sở hữu của Masan Group tại Masan Food và Techcombank).

1. Rủi ro chung

1.1. Rủi ro về chiến lược kinh doanh: Chiến lược kinh doanh của Công ty mang các yếu tố rủi ro và Công ty không thể chắc chắn về khả năng thành công khi thực hiện các chiến lược phát triển.

Chiến lược kinh doanh của Công ty là tìm kiếm cơ hội, mở rộng hoạt động kinh doanh của Công ty thông qua việc đầu tư, mua lại những công ty khác bổ trợ cho hoạt động kinh doanh hiện hữu của Công ty, phù hợp định hướng của Công ty theo từng thời kỳ. Do vậy, chiến lược cạnh tranh này có khả năng sẽ không thành công nếu việc đầu tư, mua lại không đạt được các yếu tố cộng hưởng, cơ hội phát triển và các lợi ích khác được dự tính từ việc đầu tư, mua lại này. Việc thực thi chiến lược kinh doanh này có thể có khả năng chứa đựng những yếu tố mang yếu tố rủi ro như sau:

- Có sự không nhất quán giữa việc thực hiện công việc đầu tư, mua lại với chiến lược phát triển của Công ty.
- Có sự không chắc chắn trong việc đánh giá giá trị, sức mạnh và tiềm năng sinh lời cũng như là xác định mức độ nguy hại của các điểm yếu, rủi ro, các yếu tố không lường trước và các tránh nhiệm pháp lý (bao gồm trách nhiệm về môi trường và đảm bảo an toàn lao động) của các công ty được mua lại;
- Những khoản chi đầu tư tài sản cố định như chi phí vốn và những khoản chi phí phát triển có thể không thu hồi được từ lợi nhuận của hoạt động;
- Khả năng mất khách hàng chính, nhân viên và đội ngũ quản lý chủ chốt của Công ty và công ty được đầu tư, mua lại;
- Khả năng đạt được các yếu tố cộng hưởng về tài chính và hoạt động sẽ mang lại từ việc đầu tư, mua lại;
- Những vấn đề nảy sinh trong quá trình kết hợp và triển khai những mảng kinh doanh được đầu tư mua lại;
- Những thay đổi không lường trước trong hoạt động kinh doanh, về ngành và điều kiện kinh tế gây ảnh hưởng đến những giả định làm cơ sở cho việc phân tích và định giá việc đầu tư, mua lại.

Bất kỳ một hoặc nhiều yếu tố nào ở trên có thể làm cho Công ty không thể có được các lợi ích từ việc đầu tư, mua lại. Hơn nữa, việc đầu tư, mua lại doanh nghiệp có thể ảnh hưởng bất lợi đến tính thanh khoản và nguồn vốn của Công ty cũng như Công ty có

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

thể phải chịu thêm những nghĩa vụ nợ hoặc phải phát hành cổ phiếu để tăng vốn tài trợ cho việc thu tóm, mua lại.

Công ty còn thực hiện chiến lược mở rộng hoạt động kinh doanh thông qua việc mở rộng thị phần của các công ty con. Cụ thể, Masan Food mở rộng thị phần trong cả các sản phẩm hiện tại (nước mắm, nước tương, tương ớt, mì ăn liền) và các sản phẩm mới thông qua các hoạt động quảng cáo, khuyến mại. Nếu không thể phát sinh doanh thu tại thị trường mới hoặc tăng doanh thu trong thị trường hiện tại thì Masan Food có thể không thể thu hồi lại các khoản chi phí quảng cáo tiếp thị trong việc phát triển những thị trường này và do đó có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận gộp, tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Vì Techcombank là công ty liên kết của Công ty nên hoạt động kinh doanh của Techcombank phụ thuộc vào những yếu tố ngoài tầm kiểm soát của Công ty. Do đó, việc đầu tư vào Techcombank không bảo đảm sẽ mang lại lợi nhuận cho Công ty, hoặc việc đầu tư này cũng không bảo đảm là sẽ không ảnh hưởng xấu đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và những triển vọng tương lai của Công ty.

Để giảm thiểu rủi ro trong chiến lược thu tóm và xây dựng thương hiệu Masan Group, Công ty đã rất cẩn trọng trong việc tuyển dụng cho các công ty con của Công ty đội ngũ quản lý với kinh nghiệm quốc tế trong các lĩnh vực mà Công ty tham gia đầu tư. Ngoài ra Công ty cũng tìm kiếm cơ hội từ các đối tác là các công ty đa quốc gia. Việc định giá của các đơn vị này đối với các công ty con của Công ty sẽ góp phần khẳng định lại quyết định đầu tư, xây dựng và phát triển thương hiệu của đội ngũ quản lý của Công ty.

1.2 Thương hiệu kinh doanh:

Việc nhận biết thương hiệu đóng vai trò rất quan trọng trong hoạt động kinh doanh của Masan Food. Việc không thể bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ hoặc những tranh chấp với công ty khác về quyền sở hữu trí tuệ của Masan Food có thể gây tác động to lớn đến hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Sự công nhận thương hiệu của Masan Food là rất quan trọng để thu hút người tiêu dùng mới và duy trì sự trung thành của người tiêu dùng hiện tại đối với các sản phẩm của Masan Food. Thành công của Masan Food phụ thuộc một phần vào việc bảo vệ các dòng sản phẩm hiện tại và trong tương lai, cũng như việc bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ các nhãn hiệu hàng hóa, như các nhãn hiệu hàng hóa của các sản phẩm Chin-Su, Tam Thái Tử, Nam Ngư, Rồng Việt, Omachi và Tiên Vua. Masan Food đã đăng ký nhãn hiệu hàng hoá cho các sản phẩm của mình và vẫn sẽ tiếp tục nộp hồ sơ đăng ký những nhãn hiệu hàng hoá để bảo vệ cho các sản phẩm khác đã và sẽ được phát triển. Công ty không thể đảm bảo rằng Masan Food luôn thành công trong việc đăng ký hoặc gia hạn quyền sở hữu trí tuệ đối với tất cả những nhãn hiệu hàng hóa chưa được đăng ký hoặc các nhãn hiệu khác của Masan Food trong hiện tại và tương lai hoặc không bị cạnh tranh hoặc bị làm cho vô hiệu bởi các đối thủ khác. Trường hợp Masan Food không thể bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ đối với những nhãn hiệu hàng hóa của mình chống lại sự vi phạm hoặc sử dụng trái phép của các nhà sản xuất khác, điều này sẽ tác động tiêu cực đến vị thế cạnh tranh của các sản phẩm của Masan Food hoặc dẫn đến việc sụt giảm nghiêm trọng doanh thu của Masan Food, ảnh hưởng xấu đến tình hình tài chính và kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Mặc dù Masan Food ký các cam kết bảo mật thông tin với một số nhà cung cấp, Công ty

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

không thể đảm bảo rằng những bí mật thương mại và việc sở hữu độc quyền những bí quyết sản xuất của Masan Food sẽ không bị tiết lộ bởi sự vi phạm nghĩa vụ giữ bí mật hoặc bởi sự tình cờ biết được do người khác hoặc được độc lập phát triển bởi các đối thủ cạnh tranh. Thêm nữa, Công ty cũng không thể đảm bảo được rằng Masan Food có thể giữ được những thông tin bí mật, bí quyết công nghệ có liên quan đến các sản phẩm mới được phát triển từ việc nghiên cứu của Masan Food.

Trong trường hợp bên thứ ba bất hợp pháp đưa ra thị trường các sản phẩm hàng nhái hàng giả các sản phẩm của Masan Food, Masan Food sẽ phải đối mặt với những khó khăn đáng kể và mất chi phí trong thực hiện các quyền bảo hộ sở hữu trí tuệ tại Việt Nam. Nếu Masan Food không có khả năng bảo vệ một cách hiệu quả các quyền sở hữu trí tuệ của mình thì uy tín thương hiệu của Masan Food và tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty có thể bị ảnh hưởng bất lợi.

Vì vậy để giảm thiểu các rủi ro Masan Food luôn chủ động vận dụng các văn bản luật hiện hành để đăng ký và bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ sản phẩm, thương hiệu hoặc ký kết các cam kết bảo mật với nhà cung cấp, tiến hành khởi kiện hoặc giải quyết bằng các biện pháp khác đối với các vi phạm quyền sở hữu trí tuệ của Masan Food.

1.3 Ảnh hưởng của nợ xấu trong Techcombank: Trường hợp tỷ lệ nợ xấu trong tổng dư nợ của Techcombank tăng lên sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh

Tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ của Techcombank tại thời điểm 31/12/2008 và 31/08/2009 chiếm lần lượt là 2,5% và 2,4%. Dù Ngân hàng vẫn đang nỗ lực để duy trì dư nợ xấu ở mức thấp, Công ty vẫn không thể đảm bảo liệu Techcombank có thể duy trì ở tỷ lệ này, hoặc dự phòng cho các khoản nợ xấu liệu có đủ để đảm bảo cho các khoản nợ xấu phát sinh mới hay liệu sẽ có các điều chỉnh giảm đối với danh mục các khoản nợ xấu hiện tại. Ngoài ra, việc mở rộng hoạt động kinh doanh có thể gia tăng tỷ lệ nợ xấu và làm giảm chất lượng của danh mục cho vay nói chung. Nếu số nợ xấu tăng lên, Ngân hàng buộc phải lập thêm dự phòng, điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận và việc thực hiện các kế hoạch kinh doanh Ngân hàng đã đề ra. Đây là nhân tố có thể có tác động lớn đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động và triển vọng tương lai của Công ty.

Techcombank hạn chế rủi ro nợ xấu thông qua các biện pháp như áp dụng việc thẩm định hợp đồng tín dụng qua nhiều cấp, thiết lập các hạn mức phê duyệt tín dụng của các cấp quản lý từ thấp đến cao, cấp hạn mức tín dụng thông qua việc đánh giá tài sản thế chấp, thiết lập quy trình theo dõi danh mục các khoản vay từ lúc giải ngân và hệ thống các báo cáo rủi ro tín dụng.

2. Rủi ro về nhân sự

Để thực hiện chiến lược kinh doanh của mình, Công ty cần có được đội ngũ nhân lực đảm bảo đầy đủ khả năng để quản lý và thực thi nhiệm vụ với chất lượng cao nhất, thỏa mãn nhu cầu của các cổ đông. Hiện nay, bộ máy nhân sự của Công ty bao gồm những cá nhân xuất sắc đã được đào tạo và rèn luyện trên lý thuyết và thực tiễn kinh doanh quốc tế, đảm bảo gánh vác được trách nhiệm đã được xây dựng trên những quan hệ gắn kết từ nhiều năm.

Những rủi ro đến từ đội ngũ nhân sự có khả năng gây ra sự thiếu hụt và không toàn vẹn của hệ thống tổ chức của Công ty, từ đó ảnh hưởng đến chiến lược hoạt động cũng như hiệu quả hoạt động của bộ máy quản trị Công ty.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

3. Rủi ro về nguồn lực tài chính

Hoạt động thu tóm, mua lại doanh nghiệp đòi hỏi phải có nguồn lực tài chính. Bất cứ sự trục trặc nào trong việc huy động vốn tài trợ có khả năng ảnh hưởng đến chiến lược phát triển của Công ty, và từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của Công ty.

4. Rủi ro về đối thủ cạnh tranh

Cạnh tranh từ các công ty khác đang hoạt động tại VN

Là Công ty mẹ, Masan Group sẽ đối mặt với sự cạnh tranh từ các công ty trong và ngoài nước với chiến lược phát triển đầy tính cạnh tranh trực tiếp với Công ty mẹ và trong từng lĩnh vực hoạt động. Vì vậy, Công ty không thể đảm bảo sẽ luôn giữ vững được lợi thế cạnh tranh đối với các đối thủ hiện tại và tương lai.

Lĩnh vực sản xuất thực phẩm tại Việt Nam gặp phải sự cạnh tranh từ các công ty trong và ngoài nước. Những thay đổi đối với môi trường cạnh tranh mà Masan Food hoạt động có thể ảnh hưởng bất lợi đến hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng trong tương lai của Công ty.

Ở Việt Nam, lĩnh vực sản xuất thực phẩm là một trong những ngành đang có sự cạnh tranh rất sôi động. Masan Food cũng phải cạnh tranh với nhiều đối thủ trong việc xây dựng hình ảnh thương hiệu, giá cả, hệ thống phân phối và sự đa dạng của sản phẩm. Thêm vào đó, sự gia nhập của các thương hiệu và công ty nước ngoài càng làm cho sự cạnh tranh khốc liệt hơn. Sự cạnh tranh có thể dẫn tới việc gia tăng chi phí quảng cáo và hoạt động hậu mãi hoặc đưa ra các chính sách cạnh tranh giá không lành mạnh nhằm tiêu diệt đối thủ. Do đó, Masan Food sẽ phải đầu tư thêm cho việc nghiên cứu phát triển sản phẩm cũng như các chiến lược hậu mãi và quảng cáo. Những chi phí này có thể làm giảm lợi nhuận biên và ảnh hưởng không tốt đến kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty.

Công ty không thể đảm bảo rằng các bên thứ ba sẽ không tham gia vào hoạt động có thể làm ảnh hưởng đến thương hiệu và chất lượng sản phẩm của Masan Food hoặc gây ảnh hưởng bất lợi đến niềm tin của khách hàng vào các sản phẩm của Masan Food. Ngoài ra, Công ty cũng không thể đảm bảo các đối thủ cạnh tranh hiện tại và tiềm tàng của Masan Food không tung ra các sản phẩm khác để cạnh tranh trực tiếp hoặc các sản phẩm cao cấp hơn nhằm thay đổi xu hướng tiêu dùng và thị hiếu của khách hàng. Với những động thái nêu trên, Công ty không thể đảm bảo là Masan Food có thể cạnh tranh hiệu quả với các đối thủ cạnh tranh hiện tại và trong tương lai. Nếu Masan Food không thể cạnh tranh hiệu quả, các hoạt động kinh doanh của Masan Food sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng, và theo đó, sẽ có ảnh hưởng bất lợi đến các hoạt động, tình hình tài chính, kết quả hoạt động và triển vọng tương lai của Công ty.

Nhận thức được vấn đề này, Công ty và Masan Food luôn phát triển hệ thống phân phối và liên tục cải tiến các sản phẩm hướng đến phân khúc thị trường từ trung đến cao cấp. Ngoài ra, Công ty tư vấn Masan Food sử dụng đội ngũ chuyên gia trong nước với kinh nghiệm quốc tế trong việc xây dựng thương hiệu trong ngành thực phẩm để đối phó với các đối thủ cạnh tranh trong và ngoài nước.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Techcombank phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các ngân hàng trong nước và nước ngoài

Việt Nam đang nỗ lực nhằm cải cách hệ thống ngân hàng. Trong lộ trình gia nhập WTO năm 2007, NHNNVN đã cấp phép hoạt động cho 5 ngân hàng nước ngoài được mở công ty con sở hữu 100% vốn ở Việt Nam năm 2008. NHNNVN cũng đồng thời chấp thuận cho các ngân hàng nước ngoài được mở chi nhánh tại Việt Nam. Do đó, đến thời điểm 31/08/2009, Việt Nam đã có khoảng 41 ngân hàng nước ngoài hoạt động dưới hình thức chi nhánh. Hiện nay, có một số quy định riêng chỉ áp dụng cho các chi nhánh của ngân hàng nước ngoài, ví dụ điều kiện để mở một chi nhánh cần mức cam kết vốn ban đầu là 15 triệu USD, và không có gì đảm bảo là những quy định này sẽ không bị xóa bỏ, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đã cam kết gỡ bỏ các rào cản về hoạt động và đầu tư cho các ngân hàng nước ngoài trong lộ trình gia nhập WTO. Bất kỳ sự gỡ bỏ các rào cản nào cũng xem như dẫn tới sự gia tăng rủi ro cạnh tranh từ các ngân hàng nước ngoài đối với Techcombank.

Với việc nới lỏng chính sách áp dụng cho ngành ngân hàng của NHNNVN, Techcombank cũng còn phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các ngân hàng trong nước. Điều này có thể ảnh hưởng lớn đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Để giảm rủi ro cạnh tranh với các Ngân hàng trong và ngoài nước, Công ty đã tư vấn Techcombank tuyển dụng đội ngũ quản lý trong nước với kinh nghiệm quốc tế trong lĩnh vực ngân hàng để hỗ trợ cho chiến lược phát triển của Techcombank. Ngoài ra, Techcombank cũng hợp tác với các đối tác chiến lược là những ngân hàng quốc tế và các chuyên gia tư vấn cùng xây dựng chiến lược và đa dạng hóa sản phẩm, dịch vụ cho Ngân hàng, cụ thể là dịch vụ ngân hàng điện tử (Internet Banking) và ngân hàng giao dịch qua điện thoại di động (Mobile phone banking).

6. Rủi ro lãi suất

Cả Công ty, Masan Food và Techcombank đều phụ thuộc vào rủi ro thị trường do sự biến động lãi suất, chủ yếu là từ các khoản vay dài hạn hầu hết là theo lãi suất thả nổi. Bất kỳ sự gia tăng lãi suất đều dẫn tới việc gia tăng khoản lãi phải trả của Công ty, Masan Food và Techcombank. Cho đến nay, về cơ bản, cả Công ty, Masan Food và Techcombank đều chưa sử dụng bất kỳ biện pháp quản lý rủi ro lãi suất nào, mặc dù Techcombank đã có thể tiến hành một số hợp đồng phái sinh khác bảo đảm sự biến động. Chính vì vậy, khi lãi suất tăng, chi phí lãi vay của các khoản vay mới cùng với lãi suất từ các khoản nợ chịu lãi suất thả nổi hiện hữu của Công ty, Masan Food và Techcombank có thể ảnh hưởng đến tình hình tài chính của công ty. Tuy nhiên dòng tiền của Công ty hiện vẫn có thể chịu được các tác động của việc biến động lãi suất

7. Rủi ro tín dụng

Rủi ro tín dụng Masan Food có thể phải đối mặt

Một số khách hàng của Masan Food được hưởng thời hạn thanh toán cho phép từ 30 đến 45 ngày. Nếu hoạt động kinh doanh của những khách hàng này gặp khó khăn hoặc phải đối mặt với những tình huống không thể trả nợ cho Masan Food thì các khoản thu của Công ty sẽ bị ảnh hưởng. Trường hợp khách hàng không trả nợ đúng hạn hoặc không có khả năng trả nợ, Masan Food phải xóa sổ khoản nợ đó hoặc phải trích lập thêm dự phòng. Đây là tình huống làm giảm lợi nhuận của Masan Food và cũng có thể ảnh

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

hưởng tiêu cực đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Masan Food luôn áp dụng chính sách đa dạng hóa khách hàng và giới hạn việc cấp hạn mức tín dụng cho khách hàng để hạn chế rủi ro tín dụng. Tính đến ngày 31 tháng 8 năm 2009 thì 10 khách hàng lớn nhất của Masan Food chỉ chiếm khoảng 23.0% tổng doanh thu.

Các rủi ro tín dụng của Techcombank

Một trong những hoạt động chính của Techcombank là cung cấp tín dụng cho các khách hàng chủ yếu ở Việt Nam. Rủi ro khách hàng không trả nợ đúng hạn hoặc mất khả năng chi trả là rủi ro Techcombank phải đối mặt. Rủi ro tín dụng ở Việt Nam cao hơn so với rủi ro ở các nước phát triển khác, xuất phát từ sự không đồng bộ của các định chế pháp lý và môi trường kinh tế. Rủi ro tín dụng cao hơn có thể làm phát sinh thêm các khoản lỗ làm ảnh hưởng không tốt đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động và triển vọng tương lai của Công ty.

Techcombank hạn chế rủi ro tín dụng bằng việc áp dụng hệ thống soát xét thẩm định hồ sơ tín dụng qua nhiều cấp quản lý dựa vào quy mô vay, tài sản thế chấp, và thực hiện việc theo dõi danh mục hồ sơ tín dụng nhằm xác định những khoản nợ khó đòi tiềm tàng trong các hợp đồng tín dụng đã giải ngân hoặc đang xem xét. Ngoài những biện pháp hạn chế rủi ro tín dụng đã nêu ở trên, Techcombank cũng áp dụng chính sách đa dạng hóa khách hàng. Tại thời điểm 31/8/2009, tổng dư nợ của 10 khách hàng doanh nghiệp lớn nhất chiếm khoảng 14% tổng dư nợ cho vay khối doanh nghiệp và khoảng 10% tổng dư nợ cho vay.

8. Rủi ro tỷ giá hối đoái

Cả Công ty, Masan Food và Techcombank đều thực hiện báo cáo tài chính bằng tiền đồng Việt Nam. Trong khi doanh thu và chi phí hoạt động đều chủ yếu phát sinh bằng tiền đồng, thì các chi phí khác vừa phát sinh bằng tiền đồng và các loại tiền tệ khác. Không có gì bảo đảm là tiền Đồng sẽ không mất giá so với các loại ngoại tệ, và dẫn đến việc Công ty, Masan Food và Techcombank phải gánh chịu khoản lỗ phát sinh từ chênh lệch tỷ giá hối đoái.

Bất cứ khoản lỗ tỷ giá nào của Masan Food hay Techcombank đều có thể gây bất lợi đến tình hình kinh doanh và hoạt động của mỗi công ty, và tất yếu cũng ảnh hưởng đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Masan Group.

9. Rủi ro về tính thanh khoản

Không thể huy động vốn cho các dự án đầu tư trong tương lai

Các kế hoạch tăng trưởng trong tương lai của công ty đòi hỏi một nguồn vốn đầu tư đáng kể để thanh toán cho các khoản chi phí đầu tư ban đầu cũng như cần sự hợp tác của các đối tác, sự chấp thuận và hỗ trợ của chính phủ và các cơ quan chính quyền khác. Để tài trợ cho những dự án như vậy, công ty cần huy động thêm vốn từ việc phát hành cổ phiếu, vay ngân hàng hay các dạng nợ khác. Tuy nhiên, công ty không thể đảm bảo việc huy động vốn với các điều kiện thuận lợi toàn diện, điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến chiến lược dài hạn, cũng như tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Để giảm thiểu rủi ro này, Công ty có mối quan hệ chặt chẽ với các ngân hàng thương mại trong và ngoài nước, các ngân hàng đầu tư và quỹ đầu tư cũng như các nhà đầu tư trong và ngoài nước để có thể huy động vốn cho các dự án đầu tư.

Nguồn vốn huy động được của Techcombank chủ yếu là nguồn ngắn và trung hạn, do đó, hoạt động kinh doanh của Ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng nếu các khách hàng không tiếp tục gửi tiền khi đáo hạn

Hầu hết nguồn vốn huy động của Ngân hàng là các nguồn ngắn và trung hạn, chủ yếu dưới dạng tiền gửi. Tuy nhiên, một phần tài sản của Ngân hàng lại là tài sản dài hạn, điều này sẽ tạo ra rủi ro không trùng khớp về thời điểm thanh toán nợ. Trước đây, phần lớn hợp đồng gửi tiền của khách hàng đã được tiếp tục gia hạn khi đến hạn, và đây chính là nguồn huy động vốn ổn định của Ngân hàng. Tuy nhiên, không thể đảm bảo là điều này sẽ vẫn được tiếp diễn trong tương lai nếu có nhiều khách hàng không tiếp tục gửi tiền khi đáo hạn. Tính thanh khoản của Ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng và Ngân hàng buộc lòng phải tìm nguồn vốn khác với chi phí huy động cao hơn để phục vụ cho hoạt động của mình. Điều này sẽ tạo ra hệ lụy đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

10. Rủi ro trong hoạt động kinh doanh

Công ty, Masan Food và Techcombank đều phụ thuộc vào khả năng tuyển dụng và giữ được các nhân viên có năng lực phù hợp cho các vị trí quản lý cấp cao

Mặc dù cả Công ty, Masan Food và Techcombank đều không phụ thuộc vào bất kỳ thành viên nào trong HĐQT và các vị trí quản lý cấp cao nào, nhưng sự thành công của Công ty phụ thuộc rất nhiều vào năng lực và nỗ lực của họ, cũng như khả năng tuyển dụng và giữ lại các nhân sự có kỹ năng phù hợp. Hiện nay, tình trạng thiếu hụt nhân lực có chuyên môn, đặc biệt là các chuyên viên cấp cao ở thị trường Việt Nam, cũng như tình trạng chảy máu chất xám khiến nhân sự luôn là vấn đề nan giải của các doanh nghiệp, bao gồm cả Công ty. Việc có được các người quản lý và nhân viên có kỹ năng và năng lực tại Việt Nam gặp rất nhiều cạnh tranh và có thể Công ty, Masan Food và Techcombank sẽ không tuyển dụng hoặc giữ được các nhân sự cần thiết trong tương lai. Bất kỳ sự thay đổi nhân sự chủ chốt nào trong nội bộ Công ty cũng đều ảnh hưởng lớn đến hoạt động, doanh thu của Công ty.

Cả Công ty, Masan Food và Techcombank luôn áp dụng chính sách chuyên môn hóa, chế độ lương thưởng, đãi ngộ phù hợp cho các CBCNV có năng lực phù hợp với chiến lược phát triển kinh doanh của mình để giải quyết rủi ro nêu trên.

Hoạt động kinh doanh của Masan Food phụ thuộc nhiều vào tính ổn định của nguồn cung cấp nguyên vật liệu. Giá cả dao động và các rủi ro khác sẽ tác động không nhỏ lên nguồn cung này.

Sản lượng và chi phí sản xuất của Masan Food phụ thuộc vào sự ổn định và tính hiệu quả của nguồn cung nguyên liệu như đậu nành, cá, ớt, bột mì, đường và vật liệu phục vụ cho đóng gói bao bì. Hơn nữa, do phần lớn nguyên vật liệu được nhập khẩu trực tiếp và thông qua nhà phân phối, nếu Masan Food không thể tìm được nguồn cung nguyên vật liệu với khối lượng và chất lượng phù hợp với nhu cầu sản xuất, hoặc giá cả và điều kiện hợp đồng phù hợp thì năng suất và chất lượng sản xuất chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng, từ đó gây ảnh hưởng cho doanh thu.

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Giá cả của các loại nguyên vật liệu chính bị tác động bởi rất nhiều điều kiện khách quan, như thời tiết, môi trường, biến động giá cả tiêu dùng, tỉ giá hối đoái cũng những thay đổi trong chính sách của Chính Phủ về nông nghiệp. Trong trường hợp giá nguyên liệu tăng dẫn tới giá sản phẩm và chi phí đóng gói tăng, nếu Masan Food không thể kiểm soát được việc chi phí tăng hoặc không thể tăng giá bán để bù đắp chi phí thì điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng trong tương lai của Công ty.

Vì vậy Masan Food đã thiết lập được mối quan hệ bền vững với các nhà cung cấp nguyên vật liệu đảm bảo cả về chất lượng và số lượng với mức giá hợp lý nhất để hạn chế rủi ro trên.

Masan Food phải đối mặt với các vấn đề an toàn vệ sinh thực phẩm và các trách nhiệm tiềm tàng đối với các sản phẩm

Masan Food có thể sẽ phải đối mặt với những cáo buộc của khách hàng liên quan đến vấn đề an toàn vệ sinh thực phẩm, và có thể làm nảy sinh các chi phí kiện tụng, và giảm tỷ suất lợi nhuận của Công ty. Sẽ không có đảm bảo nào rằng Masan Food sẽ không phải đối mặt với các vụ cáo buộc và kiện tụng có liên quan đến chất lượng vệ sinh và an toàn thực phẩm của các sản phẩm của Masan Food. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh của Masan Food có thể bị ảnh hưởng nghiêm trọng từ các công bố thông tin đại chúng do các báo cáo ngành hoặc báo cáo nghiên cứu sức khỏe có thông tin tiêu cực liên quan đến các sản phẩm của Masan Food. Những công bố thông tin bất lợi này sẽ làm giảm lượng tiêu thụ về các sản phẩm của Masan Food trong cả dài hạn và ngắn hạn và ảnh hưởng đến việc mất doanh thu của Masan Food trong dài hạn.

Chính sách kiểm soát chất lượng và tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm luôn được áp dụng đến từng phân xưởng và nhà máy của Masan Food để hạn chế rủi ro đến mức tối thiểu.

Gian lận trong véu, lỗi hệ thống hoặc sự đình trệ của hệ thống có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của Techcombank

Techcombank luôn tìm cách để bảo vệ hệ thống máy tính và hệ thống máy chủ khỏi sự xâm nhập từ bên ngoài cũng như sự gian lận và lỗi hệ thống, đặc biệt từ khi Ngân hàng cung cấp dịch vụ ngân hàng trực tuyến cho khách hàng. Sự xâm nhập hệ thống máy tính, cắt nguồn và gián đoạn liên lạc cũng ảnh hưởng đến tính an toàn của thông tin lưu trữ và thông tin được luân chuyển qua lại giữa hệ thống máy tính và hạ tầng mạng. Techcombank sử dụng mọi biện pháp bảo mật có thể được thiết kế như hệ thống an ninh, bao gồm bức tường lửa và mã hóa mật khẩu, để giảm thiểu nguy cơ vi phạm an ninh. Mặc dù Ngân hàng vẫn có dự định tiếp tục ứng dụng công nghệ bảo mật và thiết lập các thủ tục hoạt động nhằm ngăn chặn gian lận, xâm nhập hệ thống, phá hủy và gây lỗi hệ thống, cũng không thể đảm bảo những phương pháp này đã đủ hiệu quả. Một sai lầm quan trọng nào đó của phương pháp bảo mật hoặc các thủ tục hoạt động có thể gây ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh, tài chính, kết quả hoạt động và triển vọng tương lai của Công ty.

Ngoài ra, Ngân hàng còn duy trì một trung tâm phục hồi dữ liệu ở một địa điểm cách trụ sở chính ở Hà Nội 32 km để bảo vệ dữ liệu khỏi các rủi ro thiên tai hay rủi ro phá vỡ hệ thống. Tuy nhiên, trong trường hợp thiên tai xảy ra cho toàn vùng hay quốc gia, thì cả trung tâm phục hồi dữ liệu lẫn trụ sở chính đều có thể bị hư hỏng hoặc phá hủy.

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

11. Rủi ro đầu tư

Những điều kiện kinh tế, chính trị, pháp lý tại Việt Nam có thể là những yếu tố tác động gây ảnh hưởng đến hoạt động, tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và triển vọng trong tương lai của Công ty

Hầu như mọi hoạt động kinh doanh của Công ty đều diễn ra tại Việt Nam cho nên phải chịu sự điều chỉnh bởi những điều kiện kinh tế, chính trị, luật pháp của Việt Nam. Những điều kiện này có sự khác biệt với những quy định phổ biến ở những nước phát triển hơn.

Hoạt động kinh doanh của Công ty có thể phải thay đổi từng thời điểm phù hợp với những thay đổi về nền kinh tế, chính trị và những quy định hiện hành tại Việt Nam. Những chính sách kinh tế của Việt Nam có thể thay đổi như: những thay đổi về tiền lương và kiểm soát giá cả, kiểm soát vốn và giới hạn về nhập khẩu. Việc thay đổi này phần nào cũng tác động lên tình hình tài chính, hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

Thêm nữa, những diễn biến của kinh tế Việt Nam cũng phần nào tác động đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của Masan Group. Công ty không thể đảm bảo rằng kinh tế Việt Nam sẽ đạt được những mục tiêu tăng trưởng hiện tại hoặc sẽ tiếp tục được cải thiện trong tương lai. Bất kỳ sự suy thoái của nền kinh tế Việt Nam có thể gây ảnh hưởng đến tình hình tài chính, hoạt động kinh doanh và triển vọng tương lai của Công ty.

12. Rủi ro khác

Luật cạnh tranh của Việt Nam có thể tác động đến hoạt động, tình hình tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh và tương lai của Công ty

Luật Cạnh tranh được Quốc hội thông qua ngày 3/12/2004 và có hiệu lực kể từ ngày 01/7/2005. Luật Cạnh tranh ngăn cấm việc cản trở cạnh tranh lành mạnh và trao quyền cho Cục Quản lý cạnh tranh Việt Nam, bên cạnh các cơ quan có thẩm quyền khác, tiếp nhận và tiến hành điều tra các khiếu nại và các cáo buộc những hành vi vi phạm về cạnh tranh. Các chế tài và hình phạt đối với hành vi vi phạm Luật Cạnh tranh sẽ được dựa trên một tỷ lệ phần trăm trên tổng doanh thu của người vi phạm trong năm tài chính trước đó, tỷ lệ này sẽ nằm trong khoảng từ 5% đến 10% tổng doanh thu của người vi phạm. Tùy thuộc vào mức độ nghiêm trọng của hành vi vi phạm, những biện pháp bổ sung cũng có thể được áp dụng, chẳng hạn như sửa đổi, bổ sung hợp đồng, tái cơ cấu doanh nghiệp hoặc áp dụng những hình thức đình chỉ, chấm dứt, thay đổi hoạt động kinh doanh của người vi phạm (ví dụ như việc thu hồi giấy phép kinh doanh hoặc các giấy phép, chứng chỉ hành nghề). Với tư cách là một ngân hàng hàng đầu và là một nhà sản xuất thực phẩm lớn có tầm cỡ tại Việt Nam, Techcombank và Masan Food có thể trở thành đối tượng tranh chấp, khiếu nại từ các đối thủ cạnh tranh và từ các bên khác đối với những hành vi bị cho là vi phạm luật cạnh tranh. Do đó, Luật Cạnh tranh và các quy định khác có thể sẽ tác động lên hoạt động kinh doanh, tình hình tài chính, kết quả hoạt động và triển vọng tương lai của Masan Food và Techcombank.

Sự biến động và khó dự đoán trong chính sách điều hành kinh tế của Chính phủ, đặc biệt trong giai đoạn nền kinh tế đang phục hồi cũng có khả năng ảnh hưởng đến chiến lược phát triển công ty và hiệu quả hoạt động của Công ty.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

II. Phân tích tài chính 1. Phân tích tài chính: Techcombank

Tăng trưởng

Bảng 1: Một số chỉ tiêu tăng trưởng - Techcombank

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008		BQ (%)	Tăng trưởng các ngân hàng năm 2008			
	%	%	%	%	%KH		ACB	STB	VCB	EIB
Tổng TS	39.11	62.44	128.2	49.38	93	76.92	35.2	6.17	12.2	44.62
Vốn điều lệ	49.62	142.8	68.07	44.44	100	80.63	141.7	55.6	173.2	24.7
Tổng vốn huy động	33.96	62.01	131.8	46.75	98	76.63	11.44	4.29	12	14.75
Tổng dư nợ	57.06	64.29	135.6	27.01	92	70.03	7.97	-1.67	16.4	14.75

(Nguồn: BCTC TCB, ACB, STB, VCB, EIB)

Các chỉ tiêu tổng tài sản, vốn huy động, cho vay của Techcombank tăng trưởng rất nhanh trong giai đoạn 2005- 2007 và mức tăng trưởng bình quân 3 năm qua tương ứng là 77%, 76.63% và 70%. Trong năm 2008, tốc độ tăng trưởng là 49.38%, 46.75% và 27.01% thấp hơn so với các năm trước nhưng vẫn đạt gần bằng kế hoạch đưa ra. Nguyên nhân là do sự khó khăn chung của nền kinh tế, việc huy động vốn từ các tổ chức kinh tế bị giảm cộng với đó là sự thắt chặt tín dụng khiến ngân hàng khó khăn trong việc cho vay.

Techcombank hiện chiếm 2-3% trong tổng tài sản ngân hàng Việt Nam, tốc độ tăng bình quân tiền gửi và cho vay trong nước 4 năm qua là 71% và 66% trong khi của cả hệ thống ngành ngân hàng tương ứng là 35% và 34%. Tỷ lệ tăng vốn điều lệ bình quân trong 3 năm gần nhất của ngân hàng là 80.63% và trong năm 2009 ngân hàng đã hoàn thành xong kế hoạch tăng vốn lên 5.400 tỷ đồng. Tính đến tháng 10/2009, Ngân hàng đã được các chỉ tiêu trên hoàn thành kế hoạch đề ra cho cả năm. So sánh với các ngân hàng khác trong năm 2008 như: ACB, STB, VCB, EIB thì các chỉ tiêu của Techcombank có mức tăng trưởng cao hơn nhiều.

Ngân hàng có mạng lưới chi nhánh tăng lên rất nhanh và con số này tăng gấp 3 lần giai đoạn từ 2006 đến tháng 6/2009 trở thành một trong 3 ngân hàng có mạng lưới lớn nhất trong các ngân hàng thương mại cổ phần ở nước ta.

Sức khỏe tài chính, chất lượng tài sản

Năm 2008 tỷ lệ đòn bẩy tài chính của Techcombank vẫn ở mức tương đối cao (10.5 lần) (thấp hơn mức 18.3% của ACB), tuy nhiên mức tăng trưởng bình quân 4 năm qua là - 8.35% cho thấy sự giảm dần trong việc sử dụng đòn bẩy của ngân hàng. Mặc dù vậy Techcombank vẫn giữ được mức an toàn vốn cho phép và con số này trong năm 2007 và 2008 là 14.3% và 14% cao hơn cả ACB (năm 2008 là 12.44%) và mức bình quân ngành (năm 2008 là 9.87%).

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng là 3.1% (2006), 1.4% (2007) và 2008 là 2.5% thấp hơn mức bình quân toàn ngành là 3.5% , tuy nhiên con số này vẫn cao so với ACB (0.9%) và STB (0.6%). Tính đến tháng 10/2009 hệ số NPL của Techcombank là 1.95% trước những diễn biến đầy khó khăn của thị trường cho thấy khả năng kiểm soát chất lượng nợ của ngân hàng được cải thiện hơn. Hệ số nợ/tiền gửi huy động là 65.7% năm 2008 vẫn nhỏ hơn mức nguy hiểm là 70%.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Khả năng sinh lời, hiệu quả quản lý và hiệu suất hoạt động

Năm 2008, Techcombank có hệ số ROA là 2.4% cao hơn mức 1.8% trong năm 2007 và dẫn đầu trong số các NHTM cổ phần và NHTM nhà nước. Hệ số ROE của ngân hàng năm 2008 là 25.7% đứng vị trí thứ 3 (sau ACB và Agribank với mức tương ứng là 31.5% và 27.1%) và cao hơn mức bình quân 16% trong 10 ngân hàng hàng đầu Việt Nam. Tỷ lệ lãi biên của Techcombank (NIM) năm 2008 là 3.8% cao hơn mức 3.4% năm 2007, cao hơn hẳn ACB (3.1%) và STB (2.1%).

Techcombank có tỷ lệ thu nhập về lãi (3.6%) cũng như ngoài lãi (3.1%) trong tổng thu nhập cao nhất so với 4 NHTM nhà nước (35%, 0.9%) và 4 NHTM cổ phần hàng đầu (2.9% và 1.6%). Năm 2008, thu nhập ròng từ lãi tăng 90% nhờ vào lãi suất cao trong hầu hết cả năm, thu nhập từ kinh doanh chứng khoán cũng tăng mạnh nhờ việc hiện thực hóa lợi nhuận bán trái phiếu và các loại chứng khoán nợ khác trong danh mục đầu tư của ngân hàng. Trong khi đó, tỷ số chi phí/thu nhập lại nhỏ nhất so với hai nhóm ngân hàng trên ở mức 28% trong cả năm 2008 và thấp hơn mức bình quân 40% trong số 15 ngân hàng hàng đầu, cho thấy hiệu quả hoạt động của Techcombank ngày càng tăng.

EPS của Techcombank tăng trưởng chưa ấn tượng trong hai năm 2007 (3.256) và năm 2008 (3.628). So sánh với EPS năm 2008 của các ngân hàng khác: ACB (4.711), CTG (3.513), STB (3.174), VCB (3.004) thì có thể thấy mức đạt được của Techcombank cũng là đáng kể.

2. Phân tích Masan Food

Tăng trưởng

Bảng 2: Một số chỉ tiêu tăng trưởng – Masan Food

Công ty	MSF		KDC		VNM	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Tổng tài sản	227%	67%	227.6%	-3.7%	51.2%	9.6%
Tổng nợ	134%	71%	69%	40.8%	24.5%	75.7%
Vốn lưu động	1020%	49%	722%	-37%	80%	-1.07%
Vốn điều lệ	63%	86%	56.7%	21.5%	10.2%	0%
Doanh thu thuần	15.7%	191.2%	23.3%	18.3%	6.45%	23.5%
Lợi nhuận TT	225%	282%	30.8%	-127.7%	46.8%	39%
Lợi nhuận ST	200%	338%	31.3%	-138%	48.6%	25.6%

(Nguồn: BCTC MSF, KDC, VNM)

Qui mô tài sản của Masan Food tăng trưởng rất nhanh trong giai đoạn 2006-2008 với tốc độ bình quân là 133.8%, trong khi đó tài sản ròng lại tăng với tốc độ cao hơn ở mức 163% và cao hơn mức độ tăng của tổng nợ vay (102.7%) chủ yếu là nguồn vay ngắn hạn.

Doanh thu thuần của MSF tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2006-2008 là 83.6%, trong đó năm 2008 tăng 191.2% do thị phần ở các ngành hàng chủ chốt tăng lên đáng kể. Các sản phẩm nước nắm, nước tương, tương ớt, mì ăn liền và hạt nêm chiếm tỷ lệ

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

tương ứng trong thu nhập của công ty là 51.4%, 26.8%, 3.1%, 17.1% và 1.4%, trong đó các nhãn hiệu chiếm tỷ lệ lớn là Nam Ngư, Tam Thái tử, Chinsu và Omachi. Nước mắm Nam Ngư, nước tương Tam Thái tử, Tương ớt Chinsu còn được biết đến là các nhãn hiệu dẫn đầu thị trường với thị phần tương ứng là 13.0%, 56.6% và 18.3%. Doanh thu xuất khẩu năm 2006 chiếm 71% tổng doanh thu, trong khi con số này trong hai năm 2007 và 2008 là 36% và 12% do chiến lược tập trung vào thị trường nội địa thay vì xuất khẩu như trước và do đó lợi nhuận biên gộp được cải thiện từ mức 12% lên 31% từ năm 2006 đến 2008.

Bảng 3: Tăng trưởng Doanh thu, Lợi nhuận Masan Food

Chỉ tiêu	Tăng trưởng DT	Tăng trưởng DT	Lợi nhuận biên	Lợi nhuận biên
Nước tương	176%	7%	40-45%	41%
Nước mắm	412%	8%	40%	27%
Tương ớt	78%	12%	30-40%	19%
Mì ăn liền	557%	15%	25-40%	18%

(Nguồn: Euromonitor 2008, Masan Food)

Trong các năm qua, công ty cũng tăng một lượng lớn chi phí cho việc quảng cáo và bán hàng, nghiên cứu và phát triển sản phẩm (đặc biệt là dòng mì ăn liền) khiến mức bình quân tăng 156%, chi phí quảng cáo và bán hàng năm 2005 chiếm 2.5% doanh thu thuần nhưng đến năm 2008 tăng lên mức 7.8%. Trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế cũng như các công ty cùng ngành trong năm qua, việc các chỉ tiêu của MasanFood vẫn tăng trưởng và ở mức cao hơn so với KDC và VNM với mức tăng lợi nhuận rất ấn tượng, năm 2007 là 200% và 338% cho thấy được sự vững mạnh của công ty.

Sức khỏe tài chính:

Bảng 4: Một số chỉ tiêu tài chính – Masan Food

Công ty	MSF		KDC		VNM	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Hệ số thanh toán hiện thời	2.0	1.8	3.75	2.22	3.4	3.28
Hệ số thanh toán nhanh	1.6	1.5	3.46	1.95	1.61	1.45
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	67%	69%	24%	40%	25%	24%
Tổng nợ/Tổng tài sản	40%	41%	19%	28%	20%	19%

(Nguồn: BCTC MSF, KDC, VNM)

Cùng với sự tăng trưởng của tài sản thì tổng nợ của Masan Food cũng tăng lên 71% trong năm 2008, tuy nhiên tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu đã tăng không đáng kể so với năm 2007 do trong năm qua công ty đã tăng vốn điều lệ lên 86% và ở mức trung bình so với KDC và VNM. Khả năng thanh toán của công ty mặc dù thấp hơn tương đối so với KDC và VNM nhưng vẫn có thể đáp ứng được yêu cầu thanh toán.

Khả năng sinh lời, hiệu quả quản lý và hiệu suất hoạt động

Bảng 5: Khả năng sinh lời, Hiệu quả quản lý, Hiệu suất hoạt động

Công ty	MSF		KDC		VNM	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Vòng quay khoản phải thu	8.4	13.6	6.66	7.12	12.52	13.79
Vòng quay hàng tồn kho	5.7	8.3	7.08	6.83	3.67	3.26
Vòng quay tổng tài sản	0.99	1.4	0.61	0.48	1.47	1.44
Lợi nhuận biên gộp	26%	31%	26.16%	25.4%	27.26%	31.65%
Lợi nhuận biên sau thuế	13%	20%	18.21%	5.86%	14.95%	15.23%
ROA	13%	27.8%	11.2%	2.82%	22%	21.95%
ROE	23.1%	46.9%	14.75%	3.77%	28.18%	27.54%
EPS	3,389	15,160	6,071	-1,616	5,771	7,132

(Nguồn: BCTC MSF, KDC, VNM)

Các hệ số vòng quay khoản phải thu, tổng tài sản, khoản phải thu của MasanFood đều tăng lên trong năm 2008, đặc biệt là chỉ số vòng quay hàng tồn kho (8.3) cao hơn hẳn KDC (6.83) và VNM (3.26) cho thấy tốc độ kinh doanh của doanh nghiệp cao và khả năng tận dụng tốt chi phí trong việc quản lý hàng tồn kho đã chứng tỏ hiệu quả quản lý, hoạt động tốt của MasanFood.

Việc tăng khối lượng sản phẩm trong năm 2008 đã khiến doanh thu bán hàng của công ty tăng lên 191.2% và lợi nhuận biên gộp tăng 31%, cao hơn hẳn so với KDC và VNM, đặc biệt đối với doanh nghiệp sản xuất mức tăng lợi nhuận biên gộp như trên là tương đối cao cùng với sự khó khăn của nền kinh tế đã cho thấy được công ty làm ăn rất có lãi và kiểm soát chi phí hiệu quả hơn. Do đó, lợi nhuận biên sau thuế, ROA và ROE mà công ty đạt được trong hai năm qua cao hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong khi EPS năm 2008 của KDC là -1,616 do công ty làm ăn thua lỗ và VNM cũng cao ở mức 7,132 nhưng mức tăng trưởng của hệ số này là 23.6% thì EPS của MasanFood tăng từ mức 3,389 năm 2007 lên 15,160 đồng/Cp trong năm 2008 do sự tăng trưởng của lợi nhuận cao (338%) và tăng vốn ít cho thấy sự hấp dẫn lớn của công ty.

Khuyến nghị	Giá gắnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

III. Mô tả doanh nghiệp 1. Hồ sơ doanh nghiệp:

Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San (Masan Group Corp.) ra đời năm 2009 có tiền thân là CTCP Hàng Hải Masan thành lập ngày 18/11/2004 là một trong những tập đoàn kinh doanh hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu những danh mục đầu tư và những ngành nghề kinh doanh thuộc loại đứng đầu về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Hiện tại, Công ty và các công ty con nắm giữ quyền kiểm soát 75,80% Công ty Cổ phần Thực phẩm Ma San, được coi là công ty sản xuất thực phẩm hàng đầu tại Việt Nam theo doanh thu. Đồng thời Công ty cũng nắm giữ 19,99% cổ phần trong Ngân hàng Kỹ Thương Việt Nam, là ngân hàng thương mại cổ phần đạt lợi nhuận cao thứ 2 trong các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam trong năm 2008. Hơn thế nữa, để đầu tư và xây dựng kinh doanh như Masan Food và Techcombank, Công ty đã tận dụng những hiểu biết về thị trường nội địa của mình, kinh nghiệm quốc tế của ban quản trị công ty và đối tác chiến lược nước ngoài và các chuyên gia quản lý rủi ro và khả năng của Công ty, nhằm xây dựng thương hiệu, đồng thời là làm tăng giá trị của những công ty mà Masan Group đầu tư và xây dựng quan hệ hợp tác. Chúng tôi cho rằng với chiến lược kinh doanh và kỹ năng quản lý, điều hành của mình, Công ty sẽ nắm bắt và tận dụng các cơ hội để đạt được sự cộng hưởng thành công nhất với các công ty trong danh mục đầu tư.

Tính đến thời điểm tháng 10/2009, Masan Group có vốn điều lệ là 4.763.998.200.000 VND (Bốn ngàn bảy trăm sáu mươi ba tỷ chín trăm chín mươi tám triệu hai trăm ngàn đồng). Hoạt động chính của Công ty là xây dựng phát triển các ngành kinh doanh mà Công ty đã đầu tư, bao gồm việc tuyển dụng đội ngũ quản lý nội địa có kinh nghiệm, hiểu biết về những tập tục, thông lệ quốc tế để quản lý các công ty nằm trong danh mục đầu tư. Đội ngũ quản lý này sẽ phải xây dựng các quan hệ đầu tư, mở rộng quan hệ với các đối tác nước ngoài, tăng nguồn vốn để hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh, phát triển những chiến lược tăng trưởng và tư vấn cho hội đồng quản trị về phát triển thương hiệu và sản phẩm. Ngoài ra, Công ty cũng chủ động tìm kiếm, đánh giá các cơ hội mở rộng kinh doanh nhằm củng cố danh mục đầu tư và tăng nguồn vốn hỗ trợ cho hoạt động đầu tư của mình.

Liên hệ:

Địa chỉ trụ sở chính: Tòa nhà Central Plaza, Phòng 802, 17 Lê Duẩn, Quận 1, TP. HCM
 Điện thoại: (+84 8) 6256 3862
 Fax: (+84 8) 3827 4115
 Email: investorrelation@masangroup.com
 Tên trang web: www.masangroup.com

Chiến lược:

3 chiến lược kinh doanh chính của Công ty bao gồm: chiến lược tập trung vào ngành cụ thể, chiến lược điều hành và chiến lược quản lý rủi ro. Về chiến lược tập trung, công ty sẽ tập trung vào lĩnh vực tiêu dùng và phân phối cho phân khúc thị trường trung cấp. Về chiến lược điều hành, công ty sẽ hướng tới trở thành một công ty trong nước có kinh nghiệm quốc tế trong hoạt động kết hợp với các cơ sở hạ tầng và nhân lực địa phương. Về chiến lược quản lý rủi ro, thông qua quan hệ đối tác với các công ty quốc tế, Công ty thực hiện các quyết định và đánh giá về kinh doanh có giá trị cho nhà đầu tư.

Đối với chiến lược mở rộng hoạt động kinh doanh, về cơ bản, Công ty tập trung tìm kiếm các cơ hội kinh doanh trong những lĩnh vực đang và sẽ được lợi từ sự phát triển của nền kinh tế và xu hướng dân số Việt Nam. Bên cạnh đó, Công ty cũng xem xét các tiêu chuẩn khác như quy mô, khả năng thu hồi vốn, quyền lợi của nhà đầu tư chiến lược và đầu tư

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

tài chính. Ở Việt Nam, khả năng tiêu thụ là yếu tố tiên quyết ảnh hưởng tới tăng trưởng GDP, theo đó, Công ty sẽ hướng đến các lĩnh vực kinh doanh trong các lĩnh vực tài chính, giao nhận vận chuyển (logistics) và hàng tiêu dung.

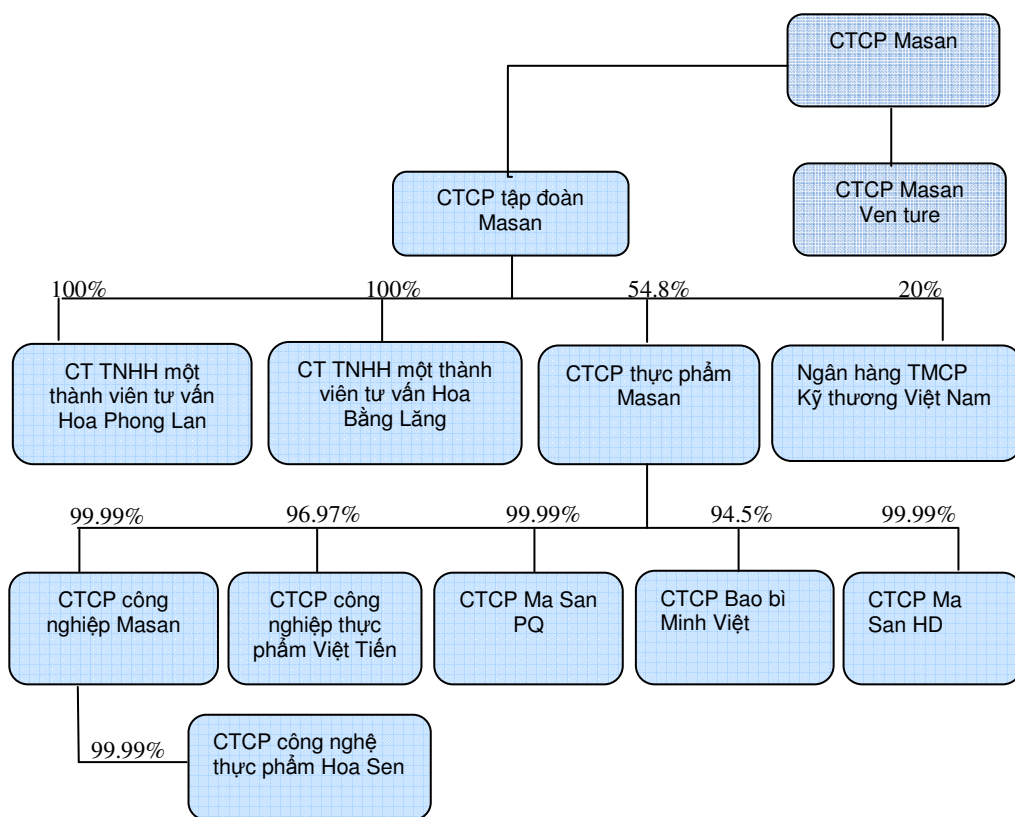
Quản trị

Sau khi hoàn thành việc tái cấu trúc năm 2009, Masan Group hiện có cơ chế quản trị doanh nghiệp rất hiệu quả. Các thành viên ban lãnh đạo của Masan Group đồng thời cũng là cổ đông lớn của công ty, do vậy luôn trung thành và tự nguyện gắn bó, hết mình cống hiến cho công ty.

Không những vậy, đội ngũ điều hành và hội đồng quản trị của công ty đều do các chuyên gia đã có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực quản trị và quản trị rủi ro đảm nhiệm. Quản trị doanh nghiệp và nguồn nhân lực chính là điểm mạnh rất lớn của Masan Group.

Cơ cấu công ty

Biểu 1: Mô hình quản trị công ty – Masan Group



(Nguồn: Bản cáo bạch MSN, Masan Group)

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

2. Công ty con: CTCP Thực phẩm Ma San (Masan Food)

Công ty cổ phần thực phẩm Ma San là một trong những công ty hàng đầu trong ngành công nghiệp thực phẩm tại Việt Nam với các sản phẩm quen thuộc và có uy tín trong ngành như: nước tương, nước mắm và tương ớt, đồng thời, dòng sản phẩm mì ăn liền cũng đang dần khẳng định tên tuổi và vị trí trên thị trường.

Masan Food sản xuất 3 ngành hàng chính là nước chấm, mì ăn liền và hạt gia vị. Chiến lược cạnh tranh của công ty trong các ngành hàng này là tạo ra các sản phẩm có chất lượng vượt trội so với tất cả các sản phẩm khác trên thị trường, đặc biệt là dòng nước chấm, bao gồm nước mắm, nước tương và tương ớt, đồng thời đầu tư xây dựng các nhãn hiệu trung và cao cấp để chiếm lĩnh thị phần. Có thể kể đến nhãn hiệu mì ăn liền Omachi hướng tới phân khúc thị trường cao cấp, trong khi nhãn hiệu Tiến Vua phục vụ cho phân khúc thị trường trung cấp. Tương tự như đối với ngành hàng nước tương, Masan Food có nhãn hiệu Chin-Su và Tam Thái Tử lần lượt dành riêng cho hai loại thị trường trên.

Bảng 6: Các nhãn hiệu của Masan Food

Nước mắm

Chin-Su



Chin-Su là sản phẩm nước mắm thượng hạng, được đưa ra thị trường vào tháng 9/2003 nhằm vận dụng và củng cố sức mạnh của thương hiệu Chin-Su. Sản phẩm được biết đến bởi chất lượng ổn định với hương vị đậm đà và độc nhất được chiết xuất từ cá cơm. Năm 2008, nhãn hiệu này đã chiếm 6.4% thị phần ngành hàng nước mắm.

Nam Ngư



Tháng 11/2007, Masan Food tung ra thị trường nước mắm Nam Ngư, phục vụ cho khách hàng ở phân khúc thị trường trung cấp và chú trọng cung cấp các sản phẩm có giá cả phải chăng cho khách hàng. Năm 2008, thị phần của nhãn hàng này là 13%.

Nước tương

Chin-Su



Chin-Su là sản phẩm đầu tiên của Masan Food, được tung ra thị trường tháng 12/2002. Chin-Su Nếp Cái Hoa Vàng ra đời vào năm 2008, là nhãn hiệu nước tương cao cấp với hương vị ngọt ngào, thơm ngon. Trong năm 2008, nhãn hiệu nước tương Chin-Su chiếm 6,2% thị phần bán lẻ ngành hàng nước tương.

Tam Thái Tử



Được giới thiệu ra thị trường vào tháng 5/2007, nước tương Tam Thái Tử là sản phẩm dành cho người có thu nhập trung bình. Nước tương Tam Thái Tử có thể mạnh là thơm ngon và giá cả phải chăng. Với những lợi thế đó, Tam Thái Tử là nhãn hàng được sử dụng nhiều nhất ở Việt Nam năm 2008 với thị phần 56,6%.

Tương ớt

Chin-Su



Tương ớt Chin-Su được ưa chuộng bởi chất lượng cao và giá cả phải chăng. Với thành phần vitamin A, tương ớt Chin-Su không chỉ thơm ngon mà còn bảo đảm sức khỏe. Năm 2008, tương ớt Chin-Su có thị phần là 18,3% tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Rồng Việt



Tương ớt Rồng Việt là sản phẩm trung cấp, nổi tiếng với hương vị thơm ngon và giá cả phải chăng. Trong năm 2008, thị phần của sản phẩm này trong ngành hàng tương ớt là 7,2%.

Mì ăn liền

Omachi



Omachi là nhãn hiệu mì ăn liền cao cấp, với 3 hương vị Tôm (Lẩu Tôm Chua Cay), Heo (Sườn Hầm Ngũ Quả) và Bò (Xốt Bò Hầm). Tính đến tháng 12/2008, thị phần của Omachi trong ngành hàng này là 2,3%.

Tiến Vua



Năm 2009, Mì ăn liền Tiến Vua ra mắt với phương châm mang đến cho người tiêu dùng 1 loại sản phẩm với giá cả phải chăng nhưng vẫn bảo đảm tốt cho sức khỏe để thay thế cho các sản phẩm cùng loại trên thị trường. Masan Food hi vọng sản phẩm này tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới. Mì Tiến Vua hiện có 2 hương vị: vị Heo và vị Tôm. Năm 2008, Tiến Vua chiếm 0,2% thị phần bán lẻ ngành hàng mì ăn liền.

Hạt nêm

Chin-Su

Hạt nêm Chin-Su là sản phẩm thông dụng, không chứa chất MSG. Hạt nêm được dùng rất rộng rãi trong chế biến thức ăn của người Việt, giúp món ăn thêm thơm ngon và đậm đà. Năm 2008, thị phần bán lẻ của nhãn hàng này trong ngành hàng nước dùng / viên súp là 9,5%

(Nguồn: Bản cáo bạch Masan Group)

Masan Food sản xuất thành phẩm tại 6 công ty con: Công nghiệp Ma San (MSI), Thực phẩm Việt Tiến (Vitecfood), Ma San HD (Hải Dương), Bao bì Minh Việt (Mivipack), Ma San PQ (Phú Quốc) và Hoa Sen. Mỗi công ty con hoặc chỉ tập trung vào một số sản phẩm, hoặc đảm nhận các nhiệm vụ khác nhau. Thành phẩm từ các nhà máy ở Bình Dương, Tân Bình (TP. Hồ Chí Minh) và Hải Dương được chuyển về các trung tâm phân phối của Masan Food.

Trong suốt quá trình hoạt động, Masan Food đã phát triển một hệ thống phân phối nội địa rộng lớn, với gần 120.000 điểm bán hàng phủ khắp 65 tỉnh thành Việt Nam. Tính tới tháng 8 năm 2009, Masan Food đã có hơn 130 nhà phân phối, 5 trung tâm phân phối tại Bình Dương, Tân Bình (TP. Hồ Chí Minh), Đà Nẵng, Hưng Yên và Hải Dương được đặt ở các vị trí chiến lược, cung cấp sản phẩm cho các nhà phân phối trong vòng 24 tiếng kể từ lúc đặt hàng.

Chiến lược: Hiện nay Masan Food đang tập trung củng cố thị phần mỗi nhãn hiệu và đáp ứng nhu cầu thị trường đối với từng sản phẩm, đặc biệt là ngành hàng mì ăn liền. Vì thế, dự án mở rộng nhà máy Bình Dương hoàn thành giai đoạn I vào tháng 9 năm 2009 là phục vụ cho dây chuyền sản xuất mì ăn liền. Phần còn lại của dự án này dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2010, chủ yếu sản xuất ngành hàng nước chấm. Tính đến 31/8/2009, Masan Food có 6 nhà máy đang hoạt động tại Bình Dương, Tân Bình (TP. Hồ Chí Minh), Phú Quốc và Hải Dương. Hiện tại, nhà máy tại Bình Dương đang được nâng cấp, mở rộng nhằm tăng năng suất và đến 2011 dự kiến đây sẽ là nhà máy chính của Masan Food. Theo kế hoạch, khi giai đoạn đầu hoàn thành vào tháng 9/2009, nhà máy này sẽ giúp Masan Food tăng khối lượng sản xuất dòng sản phẩm mì ăn liền. Trong khi

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

đó, Masan Food cũng đã hoàn thiện 1 nhà máy khác ở Hải Dương vào tháng 6 năm 2009 và đã đi vào hoạt động sản xuất mì ăn liền.

Hiểu được tầm quan trọng của chiến lược marketing đối với thành công của một doanh nghiệp, Masan Food đã thực hiện mạnh mẽ các hoạt động marketing thông qua các chương trình quảng cáo trên truyền hình, báo chí, đài phát thanh và các phương tiện khác. Masan Food xác định rằng quảng cáo truyền hình là kênh quảng cáo hữu hiệu để tiếp cận số lượng khách hàng lớn nhất trong thời gian nhanh nhất. Masan Food cũng tích cực quảng cáo qua đài phát thanh, các bảng hiệu ở các tòa nhà, trên xe và các bến xe buýt tại các thành phố lớn cũng tổ chức các sự kiện tiếp thị như quảng cáo ngoài trời và ở các cửa hàng... qua đó nâng cao lợi nhuận trong phân phối sản phẩm và củng cố hình ảnh đến người tiêu dùng. Với những chiến lược rõ ràng, hình ảnh và thương hiệu của Masan Food được biết đến rộng rãi và trở thành thương hiệu được ưa thích trên thị trường.

Về hoạt động nghiên cứu - phát triển, Trung tâm Nghiên cứu và Phát triển sản phẩm mới (MRD - Masan Research & Development Center) của Masan Food bao gồm hơn 40 chuyên viên, giữ trách nhiệm đa dạng hóa và cải thiện chất lượng sản phẩm. Đội ngũ này sẽ phối hợp chặt chẽ với phòng Marketing đưa ra kế hoạch phát triển sản phẩm mà đáp ứng được khẩu vị của người tiêu dùng Việt Nam. Mỗi sản phẩm được phát triển dựa trên phản hồi của khách hàng và kiểm tra giao dịch thực tế, giúp Masan Food nhanh chóng nắm bắt xu hướng thị trường. Hiện tại, Masan Food đang tập trung sản xuất các thực phẩm an toàn và có lợi cho sức khỏe, bao gồm Nước mắm Chin-Su có độ mặn thích hợp, nước mắm Nam Ngư không có ure gây hại và mì ăn liền Tiến Vua không sử dụng dầu chiên đi chiên lại nhiều lần.

Một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến chiến lược xây dựng, củng cố thương hiệu và chiến lược tiếp thị của Masan Food là việc đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các khách hàng Việt Nam đối với các sản phẩm chất lượng cao. Vì thế, kiểm tra chất lượng sản phẩm được Masan Food đầu tư rất kỹ, và đã phát triển lên thành 1 quy trình kiểm tra nghiêm ngặt qua nhiều giai đoạn nhằm bảo đảm sản phẩm có được chất lượng tốt và đồng nhất. Sau đó, các báo cáo nội bộ của kiểm tra viên sẽ được sử dụng để đánh giá các mối quan hệ hiện hữu của Masan Food đối với các nhà cung cấp và cải thiện việc quản lý chất lượng.

3. Công ty liên kết: Ngân hàng Thương mại cổ phần Kỹ thương Việt Nam

Techcombank là ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam được thành lập vào ngày 7/09/1993. Ngân hàng hoạt động như một trung gian tài chính phi chính phủ, hỗ trợ cho sự phát triển của đất nước. Techcombank được coi là ngân hàng hàng đầu Việt Nam trong cung cấp sản phẩm mới, cải thiện dịch vụ khách hàng, cải tiến chính sách và thủ tục nhằm phù hợp với bối cảnh toàn cầu hóa. Techcombank cũng là một trong những ngân hàng đầu tiên ứng dụng hệ thống ngân hàng lõi (core banking), thiết lập các phòng ban chuyên về xét duyệt tín dụng và quản lý rủi ro, cung cấp dịch vụ ngân hàng điện tử (e-banking), thẻ ghi nợ và nhận xếp hạng tín dụng của các tổ chức xếp hạng quốc tế. Hoạt động chính của Techcombank là cung cấp dịch vụ ngân hàng doanh nghiệp, tài chính cá nhân ("PFS") và hoạt động Nguồn vốn.

Dịch vụ tài chính doanh nghiệp

Sản phẩm cốt lõi của Techcombank là cung cấp dịch vụ ngân hàng thương mại cho doanh nghiệp, đặc biệt là trong mảng cho vay. Bộ phận Ngân hàng Doanh Nghiệp đáp ứng đủ nhu cầu đa dạng của khách hàng về các dịch vụ ngân hàng, bao gồm cho vay,

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

tiền gửi, thanh toán, bảo đảm và hỗ trợ giao dịch thương mại. Bộ phận nguồn vốn cũng đồng thời cung cấp nhiều dịch vụ khác cho khách hàng Doanh Nghiệp, như dịch vụ giao dịch ngoại hối và hàng hóa phái sinh.

Dịch vụ tài chính cá nhân

Sản phẩm dành cho khách hàng cá nhân cũng rất phong phú, bao gồm cho vay, tiền gửi và thẻ tín dụng/ghi nợ. Bộ phận Khách hàng cá nhân phục vụ khách hàng của mình thông qua 2 chi nhánh và gần 111 phòng giao dịch với gần 2.300 nhân viên – số liệu tính đến 31/08/2009. Mạng lưới ATM của Ngân hàng đã lên tới xấp xỉ 500 máy ATM, tham gia vào 2 hệ thống liên minh thẻ lớn nhất ở Việt Nam là Smartlink và Banknetvn. Đồng thời, Ngân hàng đã chọn HSBC làm đối tác chiến lược, nhằm phục vụ cho khách hàng cá nhân thêm hơn 7.000 máy ATM và gần 14.000 điểm giao dịch trên toàn quốc.

Nghiệp vụ nguồn vốn

Bộ phận nguồn vốn chịu trách nhiệm quản lý nguồn vốn/ngân quỹ của Techcombank và đồng thời tối ưu hóa lợi nhuận từ vốn thặng dư. Là một trong những ngân hàng đứng đầu về tăng trưởng huy động vốn, khả năng tạo ra được những nguồn lợi nhuận của Bộ phận nguồn vốn được đánh giá cao và ngày càng trở nên quan trọng hơn. Lợi nhuận chủ yếu được tạo ra nhờ vào các công cụ tài chính phái sinh, môi giới tài sản hình thành trong tương lai, việc sử dụng nguồn vốn thặng dư cho các ngân hàng khác vay và đầu tư chứng khoán.

Chiến lược: Hiện tại, Techcombank tập trung mở rộng thương hiệu để trở thành một ngân hàng thương mại cổ phần đi đầu trong thị trường bán lẻ bằng các chiến lược sau:

- Trên nền tảng vững mạnh, đưa Techcombank thành ngân hàng hàng đầu của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, trong cả 2 lĩnh vực huy động và cho vay. Khách hàng doanh nghiệp của Techcombank đã đóng góp to lớn vào sự phát triển của Ngân hàng, do đó, Ngân hàng luôn củng cố mối quan hệ với khách hàng thông qua việc tập trung vào mảng cho vay, tiền gửi và các sản phẩm khác như hỗ trợ thương mại, dịch vụ thanh toán, dịch vụ giao dịch hối đoái và hàng hóa phái sinh. Khách hàng tiềm năng của khối ngân hàng doanh nghiệp là các doanh nghiệp có qui mô vừa và nhỏ, vì vậy, Techcombank tập trung xây dựng các mối quan hệ cá nhân với khách hàng doanh nghiệp thông qua các giám đốc quan hệ khách hàng tại trụ sở và chi nhánh. Những mối quan hệ này rất hữu ích trong việc hỗ trợ, cung cấp hiểu biết về các sản phẩm ngân hàng cho khách hàng, ví dụ như tư vấn cho khách hàng mở thư tín dụng trong thương mại quốc tế. Đồng thời, tư vấn cho khách hàng về việc phát triển và thực hiện các kế hoạch, chiến lược. Techcombank cũng tìm kiếm cơ hội hợp tác với doanh nghiệp thông qua các buổi hội thảo, thuyết trình về các vấn đề liên quan tới kinh tế, tài chính. Những chiến lược này giúp củng cố uy tín của Techcombank, quảng bá những sản phẩm chất lượng và tăng cường quan hệ với khách hàng doanh nghiệp.

- Đưa Techcombank trở thành ngân hàng hàng đầu với đa dạng sản phẩm cho nhiều phân khúc của thị trường bán lẻ.

- Tận dụng mạng lưới chi nhánh rộng khắp, nền tảng công nghệ hiện đại và mối quan hệ vững chắc với khách hàng doanh nghiệp, xây dựng Techcombank thành ngân hàng hàng đầu trong giao dịch.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Quản trị:

Quản lý rủi ro là một trong những nguyên tắc quan trọng nhất trong quá trình hoạt động của ngân hàng Techcombank. Do vậy, Ngân hàng luôn cải tiến chính sách và thủ tục quản lý rủi ro, thực hiện những thay đổi cần thiết trong tổ chức cơ cấu, thanh tra kiểm soát bộ máy để việc quản lý hữu hiệu hơn. Đối với Techcombank, những rủi ro trọng yếu có thể xảy ra trong quá trình hoạt động như rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường, rủi ro tài sản và nợ, rủi ro từ hoạt động.

4. Cổ đông lớn và các đối tác tài chính

CTCP Masan

Các hoạt động kinh doanh triển vọng của Masan Group còn đến từ sự hỗ trợ của CTCP Masan, hiện đang sở hữu 52.57% CTCP tập đoàn Masan và 100% Masan Venture. Masan Venture là doanh nghiệp chuyên tìm kiếm các cơ hội đầu tư mạo hiểm tại các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao, hoạt động trong những ngành dẫn đầu cho tăng trưởng GDP cả nước như: dịch vụ tài chính, khai thác và chế biến sản phẩm nông nghiệp... Các doanh nghiệp mới được đầu tư đều được hợp tác với các đối tác tài chính và đối tác chiến lược cùng ngành đứng đầu trên thế giới.

Bank Invest

BankInvest Group là cổ đông sáng lập của Masan Group, được thành lập tại Đan Mạch vào năm 1969 và là một trong những tổ chức quản lý tài sản lớn nhất bán đảo Scandinavia với tổng giá trị tài sản ước tính khoảng 35 tỷ USD, trong đó có 6 tỷ USD được đầu tư vào thị trường mới nổi. Tại thời điểm niêm yết, Bank Invest, thông qua quỹ BI Private Equity New Markets II K/S (PENM II) sở hữu 10.15% cổ phiếu của Masan Group, sau đó đã mua thỏa thuận thêm 6.3 triệu cổ phiếu MSN, nâng tỷ lệ sở hữu lên 11,479% vốn của Masan Group. Các quỹ thuộc BankInvest hiện đang nắm giữ hơn 5,2% vốn của CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) và 9,45% vốn của CTCP Chế biến gỗ Đức Thành (GDT).

Công ty TNHH MTV Tư vấn Xây Dựng Hoa Hướng Dương là cổ đông sáng lập nắm giữ 10.15% vốn của Masan Group. Hoa Hướng Dương là công ty thuộc sở hữu 100% của Công ty Cổ phần Ma San, công ty mẹ và sở hữu 52.57% của Masan Group.

Texas Pacific Group (“TPG”)

TPG Growth, trái chủ của Masan Group, là quỹ đầu tư phát triển có chiến lược đầu tư vốn và mua lại quy mô nhỏ thuộc TPG, một công ty đầu tư tư nhân toàn cầu được thành lập vào năm 1992 với tổng tài sản quản lý ước tính khoảng 45 tỷ USD.

Tính đến nay, tổng giá trị mệnh giá của tất cả các trái phiếu chuyển đổi đã được phát hành cho 3 công ty con chuyên dụng: TPG Star Masan, Limited, TPG Star Masan II, Limited và TPG Star Masan III, Limited do TPG Growth quản lý là 630 tỷ đồng. Giá trị chuyển đổi ban đầu của tất cả các trái phiếu chuyển đổi là khoảng 20.374 đồng một cổ phiếu. Tất cả trái phiếu chuyển đổi có thể được chuyển đổi vào bất kỳ thời điểm nào từ ngày 1 tháng 4 năm 2011 cho đến ngày đáo hạn là thời điểm khoảng 3 (ba) năm kể từ ngày Masan Group chính thức niêm yết lần đầu tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Ngân hàng Hongkong Thượng Hải (HSBC):

HSBC là đối tác chiến lược của Techcombank từ năm 2006, hiện đang sở hữu 20% cổ phần của Techcombank. HSBC đã và đang hợp tác chặt chẽ với Techcombank trong mọi lĩnh vực, từ quản trị công ty cho đến các hoạt động kinh doanh của ngân hàng với hàng loạt các vị trí chủ chốt của bộ máy quản lý Techcombank đến từ HSBC.

Các đối tác chiến lược mới:

Các đối tác chiến lược của Masan Group cũng như các công ty thuộc sự quản lý của Masan Group đều là các doanh nghiệp đầu ngành, có truyền thống lâu đời với các thương hiệu nổi tiếng trên toàn thế giới. Mới đây, Masan Group đã bán 9 triệu cổ phiếu (1.58%) cho đối tác chiến lược là tập đoàn House Foods – 1 trong những tập đoàn thực phẩm và nước giải khát lớn nhất của Nhật Bản với thị phần chi phối trong ngành cà ri.

Từ các động lực đó, Masan Group hướng tới mục tiêu là “tập đoàn đa quốc gia tại địa phương” nhằm tạo ra các giá trị Việt Nam.

5. Các dự án mới đến từ hoạt động M&A:

Ngoài tiềm lực to lớn đến từ các khoản đầu tư hiện tại đang tăng trưởng tốt với tốc độ dự kiến đạt 30-50% trong năm 2010, Masan Group còn có động lực phát triển rất lớn đến từ các hoạt động đầu tư trong tương lai. Các hoạt động kinh doanh này được thực hiện bởi nghiệp vụ M&A do bản thân Masan Group thực hiện hoặc thông qua Masan Venture. Mục tiêu của Masan là sẽ thu tóm và sở hữu cổ phần chi phối các công ty mục tiêu. Theo thông tin do Masan Group cung cấp, tập đoàn sắp tới sẽ thu tóm 100% 1 công ty mục tiêu bằng phát hành trái phiếu để tận dụng môi trường lãi suất rẻ hiện tại, hứa hẹn sẽ sinh lãi khoảng 50 tỷ trong năm đầu tiên nằm dưới sự quản lý của Masan Group.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

IV. Phân tích cạnh tranh

Masan Group là một tập đoàn đầu tư với 2 phần vốn góp lớn nhất hiện nay được đầu tư vào 75.8% cổ phần (theo lợi ích kinh tế) công ty Masan Food thuộc ngành hàng thực phẩm và 19.99% cổ phần Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (Techcombank) thuộc ngành ngân hàng. Dựa trên mô hình phân tích cạnh tranh của Michael Porter, chúng tôi sẽ tập trung phân tích 3 hoạt động liên quan chính đến Masan Group: ngành thực phẩm, ngành ngân hàng và hoạt động đầu tư tài chính.

1. Thực phẩm:

Ngành thực phẩm thuộc phân ngành Thực phẩm và Đồ uống là ngành hàng cung cấp các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu đảm bảo cho cuộc sống hằng ngày của mỗi con người. Trong các báo cáo của các tổ chức quốc tế nghiên cứu về thị trường thực phẩm và đồ uống, Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường mới nổi có sức hút nhất đối với các nhà đầu tư vào ngành bán lẻ, với mức tăng trưởng kinh tế cao và thu nhập người dân có xu hướng tăng lên mạnh, đặc biệt là ở khu vực thành thị. Với lợi thế dân số đông, người tiêu dùng Việt Nam, bao gồm giới trẻ và tầng lớp trung lưu đang tăng lên đáng kể được biết đến là rất ưa chuộng nhãn hiệu, nhất là các nhãn hiệu nước ngoài. Họ sẵn sàng chi tiêu mạnh vào các mặt hàng chất lượng cao và xa xỉ phẩm được quảng cáo rầm rộ. Trải qua lịch sử hình thành lâu đời, ngành thực phẩm ngày nay cung cấp rất nhiều sản phẩm đa dạng với mức độ cạnh tranh ngày một gia tăng, trong đó các thị trường các sản phẩm chính của Masan Food bao gồm: hạt nêm, nước tương, nước mắm, tương ớt, mì ăn liền.

Rào cản thâm nhập:

Ngành thực phẩm là một ngành truyền thống với đặc tính sản phẩm là các mặt hàng giá trị nhỏ và dễ bị sao chép, yêu cầu về vốn và công nghệ không lớn nên rào cản thâm nhập của ngành là rất thấp. Với mục đích giảm nguy cơ cạnh tranh từ các công ty mới thâm nhập, Masan Food đã tận dụng lợi thế là một trong những công ty đầu ngành để hưởng lợi từ hiệu quả do tăng quy mô bằng cách tăng mạnh chi phí marketing và chi phí nghiên cứu phát triển, qua đó vừa nâng cao giá trị thương hiệu của các nhãn hàng đã có, vừa tạo ra các sản phẩm mới có tính năng vượt trội và không thể sao chép. Do vậy, các công ty mới không thể cạnh tranh được với ưu thế hoạt động trên quy mô lớn, nhãn hiệu được người tiêu dùng yêu thích rộng rãi của Masan Food.

Nguy cơ các công ty mới thâm nhập vào thị trường còn đến từ rất nhiều tập đoàn bán lẻ 100% vốn nước ngoài đang quan tâm đầu tư vào Việt Nam. Trong 4 tập đoàn bán lẻ lớn nhất thế giới thì chỉ còn Walmart (Mỹ) là đang nghiên cứu đầu tư vào Việt Nam còn 3 tập đoàn còn lại là: Metro (Đức), Tesco (Anh), Carrefour (Pháp) đều đã có hệ thống các đại siêu thị tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và Hồ Chí Minh. Đây đều là các tập đoàn lớn, có tiềm lực mạnh về vốn, thương hiệu và kỹ năng quản trị đã thành công trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên các tập đoàn quốc tế khó có thể cạnh tranh với các sản phẩm nội địa tại các tỉnh lẻ, nơi người tiêu dùng có thu nhập thấp hơn và không nhiều hiểu biết về các thương hiệu quốc tế. Do vậy, Masan Food vẫn có khả năng mở rộng thị trường ra các tỉnh lân cận bằng những dòng sản phẩm hướng đến lớp khách hàng thu nhập vừa phải.

Sản phẩm, dịch vụ thay thế:

Với danh mục các sản phẩm rất đa dạng hiện tại và tiềm năng trong tương lai, các sản phẩm, dịch vụ thay thế rất nhiều, chi phí chuyển đổi thấp và sự khác biệt lẫn nhau không lớn mà chủ yếu do chiến lược quảng cáo mang lại. Xu hướng tiêu dùng ưa chuộng các sản phẩm ngày càng có chất lượng hơn, mức độ an toàn thực phẩm cao và các sản

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

phẩm mới đưa ra cũng đều cố gắng mang lại cảm quan tốt cả về thị giác và vị giác. Hướng đi tốt cho Masan Food là tăng cường đầu tư vào Marketing và hoạt động nghiên cứu – phát triển hòng cạnh tranh với các sản phẩm, dịch vụ thay thế.

Quyền lực nhà cung cấp:

Trừ các lãnh đạo cao cấp, yêu cầu về nhân sự phục vụ cho quá trình sản xuất thường cũng không cao và được trả mức lương thấp. Hơn nữa, các nhà cung cấp nguyên liệu cho quá trình chế biến thực phẩm rất đa dạng với đủ các loại quy mô và thường mang tính cạnh tranh lớn. Do vậy, quyền lực nhà cung cấp trong ngành thực phẩm không cao.

Nguyên liệu đầu vào của Masan Food bao gồm nước mắm cốt, bột mì, dầu ăn và nhựa PET, màng BOPP dành cho sản xuất bao bì và đóng gói. Ngoài trừ nước mắm cốt, phần lớn nguyên vật liệu được nhập khẩu và vì vậy Masan Food phụ thuộc vào rủi ro biến động giá toàn cầu và tỷ giá.

Masan Food hiện có rất nhiều nhà cung cấp và vì thế Masan Food không bị phụ thuộc vào bất kì nhà cung cấp riêng lẻ nào. Tuy vậy, Masan Food vẫn luôn giữ mối quan hệ tốt với các nhà cung cấp những nguyên vật liệu chính. Hiện nay, các nguồn nguyên vật liệu chủ yếu được khai thác từ hơn 60 nhà cung cấp thông qua những hợp đồng dài hạn nhằm bảo đảm chất lượng cao và ổn định. Masan Food tiến hành đánh giá các nhà cung cấp định kỳ, những nhà cung cấp sản phẩm đảm bảo chất lượng và dịch vụ luôn cải thiện được đánh giá “tốt” thì Masan Food sẽ tiếp tục kí kết hợp đồng dài hạn. Chiến lược này giúp Masan Food giảm thiểu rủi ro khi hợp tác với các nhà thầu thiếu uy tín như cung cấp thiếu nguyên liệu, cung cấp các loại nguyên liệu không đảm ứng tiêu chuẩn, hoặc làm giá. Việc thực hiện của các nhà cung cấp hoặc các bên bán hàng đã được chấp thuận sẽ được đánh giá định kỳ.

Quyền lực khách hàng:

Quyền lực khách hàng đối với các doanh nghiệp trong ngành là khá lớn. Mức độ phụ thuộc vào hệ thống các siêu thị và cửa hàng bán lẻ đang dần tăng lên khi hệ thống phân phối dần chuyên nghiệp hóa và bị ảnh hưởng bởi thói quen tiêu dùng thay đổi của người dân. Đồng thời các sản phẩm mới của công ty đều phải dựa theo nhu cầu và thị hiếu luôn biến động của khách hàng tiêu dùng và các doanh nghiệp thường xuyên phải tổ chức các đợt khuyến mại, giảm giá nhằm thúc đẩy tiêu thụ và quảng cáo sản phẩm.

Tuy vậy, khách hàng của Masan Food khá đa dạng và doanh số của Masan Food không bị phụ thuộc vào khách hàng chính nào cả. Nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình phân phối và phục vụ cho nhiều đối tượng khác hàng, Masan Food đã xây dựng và phát triển một mạng lưới phân phối rộng khắp ở Việt Nam với hơn 130 nhà phân phối. Mỗi nhà phân phối của Masan Food phụ trách một vùng riêng biệt, và liên hệ chặt chẽ với đại diện của Masan Food để bảo đảm hệ thống phân phối thông suốt và hiệu quả. Masan Food cũng phát triển kênh phân phối thông qua các hệ thống siêu thị. Các trung tâm phân phối có chức năng đảm bảo việc chuyển giao các sản phẩm trong cùng ngày trong phạm vi toàn quốc và cũng có chức năng là các kho chứa của Masan Food. Các nhà phân phối phải đảm bảo dự trữ hàng tồn kho đủ hàng trong vòng 7 đến 14 ngày.

Cạnh tranh nội bộ ngành:

Cạnh tranh trong ngành bao gồm từ giữa các công ty sản xuất lớn cho đến các xí nghiệp

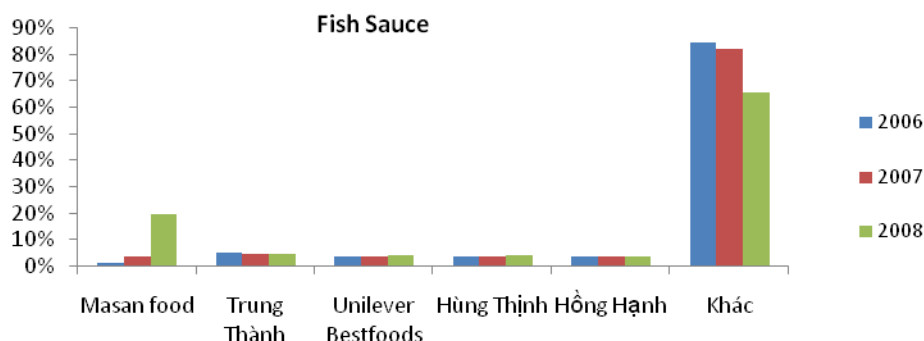
Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

sản xuất nhỏ, đồng thời là cả các tập đoàn bán lẻ lớn nổi tiếng thế giới đã xâm nhập vào Việt Nam. Việt Nam là một trong những nước châu Á đầu tiên thoát ra khỏi khủng hoảng và được kỳ vọng sẽ lấy lại được đà tăng trưởng kinh tế trong những năm gần nhất. Do vậy triển vọng về thu nhập và tiêu dùng người dân gia tăng đột biến trong những năm tới là rất khả quan. Mức độ cạnh tranh còn tăng lên trong thời gian tới khi thị trường Việt Nam hấp dẫn các nhà thương hiệu lớn của nước ngoài xâm nhập vào với các ưu thế về qui mô, quản trị và công nghệ. Do mức độ cạnh tranh trong ngành là rất lớn nên để chiếm lấy thị phần và đạt hiệu suất theo quy mô, các công ty đều bắt buộc phải tăng chi cho hoạt động quảng cáo và quảng bá hình ảnh, nghiên cứu các sản phẩm mới có các đặc tính vượt trội hơn, hấp dẫn người tiêu dùng hơn.

Để tăng thị phần, Masan Food tập trung quản lý các nhãn hiệu bằng cách phân khúc thị trường mục tiêu với những sản phẩm riêng biệt tương ứng. Masan Food có 3 dòng sản phẩm chính: nước chấm, mì ăn liền và hạt gia vị. Trong mỗi dòng sản phẩm nước chấm, mì ăn liền và hạt gia vị đều có cả nhãn hiệu cao cấp và nhãn hiệu trung cấp. Thị phần bán lẻ của Masan Food đóng góp một tỉ lệ quan trọng trong tổng giá trị thị trường. Mặc dù chung đặc điểm là chi phí chuyển đổi thấp, tính cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành rất cao, nhưng do đặc tính của từng sản phẩm và thị trường tương ứng là khác biệt nên chúng tôi xem xét khả năng cạnh tranh của Masan Food dưới góc độ riêng biệt từng ngành hàng.

Nước mắm: chiếm 45% tổng doanh thu Masan Food.

Biểu 2: Thị phần các doanh nghiệp ngành sản xuất và kinh doanh nước mắm



(Nguồn: Euromonitor, 2008)

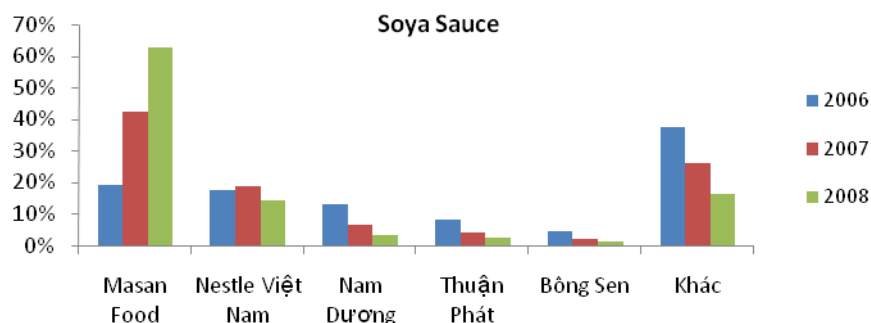
Nước mắm được chiết xuất từ cá, là một gia vị không thể thiếu trong công thức nấu ăn của người Việt Nam. Không chỉ là thành phần quan trọng trong chế biến món ăn, nước mắm còn được dùng làm nước chấm trong các bữa ăn của người Việt nhưng các sản phẩm có thương hiệu và được sản xuất theo quy trình sản xuất đạt tiêu chuẩn là không nhiều. Năm 2008, thị trường nước mắm đạt 4.965,9 tỷ đồng. Các nguồn nước mắm được sản xuất tại địa phương, giá thành rẻ vốn được đa số người tiêu dùng Việt Nam rất ưa chuộng (chiếm lần lượt tới 84% và 82% tổng sản lượng tiêu thụ vào năm 2006 và 2007) đã dần mất thị phần vào tay các loại nước mắm có chất lượng và đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm. Trong khi các công ty khác hầu như không có tăng trưởng thị phần đáng kể thì Masan Food đã tăng ấn tượng từ 1% vào năm 2006 lên 19.4% vào năm 2008 chủ yếu nhờ vào chiến lược định giá và phân phối bán hàng hợp lý của nhãn hiệu Nam Ngư vào năm 2007. Chỉ trong 1 năm, Nam Ngư đã trở thành nhãn hiệu được ưa chuộng nhất trong bếp ăn người Việt.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Năm 2008, thị trường nước mắm đạt 4.965,9 tỷ đồng. Theo dự báo của Euromonitor và Masan Food thì nhu cầu thị trường đối với sản phẩm này sẽ tăng lên đều đặn, tốc độ vừa phải, với sự gia tăng sản lượng tiêu thụ ổn định. Hơn nữa, với thị phần các loại nước mắm khác vẫn đạt tới 65% và việc Masan Food mới giới thiệu nhãn hiệu Nam Ngư Đệ Nhị hướng đến khách hàng trung cấp, sức cạnh tranh cao thì tiềm năng tăng trưởng thị phần cũng như doanh thu của Masan Food là rất lớn.

Nước tương: chiếm 24% tổng doanh thu của Masan Food

Biểu 3: Thị phần các doanh nghiệp ngành sản xuất và kinh doanh nước tương

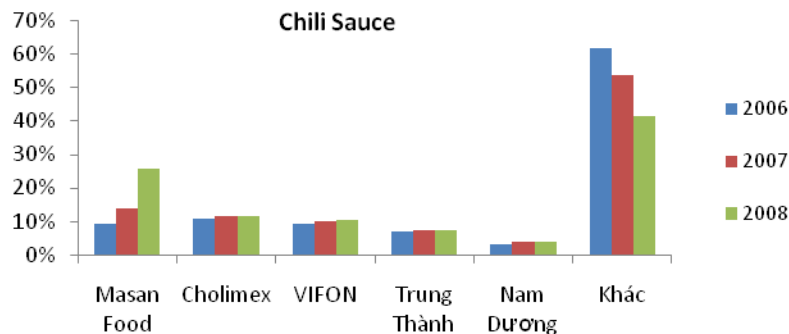


(Nguồn: Euromonitor, 2008)

Ở các nước châu Á, nước tương là gia vị rất phổ biến. Tuy nhiên ở Việt Nam, do người Việt có truyền thống sử dụng nước mắm cho nên thị trường nước tương còn khá nhỏ. Theo số liệu của Euromonitor, thị trường Việt Nam tiêu thụ khoảng 625,2 tỷ đồng cho sản phẩm nước tương trong năm 2008, trong đó Masan Food là doanh nghiệp đầu ngành với 62.8% thị phần. Có sức cạnh tranh lớn và là một trong những công ty đầu tiên tung ra sản phẩm nước tương cao cấp, Masan đã liên tục giới thiệu các sản phẩm mới và hiện bán 12 loại hương vị đối với 2 nhãn hiệu nước tương Chin-Su và nước tương Tam Thái Tử.

Tương ớt: chiếm 3% tổng doanh thu Masan Food

Biểu 4: Thị phần các doanh nghiệp ngành sản xuất và kinh doanh tương ớt



(Nguồn: Euromonitor, 2008)

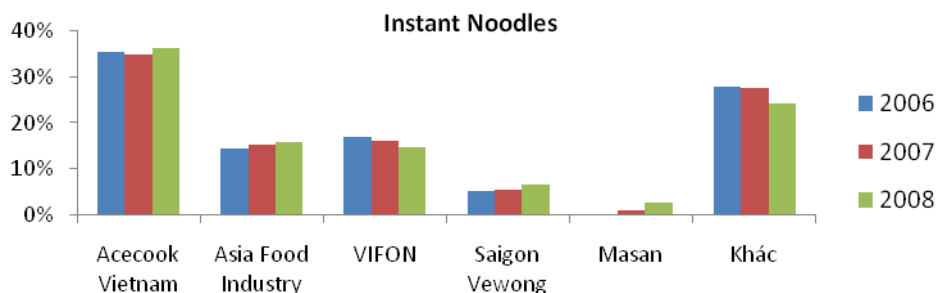
Thị trường tương ớt ở Việt Nam còn rất nhỏ, tốc độ tăng trưởng cũng còn ở mức khiêm

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

tồn do đó cạnh tranh giữa các nhãn hiệu rất cao. Năm 2008, Euromonitor đánh giá cả thị trường chi khoảng 220,5 tỷ đồng cho ngành hàng này. Tương ột chủ yếu được người dân thành thị dùng để chấm. Hiện tại Masan Food có 2 nhãn hiệu trong ngành hàng này, Chin-Su và Rồng Việt, chiếm 25.5% tổng sản lượng toàn thị trường tương ột năm 2008 về giá trị, với mức tăng trưởng thị phần liên tục ở mức cao nhất thị trường, cho thấy khả năng cạnh tranh tốt của sản phẩm tương ột Masan Food.

Mì ăn liền: chiếm 15% tổng doanh thu của Masan Food

Biểu 5: Thị phần các doanh nghiệp ngành sản xuất và kinh doanh mì ăn liền



(Nguồn: Euromonitor, 2008)

Mì ăn liền có thị trường rộng lớn và tiềm năng, với tổng giá trị tiêu thụ năm 2008 là 13.627,4 tỷ VND (theo thống kê của Euromonitor). Trong đó 3 thương hiệu lớn nhất: Acecook, Asia Food và VIFON chiếm lần lượt 36%, 16%, 15% với tổng thị phần là 67%. Đây là các doanh nghiệp lâu đời và có danh mục sản phẩm lớn trên thị trường. Thuộc dòng sản phẩm cao cấp có 2 nhãn hiệu nổi tiếng đến từ các doanh nghiệp nước ngoài là Maggi (Nestle) và Knorr (Unilever) cạnh tranh trực tiếp với thị trường mục tiêu của Masan Food.

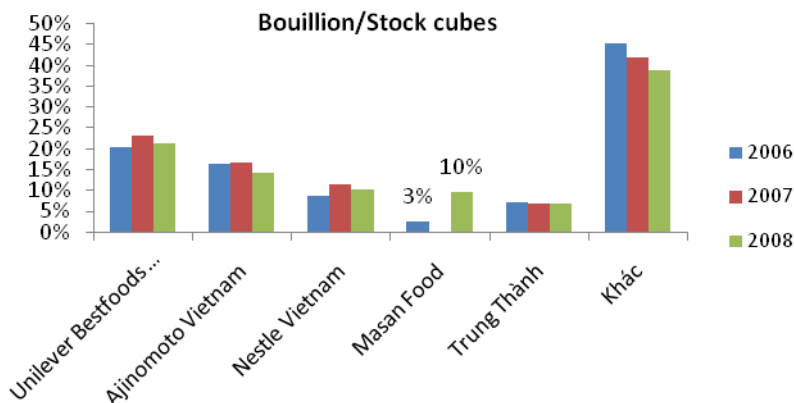
Để đáp ứng nhu cầu thị trường, tháng 6 năm 2007, Masan Food bắt đầu giới thiệu ra thị trường sản phẩm mì ăn liền với nhãn hiệu cao cấp Omachi và đến 2008 đã chiếm được 2.1% thị phần và đang tiếp tục tăng trưởng tốt. Năm 2009, với sự ra mắt của dòng sản phẩm trung cấp Tiên Vua có mức giá hợp lý và sức cạnh tranh cao, doanh số của ngành hàng mì ăn liền được dự báo tăng đáng kể.

Hạt gia vị / Hạt nêm: chiếm 1% tổng doanh thu Masan Food

Đây là ngành hàng có sức cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành rất lớn. Năm 2008, Euromonitor thống kê thị trường bán lẻ Việt Nam đối với ngành hàng nước dùng và viên súp (bao gồm hạt nêm dạng viên súp, dạng lỏng và thực phẩm) đạt 299,9 tỷ đồng trong đó 9,5% giá trị thuộc về Masan Food. Các sản phẩm hạt nêm của Masan Food không chứa bột ngọt (monosodium glutamate), mà hoàn toàn làm từ thịt heo và hạt sen tươi, phù hợp với thị hiếu hướng về các sản phẩm chất lượng và đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm của người tiêu dùng hiện đại, hứa hẹn khả năng cạnh tranh cao, nâng thị phần trong các năm tiếp tới.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Bảng 6: Thị phần các doanh nghiệp ngành sản xuất và kinh doanh mì ăn liền



(Nguồn: Euromonitor, 2008)

2. Ngân hàng:

Ngân hàng (và các định chế tài chính) là xương sống của mỗi nền kinh tế. Chúng chuyển dịch rủi ro, mang lại thanh khoản, thực hiện các giao dịch lớn nhỏ và cung cấp các thông tin tài chính cho cả các cá nhân cũng như các doanh nghiệp. Các ngân hàng có một loạt các thể mạnh tự nhiên tạo nên lợi thế cạnh tranh của chúng.

Rào cản thâm nhập:

Ngân hàng đóng vai trò là một trong những ngành chiến lược và lợi suất cao của một nền kinh tế và Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Bằng việc đa dạng hóa danh mục rất lớn các khoản vay ngân hàng tiết giảm rủi ro và chuyển một phần kết quả tiết kiệm này cho tất cả những người vay dẫn đến làm giảm chi phí vốn trên thị trường so với giả định người vay và người cho vay giao dịch trực tiếp với nhau. Ngoài lợi thế lớn như là tổ chức đứng đầu trong quản trị rủi ro, một số các yếu tố khác cũng góp phần tạo nên hào chắn kinh tế sâu và rộng hơn như (1) yêu cầu vốn và tài sản lớn, (2) Lợi thế kinh tế dựa trên qui mô và (3) chi phí chuyển đổi lớn từ phía khách hàng.

Tại Việt Nam, để mở một ngân hàng mới là rất khó khăn do yêu cầu lớn về vốn và tài sản cùng với các hạn chế ngặt nghèo khác do quy định của NHNN. Các ngân hàng nhỏ thời gian vừa qua đã trải qua một cuộc chạy đua tăng vốn để đáp ứng yêu cầu của Nghị định 141/NĐ-CP, theo đó vốn pháp định đối với NHTMCP cho năm 2010 là 3000 tỷ. Không phải chạy đua theo con số 3000 tỷ nhưng Techcombank cũng hiểu rằng vốn tăng nhanh là điều kiện tốt để nâng cao sức cạnh tranh cũng như gia tăng hệ số an toàn (CAR). Do vậy mới đây Techcombank thành công trong việc phát hành trên 106 triệu cổ phần, nâng vốn điều lệ lên 5.400 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch 2 lần tăng vốn của năm 2009 (theo nghị quyết ĐHCĐ 2009).

Cuối năm 2007, Hội đồng thẩm định hồ sơ cấp giấy phép của NHNN đã họp đã xem xét hồ sơ xin chấp thuận nguyên tắc việc thành lập của 5 NHTMCP, thẩm định 9 trong số gần 30 bộ hồ sơ đã nộp. Tuy nhiên cho đến thời điểm cuối năm 2009, 5 ngân hàng được xem xét: Năng lượng, Ngoại thương Châu Á, Ngôi sao, Đông Dương, Đông Dương Thương tín vẫn chưa được chấp thuận về mặt nguyên tắc. Bên cạnh đó, các yêu cầu về

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

hiệu suất tăng theo quy mô, nhân lực trình độ cao và ý thức thương hiệu ăn sâu vào người tiêu dùng Việt Nam cũng dẫn đến kết quả là sức cạnh tranh của các ngân hàng TMCP tiềm năng sẽ mở không cao.

Thị trường dịch vụ tài chính – ngân hàng Việt Nam còn lo ngại về sự thâm nhập của các ngân hàng 100% vốn nước ngoài và các dịch vụ vốn gắn liền với các ngân hàng theo truyền thống do các công ty dịch vụ tài chính cung cấp. Tuy nhiên, khủng hoảng tài chính thế giới vừa qua đã làm chậm lại việc thâm nhập của các định chế tài chính nước ngoài giúp cho các ngân hàng trong nước có thêm thời gian để nâng cao sức cạnh tranh.

Sản phẩm, dịch vụ thay thế:

Hoạt động cơ bản của NHTM là huy động vốn, cho vay khách hàng và cung cấp hàng loạt các dịch vụ tài chính thu phí khác. Chú trọng vào vấn đề quản trị rủi ro nên quy trình thủ tục và yêu cầu của ngân hàng về độ tin cậy của khách hàng, chứng minh tài chính bằng thu nhập thường xuyên hay các tài sản đảm bảo khiến cho nhiều khách hàng không tiếp cận được với nguồn vốn vay hoặc sẵn sàng chọn các phương thức vay khác với chi phí và mức rủi ro cao hơn, trong đó có cả tín dụng đen. Các hoạt động khác của ngân hàng cũng bao gồm rất nhiều dịch vụ mà rất nhiều công ty dịch vụ tài chính không phải ngân hàng đồng thời cung cấp. Tuy nhiên với quy mô rộng, uy tín cao thì các sản phẩm, dịch vụ thay thế không phải là một mối nguy cơ lớn đối với ngành ngân hàng.

Quyền lực nhà cung cấp:

Nguồn lực quan trọng nhất đối với ngành ngân hàng là nguồn nhân lực. Trong bối cảnh nền kinh tế và thị trường vốn Việt Nam đang trên đà tăng trưởng, quá trình toàn cầu hóa diễn ra sâu rộng, các nhân sự tài năng có nhiều sự lựa chọn hơn trong các ngành dịch vụ tài chính khác của các công ty trong và ngoài nước như các công ty quản lý quỹ, các công ty đầu tư tài chính, chứng khoán... Với lực lượng nhân sự có trình độ khá mỏng hiện nay, tuy mức cạnh tranh từ cuối 2008 dịu lại do tác động của khủng hoảng kinh tế, nhưng các nhân sự cấp cao có quyền lực rất lớn để đẩy chi phí lương và phụ cấp của ngân hàng lên cao. Techcombank cũng đã thực hiện rất tốt việc quản trị nguồn nhân lực và đã dành 4 triệu cổ phiếu để thưởng cho cán bộ công nhân viên, biến người lao động thành cổ đông của ngân hàng, thúc đẩy lòng trung thành và sự cống hiến của họ và có trách nhiệm trong việc quản lý các nguồn lực khác của ngân hàng.

Quyền lực khách hàng:

Các khách hàng, cá nhân hay doanh nghiệp vay vốn hay sử dụng các dịch vụ khác như bảo lãnh thương mại, cấp thư tín dụng... thường không phải là mối đe dọa với ngân hàng khi chi phí chuyển đổi sang một ngân hàng mới là tương đối lớn do các loại phí lập và thanh lý hợp đồng, quy trình định giá tài sản đảm bảo hay chứng minh nguồn tài chính khá phức tạp. Đây cũng là một lợi thế cạnh tranh của ngành ngân hàng. Tuy nhiên, ngân hàng cũng phải thương lượng chia sẻ quyền lợi với các khách hàng lớn, có giá trị giao dịch cao như các tổ chức tín dụng khác, các công ty xuất nhập khẩu lớn, đặc biệt là các tổng công ty và các tập đoàn có quyền lực rất lớn trên thị trường.

Mặt khác, các khách hàng của hoạt động huy động vốn ngắn hạn lại khá linh hoạt trong việc gửi và rút tiền. Quy định của NHNN về lãi suất trần huy động cũng góp phần tăng quyền lực của khách hàng. Đây cũng chính là lý do đã nhiều lần xảy ra các cuộc đua tăng lãi suất huy động giữa các ngân hàng trong các năm gần đây.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Cạnh tranh nội bộ ngành:

Theo ước tính của chúng tôi, chỉ số Herfindal của ngành ngân hàng Việt Nam năm 2008 và 2007 dựa trên tổng tài sản lần lượt là 0.109 và 0.1075 chỉ báo mức độ cạnh tranh tương đối cao (dưới 0.1 là cạnh tranh rất khốc liệt). Trong đó, với ưu thế vốn chủ sở hữu, tổng tài sản và mạng lưới chi nhánh rộng khắp, nhóm 4 ngân hàng thương mại quốc doanh (TMQD) bao gồm Agribank, BIDV, Vietcombank và Vietinbank chiếm trên 60% tổng tài sản toàn ngân hàng. Tuy vậy, các ngân hàng TMQD đang mất dần thị phần vào tay các ngân hàng thương mại cổ phần (TMCP) năng động và quản trị tốt hơn như ACB, STB, TCB hay EIB. Thị phần vốn huy động và thị phần vốn cho vay của các ngân hàng TMCP liên tục tăng lên trong những năm gần đây, chiếm từ 11% trong tổng thị phần năm 2000 đã tăng lên lần lượt là 29% và 38% trong năm 2007. Các ngân hàng TMCP nằm ngoài 15 ngân hàng TMCP lớn nhất có quy mô vốn chủ sở hữu nhỏ, mạng lưới chi nhánh hẹp và khả năng quản trị rủi ro hạn chế hơn, khó có thể cạnh tranh được với nhóm các ngân hàng TMQD và các ngân hàng TMCP lớn. Thị trường vốn Việt Nam những năm tới hứa hẹn sẽ là mảnh đất màu mỡ cho hoạt động mua bán và sáp nhập với đối tượng là các ngân hàng TMCP nhỏ hoạt động kém hiệu quả.

Thuộc nhóm các ngân hàng TMCP có vốn chủ sở hữu lớn nhất và có thương hiệu uy tín từ lâu, ưu thế và chiến lược của Techcombank tập trung vào các nghiệp vụ ngân hàng cốt lõi của một ngân hàng thương mại, đó là hoạt động huy động vốn, cho vay và các dịch vụ tài chính thu phí khác. Kết quả là, thị phần huy động và cho vay của Techcombank đã liên tục tăng từ 1.1% và 1.0% trong năm 2005 lên 3.5% và 2.1% tại thời điểm kết thúc 6 tháng đầu năm 2009. Techcombank hiện cũng đang đẩy mạnh các hoạt động đầu tư khác của ngân hàng như đầu tư vàng và ngoại tệ, kinh doanh chứng khoán hay đầu tư góp vốn vào các công ty liên doanh liên kết như CTCK Techcombank... nhằm nâng cao sức cạnh tranh trong các nghiệp vụ ngoài lãi.

Những năm gần đây ghi nhận mức độ cạnh tranh ngày càng cao không những giữa các ngân hàng trong nước với nhau mà còn với các chi nhánh và ngân hàng 100% vốn nước ngoài với các ưu thế về qui mô, quản trị và công nghệ như HSBC, . Các ngân hàng nước ngoài hiện mới thâm nhập với chưa nhiều am hiểu về thị trường bán lẻ nội địa và hướng đến tầng lớp trí thức và thu nhập cao trong xã hội, do vậy thị phần chưa cao nhưng cũng sẽ là mối lo ngại lớn trong tương lai. Techcombank là ngân hàng Việt Nam đầu tiên bán tới 20% cổ phần cho một đối tác chiến lược nước ngoài là Ngân hàng HSBC. Với đội ngũ quản lý có rất nhiều vị trí đến từ HSBC, Techcombank được đánh giá là đang phát triển ngày càng chuyên nghiệp và hiện đại hơn, có thể cạnh tranh tốt với các ngân hàng 100% vốn nước ngoài.

Mặt khác, nền kinh tế Việt Nam được dự báo là sẽ lấy lại đà tăng trưởng mạnh mẽ trong nhiều năm tới và thị trường vốn Việt Nam vẫn còn rất nhiều tiềm năng do mức độ sử dụng các dịch vụ ngân hàng ở Việt Nam vẫn còn rất thấp so với khu vực và thế giới. Theo thống kê, tỷ lệ tổng dư nợ trên GDP của Việt Nam chỉ là 94% trong năm 2008, so với mức trên 100% của Malaysia và Singapore và 132% của nền kinh tế láng giềng Trung Quốc.

3. Hoạt động đầu tư tài chính:

Hoạt động đầu tư tài chính bao gồm hoạt động đầu tư, thuê tó, tái cấu trúc doanh nghiệp.... là hoạt động sẽ diễn ra mạnh mẽ trong nền kinh tế thị trường. nền kinh tế càng phát triển hoạt động thuê tó, sáp nhập càng phát triển.

Trong giai đoạn hiện nay, trong khi nền kinh tế Việt nam vừa mới đang bắt đầu thoát khỏi

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

đáy suy thoái, hoạt động mua bán sát nhập có khả năng sẽ bùng phát, cơ cấu lại doanh nghiệp, ngành trong nền kinh tế. Việc mua bán sát nhập đem lại hiệu quả trong hoạt động kinh tế, giúp tăng tính thanh khoản, giảm thiểu rủi ro trong nền kinh tế. Nó cũng góp phần tạo nên sự tích tụ và tập trung nguồn lực cần thiết nhằm phân bổ nguồn lực trong xã hội một cách hợp lý hơn.

Các định chế tài chính có một loạt các thế mạnh riêng tạo nên lợi thế cạnh tranh của chúng. Bằng kinh nghiệm và năng lực của ban điều hành, cùng với việc đa dạng hóa danh mục đầu tư, sẽ tiết giảm rủi ro và tăng hiệu quả đầu tư, tích tụ và tập trung nguồn lực trong xã hội, sử dụng nguồn lực trong xã hội một cách hiệu quả. Lợi thế về kinh nghiệm và năng lực của ban điều hành, cùng với việc xây dựng danh mục đầu tư phù hợp sẽ tạo ra hào chấn kinh tế riêng có, rộng và bền cho doanh nghiệp kinh doanh đầu tư vốn trên thị trường.

Trong lĩnh vực hoạt động đầu tư tài chính, vấn đề quan trọng nhất nằm ở chỗ quản trị rủi ro cơ bản sau: (1) rủi ro thị trường, (2) rủi ro thanh khoản và (3) rủi ro lãi suất

Rào cản thâm nhập

Yêu cầu lớn về vốn và tài sản cùng với các hạn chế khác trong việc thành lập định chế tài chính, khiến cho việc mở, hoạt động doanh nghiệp đầu tư tài chính là tương đối khó khăn. Hơn nữa, sự lớn mạnh của những thế nhân và tổ chức, trong đó một số doanh nghiệp đã có định hướng chuyển đổi sang lĩnh vực đầu tư tài chính, sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp mới gia nhập.

Quyền lực nhà cung cấp

Các nhân sự tài năng có thể chuyển sang các ngành dịch vụ tài chính khác. Do vậy để ngăn chặn sự chuyển đổi này, hầu hết các nhân sự cao cấp của Masan Group đều nắm giữ lượng lớn cổ phiếu của công ty, củng cố lòng trung thành của các cán bộ dưới giác độ là những cổ đông của công ty

Quyền lực khách hàng

Việc đàm phán và lựa chọn của đối tác có những điểm khác biệt, có ảnh hưởng mạnh đến hoạt động của ngành. Đối với Masan Group, ngoài lợi thế lớn về tiềm lực tài chính, lợi thế về kinh nghiệm và năng lực của ban điều hành, bộ máy quản trị cũng là một ưu thế trong cạnh tranh.

Cạnh tranh nội bộ ngành

Mức độ cạnh tranh ngày càng cao không những giữa các doanh nghiệp trong nước mà cả với những doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài, với các ưu thế về qui mô, quản trị và công nghệ. Tuy nhiên lợi thế về am hiểu thị trường trong nước cũng là một điểm mạnh rất lớn của Masan Group. Mặt khác, khủng hoảng tài chính thế giới vừa qua đã làm chậm lại việc thâm nhập của các định chế tài chính nước ngoài, giúp cho các tổ chức trong nước có thêm thời gian để nâng cao sức cạnh tranh.

Với nền kinh tế Việt Nam đang trên đà hồi phục, phát triển thì dự báo việc mua bán, sát nhập, tái cơ cấu doanh nghiệp diễn ra ngày càng mạnh mẽ trong những năm tới.

Khuyến nghị	Giá gán nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

V. Định giá

1. Phương pháp so sánh bằng PE

Mô hình: Chúng tôi sử dụng ước đoán giá trị nội tại của Masan Group dựa trên mô hình chiết khấu dòng lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS) một giai đoạn trong 10 năm kết hợp với chỉ số PE dự kiến của ngành 10 năm sau. Dưới đây là những thuộc tính chính của mô hình:

- Tốc độ tăng trưởng EPS: với mức EPS forward của năm 2009 là 1.500 đ, EPS 10 năm tới được dự phóng ở mức 11,414 đ.
- PE: dự kiến sau khoảng thời gian 10 năm cũng được xác định là mức trung bình ngành thấp nhất trong 3 năm trước đó.
- Tỷ suất chiết khấu: tỷ suất chiết khấu bằng lãi suất phi rủi ro cộng với phần bù rủi ro đầu tư chứng khoán vốn cộng với phần bù rủi ro bản thân doanh nghiệp.

Giả định: Theo các tiêu chí đã được xác định, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng EPS hàng năm ở mức 22.5%. PE dự kiến sau 10 năm là 15 lần. Giá vốn chủ sở hữu được xác định ở mức 16%.

Kết luận: Với những giả định và ước lượng ở trên chúng tôi có được giá trị nội tại một cổ phiếu MSN là 38,800 đ. Nếu lấy biên độ an toàn là +/-25% chúng ta có ngưỡng xem xét mua vào khi giá cổ phiếu không quá 29,100 đ và ngưỡng xem xét bán ra khi giá cổ phiếu vượt quá 48,500 đ.

2. Phương pháp tuyệt đối bằng chiết khấu dòng tiền

Do Masan Group được hợp thành bởi phần vốn góp tại 2 công ty: 19.99% vốn ngân hàng Techcombank và 75.8% vốn Masan Food nên chúng tôi áp dụng phương pháp hợp cộng để định giá Masan Group. Giá này chưa bao gồm những tiềm năng lớn đến từ các hoạt động kinh doanh trong tương lai của Masan Group. Các hoạt động M&A của bản thân MSN cũng như Masan Venture có thể mang lại những khoản lợi nhuận lớn và những luồng tiền mới trong tương lai.

Dựa vào tỷ lệ sở hữu trên, chúng tôi ước tính các tham số và giá trị nội tại của Masan Group là **19,540,498** triệu đồng và giá trị một cổ phiếu MSN là **41,000** đồng. Nếu lấy biên độ an toàn là +/-25% chúng ta có ngưỡng xem xét mua vào khi giá cổ phiếu không quá 30,700 đ và ngưỡng xem xét bán ra khi giá cổ phiếu vượt quá 51,000 đ.

Bảng 7: Định giá Masan Group

GIÁ TRỊ NỘI TẠI MSN Công ty	Giá trị công ty (tr.đ)	% sở hữu	Giá trị % sở hữu (tr.đ)	Số CP lưu hành (triệu CP)	Giá trị 1 CP (đồng)
Masan Food	19,500,424	75.8%	14,781,321	Na	Na
Techcombank	28,952,594	19.99%	5,787,623	540	53,600
Masan Group - hợp cộng			20,568,945	476.4	
Masan Group (5% khấu trừ của tập đoàn)			19,540,498		41,000

Chi tiết về mô hình được cụ thể cho Techcombank và Masan Food dưới đây.

Mô hình: Đối với Techcombank và Masan Food, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền trong đó mô hình áp dụng cho Techcombank được điều chỉnh thích hợp cho các công ty dịch vụ tài chính để xác định giá trị nội tại của công ty. Mô hình gồm có ba giai đoạn: giai đoạn một là 5 năm, giai đoạn hai từ năm thứ năm đến năm ngay trước giai đoạn bình ổn và giai đoạn thứ ba là giai đoạn bình ổn. Lấy tổng các luồng tiền tự do đã được chiết khấu của ba giai đoạn ta có được giá trị của cả công ty. Sau khi trừ đi nợ dài

Khuyến nghị	Giá gần nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

hạn (nếu có), trừ đi khoản chênh lệch giữa tài sản ngắn hạn (không bao hàm tài sản cố định, goodwill, tài sản có giá trị khó xác định) và nợ ngắn hạn, điều chỉnh với các loại tài sản hay nợ ẩn (như giá trị bất động sản đang bị định giá thấp hoặc quyền chọn cho nhân viên) và điều chỉnh cho các khoản mục ngoài bảng ta có được giá trị vốn chủ sở hữu. Dem chia giá trị này cho số lượng cổ phiếu bình quân trong kỳ (có pha loãng) ta có được giá trị nội tại của cổ phiếu. Dưới đây là những thuộc tính chính của mô hình:

- Giai đoạn một: chúng tôi dự báo chi tiết hoạt động của công ty trong 5 năm tới bao hàm tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm, lợi nhuận hoạt động biên, thuế suất và chi tiêu tư bản.
- Giai đoạn hai: kéo dài trong 5 năm đối với Masan Food và 10 năm đối với Techcombank (do ngành ngân hàng có mức rào cản thâm nhập rất cao) với tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) điều chỉnh dần tới khi bằng giá vốn bình quân (WACC).
- Giai đoạn bình ổn: bắt đầu từ sau năm kết thúc giai đoạn 2 đến mãi mãi khi ROIC bằng WACC và các khoản đầu tư mới sẽ không làm tăng thêm giá trị công ty.
- Tỷ suất chiết khấu: tỷ suất chiết khấu bằng lãi suất phi rủi ro cộng với phần bù rủi ro đầu tư chứng khoán vốn cộng với phần bù rủi ro bản thân doanh nghiệp.

Định giá Techcombank

Giả định: Cho dù nền kinh tế chung cũng như ngành tài chính đã có nhiều cải thiện trong năm nay, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng trong các dự báo và giả định của mình.

- Chúng tôi kỳ vọng tổng tài sản bình quân của Techcombank tăng trưởng 90% trong năm 2009 và sau đó giảm dần cho đến mức tăng trưởng bình quân của ngành theo dự báo của BMI là 13% vào năm 2013.
- Doanh thu thuần ngoài lãi sau khi tăng 20% trong năm 2008 giả định cũng tăng trưởng với tốc độ giảm dần trong giai đoạn sau.
- Tỷ lệ tài sản sinh lãi bình quân trên tổng tài sản bình quân giảm dần từ mức 90% của năm 2008 xuống 80% vào năm 2013 và giữ nguyên cho đến giai đoạn bình ổn.
- Lãi suất biên ròng NIM giả định giảm dần từ mức 3.6% của năm 2008 xuống mức lên 3% vào năm 2013 và giữ nguyên đến giai đoạn bình ổn.
- Lợi nhuận biên hoạt động của Techcombank tương đối ổn định trong quá khứ với bình quân 5 năm là 57.4%. Trên cơ sở đó chúng tôi giả định lợi nhuận biên hoạt động trong năm 2009 bằng mức 56% như năm 2008 sau đó giữ nguyên cho đến giai đoạn bình ổn.
- Thuế thu nhập doanh nghiệp giả định là 25%, giá vốn chủ sở hữu bằng 16%.

Kết quả:

Bảng 8: Định giá Techcombank

DỰ PHÓNG- TỔP (TĐ Đ)	KH 2009	11M 2009	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
TTS	82,041,000	91,125,000	91,670,860	137,506,29	178,758,17	214,509,812	242,396,088
TTS sinh lãi bình quân			64,362,593	101,983,83	135,993,72	163,206,215	182,762,360
NIM (%)			3.48%	3.36%	3.24%	3.12%	3.00%
TN từ lãi			2,239,818	2,406,657	4,406,197	5,092,034	5,482,871
TN ngoài lãi			1,348,856	1,591,651	1,846,315	2,104,799	2,378,423
LN trước thuế	2,200,000	2,060,000	2,296,752	3,111,351	3,751,507	4,318,100	4,402,324
LN sau thuế			1,722,564	2,322,510	2,813,630	3,238,575	3,301,743
Số CP lưu hành			540				
EPS (đ)			3190				
Luồng tiền tự do			1,801,827	2,453,608	2,969,805	3,426,008	3,513,543

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

Với những giả định và ước lượng ở trên chúng tôi có được giá trị nội tại của Techcombank là 28,952,594 triệu VNĐ và giá trị nội tại của một cổ phiếu Techcombank là 53,600 VNĐ.

Định giá Masan Food

Giả định: Ngành thực phẩm là ngành phòng vệ và được dự báo sẽ liên tục tăng trưởng trong các năm tới trong tình hình kinh tế dần phục hồi và quy mô thị trường mục tiêu của Masan Food sẽ mở rộng. Doanh thu của Masan Food đã tăng với mức ấn tượng 191% trong năm 2008 và mang lại tỷ lệ tăng trưởng kép cho 3 năm 2006-2008 là 83.47%. Theo kết quả 6 tháng đầu năm 2009 do công ty cung cấp, doanh thu của Masan Food là 1,523.4 tỷ đồng, tăng 120% so với cùng kỳ năm 2008. Doanh thu 2009 của Masan Food cũng sẽ tăng trưởng rất mạnh mẽ nhờ vào phần tăng lên của thị phần các sản phẩm đã được giới thiệu trong năm 2007 và 2008: nước tương Tam Thái Tử, mì ăn liền cao cấp Omachi, nước mắm Nam Ngư và kỳ vọng sẽ tăng mạnh với sản phẩm mì ăn liền Tiến Vua. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Masan Food tăng trưởng 120% trong năm 2009 và sau đó giảm dần cho đến mức tăng trưởng bình quân của ngành theo dự báo của BMI là 18.79% vào năm 2013, sau đó tiếp tục giảm dần cho đến bằng tăng trưởng của nền kinh tế là 5% trong giai đoạn bình ổn. Tăng trưởng của chi phí mua sắm tài sản cố định và chi phí khấu hao cũng được dự báo tương đương với mức tăng trưởng doanh thu.

Lợi nhuận biên hoạt động của Masan Food đã tăng mạnh từ 4.6% lên 18.6% trong giai đoạn 2006 - 2008. Chúng tôi xem xét tiềm năng tăng trưởng thị phần rất mạnh của Masan Food bên cạnh mức độ cạnh tranh cao trong những năm tiếp tới và chi phí dành cho marketing và nghiên cứu – phát triển cho các sản phẩm mới cũng như các sản phẩm hiện tại. Trên cơ sở đó chúng tôi giả định lợi nhuận biên hoạt động trong năm 2009 vẫn bằng mức 18.6% như năm 2008 sau đó giảm dần về mức 18% giữ nguyên trong giai đoạn bình ổn.

Cơ cấu vốn mục tiêu trong 5 năm tăng trưởng cao được dự báo giữ nguyên theo năm 2008, 2007 là 25% nợ và 75% vốn chủ sở hữu, sau đó giảm dần về mức cân bằng 50% nợ, 50% vốn chủ sở hữu trong giai đoạn bình ổn. Chi phí vốn vay là 12% với mức thuế suất doanh nghiệp giả định là 25% và giá vốn chủ sở hữu là 16%.

Kết quả:

Bảng 9: Định giá Masan Food

DỰ PHÒNG-MSF (TR.Đ)	Lũy kế 6 tháng 2009 (chưa KT)	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu	1,523,400	4,228,594	8,233,072	13,946,824	20,097,373	23,873,669
EBIT		786,608	1,531,481	2,594,256	3,738,217	4,440,502
Lợi nhuận ròng		589,956	1,148,611	1,945,692	2,803,663	3,330,377
Luồng tiền tự do		(92,562)	(78,131)	92,256	570,285	1,418,635
Chi phí vốn		14.25%	14.25%	14.25%	14.25%	14.25%

Với những giả định và ước lượng ở trên chúng tôi có được giá trị nội tại của Masan Food là **19,500,424** triệu VNĐ.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

VI. Xúc tác

1. Masan Group

Tháng 11/ 2004	- Thành lập Công ty Cổ phần Hàng hải Ma San (MSC) với vốn điều lệ ban đầu là 3.200.000.000 đồng, hoạt động trong lĩnh vực vận tải biển từ tháng 11/2004 - 8/2009.
Tháng 5/2005	- MSC tăng vốn từ 3.2 tỷ đồng lên 32 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho các cổ đông hiện hữu.
Tháng 7/2009	- MSC được chuyển giao toàn bộ cho Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San. - MSC tăng vốn từ 32 tỷ đồng lên 100 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San.
Tháng 8/2009	- Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San chính thức đổi tên thành Công ty Cổ phần Ma San. MSC đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Ma San (Masan Group), và tăng vốn từ 100 tỷ đồng lên 3,784 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho các cổ đông hiện hữu và thành viên Tập đoàn. - Masan Group nắm giữ 54,8% cổ phiếu Masan Food và 19,99% cổ phiếu Techcombank.
Tháng 9/2009	- Masan Group tăng vốn lên 4,065 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho các cổ đông hiện hữu và các cá nhân trong Tập đoàn.
Tháng 10/2009	- Masan Group tăng vốn lên 4,286 và lên 4,764 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho BI Private Equity New Markets II K/S, một quỹ đầu tư được quản lý bởi Bank Invest, và cho các nhà đầu tư khác. - Masan Group hoàn tất việc tái cấu trúc, nắm giữ 54.8% Masan Food. Hai công ty con của Masan Group là Hoa Bằng Lăng và Hoa Phong Lan lần lượt nắm giữ 11.0% và 7.0% cổ phiếu Masan Food. Masan Group vẫn tiếp tục giữ 19.99% cổ phiếu Techcombank. - Masan Group đăng ký thủ tục Công ty đại chúng và chính thức là Công ty đại chúng từ ngày 16/10/2009 với mã chứng khoán MSN.
05/11/2009	Niêm yết 476.4 triệu cổ phiếu giao dịch trên sàn HOSE với giá tham chiếu ban đầu là 36.000 VND/CP và mã chứng khoán là MSN.
18/11/2009	Hội đồng Quản trị Công ty thông qua việc xin ý kiến cổ đông về việc phát hành cổ phần mới cho nhà đầu tư chiến lược theo hình thức phát hành riêng lẻ cho dưới 100 nhà đầu tư. Số lượng cổ phần phát hành mới tối đa là 12 (mười hai) triệu cổ phần phổ thông. Nghị quyết của HĐQT cũng thông qua việc giao cho Chủ tịch Hội đồng Quản trị và Tổng Giám đốc những công việc liên quan đến việc xin ý kiến cổ đông và phát hành cho đối tác chiến lược này.
18/11/2009	Ngày đăng ký cuối cùng lấy ý kiến cổ đông về việc phát hành cổ phần mới cho nhà đầu tư chiến lược theo hình thức phát hành riêng lẻ cho dưới 100 nhà đầu tư. Số lượng cổ phần phát hành mới tối đa là 12 (mười hai) triệu cổ phần phổ thông.
30/12/2009 - 4/01/2010	Bank Invest BI Private Equity New Markets II K/S (PENM II) đăng ký mua thêm 6.350.474 cổ phiếu MSN. Hình thức giao dịch là mua thỏa thuận. Sau giao dịch, PENM II sẽ nắm giữ 54.684.328 CP, chiếm 11,479% vốn của Masan Group.

Khuyến nghị	Giá gầnnhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

2. Masan Food

1996	Thành lập Công ty Cổ phần Công nghiệp - Kỹ nghệ - Thương mại Việt Tiến, chuyên sản xuất thực phẩm chế biến, đặc biệt là ngành gia vị.
2000	Thành lập Công ty Cổ phần Công nghiệp và Xuất nhập khẩu Minh Việt, chuyên hoạt động trong lĩnh vực thương mại và xuất nhập khẩu.
2002	Tung ra thị trường sản phẩm đầu tiên của CTCP thực phẩm Masan - Nước tương Chin-su.
2003	- Sáp nhập Công ty Cổ phần Công nghiệp - Kỹ nghệ - Thương mại Việt Tiến vào Công ty Cổ phần Công nghiệp và Xuất nhập khẩu Minh Việt và đổi tên thành Công ty Cổ phần Công nghiệp - Thương mại Ma San. - Giới thiệu nước mắm thương hạng Chin-su
2005	- Đạt Cúp Vàng Thương Hiệu An toàn vì Sức khỏe cộng đồng
2007	- Giới thiệu nước tương Tam Thái Tử - Giới thiệu mì ăn liền cao cấp Omachi - Giới thiệu nước mắm Nam Ngư
2008	- Thí điểm thành công thị trường sản phẩm mì ăn liền Tiến Vua. - Đổi tên CTCP Công nghiệp - Thương mại Ma San thành CTCP Thực Phẩm Ma San - Giới thiệu Sản phẩm thử nghiệm mì ăn liền Tiến Vua
2009	Chính thức giới thiệu sản phẩm mì ăn liền Tiến Vua

Khuyến nghị	Giá gần nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

3. Techcombank

1993	- Thành lập trụ sở chính ở Hà Nội
1995	- Mở chi nhánh đầu tiên ở TP.HCM
1998	- Mở chi nhánh đầu tiên ở Đà Nẵng
2001	- Ký hợp đồng ứng dụng hệ thống ngân hàng lõi GLOBUS (core banking system) với Temenos Holding NV
2003	- Lần đầu phát hành thẻ ghi nợ "F@st Access", tận dụng hệ thống GLOBUS và liên minh với Vietcombank
2004	- Tăng số lượng chi nhánh từ 15 lên 25
2005	- Thành lập thêm 25 chi nhánh và phòng giao dịch
2006	- HSBC mua 10% cổ phần trong Ngân hàng - Nhận xếp hạng từ Moody theo cơ sở đánh giá tín dụng Ba3. Với sự kiện này, Techcombank là ngân hàng TMCP đầu tiên của Việt Nam được tổ chức xếp hạng tín nhiệm toàn cầu xếp hạng. - Mở trung tâm khách hàng và đường dây nóng 24/24 - Bắt đầu cung cấp các sản phẩm bảo hiểm qua ngân hàng (bancassurance) với Bảo hiểm Bảo Việt - Phát hành thẻ ghi nợ tín dụng quốc tế Visa
2007	- HSBC tăng tỷ lệ sở hữu lên 15% - Tách riêng Bộ phận Tài chính Doanh nghiệp và Bộ phận Dịch vụ tài chính Cá nhân - Lập Bộ phận quản trị rủi ro và tín dụng độc lập với các bộ phận khác
2008	- HSBC tăng tỷ lệ sở hữu lên 20% - Lập Công ty Quản lý Nợ và khai thác Tài sản Techcombank AMC - Gia nhập liên minh Smartlink và liên minh Banknetvn card, đây là hai liên minh thẻ lớn nhất Việt Nam - Kết nối hệ thống thẻ ATM của Techcombank vào mạng lưới của HSBC - Kết nối đầy đủ vào hệ thống mạng của tổ chức tín dụng quốc tế Visa trên toàn cầu - Phát hành thẻ tín dụng quốc tế của Visa, ra mắt thẻ Visa kết hợp thương hiệu với Vietnam Airlines - Phát hành thẻ tín dụng MasterCard - Hợp tác với ngân hàng An Bình để ra mắt sản phẩm thẻ tín dụng Visa, trong đó Techcombank là ngân hàng bảo lãnh cho ngân hàng An Bình
2009	- Bắt đầu cung cấp các sản phẩm bảo hiểm cá nhân kết hợp với Bảo hiểm Bảo Việt - Ký hợp đồng với Ngân hàng công nghiệp và thương mại của Trung Quốc (Industrial and Commercial Bank of China) để tạo điều kiện cho nghiệp vụ giao thương giữa hai quốc gia được thuận lợi - Ký hợp đồng vay 15 triệu USD từ tổ chức phát triển tài chính PROPARGO của Pháp với mục đích cho vay đến các doanh nghiệp vừa và nhỏ - Cùng với ngân hàng HSBC và Credit Suisse thu xếp vốn 120 triệu USD tạo điều kiện cho Vietnam Airline mua sáu máy bay mới - Ký hợp đồng an ninh SSL với Verisign Inc. cho toàn bộ hệ thống của Techcombank

Khuyến nghị	Giá gần nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

PHỤ LỤC 1 – Masan Group

BIẾN ĐỘNG GIÁ (đ)	Hiện tại	2008	2007	2005
Thị giá ngày 28/12/2009	35.5	-	-	-
Cao nhất (52 tuần)	45.3	-	-	-
Thấp nhất (52 tuần)	32,6	-	-	-
Vốn hóa	16.769,3 tỷ	-	-	-

KẾT QUẢ CÁC QUÝ 2009	Q1 09	Q2 09	8M 09	Q4 09
DTT (tr. Đ)	-	-	2,212,970	-
LN gộp (tr. Đ)	-	-	746,282	-
LN ròng (tr. Đ)	-	-	319,776	-

CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH (2008)	TTS (tr.d)	DT (tr.d)	P/E (lần)	P/E forward
PVF	45,104,099	3,699	77.1	16.9
HPG	5,639,375	8,514,618	12.9	8.6
HAG	8,871,560	3,640,071	18.8	11.6
KDC	3,167,627	385,326	10.8	7.1
MSN			24.2	14.1

CÁC CỔ ĐÔNG LỚN	Số lượng CP	Tỷ lệ sở hữu
1. Công ty Cổ phần Ma San	250.421.247	52,57%
2. Công ty TNHH MTV Tư vấn Xây dựng Hoa Hương Dương	99.817.804	20,95%
3. BI Private Equity New Market II K/S	48.333.854	10,12%

Khuyến nghị	Giá gành nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

PHỤ LỤC 2 – Techcombank

BẢNG CÂN ĐỐI KT (TR.Đ)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Tiền	63,220	114,278	148,056	162,311	203,940	496,173	1,565,968
Tiền gửi tại NHNNVN	59,390	74,385	198,998	326,114	409,281	1,298,682	2,296,574
Tiền, vàng gửi tại và cho vay các TCTD khác	1,884,355	2,257,866	3,073,580	2,632,576	4,458,308	9,303,685	15,647,089
Cho vay khách hàng	1,858,461	2,213,338	3,370,091	5,293,062	8,696,101	20,486,131	26,018,985
Chứng khoán đầu tư	107,714	744,626	724,289	1,942,620	2,876,804	6,842,172	11,418,819
Góp vốn, đầu tư dài hạn	8,815	8,015	7,965	11,838	30,783	36,930	66,425
Tài sản cố định	45,912	58,868	68,233	148,652	338,301	436,970	576,665
Tài sản "Có" khác	31,958	39,054	76,249	148,933	312,835	641,753	1,478,530
Tổng tài sản	4,059,825	5,510,430	7,667,461	10,666,106	17,326,353	39,542,496	59,069,055
Các khoản nợ CP và NHNN	0	0	17,058	150,102	57,883	301,993	0
Tiền, vàng gửi và vay từ các TCTD khác	1,818,971	2,578,986	2,360,399	2,903,954	5,070,852	8,458,903	8,970,269
Tiền gửi của khách hàng	2,024,563	2,619,620	4,600,097	6,195,072	9,566,043	24,476,576	39,617,723
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư mà NH chịu rủi ro	0	0	9,369	110,877	277,307	161,170	231,961
Chứng chỉ tiền gửi và phát hành trái phiếu	0	0	0	0	192,242	1,750,715	2,761,793
Tài sản "Nợ" khác	85,312	102,949	165,431	296,696	400,339	819,723	1,861,901
Vốn điều lệ	117,870	180,000	412,700	617,660	1,500,000	2,521,308	3,642,015
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	35,158	213,235	3,942	476,779	1,063,402
Vốn khác	4	4	371	371	371	371	371
Các quỹ dự trữ	7,762	9,252	27,151	50,343	86,253	146,322	283,177
Lợi nhuận chưa phân phối	5,342	19,619	39,727	127,796	171,121	428,636	636,443
Tổng nguồn vốn	4,059,824	5,510,430	7,667,461	10,666,106	17,326,353	39,542,496	59,069,055
Nghĩa vụ nợ tiềm ẩn	1,485,052	3,485,883	3,709,548	1,806,480	2,326,057	19,111,809	5,162,518
BÁO CÁO KQHĐKD (TR.Đ)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Thu nhập lãi thuần	67,434	110,976	177,334	351,266	457,447	925,274	1,760,743
Thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ	15,423	24,992	34,759	66,846	101,476	176,936	482,877
Lãi thuần từ HDKD ngoại hối và vàng	6,345	1,173	2,062	1,872	7,491	24,583	21,793
(Lỗ)/lãi thuần từ mua bán CKKD	-	-	-	-	5,065	81,761	931,102
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	385	157	500	549	-	-	-
Lãi thuần từ hoạt động khác	153	5,394	5,528	14,552	39,156	4,462	-311,725
Thu nhập cổ tức từ góp vốn, mua cổ phần	-	-	-	-	724	2,992	-
Chi phí quản lý chung	(37,439)	(52,620)	(89,865)	(154,835)	(224,180)	(425,381)	(1,268,935)
Lợi nhuận thuần từ HDKD trước chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	52,301	90,072	130,318	280,250	387,179	790,627	1,615,855
Dự phòng rủi ro tín dụng	(46,959)	(47,899)	(23,306)	(2,395)	(30,657)	(80,887)	-
Tổng lợi nhuận trước thuế	5,342	42,173	107,012	286,067	356,522	709,740	1,615,855
Chi phí thuế TNDN	-	(11,734)	(30,881)	(79,911)	(99,616)	(199,356)	(432,772)
Lợi nhuận sau thuế	5,342	30,439	76,131	206,156	256,906	510,384	1,183,083
EBIT	-	-	107,012	286,067	356,522	709,740	1,615,855
EBITDA	-	-	112,114	293,762	368,771	733,275	1,658,099
ROE	-	-	-	27.0%	18.5%	19.1%	25.7%
ROA	-	-	-	2.2%	1.8%	1.8%	2.4%
Tăng trưởng doanh thu	-	-	-	81%	55%	90%	195%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-	-	-	-	67%	207%	367%
Tăng trưởng tài sản ròng	-	-	-	96%	75%	103%	57%
NIM	-	-	-	4.0	3.4	3.4	3.8
Lợi nhuận biên hoạt động	-	-	22%	32%	26%	27%	21%
Lợi nhuận biên - EBIT	-	-	22%	32%	26%	27%	21%
Lợi nhuận biên - EBITDA	-	-	23%	33%	26%	28%	21%
Lợi nhuận biên ròng	-	-	35%	47%	42%	42%	41%
LN từ DV/Tổng LN	-	-	81.1%	79.8 %	65.9%	60.9%	43%
LN từ KD Vàng và Ngoại Tệ/Tổng LN	-	-	4.8%	2.2%	4.9%	8.5%	1.9%
LN từ KD CK/Tổng LN	-	-	1.2%	0.7%	3.8%	29.2%	82.8%
LN khác/Tổng LN	-	-	12.9%	17.4%	25.4%	1.5%	(27.7)%

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

PHỤ LỤC 3 – Masan Food

BÁO CÁO KQHĐKD (TR.Đ)	2005	2006	2007	2008
Doanh thu thuần	360,443	570,511	660,106	1,922,088
Giá vốn hàng bán	347,360	503,091	498,885	1,324,167
Lợi nhuận gộp	13,083	67,419	161,221	597,921
Chi phí bán hàng, quản lý	18,629	41,293	63,156	240,362
Doanh thu tài chính	26,070	16,745	26,662	134,436
Chi phí tài chính	4,696	8,406	12,964	60,820
Lợi nhuận từ HĐKD	15,828	34,465	111,764	431,175
Lợi nhuận khác	815	704	4,029	9,293
Chi phí khác	71	103	1,974	5,684
Lợi nhuận trước thuế	16,573	36,517	115,139	434,783
Thuế thu nhập doanh nghiệp	578	7,658	28,395	54,753
Lợi nhuận sau thuế	15,995	26,663	81,814	381,658
EBIT	(5,546)	26,126	98,065	357,559
EBITDA	-	34,689	110,206	409,116
Lợi nhuận biên gộp	3.6%	11.8%	24.4%	31.1%
Lợi nhuận biên - EBIT	-	4.6%	14.9%	18.6%
Lợi nhuận biên - EBITDA	-	6.1%	16.7%	21.3%
Lợi nhuận biên trước thuế	4.6%	6.4%	17.4%	22.6%
Lợi nhuận biên ròng	4.4%	4.7%	12.4%	19.9%
ROE	33.3%	27.2%	20.6%	46.1%
ROA	6.0%	9.2%	12.3%	27.9%
Tăng trưởng doanh thu	-	58.3%	15.7%	191.2%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-	66.7%	206.8%	366.5%
BẢNG CÂN ĐỐI KT (TR.Đ)	2005	2006	2007	2008
Tiền	4,531	3,267	17,777	96,975
Đầu tư tài chính ngắn hạn	7,300	0	5,485	308,386
Phải thu khách hàng	64,096	112,663	141,122	113,475
Hàng tồn kho	2,234	45,474	126,042	183,397
Tài sản ngắn hạn khác	138,682	26,250	404,017	448,575
Tài sản ngắn hạn	219,180	192,859	714,872	1,183,317
Tài sản cố định	4,849	61,560	168,733	259,928
Đầu tư dài hạn	41,727	55,943	60,599	71,918
Tổng tài sản	265,756	312,778	1,022,466	1,709,969
Vay ngắn hạn	49,258	100,250	204,239	297,333
Phải trả người bán	98,972	38,245	98,763	159,564
Nợ ngắn hạn	216,737	161,572	366,108	667,077
Vay dài hạn	956	3,200	8,143	34,313
Tổng nợ	217,693	164,901	375,351	702,822
Vốn chủ sở hữu	48,063	147,877	647,115	1,007,147
Số ngày 1 VQ khoản phải thu	64.91	72.08	78.03	21.55
Số ngày 1 VQ hàng tồn kho	2.35	32.99	92.22	50.55
Số ngày 1 VQ khoản phải trả	104.00	27.75	72.26	43.98
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	104.5%	70.0%	32.8%	32.9%
Chỉ số thanh toán hiện thời	1.01	1.19	1.95	1.77
Chỉ số thanh toán nhanh	1.00	0.91	1.61	1.50
BÁO CÁO LC TIỀN TỆ (TR.Đ)	2005	2006	2007	2008
Tiền từ hoạt động kinh doanh	(80,604)	13,616	(253,572)	329,837
Tiền từ hoạt động đầu tư	69,479	(38,067)	(151,869)	(386,003)
Tiền từ hoạt động tài chính	9,004	19,455	419,952	135,364
Lưu chuyển tiền trong năm	(2,121)	(4,996)	14,510	79,198
Tiền mặt đầu kỳ	6,652	8,262	3,267	17,777
Tiền mặt cuối kỳ	4,531	3,267	17,777	96,975

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, TAS không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này. Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Tràng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Khuyến nghị	Giá gán nhất	Giá trị nt	Xét mua	Xét bán	Rủi ro KD	Quản trị DN	Ngành	Nhóm
Năm Giữ	35.5	38.8-41.0	30.2	48.5	Trung bình	Tốt	Tài chính	DV TC

LIÊN HỆ

Mọi ý kiến đóng góp vui lòng liên hệ theo địa chỉ:

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN TRÀNG AN (TAS)

HỘI SỞ CHÍNH

Địa chỉ: Tầng 9, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

Tel: (84.4) 3 944 62 18

Fax: (84.4) 3 944 62 13

E-mail: contact@tas.com.vn

PHÒNG GIAO DỊCH TRUNG YÊN:

Địa chỉ: Số 14, Lô 14A Trung Yên, Cầu Giấy, Hà Nội

Tel: 84-4-22209596

Fax: 84-4-22209610

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Địa chỉ: Lầu 3B Tòa nhà VIET NAM BUSINESS CENTER 57-59 Hồ Tùng Mậu, P. Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

Tel: (84.8) 3 821 82 86

Fax: (84.8) 3 821 84 86

E-mail: contact_hcm@tas.com.vn