



## Hùng Vương (HVG VN)

Giá cổ phiếu: 20.700 VND

VHTT: 3.916 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 20.300 VND

GTGD bq: 10,8 tỷ VND

Thủy sản

# GIỮ

### Ước LNST 2015 tăng 17% n/n.

- LNST 2014 tăng 42% n/n nhờ chi phí H&KD giảm và LN tài chính đột biến.
- KH 2015 DT tăng 33% và LNTT tăng 60% n/n.
- MBKE dự báo tăng trưởng LNST là 17%, thấp hơn so với KH do không có LNTC bất thường và lãi vay tăng.
- PE 2015 là 8,4 lần, tương đương trung bình ngành.

### Tin tức/sự kiện

ĐHCĐ HVG vừa thông qua KH 2015. Theo đó, HVG đặt mục tiêu tổng DT là 20.000 tỷ, tăng 33% n/n và LNTT là 800 tỷ, tăng 60% so với 2014. Cổ tức dự kiến 2015 sẽ là 30%, trong đó 10% tiền mặt và 20% cổ phiếu.

### Nhận định của MBKE

DT 2014 của HVG đạt 15.044 tỷ, tăng 35% n/n nhờ các mảng kinh doanh chính đều có mức tăng tốt như xuất khẩu cá tra +10%, thức ăn chăn nuôi +18%, bánh dầu đậu nành +94% và bán cá nội địa +100%. Bốn mảng kinh doanh này đóng góp lần lượt 29%, 27%, 27% và 12% vào tổng DT. Biên LNG 2014 giảm 1ppt do biên LNG của HĐ xuất khẩu giảm 1ppt. Nguyên nhân do thị trường Mỹ bị thu hẹp vì thuế chống bán phá giá (CBPG) POR9 cao. LNG 2014 chỉ tăng 19% n/n. Nhờ tỷ lệ chi phí BH&QLDN giảm 1ppt và DT từ tài chính tăng 37% n/n nhờ (i) khoảng bất lợi thương mại từ việc tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP thủy sản An Giang với giá mua thấp hơn giá trị sổ sách và (ii) lãi từ thanh lý công ty con nên lỗ ròng TC chính giảm 58% n/n, LNST đạt 352 tỷ, tăng 42% n/n.

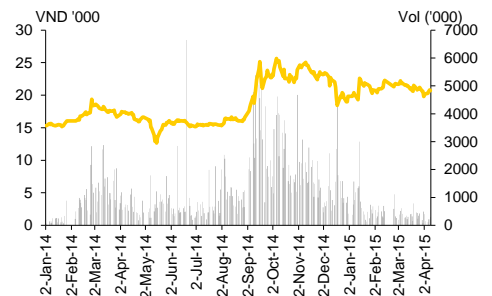
HVG đang chào mua công khai FMC, dự kiến hoàn tất nâng tỷ lệ sở hữu lên 51% trong tháng 5/2015, theo đó BCTC của FMC sẽ hợp nhất vào HVG trong Q2 và là cơ sở để DT 2015 có mức tăng trưởng 33% n/n.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	7.845	7.749	11.179	15.044	19.940
EBITDA	712	594	424	621	823
Lợi nhuận ròng	418	260	248	352	411
EPS	1.595	2.906	1.068	799	2.423
Tăng trưởng EPS (%)	(26)	82	(63)	(25)	203
Cổ tức/cổ phiếu	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
PER	12,5	6,9	18,7	25,0	8,3
EV/EBITDA (x)	5,3	7,9	15,6	11,9	11,2
Lợi tức (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
P/BV(x)	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
Nợ ròng/VCSH (%)	98,6	123,8	157,4	180,0	163,4
ROE (%)	20,0	12,0	10,6	14,9	13,6
ROA (%)	6,6	4,1	2,5	3,8	3,5

### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	27.700 / 13.300
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	63,22
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	189
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	518
Cổ đông lớn (%):	
NGOC MINH DUONG	29,5
VIETNAM HOLDING LTD	3,8
SAIGON SECURITIES IN	3,5

### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	-4,2	-0,3	-21,3	10,9	0,5
So với Index	2,4	3,2	-10,7	21,5	-0,4

### Chỉ số cơ bản

ROE (%)	14,9
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	(4.255)
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	21.047
Khả năng trả lãi vay (x):	2,9

**PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN**

[RetailResearch@maybank-kimeng.com.vn](mailto:RetailResearch@maybank-kimeng.com.vn)

(84) 844 555 888 | <http://maybank-kimeng.com.vn>

### Mức tăng trưởng DT 33% n/n 2015 có khả năng đạt được...

Chúng tôi ước tổng doanh thu 2015 tăng 33% n/n, đạt 19.940 tỷ. Trong đó, 4 mảng HĐKD chính được dự báo như sau:

- **Xuất khẩu cá tra:** Do thuế CBPG cá tra (POR10) tại Mỹ của HVG là 0,97 USD/kg, cao hơn so với các POR trước, nên DT từ thị trường này có khả năng bị ảnh hưởng trong 2015. Tuy vậy, để bù đắp cho khả năng thiếu hụt từ thị trường Mỹ, HVG đã tăng cường mở rộng xuất khẩu sang Châu Âu (EU) và Nam Mỹ. Tỷ trọng DT của 2 thị trường này tăng đáng kể từ 9% và 11% của 2013 lên 26% và 23% trong 2014.

Thị trường	Tỷ trọng DT 2013	Tỷ trọng DT 2014
EU	9.0%	26.0%
Nam Mỹ	11.0%	23.0%
US	35.0%	13.0%
Châu Á	6.0%	10.0%
Nga	12.0%	9.0%
Trung Đông	3.0%	7.0%
Đông Âu	4.0%	6.0%
Châu Úc & khác	5.0%	5.0%
Châu Phi	16.0%	1.0%

*Nguồn: HVG*

Bên cạnh đó, hiệp định FTA (Liên minh Hải quan giữa Việt Nam với EU và Việt Nam với Nga - Belarus - Kazakhstan) kì vọng sẽ được ký kết trong năm nay, sẽ tác động tích cực cho sản lượng xk của công ty. Hiện EU và Nga đang áp đặt thuế nhập khẩu cá tra, basa của Việt Nam lần lượt là 5,5% và 5,63%. Nếu FTA được hoàn thành kì vọng thuế suất có thể giảm xuống bằng không. Theo đó, chúng tôi ước DT xk cá tra của HVG kì vọng tăng 14% n/n, ước đạt 4.979 tỷ.

- **Thức ăn cho cá (VTF):** Sản lượng bán ra ước đạt 427 nghìn tấn, tăng 15% tương đương CAGR 2008-2014. Giá bán ước giảm 5% do giá NVL đầu vào - bánh dầu đậu nành (chiếm 50% cơ cấu giá thành) giảm theo xu hướng với giá đầu. Doanh thu tăng 9% n/n và đạt 4.471 tỷ.
- **Thương mại – KD bánh dầu đậu nành:** với sản lượng ước tăng 10% n/n trong khi giá bán giảm 5% n/n, DT 2015 ước đạt 4.376 tỷ, tăng nhẹ 5% n/n.
- **Hợp nhất từ FMC** ước khoảng 3.678 tỷ ([xem thêm báo cáo](#)) và DT nội địa và bán phụ phẩm ước đạt 2.425 tỷ.

### ...LNST tăng 17% n/n do không có LNCT bất thường và chi phí lãi vay tăng.

Nhờ lợi thế kinh tế (dây chuyền sản xuất khép kín từ khâu nhập khẩu NVL, nuôi trồng, chế biến đến xuất khẩu), việc giá bánh dầu đậu nành giảm (chiếm 50% giá thành thức ăn cho cá và 30% giá thành cá tra nguyên liệu) giúp biên LNG 2015 của HVG ước tăng 1 ppt lên mức 9%. Theo đó, LNG tăng 46% và đạt 1.715 tỷ. Chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định về tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT ở mức 5%, tương tự kết quả 2014.

Tuy nhiên, DT tài chính ước giảm 71% n/n do không còn khoảng thu từ lợi thế thương mại và thanh lý công ty con. Chi phí lãi vay dự báo sẽ tăng do HVG phát hành 1.000 tỷ trái phiếu không chuyển đổi có thời hạn 3 năm cho

BIDV (700 tỷ) và VIB (300 tỷ đồng) trong Q4/2014 mục đích cơ cấu lại nguồn vốn chuyển nợ ngắn hạn sang dài hạn. Dự kiến công ty sẽ phát hành thêm 500 tỷ trái phiếu cho ANZ và ký hợp đồng vay có thời hạn 5 năm trị giá 20 triệu USD với Chi nhánh Ngân hàng Tái thiết Đức (DEG). Theo đó, lỗ ròng TC ước khoảng 250 tỷ, tăng 4,3x n/n. Lợi nhuận sau thuế 2015 ước đạt 411 tỷ đồng, tăng 17% n/n.

*Lưu ý trong 3 năm liên tiếp 2012, 2013, 2014 tỷ lệ hoàn thành KH của HVG chỉ trung bình ở mức 56%.*

### **Định giá.**

Trong Q1/2015 ngành cá tra có mức tăng trưởng âm do chịu tác động từ thuế POR10 cao và sự mất giá của các đồng tiền như EUR, JPY so với USD đã khiến nhu cầu nhập khẩu của các nước trên giảm. Kim ngạch XK của HVG (bao gồm AGF) cũng giảm từ mức 53 triệu USD xuống còn 23,3 triệu USD trong 2 tháng đầu năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu của công ty sẽ cải thiện trong Q2 nhờ Brazil (chiếm 10% trong tổng sản lượng xuất khẩu của HVG) dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu. EPS 2015 vào khoảng 2.358 đồng/cp, tương đương PE 2015 là 8,5x, tương đương trung bình ngành. Khuyến nghị **NẮM GIỮ**.

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14A</b>	<b>FY15E</b>
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (reported) (x)	12,5	6,9	18,7	25,0	8,3
P/BV (x)	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
P/NTA(x)	0,6	0,7	0,8	1,0	1,1
Net dividend yield (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
FCF yield (%)	9,9	-3,6	-3,1	-8,9	-3,9
EV/EBITDA (x)	5,3	7,9	15,6	11,9	11,2
EV/EBIT (x)	6,3	9,6	22,3	14,9	11,6
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>7.845</b>	<b>7.749</b>	<b>11.179</b>	<b>15.044</b>	<b>19.940</b>
Giá vốn hàng bán	6.578	6.603	10.058	13.728	18.038
Khấu hao	(104)	(106)	(127)	(127)	(24)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.217</b>	<b>1.086</b>	<b>985</b>	<b>1.175</b>	<b>1.716</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	609	598	688	681	917
<b>EBIT</b>	<b>608</b>	<b>488</b>	<b>297</b>	<b>494</b>	<b>798</b>
Chi phí tài chính ròng	(162)	(225)	(137)	(58)	(249)
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>102</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
Lãi/ (lỗ) khác	8	4	30	43	-
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>508</b>	<b>322</b>	<b>292</b>	<b>501</b>	<b>592</b>
Thuế thu nhập	32	45	42	51	83
Lợi ích cổ đông thiểu số	67	25	48	98	98
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>418</b>	<b>260</b>	<b>248</b>	<b>352</b>	<b>411</b>
EBITDA	712	594	424	621	823
EPS	1.595	2.906	1.068	799	2.423
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.295</b>	<b>6.391</b>	<b>9.990</b>	<b>9.295</b>	<b>11.894</b>
Tài sản ngắn hạn	4.860	4.782	8.118	7.366	9.775
Tiền và tương đương tiền	304	265	717	492	541
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	1	322	32	32
Hàng tồn kho	1.505	2.397	4.010	2.993	4.601
Phải thu khách hàng	2.795	1.854	2.741	3.430	4.051
Khác	257	264	329	419	550
Tài sản dài hạn	1.435	1.609	1.872	1.929	2.118
Đầu tư dài hạn	396	527	456	547	547
Tài sản cố định ròng	1.017	1.049	1.255	1.216	1.351
Khác	23	33	160	166	220
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3.781</b>	<b>3.804</b>	<b>6.788</b>	<b>6.427</b>	<b>8.354</b>
Nợ ngắn hạn	3.719	3.769	6.771	5.697	7.625
Phải trả ngắn hạn	1.130	634	1.618	1.105	2.104
Vay ngắn hạn	2.329	2.942	4.399	4.035	4.788
Khác	259	193	755	558	733
Nợ dài hạn	62	35	16	730	730
Nợ dài hạn phải trả	36	15	-	713	713
Khác	25	20	16	16	16
<b>Nguồn vốn</b>	<b>2.090</b>	<b>2.176</b>	<b>2.339</b>	<b>2.364</b>	<b>3.035</b>
Vốn góp cổ đông	660	792	1.200	1.320	1.902
Các quỹ	119	153	181	243	243
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>424</b>	<b>411</b>	<b>863</b>	<b>505</b>	<b>505</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>					
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>94</b>	<b>(241)</b>	<b>(260)</b>	<b>(111)</b>	<b>(804)</b>
Lợi nhuận ròng	418	260	248	352	411
Khấu hao	104	106	127	127	24
Thay đổi vốn hoạt động	(756)	(948)	(1.687)	(1.627)	(1.240)
Khác	329	341	1.052	1.037	-
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>40</b>	<b>(205)</b>	<b>(506)</b>	<b>(187)</b>	<b>(160)</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(45)	(166)	(165)	(43)	(160)
Thay đổi trong đầu tư	85	(39)	(341)	(144)	-
Khác	48	0	81	9	-
Dòng tiền sau hđ đầu tư	134	(446)	(766)	(298)	(964)
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>(37)</b>	<b>407</b>	<b>1.218</b>	<b>73</b>	<b>1.013</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	-	48	87	-	450
Thay đổi khoản nợ vay	7.402	8.481	12.561	12.945	753
Khác	-	-	-	-	-
Cổ tức	(164)	(234)	(119)	(276)	(190)
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>97</b>	<b>(39)</b>	<b>452</b>	<b>(225)</b>	<b>49</b>

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14A</b>	<b>FY15E</b>
<b>Các chỉ số chính</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	75,9	(1,4)	43,6	35,0	32,5
Thu nhập	91,0	(37,7)	(4,8)	41,9	16,9
EBITDA	141,4	(16,6)	(28,6)	46,4	32,5
Lợi nhuận ròng	91,0	(37,7)	(4,8)	41,9	16,9
EPS	91,0	(48,0)	(37,2)	29,0	(18,9)
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,6	14,1	8,9	7,9	8,7
Tỷ suất EBIT	7,8	6,3	2,7	3,3	4,0
Tỷ suất EBITDA	9,1	7,7	3,8	4,1	4,1
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,3	3,4	2,2	2,3	2,1
ROA	6,6	4,1	2,5	3,8	3,5
ROE	20,0	12,0	10,6	14,9	13,6
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	113,2	135,9	188,1	200,9	181,3
Nợ vay ròng/VCSH (%)	98,6	123,8	157,4	180,0	163,4
Khả năng trả lãi vay (X)	2,9	2,2	2,2	2,9	3,0
Khả năng trả lãi & vay NH (X)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Dòng tiền/lãi vay (X)	0,4	(0,9)	(1,0)	(0,4)	(2,7)
Dòng tiền/lãi & nợ vay NH (X)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Khả năng TT hiện hành (X)	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3
Khả năng TT nhanh (X)	0,9	0,6	0,6	0,8	0,7
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	(2.061)	(2.692)	(3.681)	(4.255)	(4.960)
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	1.595	2.906	1.068	799	2.423
CFPS	1.428	(3.044)	(2.166)	(844)	(4.230)
BVPS	12.657	14.543	15.137	16.107	16.281
SPS	118.098	97.080	92.025	112.903	103.865
EBITDA/share	10.784	7.498	3.534	4.705	4.326
Cổ tức tiền mặt	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000

## Phục lục 1: Điều khoản cho việc cung cấp báo cáo và những khuyến cáo

### Khuyến nghị

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích lưu hành chung và cung cấp thông tin và báo cáo này không có ý định hoặc được xem là những đề nghị mua hoặc bán cổ phiếu được đề cập ở đây trong bất kỳ trường hợp nào, Nhà đầu tư nên lưu ý rằng giá trị của những cổ phiếu này có thể dao động và giá trị hoặc giá của mỗi cổ phiếu có thể tăng hoặc giảm, Những quan điểm và khuyến nghị bao gồm ở đây đều dựa vào hệ thống đánh giá kỹ thuật và cơ bản, Hệ thống đánh giá kỹ thuật có thể khác hệ thống đánh giá cơ bản bởi vì việc định giá kỹ thuật sử dụng nhiều phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào các thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ thị trường chứng khoán vào việc phân tích cổ phiếu, Do đó, lợi nhuận của nhà đầu tư có thể thấp hơn tổng số vốn đầu tư ban đầu, Các kết quả trong quá khứ không nhất thiết là những chỉ dẫn của các kết quả trong tương lai, Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp những tư vấn đầu tư cá nhân và cũng không xem xét mục đích đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và yêu cầu đặc biệt của những người nhận và đọc báo cáo này, Vì vậy nhà đầu tư chỉ nên tìm kiếm những ý kiến về tài chính, luật pháp và những khuyến nghị khác liên quan đến sự phù hợp của việc đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu nào hoặc những chiến lược đầu tư được thảo luận và khuyến nghị trong báo cáo này,

Những thông tin trong báo cáo này được trích từ những nguồn được tin là đáng tin cậy nhưng những nguồn này không được xác minh một cách độc lập bởi Maybank Investment Bank Berhad, các công ty con và công ty liên kết (có thể được gọi là "MKE") và vì vậy không đại diện cho tính xác thực và đồng bộ của báo cáo này bởi MKE và do đó không nên dựa vào những nguồn như vậy, Vì vậy, MKE và tất cả nhân viên, giám đốc, chuyên viên và các tổ chức và/hoặc nhân viên liên quan (có thể gọi là "Đại diện") sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ những tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp mà có thể phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào báo cáo này, Bất kỳ những thông tin, quan điểm hoặc khuyến nghị nào bao gồm trong báo cáo này có thể thay đổi vào bất cứ lúc nào mà sẽ không được thông báo trước,

Báo cáo này có thể bao gồm những phát biểu dự báo mà thường hoặc không phải lúc nào cũng được nhận biết bằng cách sử dụng các từ ngữ như "đoán trước", "tin rằng", "ước tính", "dự tính", "kế hoạch", "kỳ vọng", "dự phòng" và "dự báo" và những phát biểu rằng một sự kiện hoặc kết quả như "có thể", "sẽ", "có thể", hoặc "nên" xảy ra hoặc đạt được và những phát biểu tương tự khác, Những phát biểu dự báo như vậy được dựa vào những giả định và thông tin được công bố cho chúng tôi và có thể chịu những rủi ro và không chắc chắn mà có thể làm cho kết quả thực tế khác nhiều so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo, Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước,

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác, Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này, MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành, Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc của những tổ chức phát hành những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này,

Báo cáo này được thực hiện cho khách hàng của MKE sử dụng và không được báo cáo lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này,

Báo cáo này không được hướng dẫn hay nhằm mục đích phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc cư trú tại những địa phương, tỉnh (tiểu bang), quốc gia nơi mà việc phân phối, phát hành, hoặc sử dụng có thể trái với luật hoặc quy định, Báo cáo này chỉ được phân phối trong những trường hợp được chấp thuận bởi pháp luật hiện hành, Các cổ phiếu được đưa ra ở đây có thể phù hợp cho mục đích bán trong tất cả các khu vực hoặc đối với những nhà đầu tư nhất định, Không có định kiến đối với những dự báo sau này, người đọc nên lưu ý rằng những tuyên bố trách nhiệm khác, cảnh báo hoặc những hạn chế có thể được áp dụng dựa vào vị trí địa lý của cá nhân hoặc tổ chức tiếp nhận báo cáo này,

### Malaysia

Những quan điểm hoặc khuyến nghị bao gồm ở đây trong mọi hình thức phân tích kỹ thuật hoặc cơ bản, Phân tích kỹ thuật có thể khác với phân tích cơ bản vì việc định giá kỹ thuật áp dụng những phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào những thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ Bursa Malaysia Securities trong phân tích chứng khoán,

### Singapore

Báo cáo này được thực hiện vào ngày và những thông tin trong đây có thể chịu sự thay đổi, Maybank Kim Eng Research Pte Ltd, ("Maybank KERPL") ở Singapore không có trách nhiệm phải cập nhật những thông tin này cho người nhận, Đối với việc phân phối báo cáo này tại Singapore, người nhận báo cáo này phải liên hệ với Maybank KERPL ở Singapore về những vấn đề phát sinh từ hoặc liên hệ với báo cáo này, Nếu người nhận báo cáo này không phải là nhà đầu tư được cấp phép, những nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc những tổ chức (được quy định tại Điều 4A của Luật về cổ phiếu và giao dịch tương lai của Singapore), Maybank KERPL sẽ chịu trách nhiệm pháp lý đối với nội dung của báo cáo này với những trách nhiệm được giới hạn theo quy định của pháp luật,

### Thái Lan (Thailand)

Việc công bố những kết quả điều tra của Học Viện Hiệp hội các Giám Đốc của Thái Lan (Thai Institute of Directors Association - IOD) về quản trị doanh nghiệp được thực hiện bởi những người tham gia hoạch định chính sách của Văn phòng Ủy Ban Thị trường chứng khoán, Các điều tra của IOD dựa vào thông tin của những công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Thái Lan và Thị trường đầu tư tài sản thay thế được công bố rộng rãi và có thể được đánh giá bởi nhà đầu tư, Do đó, kết quả này là từ quan điểm của bên thứ ba, Nó không phải là việc đánh giá hoạt động và không dựa vào những thông tin nội bộ, Kết quả điều tra này sẽ được công bố trong báo cáo quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Thái Lan vào ngày phát hành, Vì vậy những điều tra này có thể bị thay đổi sau ngày phát hành, Maybank Kim Eng Securities (Thái Lan) Public Company Limited ("MBKET") không xác nhận hay chứng nhận về tính chính xác của những kết quả điều tra này,

Ngoại trừ khi được cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này có thể được viết lại hoặc phân phối lại dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự cho phép bằng văn bản trước của MBKET, MBKET sẽ không chịu trách nhiệm gì đối với mọi hành động của bên thứ ba về khía cạnh này,

### Mỹ (US)

Báo cáo này được thực hiện bởi MKE được phân phối tại Mỹ ("US") tới các nhà đầu tư tổ chức chủ yếu tại Mỹ (được quy định tại điều 15a-6 bởi Luật thị trường chứng khoán năm 1934 đã được sửa đổi) chỉ bởi Maybank Kim Eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA"), công ty môi giới đăng ký tại Mỹ (đăng ký tại Điều 15 của Luật thị trường chứng khoán sửa đổi năm 1934), Tất cả mọi trách nhiệm của việc phân phối báo cáo này của Maybank KESUSA tại Mỹ sẽ được thực hiện bởi Maybank KESUSA, Tất cả những kết quả giao dịch của các cá nhân và tổ chức tại Mỹ sẽ được thực hiện thông qua công ty môi giới đã đăng ký tại Mỹ, Báo cáo này sẽ không được hướng dẫn cho nhà đầu tư nếu MKE bị cấm hoặc bị giới hạn cung cấp cho nhà đầu tư bởi bất kỳ quy định hoặc điều luật nào tại các lãnh thổ, Nhà đầu tư nên chấp thuận trước khi đọc báo cáo mà Maybank KESUSA được phép cung cấp những công cụ nghiên cứu về đầu tư được quy định bởi những quy định và điều luật,

### Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd ("Maybank KESL") được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin, Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK, Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thế là rủi ro riêng của những cá nhân, Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập,

## CÔNG BỐ THÔNG TIN

### Công bố tổ chức hợp pháp

**Malaysia:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Malaysia bởi Maybank Investment Bank Berhad (15938-H), là một tổ chức tham gia vào Bursa Malaysia Berhad và một tổ chức được cấp phép dịch vụ và thị trường tài chính được ban hành bởi Ủy ban Chứng khoán Malaysia, **Singapore:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Singapore bởi Maybank KERPL (Co, Reg No 197201256N) được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore, **Indonesia:** PT Kim Eng Securities ("PTKES") (Reg, No, KEP-251/PM/1992) là một tổ chức của Thị trường chứng khoán Indonesia và được quy định bởi BAPEPAM LK, **Thailand:** MBKET (Reg, No, 0107545000314) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Thái Lan và được quy định bởi Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán, **Philippines:** MATRKES (Reg, No, 01-2004-00019) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Philippines và được quy định bởi Ủy ban chứng khoán, **Việt Nam:** Công Ty TNHH Một Thành Viên Chứng Khoán Maybank Kim Eng (giấy phép số 117/GP-UBCK) được cấp phép bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước Việt Nam, **Hong Kong:** KESHK (Central Entity No AAD284) được quy định Ủy ban thị trường tương lai và chứng khoán, **Ấn Độ (India):** Công ty chứng khoán Kim Eng Ấn Độ ("KESI") là thành viên của Thị trường chứng khoán quốc gia Ấn Độ (Reg No: INF/INB 231452435) và thị trường chứng khoán Bombay (Reg, No, INF/INB011452431) và được quy định bởi Hội đồng thị trường chứng khoán Ấn Độ, KESI được đăng ký với SEBI tại Điều 1 Merchant Banker (Reg, No, INM 000011708) **US:** Maybank KESUSA là thành viên của/ và được cấp phép theo quy định của FINRA – Broker ID 27861, **UK:** Maybank KESL (Reg No 2377538) là đơn vị được cấp phép theo quy định của Cơ quan dịch vụ tài chính,

### Tuyên bố lợi ích

**Malaysia:** MKE và đại diện có thể giữ những vị trí hoặc có lợi ích quan trọng đối với những cổ phiếu được đề cập tại đây và có thể có những hoạt động khác như tạo lập thị trường hoặc có thể có những cam kết phát hành hoặc liên quan đến những cổ phiếu đó và cũng có thể thực hiện hoặc tìm kiếm những dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn và những dịch vụ khác hoặc có liên quan đến những công ty này,

**Singapore:** Vào ngày 20/8/2012, Maybank KERPL và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất cứ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này,

**Thailand:** MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua trái phiếu sinh trên những cổ phiếu hoặc công ty được đề cập trong báo cáo này, Do đó, nhà đầu tư nên tự có những đánh giá trước khi quyết định đầu tư, MBKET, chuyên viên và những giám đốc, những tổ chức liên quan và/hoặc nhân viên có thể có lợi ích và/hoặc những cam kết phát hành đối với những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này,

**Hong Kong:** KESHK có thể có lợi ích tài chính liên qua đến tổ chức phát hành hoặc tổ chức niêm yết mới tiềm năng được định nghĩa bởi những quy định trong điều 16,5(a) của Quy định về Đạo đức nghề nghiệp cá nhân tại Hong Kong được cấp phép và đăng ký với Ủy ban thị trường cổ phiếu và tương lai,

Vào ngày phát hành báo cáo, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này,

## NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

### Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

Những quan điểm được đề cập trong báo cáo này phản ánh chính xác những quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về bất kỳ hoặc tất cả các cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành; và chuyên viên phân tích đã, đang và sẽ không có bất kỳ sự bồi thường nào trực tiếp và gián tiếp liên quan đến những khuyến nghị hoặc quan điểm được đưa ra trong báo cáo này,

### Lưu ý

Các chứng khoán cấu trúc là những công cụ phức tạp, tiêu biểu như bao gồm mức độ rủi ro cao và nhằm mục đích bán cho những nhà đầu tư cao cấp, những người có thể hiểu và chấp nhận những rủi ro liên quan, Giá trị thị trường của những chứng khoán cấu trúc (structured securities) có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về yếu tố kinh tế, tài chính và chính trị (bao gồm nhưng không giới hạn lãi suất hiện tại và tương lai), thời gian đáo hạn (time to maturity), điều kiện thị trường và những biến động và chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành, Những nhà đầu tư quan tâm đến việc mua những sản phẩm cấu trúc nên có những phân tích riêng về sản phẩm này và tham khảo với các tổ chức tư vấn chuyên nghiệp về những rủi ro liên quan đến giao dịch mua,

**Không phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, sao in hoặc lặp lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE,**

### Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

Maybank Kim Eng Research sử dụng hệ thống đánh giá như sau

<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15% (chưa bao gồm cổ tức)
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% đến 15% (chưa bao gồm cổ tức)
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới 15% (chưa bao gồm cổ tức)

### Áp dụng khuyến nghị đầu tư

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm, Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách, Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị,

### Malaysia

**Maybank Investment Bank Berhad**  
(A Participating Organisation of  
Bursa Malaysia Securities Berhad)  
33rd Floor, Menara Maybank,  
100 Jalan Tun Perak,  
50050 Kuala Lumpur  
Tel: (603) 2059 1888;  
Fax: (603) 2078 4194

Stockbroking Business:  
Level 8, Tower C, Dataran Maybank,  
No.1, Jalan Maarof  
59000 Kuala Lumpur  
Tel: (603) 2297 8888  
Fax: (603) 2282 5136

### Philippines

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

Tel: (63) 2 849 8888  
Fax: (63) 2 848 5738

### South Asia Sales Trading

Kevin FOY  
kevinfoy@maybank-ke.com.sg  
Tel: (65) 6336-5157  
US Toll Free: 1-866-406-7447

### Singapore

**Maybank Kim Eng Securities Pte  
Ltd**  
**Maybank Kim Eng Research Pte Ltd**  
9 Temasek Boulevard  
#39-00 Suntec Tower 2  
Singapore 038989  
  
Tel: (65) 6336 9090  
Fax: (65) 6339 6003

### Hong Kong

**Kim Eng Securities (HK) Ltd**  
Level 30,  
Three Pacific Place,  
1 Queen's Road East,  
Hong Kong  
  
Tel: (852) 2268 0800  
Fax: (852) 2877 0104

### Thailand

**Maybank Kim Eng Securities  
(Thailand) Public Company Limited**  
999/9 The Offices at Central World,  
20<sup>th</sup> - 21<sup>st</sup> Floor,  
Rama 1 Road Pathumwan,  
Bangkok 10330, Thailand  
  
Tel: (66) 2 658 6817 (sales)  
Tel: (66) 2 658 6801 (research)

### North Asia Sales Trading

Alex TSUN  
alextsun@kimeng.com,hk  
Tel: (852) 2268 0228  
US Toll Free: 1 877 837 7635

### London

**Maybank Kim Eng Securities  
(London) Ltd**  
6/F, 20 St, Dunstan's Hill  
London EC3R 8HY, UK  
  
Tel: (44) 20 7621 9298  
Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828  
Fax: (44) 20 7283 6674

### Indonesia

**PT Maybank Kim Eng Securities**  
Plaza Bapindo  
Citibank Tower 17<sup>th</sup> Floor  
Jl Jend, Sudirman Kav, 54-55  
Jakarta 12190, Indonesia  
  
Tel: (62) 21 2557 1188  
Fax: (62) 21 2557 1189

### Vietnam

**Maybank Kim Eng Securities  
Limited**  
4A-15+16 Floor Vincom Center Dong  
Khoi, 72 Le Thanh Ton St, District 1  
Ho Chi Minh City, Vietnam  
  
Tel : (84) 844 555 888  
Fax : (84) 8 38 271 030

### New York

**Maybank Kim Eng Securities  
USA Inc**  
777 Third Avenue, 21st Floor  
New York, NY 10017, U,S,A,  
  
Tel: (212) 688 8886  
Fax: (212) 688 3500

### India

**Kim Eng Securities India Pvt Ltd**  
2nd Floor, The International 16,  
Maharishi Karve Road,  
Churchgate Station,  
Mumbai City - 400 020, India  
  
Tel: (91),22,6623,2600  
Fax: (91),22,6623,2604

### Saudi Arabia

*In association with*  
**Anfaal Capital**  
Villa 47, Tujjar Jeddah  
Prince Mohammed bin Abdulaziz  
Street P,O, Box 126575  
Jeddah 21352  
  
Tel: (966) 2 6068686  
Fax: (966) 26068787