

## Nắm giữ

Giá hiện tại: VND40.500  
 Giá mục tiêu VND39.400

Nguyễn Trung Hòa  
 hoa.nguyen@kimeng.com.vn  
 (84) 8 44 555 888 (ext. 8088)

### Thông tin cổ phiếu

**Mô tả:** Công ty tôn mạ hàng đầu Việt Nam với 42% thị phần.

Mã cổ phiếu:	HSG VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	96,93
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	3.926
GTGD bình quân (tỷ đồng):	17
VN Index:	
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	27,32

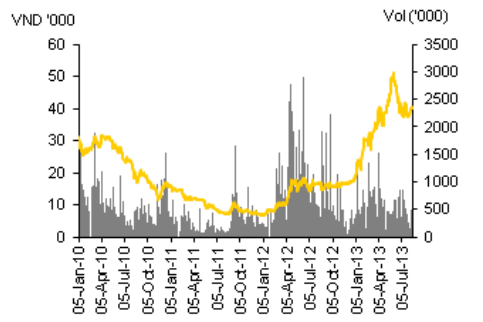
### Cổ đông chính (%)

PHUOC VU LE	51,2
RED RIVER HOLDING FU	16,6
DEUTSCHE BANK AG	5,0

### Các chỉ số cơ bản

ROE (%)	26,5
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	-3.557
Tài sản cố định/cổ phiếu (VND):	23.887
Khả năng trả lãi vay (x):	4,9

### Biểu đồ giá



### % thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần VND52.500/VND15.500

	1- tháng	3- tháng	6- tháng	1- năm	YTD
Giá CP	1,0	-6,0	26,6	118,9	110,9
So với Index	-0,9	-9,7	24,2	86,7	73,3

# Tập Đoàn Hoa Sen

## LNST 9T13 Tăng 86%

**LNST hợp nhất quý 3/2013 tăng 38% n/n đạt 185 tỷ đồng.** DT trong kỳ của HSG tăng 18,5% n/n đạt 3.261 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 28% n/n đạt 159.059 tấn. Lưu ý việc SL tiêu thụ tăng mạnh hơn DT không đồng nghĩa với việc giá bán bình quân (ASP) của HSG giảm mạnh. Điều này phụ thuộc rất lớn vào cơ cấu của từng loại sản phẩm (giá cao hay thấp và kích thước dày hay mỏng) trong tổng SL. Ngoài ra, LN góp biên của HSG cũng tăng từ 13,8% trong quý 3/2012 lên 15,4% trong quý 3/2013 nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh.

**LNST hợp nhất 9T2013 tăng ấn tượng 86% n/n đạt 538 tỷ đồng.** DT 9T13 tăng 9,6% n/n đạt 8,557 tỷ nhờ SL tiêu thụ tăng 26,3% n/n đạt 435.127 tấn. LN góp biên của HSG tăng mạnh từ 13,6% trong 9T12 lên 15,9% trong 9T13 mà chúng tôi cho là nhờ giá thép cán nóng (HRC) thế giới (nguyên liệu đầu vào chính của HSG) bình quân trong 9T13 giảm khoảng 9% so với cùng kỳ. Ngoài ra, chi phí tài chính ròng của HSG trong 9T13 giảm mạnh 44% n/n còn 165 tỷ nhờ chi phí lãi vay trong 9T13 giảm 45% n/n do mặt bằng lãi suất giảm mạnh.

**Cả năm 2013, chúng tôi dự báo LNST của HSG tăng 72,6% n/n đạt 635 tỷ.** Chúng tôi dự báo SL tiêu thụ cả năm 2013 của HSG đạt khoảng 545.000 tấn (+20% n/n), trong đó SL xuất khẩu chiếm khoảng 44%. Vì vậy, doanh thu dự báo trong cả năm nay lần lượt đạt 11.897 tỷ (+17,9% n/n). Sự chênh lệch của tăng trưởng doanh thu và LNST dự báo là nhờ sự cải thiện LN góp biên (nhờ chi phí HRC giảm). Ngoài ra, chi phí tài chính ròng của HSG cũng được dự báo giảm 44% n/n từ 47% EBIT năm 2012 xuống còn 21% EBIT năm 2013 nhờ chi phí lãi vay giảm mạnh như đã nêu trên. EPS dự phóng 2013 của HSG lần 6.303 đồng/cp.

**Rủi ro tỷ giá không đáng kể.** Lỗ chênh lệch tỷ giá trong 9T13 của HSG tăng gần gấp đôi lên 28 tỷ đồng sau khi tỷ giá USD/VND tăng 1% vào cuối tháng 6 vừa qua (tỷ giá năm 2012 không biến động). Mặc dù vậy, chúng tôi không quá lo ngại về rủi ro tỷ giá của HSG do doanh thu xuất khẩu chiếm gần 50% tổng doanh thu và chênh lệch lãi suất giữa các khoản vay bằng tiền đồng và đô-la vẫn còn cao khoảng 6%.

**Định giá hợp lý.** PE dự phóng 2013 của HSG hợp lý ở mức 6,4 lần so với kỳ vọng tăng trưởng kép của LNST ở mức 10%/năm trong 5 năm tới. Mức giá mục tiêu 39.400 đồng/cp của chúng tôi thấp hơn 1,3% so với giá HSG hiện tại do giá HSG đã tăng hơn 100% kể từ đầu năm. **Duy trì khuyến nghị NẮM GIỮ.**

### HSG – Bảng tóm tắt KQKD

Năm tài khóa 30/9 (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	2.831	4.899	8.166	10.088	11.897
EBITDA	464	753	786	1.046	1.266
Lợi nhuận ròng	189	215	160	368	635
EPS	3.321	2.137	1.589	3.652	6.303
Tăng trưởng EPS (%)	-4,5	-35,7	-25,6	129,8	72,6
Cổ tức/cổ phiếu	1.000	0	500	1.000	2.000
PER	12,2	19,0	25,5	11,1	6,4
EV/EBITDA (x)	14,2	8,7	8,4	6,3	5,2
Lợi tức (%)	2,5	0,0	1,2	2,5	4,9
P/BV(x)	2,5	2,4	2,3	2,0	1,7
Nợ ròng/VCSH (%)	114,1	128,0	155,4	127,8	110,5
ROE (%)	20,2	12,6	9,0	18,2	26,5
ROA (%)	7,8	4,7	2,7	6,9	10,4

Nguồn: Công ty, Maybank KE ước tính

### Rủi ro tỷ giá không đáng kể

Gần như 100% nhu cầu HRC của HSG đều phải nhập khẩu nên biến động của tỷ giá USD/VND có ảnh hưởng nhất định đến HSG. Chúng tôi ước tính giá trị nhập khẩu HRC năm 2012 của HSG khoảng 350 triệu đô-la. Năm 2013, với sản lượng tiêu thụ dự kiến là 545.000 tấn sản phẩm thì giá trị nhập khẩu HRC ước tính là khoảng 400 triệu đô-la. Do đó, nếu tỷ giá USD/VND tăng 1% thì giá trị nhập khẩu HRC của HSG có thể sẽ phải tăng tương ứng 4 triệu đô-la (80 tỷ đồng).

Tuy nhiên, HSG cũng sẽ hưởng lợi từ việc tăng tỷ giá nhờ nguồn thu đô-la từ hoạt động xuất khẩu. Năm 2012, doanh thu xuất khẩu của HSG đạt gần 180 triệu đô-la Mỹ, chiếm trên 37% tổng doanh thu. Chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động xuất khẩu năm 2013 của HSG chiếm khoảng 44% tổng doanh thu trị giá khoảng 250 triệu đô-la. Do đó, nếu tỷ giá USD/VND tăng 1% thì lãi chênh lệch tỷ giá của HSG sẽ là 2,5 triệu đô-la (khoảng 50 tỷ đồng). Vì vậy, lỗ chênh lệch tỷ giá ròng của HSG ước tính chỉ khoảng 30 tỷ.

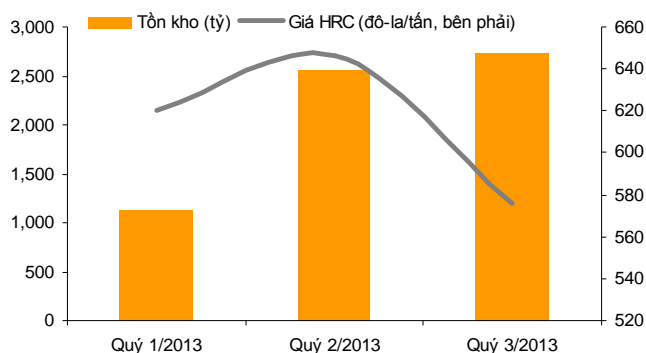
Hơn nữa, mặc dù nợ vay USD chiếm gần 65% tổng nợ vay của HSG nhưng nhìn chung công ty vẫn hưởng lợi từ chênh lệch lãi suất nhiều hơn so với lỗ tỷ giá từ các khoản vay này. Chênh lệch lãi suất giữa các khoản vay USD và VND hiện nay khoảng 6%/năm. Vì vậy, cho dù tỷ giá USD/VND có tăng đến 3% trong năm nay thì HSG vẫn giảm chi phí lãi vay từ 3-4%/năm so với việc vay hoàn toàn bằng VND.

### Nhưng rủi ro hàng tồn kho đang tăng lên

Tài khoản hàng tồn kho của HSG vào cuối tháng 6 vừa qua tăng 76,7% so với đầu năm lên 2.732 tỷ đồng. Trong đó các khoản mục hàng mua đang đi đường, nguyên liệu vật liệu và thành phẩm tồn kho lần lượt tăng 74,7%, 271% và 52% so với đầu năm. Phần lớn hàng tồn kho này được mua trong giai đoạn từ tháng 1 đến tháng 3/2013. Chúng tôi dự đoán hàng tồn kho của HSG tăng do 2 nguyên nhân. HSG chuẩn bị nguyên vật liệu cho dây chuyền mạ kẽm/hợp kim nhôm kẽm bổ sung công suất 120.000 tấn/năm vào cuối tháng 3 vừa qua. Ngoài ra, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng HSG có thể tăng dự trữ hàng tồn kho khi mà giá thép cán nóng thế giới giảm mạnh gần 25% trong hơn 2 năm qua.

Tuy nhiên, giá thép cán nóng thế giới vẫn tiếp tục giảm gần 5% kể từ cuối tháng 3 đến nay chính là nguyên nhân làm cho LN gộp biên quý 3 giảm so với 2 quý trước đó. Chúng tôi lo ngại việc hàng tồn kho ở mức cao trong khi giá nguyên liệu tiếp tục giảm nên HSG có thể sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho; vì vậy sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của HSG trong quý cuối cùng của niên độ 2012-2013.

### Hàng tồn kho của HSG và giá thép cán nóng



Nguồn: Bloomberg, HSG và MKE

### Tăng trưởng lợi nhuận có thể chứng lại trong 2014

Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận của HSG trong năm 2014 sẽ khó ấn tượng như trong năm 2012 và 2013. Hai yếu tố làm gia tăng LN chính của HSG trong năm 2013 là việc giá thép cán nóng HRC và chi phí lãi vay giảm mạnh. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng khả năng hai yếu tố này sẽ tiếp tục lặp lại trong năm 2014 là không cao.

Giá thép cán nóng HRC (nguyên liệu chính chiếm trên 80% giá thành) đã giảm gần 25% còn khoảng 565 đô-la/tấn kể từ giữa năm 2011 đến nay. Vì vậy khả năng giá nguyên liệu này tiếp tục giảm mạnh như vậy trong năm tới là không cao. Theo dự báo được lấy từ Hãng tin Bloomberg thì giá HRC sẽ đi ngang trong năm 2014. Hơn nữa, mặt bằng lãi suất cho vay cũng đã giảm mạnh từ khoảng 17-22%/năm trong năm 2012 xuống còn khoảng 10% hiện tại. Do đó, triển vọng lãi suất tiếp tục giảm mạnh khó có thể xảy ra.

Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá khả năng tăng mạnh sản lượng xuất khẩu của HSG trong năm 2014 sẽ không cao sau khi đã tăng gần 100% trong năm 2011; 80% trong năm 2012 và ước tính gần 70% trong năm nay. Các thị trường xuất khẩu chủ lực như Indonesia, Malaysia hay Thái Lan gần đây đưa ra nhiều cảnh báo về việc áp thuế bán phá giá lên sản phẩm tôn mạ Việt Nam (trong đó có HSG) có thể sẽ là rào cản để HSG đẩy mạnh xuất khẩu hơn nữa. Lưu ý xuất khẩu chính là động lực tăng trưởng chính của HSG trong hơn 2 năm qua.

Vì vậy, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của HSG có thể tăng 11% lên gần 610.000 tấn trong năm 2014. Doanh thu và LNST cho năm 2014 cũng được dự báo lần lượt tăng 12% n/n lên 13.317 tỷ đồng và 5,8% n/n lên 673 tỷ đồng.

### Triển vọng tăng trưởng trung hạn thuận lợi

Giai đoạn 2 của nhà máy tôn Hoa Sen Phú Mỹ sẽ tăng năng lực sản xuất thép cán nguội của HSG thêm 69% lên 980.000 tấn/năm và thép dày mạ kẽm/nhôm kẽm thêm 89% lên 850.000 tấn/năm. Dự án này có chi phí 1.376 tỷ được dự kiến khởi công trong năm nay và có thể hoàn thành vào năm 2015. Do đó sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của HSG trong giai đoạn 2015-17.

Chúng tôi tin tưởng về trung và dài hạn thì HSG có thể mở rộng thị trường xuất khẩu mạnh hơn vào các khu vực khác để giảm bớt phụ thuộc vào thị trường Đông Nam Á. Hơn nữa, chúng tôi cũng kỳ vọng sự hồi phục trong dài hạn của thị trường nội địa sẽ giúp củng cố thêm triển vọng tăng trưởng của HSG.

### Dự án xây nhà máy HRC để hoàn thiện chuỗi giá trị

HSG cũng có kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất HRC khi sản lượng tiêu thụ của công ty đạt 1 triệu tấn/năm mà chúng tôi ước tính có thể đạt vào năm 2017. Nhà máy sản xuất thép cán nóng từ phôi thép dẹt nhập khẩu này có công suất 2 triệu tấn/năm và vốn đầu tư 500 triệu đô la. Chủ tịch HSG cho biết rằng điểm hòa vốn của nhà máy này ở mức khoảng 1 triệu tấn/năm (50% công suất vận hành), do đó thời điểm tốt để triển khai dự án này vào khoảng năm 2017 hoặc 2018.

Chúng tôi tin rằng động lực để HSG thực hiện dự án này là để hoàn thiện chuỗi giá trị trong sản xuất tôn mạ và quan trọng hơn là tăng LN biên của công ty. Chúng tôi ước tính HRC sản xuất trong nước từ phôi thép dẹt nhập khẩu sẽ có giá thành thấp hơn 16% so với HRC nhập khẩu. Do đó, nhà máy HRC này sẽ giúp HSG gia tăng hơn nữa về lợi thế giá thành sản xuất so với các công ty cùng ngành một khi nhà máy đi vào vận hành.

**KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	2013F
<b>Doanh thu</b>	<b>2.831</b>	<b>4.899</b>	<b>8.166</b>	<b>10.088</b>	<b>11.897</b>
Giá vốn hàng bán	-2.276	-3.968	-7.110	-8.683	-10.126
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>555</b>	<b>931</b>	<b>1.056</b>	<b>1.405</b>	<b>1.771</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	-214	-358	-498	-648	-833
<b>LN hoạt động</b>	<b>353</b>	<b>601</b>	<b>578</b>	<b>772</b>	<b>950</b>
Chi phí tài chính ròng	-152	-349	-409	-361	-203
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	0	0	0	0	0
Lãi/ (lỗ) khác	12	28	19	15	12
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>200</b>	<b>252</b>	<b>168</b>	<b>412</b>	<b>747</b>
Thuế thu nhập	-11	-37	-8	-43	-112
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>189</b>	<b>215</b>	<b>160</b>	<b>368</b>	<b>635</b>
EBITDA	464	753	786	1.046	1.266
EPS (VND)	3.321	2.137	1.589	3.652	6.303

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	2013F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.439</b>	<b>4.549</b>	<b>5.916</b>	<b>5.319</b>	<b>6.113</b>
Tài sản ngắn hạn	1.208	2.303	3.071	2.602	3.048
Tiền và tương đương tiền	48	50	128	67	199
Hàng tồn kho	747	1.446	2.016	1.540	1.774
Phải thu khách hàng	299	561	633	758	867
Khác	115	245	294	237	209
Tài sản dài hạn	1.230	2.246	2.845	2.717	3.065
Đầu tư dài hạn	58	58	58	59	59
Tài sản cố định ròng	1.158	2.149	2.721	2.585	2.933
Khác	14	39	66	72	72
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1.499</b>	<b>2.838</b>	<b>4.133</b>	<b>3.304</b>	<b>3.718</b>
Nợ ngắn hạn	1.162	2.397	3.486	2.693	2.989
Phải trả ngắn hạn	274	442	1.098	484	694
Vay ngắn hạn	760	1.775	2.254	2.040	2.127
Khác	128	180	134	169	169
Nợ dài hạn	337	441	647	611	729
Nợ dài hạn phải trả	335	439	645	606	724
Khác	2	2	2	5	5
<b>Nguồn vốn</b>	<b>918</b>	<b>1.690</b>	<b>1.783</b>	<b>2.019</b>	<b>2.400</b>
Vốn góp cổ đông	570	1.008	1.008	1.008	1.008
Các quỹ	347	682	775	1.011	1.392

**Dòng tiền (tỷ đ)**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	2013F
<b>Dòng tiền hữ kinh doanh</b>	<b>428</b>	<b>-457</b>	<b>247</b>	<b>451</b>	<b>813</b>
Lợi nhuận ròng	200	252	168	412	747
Khấu hao	111	152	208	274	316
Thay đổi vốn hoạt động	168	-818	-129	-196	-134
Khác	-51	-43	0	-38	-116
<b>Dòng tiền hữ đầu tư</b>	<b>-314</b>	<b>-1.134</b>	<b>-775</b>	<b>-56</b>	<b>-660</b>
Đầu tư TSCĐ ròng	-299	-1.137	-779	-60	-664
Thay đổi trong đầu tư	-16	0	0	0	0
Khác	1	3	4	4	4
Dòng tiền sau hữ đầu tư	114	-1.591	-528	395	153
<b>Dòng tiền hữ tài chính</b>	<b>-83</b>	<b>1.594</b>	<b>606</b>	<b>-456</b>	<b>-21</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	0	563	-28	-28	0
Thay đổi khoản nợ vay	-25	1.097	691	-296	204
Khác	-2	-10	-7	-35	-35
Cổ tức	-56	-57	-50	-97	-190
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>32</b>	<b>3</b>	<b>78</b>	<b>-61</b>	<b>132</b>

**CÁC CHỈ SỐ**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012	2013F
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	37,8	73,0	66,7	23,5	17,9
Thu nhập	9,6	70,4	-3,9	33,7	23,0
EBITDA	19,5	62,3	4,4	33,2	21,0
Lợi nhuận ròng	-4,5	13,7	-25,6	129,8	72,6
EPS	-4,5	13,7	-25,6	129,8	72,6
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,6	19,0	12,9	13,9	14,9
Tỷ suất EBIT	12,5	12,3	7,1	7,7	8,0
Tỷ suất EBITDA	16,4	15,4	9,6	10,4	10,6
Tỷ suất lợi nhuận ròng	6,7	4,4	2,0	3,6	5,3
ROA	7,8	4,7	2,7	6,9	10,4
ROE	20,2	12,6	9,0	18,2	26,5
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	119,3	131,0	162,6	131,1	118,8
Nợ vay ròng/VCSH (%)	114,1	128,0	155,4	127,8	110,5
Khả năng trả lãi vay (X)	4,4	3,6	2,0	2,3	4,9
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4
Dòng tiền/lãi vay (X)	5,3	-2,8	0,9	1,3	4,2
Dtiền/lãi&nợ vay NH (X)	0,5	-0,2	0,1	0,2	0,4
Khả năng TT hiện hành	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0
Khả năng TT nhanh (X)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	-1.048	-2.164	-2.770	-2.579	-2.651
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	3.321	2.137	1.589	3.652	6.303
CFPS	7.508	-4.537	2.453	4.471	8.064
BVPS	16.092	16.768	17.687	20.027	23.807
SPS	49.640	48.607	81.019	100.088	118.040
EBITDA/share	8.130	7.468	7.793	10.380	12.562
Cổ tức tiền mặt	1.000	0	500	1.000	2.000

Source: Company, Maybank KE

## BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH – KHỎI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

### **Nguyễn Thị Ngân Tuyền**

*Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8081

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

- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí

### **Nguyễn Trung Hòa**

*Phó Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8088

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

- Ví mô
- Thép
- Đường
- Cao su
- Săm lốp

### **Trịnh Thị Ngọc Diệp**

(84) 4 44 555 888 x 8208

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

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

### **Đặng Thị Kim Thoa**

(84) 8 44 555 888 x 8083

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

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

### **Vũ Thị Thúy Hằng**

(84) 8 44 555 888 x 8087

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

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

### **Nguyễn Thị Sony Trà Mi**

(84) 8 44 555 888 x 8084

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

- Cảng biển
- Dược

### **Nguyễn Quang Duy**

(84) 8 44 555 888 x 8082

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

- Bất động sản

### **Nguyễn Hoài Nam**

(84) 4 44 555 888 x 8029

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

- Phân tích kỹ thuật

### **Nguyễn Thanh Lâm**

(84) 8 44 555 888 x 8086

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

- Phân tích kỹ thuật

## 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 phóng" và "dự báo" và những phát biểu 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 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 Berhad 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 mà 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 thể 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 chứng khoán Maybank Kim Eng Việt Nam (giấy phép số 71/UBCK-GP) 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 2377538) được cấp phép và quy định bởi 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 kỳ 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 phái 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 quan 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 20/8/2012, 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.

MKE có thể, trong ba năm qua, dịch vụ như là tổ chức phụ trách phát hành và đồng phụ trách phát hành cổ phiếu ra công chúng cho những tổ chức được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp hoặc đã cung cấp trong 12 tháng qua những tư vấn hoặc dịch vụ đầu tư liên hệ đến việc đầu tư và có thể nhận thù lao từ những dịch vụ cung cấp cho những công ty được đề cập 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 (Reminder)

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 lập lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.**

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư

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%
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% tới 15%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -15%

#### 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.

#### Một số từ viết tắt sử dụng trong báo cáo

Adex = Advertising Expenditure (chi phí quảng cáo)	FCF = Free Cashflow (dòng tiền tự do)	PE = Price Earnings (Giá / lợi nhuận trên mỗi cổ phần)
BV = Book Value (giá trị sổ sách)	FV = Fair Value (Giá trị thị trường)	PEG = PE Ratio To Growth (hệ số PE tăng trưởng)
CAGR = Compounded Annual Growth Rate (tăng trưởng kép)	FY = Financial Year (Năm tài khóa)	PER = PE Ratio Hệ số P/E
Capex = Capital Expenditure (đầu tư TSCĐ)	FYE = Financial Year End (kết thúc năm tài khóa)	QoQ = Quarter-On-Quarter (so với quý trước)
CY = Calendar Year (Năm theo dương lịch)	MoM = Month-On-Month (so với tháng trước)	ROA = Return On Asset (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản)
DCF = Discounted Cashflow (chiết khấu dòng tiền)	NAV = Net Asset Value (giá trị tài sản ròng)	ROE = Return On Equity (tỷ suất lợi nhuận trên vốn)
DPS = Dividend Per Share (cổ tức 1 cổ phần)	NTA = Net Tangible Asset (giá trị tài sản hữu hình ròng)	ROSF = Return On Shareholders' Funds (tỷ suất lợi nhuận trên VCSH)
EBIT = Earnings Before Interest And Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	P = Price (giá)	WACC = Weighted Average Cost Of Capital (Chi phí vốn bình quân)
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)	P.A. = Per Annum (hàng năm)	YoY = Year-On-Year (so với cùng kỳ năm trước)
EPS = Earnings Per Share (Lợi nhuận 1 cổ phần)	PAT = Profit After Tax (Lợi nhuận sau thuế)	YTD = Year-To-Date (lưu kể từ đầu năm đến ngày hiện tại)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)	PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)	

-  **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**  
 Eddie LAU  
 eddielau@kimeng.com.hk  
 Tel: (852) 2268 0800  
 US Toll Free: 1 866 598 2267
-  **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 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**  
*In association with*  
**Maybank Kim Eng Securities JSC**  
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.  
 District 1  
 Ho Chi Minh City, Vietnam
- Tel : (84) 844 555 888  
 Fax : (84) 838 38 66 39
-  **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

[www.maybank-ke.com](http://www.maybank-ke.com) | [www.maybank-keresearch.com](http://www.maybank-keresearch.com)