

MUA

Bourbon Tây Ninh (SBT)

Dự báo 2012 thấp nhưng định giá rẻ

Giá: VND 13.900
Mục tiêu: VND 19.400

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

Thông tin cổ phiếu

Tóm Tắt: Công ty mía đường lớn thứ hai tại Việt Nam

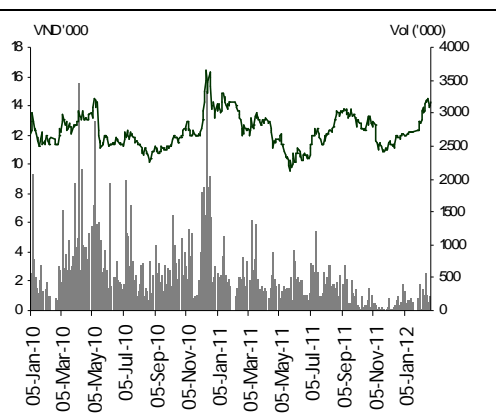
Mã cổ phiếu:	SBT VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	141
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	88
GTGD bình quân (tỷ đồng):	0,14
VN Index:	423,8
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	30

Cổ đông lớn:

Thanh Thanh Cong JSC	27,6
Dang Thanh Co. Ltd	27,5
Sacombank Securities	10,2
Kinh Do Corp	5,5

Những chỉ số cơ bản

ROE (%)	30%
Tiền mặt ròng (VND b):	-256
NTA/CP (VND):	4,476
Khả năng trả lãi vay (x):	11

Biểu đồ giá

% thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần VND 14,800/VND 9,100

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD
Giá CP	13,9	26,4	6,1	12,1	14,9
So với Index	0,3	15,8	0,4	24,5	(4,7)

Khuyến nghị mua. SBT có triển vọng tăng trưởng trung bình nhưng chỉ số định giá thấp ở mức 4x FY12 PER và lợi tức cổ tức hấp dẫn 14%. Mặc dù dự báo lợi nhuận năm 2012 thấp, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu SBT vẫn có tiềm năng tăng trưởng khoảng 40%. Điều này được củng cố bởi việc mua cổ phiếu quỹ gần đây của SBT lên đến 10% số lượng cổ phiếu lưu hành. Giá mục tiêu của chúng tôi được tính dựa vào những giả định tương đối thận trọng (18% WACC).

Kết quả kinh doanh FY11 ấn tượng. Lợi nhuận ròng của SBT tăng 58% đạt 545 tỷ đồng nhờ doanh thu tăng 85%, trong đó sản lượng bán hàng tăng 63%. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ mức 34% của năm FY10 xuống 29% trong năm FY11 vì chi phí mía nguyên liệu tăng 25% trong khi giá bán chỉ tăng 8%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục giảm trong năm 2012. Tỷ suất lợi nhuận gộp của SBT sẽ tiếp tục giảm từ 29% của năm 2011 xuống 25% trong năm FY12 do giá mua mía nguyên liệu từ nông dân ước tăng khoảng 10%. Sự sụt giảm tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2012 sẽ làm giảm lợi nhuận ròng khoảng 16% xuống 458 tỷ.

Triển vọng tăng trưởng trung hạn ở mức trung bình. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của SBT tăng trưởng bình quân 7%/năm trong giai đoạn FY12-FY16 nhờ việc mở rộng diện tích mía nguyên liệu từ 14,000ha lên 21,000ha năm 2015 mà SBT thực hiện qua việc hỗ trợ tài chính cho nông dân. Đảm bảo nguồn mía nguyên liệu luôn là vấn đề chính của nhà máy mía đường, vì vậy việc mở rộng vùng nguyên liệu có thể giúp SBT nâng công suất hoạt động từ 70% lên 100%.

Nỗi lo thừa đường không đáng lo ngại. Hiện tại nguồn cung đường trong nước đang vượt nhu cầu nhưng chúng tôi tin rằng nguồn đường thừa sẽ được tiêu thụ hết khi vụ ép mía kết thúc. Hơn nữa khoảng 70% sản lượng của SBT được tiêu thụ bởi các công ty sản xuất nước giải khát và thực phẩm vốn có nhu cầu sử dụng đường rất cao.

Bourbon Tây Ninh – Bảng tóm tắt KQKD

Năm tài khóa 31/12 (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	1.104,3	2.050,3	2.082,2	2.326,7	2.473,5
EBITDA	413,9	619,8	573,6	666,4	649,3
Lợi nhuận ròng	345,2	545,6	458,0	539,6	522,4
EPS	2.432	3.845	3.580	4.218	4.084
Tăng trưởng EPS (%)	64,4%	58,1%	-6,9%	17,8%	-3,2%
Cổ tức/cổ phiếu	1.800	2.000	2.000	3.000	3.000
PER	5,96	3,77	4,05	3,44	3,55
EV/EBITDA (x)	2,5	1,7	1,8	1,6	1,6
Lợi tức (%)	12,4%	13,8%	13,8%	20,7%	20,7%
P/BV(x)	1,04	1,04	0,97	0,92	0,87
Nợ ròng/VCSH (%)	-5,8%	14,4%	10,1%	5,9%	2,6%
ROE (%)	19,3%	30,5%	23,9%	26,6%	24,6%
ROA (%)	17,6%	23,6%	19,4%	21,8%	20,3%

Nguồn: MaybankIB-Kim Eng

Kết quả kinh doanh 2011 ấn tượng

Doanh thu của SBT tăng 85% so với cùng kỳ đạt 2.000 tỷ nhờ tăng 63% sản lượng lên 100.000 tấn và tăng giá bán 8% lên 18.000/kg. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 34% năm 2010 xuống 29% năm 2011 do giá mía nguyên liệu tăng 25%. Lợi nhuận ròng tăng 58% so với cùng kỳ đạt 545 tỷ, vượt gần 50% kế hoạch lợi nhuận năm 2011.

Kết quả kinh doanh 2011 của SBT

Tỷ đồng	FY2010	Kế hoạch FY11	Kết quả FY11	% tăng	% kế hoạch
Sản lượng (tấn)	59.268		96.925	63,5	
Doanh thu	1.104	1.600	2.050	85,7	128,1
Lợi nhuận gộp	384		603	57,2	
<i>Tỷ suất LNG</i>	34,8%		29,4%		
Chi phí hoạt động	(43)		(64)	47,9	
<i>% doanh thu</i>	3,9%		3,1%		
Thu nhập tài chính	29		21	-27,8	
LN trước thuế	370		563	51,9	
LN ròng	345	370	546	58,1	147,5
<i>Tỷ suất LNR</i>	31,3%		26,6%		
EPS (VND)	2.432		3.845	58,1	

Nguồn: SBT

Tỷ suất lợi nhuận năm 2012 thấp hơn

SBT đạt kế hoạch doanh thu 2012 giảm 6% đạt 1.900 tỷ và lợi nhuận ròng giảm 26% đạt 400 tỷ. Doanh thu thấp hơn là do giá đường kỳ vọng sẽ thấp hơn trong năm 2012 một phần vì xu hướng giảm của giá đường thế giới. Sản lượng đường tiêu thụ ước tính không thay đổi. Sự sụt giảm lợi nhuận là do tỷ suất lợi nhuận gộp được dự báo giảm từ 29% năm 2011 xuống 25% năm 2012 và thuế thu nhập doanh nghiệp tăng từ 5% lên 10%.

Tuy nhiên chúng tôi không quá bi quan về triển vọng giá đường của năm 2012. SBT lo ngại về sự đi xuống của giá đường thế giới và thừa nguồn cung đường trong nước. Nhưng chúng tôi tin rằng tình hình cung cầu đường trong nước không đáng lo ngại (xem phần kế tiếp). Chúng tôi kỳ vọng giá đường vẫn giữ ở mức 18.000/kg sẽ làm tăng doanh thu của SBT 1,5% lên 2.000 tỷ và lợi nhuận chỉ sụt giảm 16% so với kế hoạch giảm 6% doanh thu và 26% lợi nhuận 2012 của SBT.

Dự báo của chúng tôi bao gồm việc tăng 10% chi phí mía nguyên liệu lên 1,1 triệu/tấn theo như kế hoạch của SBT. Điều này làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính giảm từ 29% năm FY11 xuống 25% năm FY12.

Chúng tôi cũng ước tính SBT sẽ ghi nhận 23% lợi nhuận sau thuế của Công ty đường Biên Hòa (BHS) vì SBT hiện đang sở hữu 23% cổ phần BHS.

Dự báo 2012

VND bn	FY2011	KH FY2012	FY2012F	% tăng trưởng
Doanh thu	2.050	1.919	2.082	1,6
Lợi nhuận gộp	603	480	516	-14,5
<i>Tỷ suất LNG</i>	0	25,0%	24,8%	
Chi phí hoạt động	(64)	(72)	(66)	3,5
<i>% doanh thu</i>	0	3,7%	3,2%	

Thu nhập tài chính	21	41	22	2,0
LN trước thuế	563	455	509	-9,6
LN ròng	546	400	458	-16,1
Tỷ suất LNR	0	20,9%	22,0%	
EPS (VND)	3.845		3.580	-6,9

Nguồn: SBT, Kim Eng ước tính

Triển vọng tăng trưởng trung hạn ở mức trung bình

SBT có kế hoạch mở rộng diện tích mía nguyên liệu từ 14.000ha lên 21.000ha vào năm 2015 nhờ vào sự hỗ trợ tài chính mạnh mẽ cho nông dân trong tỉnh Tây Ninh. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo một cách thận trọng rằng SBT sẽ chỉ mở rộng diện tích mía nguyên liệu lên 18.000ha vào năm 2016.

Sự hỗ trợ tài chính cho nông dân bao gồm các khoản vay cho phân bón và trang thiết bị và chính sách thu mua mía nguyên liệu hợp lý. Chúng tôi ước tính chi phí mía nguyên liệu tăng 10% trong vụ 2011-2012 nhưng chúng tôi cũng giả định rằng SBT có thể tăng giá đường tương ứng với việc tăng giá mía nguyên liệu.

Chúng tôi nghĩ SBT hoàn toàn có thể giữ ổn định giá đường vì hơn 70% sản lượng của SBT được bán cho những khách hàng lớn trong lĩnh vực đồ uống và thực phẩm như PepsiCo, Red Bull, Vinamilk, Interfood. Triển vọng tăng trưởng hàng năm của lĩnh vực này ước tính khoảng 10% trong trung hạn.

Hiện tại đang có những tranh luận về việc thừa nguồn cung đường hiện tại. Điều này làm ảnh hưởng đến giá bán của các nhà máy đường và hiệp hội mía đường kêu gọi tăng quota xuất khẩu để giảm lượng đường tồn kho (Việt Nam là nước nhập khẩu đường trong những năm gần đây).

Chúng tôi tin rằng việc thừa nguồn cung đường không quá lo ngại và chỉ mang tính thời vụ. Điều tương tự cũng đã từng xảy ra ở mùa vụ năm trước. Sau khi vụ ép mía kết thúc vào tháng 4 thì lượng đường tồn kho sẽ được tiêu thụ trong suốt thời gian từ tháng 4 đến tháng 10, đặc biệt là nhu cầu rất cao về đường nguyên liệu cho ngành chế biến thực phẩm ở Việt Nam.

SBT cũng có kế hoạch nâng gấp đôi công suất nhà máy hiện tại lên 16.000 tấn mía ngày vào năm 2015. Chúng tôi tin rằng việc mở rộng công suất nhà máy hiện tại chưa thật sự cần thiết đối với SBT. Chúng tôi ước tính, công suất 9.000 tấn mía ngày hiện tại của SBT có thể ép 1,35 triệu tấn mía nguyên liệu cho 150 ngày hoạt động/năm. Nếu diện tích mía nguyên liệu được mở rộng lên 21.000ha như kế hoạch của công ty thì tổng sản lượng mía nguyên liệu hàng năm là 1,4 triệu tấn. Vì vậy chúng tôi chưa thấy việc mở rộng công suất nhà máy là cần thiết cho SBT ở thời điểm hiện tại.

Vì vậy chúng tôi ước tính SBT sẽ đạt mức tăng trưởng bình quân về doanh thu và lợi nhuận hàng năm khoảng 7% trong giai đoạn 2012-2016.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận của SBT

VND bn	2011A	2012F	2013F	2014F
Doanh thu	2.050	2.082	2.327	2.473
Lợi nhuận gộp	603	516	607	588

Tỷ suất LNG	0	24,8%	26,1%	23,8%
Chi phí hoạt động	(64)	(66)	(68)	(71)
% doanh thu	0	3,2%	2,9%	2,9%
Thu nhập tài chính	21	22	22	22
LN trước thuế	563	509	600	580
LN ròng	546	458	540	522
Tỷ suất LNR	26,6%	22,0%	23,2%	21,1%
EPS (VND)	3.845	3.580	4.218	4.084

Nguồn: SBT, Kim Eng ước tính

Công ty đường hiệu quả nhất Việt Nam

Năng suất mía nguyên liệu của SBT đạt 70 tấn/ha so với trung bình 60 tấn/ha của cả nước. SBT cũng là một trong năm nhà máy đường của cả nước có công suất thiết kế vượt 6.000 tấn/ngày để đạt hiệu quả kinh tế từ lợi thế về quy mô (economies of scale).

Những lợi thế về chi phí chính là nguyên nhân tỷ suất lợi nhuận gộp của SBT chỉ thấp hơn LSS và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu chỉ đứng sau SEC (đây là công ty có quy mô nhỏ và ít thông tin được công bố nên chúng tôi chưa rõ vì sao SEC lại đạt được mức ROE cao trong khi tỷ suất lợi nhuận ròng chỉ ở mức thấp).

So sánh các công ty trong ngành (2011)

	SBT	LSS	BHS	SEC	NHS
Doanh thu (VND bn)	2.050	1.578	2.564	552	782
Lợi nhuận ròng (VND bn)	546	392	147	98	80
Tỷ suất LNG (%)	29,4	34,9	10,5	27,5	18,2
Tỷ suất LNR (%)	26,6	24,8	5,7	17,8	10,2
VCSH (VND bn)	1.787	1.378	548	254	272
ROE (%)	30,5	28,4	26,8	38,6	29,4

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp

Năm 2011 SBT vẫn được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp do ưu đãi về thuế trong giai đoạn đầu hoạt động của công ty. Năm 2012 thuế thu nhập doanh nghiệp của SBT sẽ tăng từ 5% lên 10%, tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với thuế thu nhập doanh nghiệp 25% của các công ty khác trong ngành. SBT được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp 10% trong suốt đời dự án là nhờ những chính sách ưu đãi để thu hút đầu tư và phát triển của tỉnh Tây Ninh.

Nền tảng tài chính vững chắc

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của SBT ở mức 0,14x vào cuối năm FY11 với rất ít nợ dài hạn và nợ ngắn hạn (mặc dù đang tăng) chủ yếu được dùng để sử dụng cho vốn lưu động. Hơn nữa, SBT gần đây hủy phương án phát hành trái phiếu chuyển đổi và điều này sẽ làm giảm lo ngại của nhà đầu tư về sự tăng cao của hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty.

Chúng tôi cũng lưu ý là vòng quay tiền của SBT giảm từ 158 ngày trong năm FY10 xuống 95 ngày trong năm FY11 do sự giảm mạnh của vòng quay hàng tồn kho vì sản lượng bán hàng tăng mạnh trong năm FY11. Mặc dù các chỉ số thanh khoản của SBT có sự sụt giảm trong năm 2011 nhưng vẫn ở mức rất an toàn.

Các chỉ số tài chính của SBT

Ratios	2008	2009	2010	2011
Nợ ròng trên VCSH	-0,07	0,05	-0,06	0,14
Vòng quay tiền (days)	207	220	158	96
Thanh toán hiện hành	2,28	3,41	5,95	2,00
Thanh toán nhanh	1,47	1,63	3,88	1,45
Hệ số CFO	0,26	-0,33	2,79	0,82

Nguồn: SBT

Lợi tức hấp dẫn

SBT trả cổ tức bằng tiền 2.000/cổ phiếu trong năm 2011, tương đương lợi tức cổ tức 14%. Tỷ lệ trả cổ tức trên lợi nhuận ở mức 54%. Công ty có kế hoạch trả cổ tức tương tự (2.000/cp) cho năm FY12, điều này sẽ làm tăng tỷ lệ trả cổ tức trên lợi nhuận lên 70% do dự báo lợi nhuận thấp hơn trong năm 2012. Trong những năm tới, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì tỷ lệ trả cổ tức ở mức 60-70% lợi nhuận.

Chỉ số định giá tốt

Giá mục tiêu của chúng tôi cho SBT cao hơn khoảng 40% so với mức giá thị trường hiện tại. Chúng tôi dự báo giá mục tiêu của SBT dựa vào những giả định tương đối thận trọng. Chúng tôi sử dụng giá trung bình của phương pháp chiết khấu dòng tiền (tỷ lệ 80%) và phương pháp PER (tỷ lệ 20%).

Đối với phương pháp PER, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 20% đối với PER trung bình của ngành trong khu vực từ 7,7x xuống 6,2% để điều chỉnh những rủi ro khi đầu tư vào Việt Nam và vốn hóa quá nhỏ của các công ty mía đường Việt Nam so với các công ty trong khu vực.

PER trung bình của các công ty mía đường trong khu vực

Ticker	Name	Mkt Cap	PER
China and Hong Kong			
000911 CH Equity	NANNING SUGAR INDUSTRY CO -A	594,8	14,85
2088 HK Equity	XIWANG SUGAR HOLDINGS CO LTD	159,9	4,58
India			
BNRI IN Equity	BANNARI AMMAN SUGARS LTD	120,7	13,28
ASG IN Equity	ANDHRA SUGARS LTD	72,4	6,22
Thailand			
KSL TB Equity	KHON KAEN SUGAR INDUSTRY PCL	718,6	11,65
Pakistan			
JDWS PA Equity	JDW SUGAR MILLS LTD	47,1	3,48
Brazil			
SMT03 BZ Equity	SAO MARTINHO SA	1.344,3	15,44
TERI3 BZ Equity	TEREOS INTERNACIONAL SA	1.113,5	9,94
Vietnam			
SBT VN Equity	SOCIETE DE BOURBON TAY NINH	88,3	3,64
LSS VN Equity	LAM SON SUGAR JSC	52,0	2,54

BHS VN Equity	BIEN HOA SUGAR JSC	28,2	3,99
NHS VN Equity	NINH HOA SUGAR JSC	13,9	3,32
Average		327,4	7,74
Risk discount			20%
Effective average PE			6,20

Nguồn: Bloomberg

Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 18% đối với phương pháp FCFF và 21% đối với phương pháp FCFE. Trong cả 2 trường hợp chúng tôi sử dụng tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 4%.

Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền của SBT

FCFF	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	487,4	577,7	558,1	650,5	686,8
Trừ: thuế	121,8	144,4	139,5	162,6	171,7
Cộng: khấu hao	86,2	88,7	91,2	93,7	96,2
Trừ: đầu tư tài sản cố định	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Trừ: đầu tư tài sản lưu động	111,7	87,4	82,8	50,5	57,5
Dòng tiền tự do	290,0	384,6	376,9	481,1	503,8
Giá trị hiện tại của dòng tiền	1.211,3				
Giá trị dài hạn	3.669,0				
Giá trị hiện tại	1.584,8				
Tổng dòng tiền tự do	2.796,1				
Trừ: nợ	296,6				
Giá trị VCSH	2.499,6				
Cổ phiếu lưu hành (triệu)	127,9				
Giá trị nội tại/cổ phiếu (VND)	19.539				

Nguồn: Kimeng ước tính

Giá mục tiêu

Methods	Intrinsic value	Weight	Price
FCFF	19.539	40%	7.816
FCFE	18.056	40%	7.222
P/E	22.180	20%	4.436
Giá mục tiêu trung bình			19.474
Giá thị trường hiện tại			13.900
Tăng			39,5%

Nguồn: Kimeng ước tính

Rủi ro đầu tư

Mặc dù SBT khá hấp dẫn về mặt cơ bản, những lo ngại về quản trị doanh nghiệp đang ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư vào cổ phiếu.

SBT gần đây đầu tư khoảng 6% giá trị tài sản vào cổ phiếu Sacombank (STB) và Sacomreal (SCR). Đây là hai công ty gia đình ông Đặng Văn Thành - chủ tịch Sacombank, vốn bắt đầu kinh doanh ngành mía đường trước khi bước vào lĩnh vực ngân hàng và bất động sản. Gia đình ông Thành nắm giữ Thành Thành Công, công ty thương mại mía đường lớn nhất khu vực phía nam, hiện đang nắm giữ số lượng lớn cổ phần tại nhiều công ty mía đường khác như BHS, SBT, SEC và NHS. Chủ tịch Thành Thành Công cũng chính là vợ của ông Thành .

Việc mua cổ phiếu Sacombank gần đây chính là một phần trong cuộc chiến chống thâm tóm của STB mà gia đình ông Thành đang cố gắng để giữ quyền chi phối. Chính điều này làm cho cổ phiếu STB mà SBT đang nắm giữ tăng khoảng 19% về mặt giá trị.

Lo ngại khác chính là việc đầu tư ngoài ngành của SBT vào hai dự án bất động sản “Espace Bourbon TayNinh” và “Bourbon An Hoa”. Hiện tại SBT vẫn chưa giải ngân nhiều và hai dự án này gần như tạm dừng do sự đi xuống của thị trường bất động sản. Chúng tôi nghĩ SBT đang xem xét chuyển nhượng lại hai dự án này cho những nhà đầu tư khác để tập trung vào ngành kinh doanh chính là sản xuất và kinh doanh đường.

Kết quả kinh doanh (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
Doanh thu	770,6	1.104,3	2.050,3	2.082,2
Giá vốn	(567,7)	(720,5)	(1.446,9)	(1.566,1)
Khấu hao	72,3	72,8	78,1	86,2
Lợi nhuận gộp	202,9	383,8	603,4	516,1
Chi phí hoạt động	(33,4)	(43,1)	(63,7)	(66,0)
EBIT	172,6	341,2	541,7	487,4
Liên doanh/liên kết	-	-	-	35,1
Lợi nhuận bất thường	n/a	n/a	n/a	n/a
LN trước thuế	225,9	370,4	562,7	508,9
Thuế thu nhập	(15,9)	(25,1)	(17,1)	(50,9)
Cổ đông thiểu số	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
LN ròng	210,0	345,2	545,6	458,0
EBITDA	244,9	413,9	619,8	573,6
EPS (VND)	1.480	2.432	3.845	3.580

Dòng tiền (tỷ đồng)

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
Dòng tiền hd kinh doanh	(55,6)	393,5	413,6	368,6
Lợi nhuận ròng	210,0	345,2	545,6	458,0
Khấu hao	72,3	72,8	78,1	86,2
Thay đổi vốn lưu động	(285,9)	26,4	(122,9)	(71,2)
Khác	(11,3)	(45,8)	(79,2)	(99,3)
Dòng tiền hd đầu tư	(118,9)	(29,4)	(255,1)	(19,5)
Đầu tư TS cố định ròng	(18,0)	(4,7)	(52,3)	(50,0)
Thay đổi đầu tư dài hạn	(131,0)	(51,3)	(235,5)	-
Khác	30,0	25,4	30,5	30,5
Dòng tiền hd đầu tư	49,4	(273,8)	(196,3)	(334,7)
Thay đổi vốn góp cổ đông	-	-	-	-
Thay đổi nợ vay	55,3	(90,0)	323,0	(49,1)
Khác	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(0,3)	(183,8)	(385,5)	(248,6)
Dòng tiền ròng	(125,1)	90,3	(37,8)	14,4

Bảng Cân Đối (tỷ đồng)

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
Tổng tài sản	1.846,0	1.956,9	2.315,4	2.363,4
Tài sản ngắn hạn	576,1	839,3	1.010,2	1.136,3
Tiền	36,2	126,5	88,7	103,1
Đầu tư ngắn hạn	104,2	140,3	126,4	126,4
Hàng tồn kho	299,8	291,8	280,3	295,9
Khoản phải thu	133,4	274,2	512,0	538,1
Khác	2,5	6,5	2,8	72,8
Tài sản khác	1.269,9	1.117,6	1.305,2	1.227,1
Đầu tư dài hạn	404,0	332,0	545,4	545,4
Tài sản cố định ròng	695,2	624,1	572,7	536,5
Khác	16,5	5,3	6,9	6,9
Tổng nợ phải trả	197,7	167,3	528,8	450,2
Nợ ngắn hạn	169,2	141,0	504,3	429,4
Khoản phải trả	34,7	44,9	72,4	42,9
Nợ vay ngắn hạn	90,0	2,4	327,4	281,9
Khác	79,1	138,6	176,9	147,5
Nợ dài hạn	28,5	26,3	24,5	20,8
Nợ vay dài hạn	22,7	20,3	18,3	14,7
Khác	5,8	6,0	6,2	6,2
Vốn điều lệ	1.419,3	1.419,3	1.419,3	1.419,3
Các khoản dự phòng	13,6	24,1	41,4	64,3
Khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Các chỉ số

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
Tăng trưởng (% Y-o-y)				
Doanh thu	37	43	85	1
Lợi nhuận từ HĐKD	11	101	58	-16
EBITDA	61	69	49	-7
LN ròng	157	64	58	-16
EPS	157	64	58	-7
Hệ số sinh lời (%)				
Tỷ suất LN gộp	26	35	29	25
Tỷ suất LN từ HĐKD	22	31	26	22
Tỷ suất EBITDA	32	37	30	27
Tỷ suất LN ròng	27	31	26	22
ROA	12,7	19,3	30,5	23,9
ROE	11,4	17,6	23,6	19,4
Sự ổn định				
Nợ/VCSH (%)	12,00	9,00	29,00	23,00
Nợ ròng/VCSH (%)	5	-6	14	10
Khả năng trả lãi vay (x)	22,4	17,1	11,1	10,07
Thanh toán hiện hành (X)	3,41	5,95	2,00	2,65
Thanh toán nhanh (X)	1,63	3,88	1,45	1,66
Trên cổ phiếu (VND)				
EPS	1.480	2.432	3.845	3.580
CFPS	-978	706	-295	112
BVPS	12.885	13.989	13.966	14.956
SPS	6.024	8.632	16.027	16.276
EBITDA/cổ phiếu	1.914	3.236	4.845	4.484
DPS	na	1.800	2.000	2.000

Nguồn: Company. MaybankIB

ANALYSTS' COVERAGE / RESEARCH OFFICES

MALAYSIA

WONG Chew Hann, CA *Head of Research*
 +603 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com
 ▪ Strategy
 ▪ Construction & Infrastructure
Desmond CH'NG, ACA
 +603 2297 8680 desmond.chng@maybank-ib.com
 ▪ Banking - *Regional*
LIAW Thong Jung
 +603 2297 8688 tjiaw@maybank-ib.com
 ▪ Oil & Gas
 ▪ Automotive
 ▪ Shipping
ONG Chee Ting
 +603 2297 8678 ct.ong@maybank-ib.com
 ▪ Plantations
Mohshin Aziz
 +603 2297 8692 mohshin.aziz@maybank-ib.com
 ▪ Aviation
 ▪ Petrochem
 ▪ Power
YIN Shao Yang, CPA
 +603 2297 8916 samuel.y@maybank-ib.com
 ▪ Gaming – *Regional*
 ▪ Media
 ▪ Power
WONG Wei Sum
 +603 2297 8679 weisum@maybank-ib.com
 ▪ Property & REITs
LEE Yen Ling
 +603 2297 8691 lee.yl@maybank-ib.com
 ▪ Building Materials
 ▪ Manufacturing
 ▪ Technology
FarouqAzizul Mahmud
 +603 2297 8687 farouq@maybank-ib.com
 ▪ Automotive

Lee Cheng Hooi *Head of Retail*
 chenghooi.lee@maybank-ib.com
 ▪ Technicals

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*
 +852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk
 ▪ Construction
Ivan CHEUNG
 +852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk
 ▪ Property
 ▪ Industrial
Ivan LI
 +852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk
 ▪ Banking & Finance
Jacqueline KO
 +852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk
 ▪ Consumer Staples
Andy POON
 +852 2268 0645 andypoon@kimeng.com.hk
 ▪ Telecom & related services
Samantha KWONG
 +852 2268 0640 samanthakwong@kimeng.com.hk
 ▪ Consumer Discretionaries
Alex YEUNG
 +852 2268 0636 alexyeung@kimeng.com.hk
 ▪ Industrial

IDIA

JigarSHAH *Head of Research*
 +91 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in
 ▪ Oil & Gas
 ▪ Automobile
 ▪ Cement
Anubhav GUPTA
 +91 22 6623 2605 anubhav@kimeng.co.in
 ▪ Metal & Mining
 ▪ Capital goods
 ▪ Property
Haripreet BATRA
 +91226623 2606 haripreet@kimeng.co.in
 ▪ Software
 ▪ Media
Ganesh RAM
 +91226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in
 ▪ Telecom
 ▪ Contractor

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
 +65 6432 1451 swong@kimeng.com
 ▪ Strategy
 ▪ Small & Mid Caps
Gregory YAP
 +65 6432 1450 gyap@kimeng.com
 ▪ Conglomerates
 ▪ Technology & Manufacturing
 ▪ Telcos - *Regional*
Rohan SUPPIAH
 +65 6432 1455 rohan@kimeng.com
 ▪ Airlines
 ▪ Marine & Offshore
Wilson LIEW
 +65 6432 1454 wilsonliew@kimeng.com
 ▪ Hotel & Resort
 ▪ Property & Construction
Anni KUM
 +65 6432 1470 annikum@kimeng.com
 ▪ Conglomerates
 ▪ REITs
James KOH
 +65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com
 ▪ Finance
 ▪ Logistics
 ▪ Resources
Eric ONG
 +65 6432 1857 ericong@kimeng.com
 ▪ Marine & Offshore
 ▪ Transportation
 ▪ Energy
Ooi Yi Tung
 +65 6433 5712 ooiyitung@kimeng.com
 ▪ Property & Construction
YEAK CheeKeong, CFA
 +65 6433 5730 yeakcheekeong@kimeng.com
 ▪ Retail & Consumer
 ▪ Engineering
 ▪ Infrastructure
Alison FOK
 +65 6433 5745 alisonfok@kimeng.com
 ▪ Services

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*
 +6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id
 ▪ Consumer
 ▪ Strategy
 ▪ Telcos
Rahmi MARINA
 +6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id
 ▪ Banking
 ▪ Multifinance
Lucky ARIESANDI, CFA
 +6221 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id
 ▪ Base metals
 ▪ Coal
 ▪ Heavy Equipment
 ▪ Oil & gas
Adi N. WICAKSONO
 +6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id
 ▪ Generalist
Arwani PRANADJAYA
 +6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id
 ▪ Technicals

THAILAND

MayureeCHOWVIKIRAN *Head of Research*
 +66-2658-6300 ext 1440 mayuree.c@kimeng.co.th
 ▪ Strategy
SuttatipPEERASUB
 +66-2658-6300 ext 1430 suttatip.p@kimeng.co.th
 ▪ Media
 ▪ Commerce
SutthichaiKUMWORACHAI
 +66-2658-6300 ext 1400 sutthichai.k@kimeng.co.th
 ▪ Energy
 ▪ Petrochem
Termporn TANTIVIVAT
 +66-2658-6300 ext 1520 termporn.t@kimeng.co.th
 ▪ Property
Woraphon WIROONSRI
 +66-2658-6300 ext 1560 woraphon.w@kimeng.co.th
 ▪ Bank
JaroonpanWATTANAWONG
 +66-2658-6300 ext 1404 jaroonpan.w@kimeng.co.th
 ▪ Transportation
 ▪ Small cap.

PHILIPPINES

Luz LORENZO *Head of Research*
 +63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph
 ▪ Strategy
Laura DY-LIACCO
 +63 2 849 8840 laura_dyliacco@atr.com.ph
 ▪ Utilities
 ▪ Conglomerates
 ▪ Telcos
Lovell SARREAL
 +63 2 849 8841 lovell_sarreal@atr.com.ph
 ▪ Consumer
 ▪ Media
 ▪ Cement
 ▪ Mining
Kenneth NERECINA
 +63 2 849 8839 kenneth_nerecina@atr.com.ph
 ▪ Conglomerates
 ▪ Property
 ▪ Ports/ Logistics
Katherine TAN
 +63 2 849 8843 kat_tan@atr.com.ph
 ▪ Banks
 ▪ Construction

VIETNAM

Michael Kokalari, CFA *Head of Research*
 +84 838 38 66 47 michael.kokalari@kimeng.com.vn
 ▪ Strategy
Nguyen Thi NganTuyen
 +84 838386636 x163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn
 ▪ Conglomerates
 ▪ Confectionary and Beverage
 ▪ Oil and Gas
Ngo Bich Van
 +84 838 38 66 36 x 171 van.ngo@kimeng.com.vn
 ▪ Banking
 ▪ Insurance
Nguyen Quang Duy
 +84 838386636 x162 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn
 ▪ Industrial
 ▪ Property
Trinh Thi Ngoc Diep
 +84 422 21 22 08 x 102 diep.trinh@kimeng.com.vn
 ▪ Property & Construction
 ▪ Power
Dang Thi Kim Thoa
 +84 838 38 66 36 x 164 thoa.dang@kimeng.com.vn
 ▪ Consumer
 ▪ Services
Nguyen Trung Hoa
 +84 838 38 66 36 x 8088 hoa.nguyen@kimeng.com.vn
 ▪ Macro
 ▪ Sugar
 ▪ Steel

ECONOMICS

Suhaimilias *Chief Economist*
 +603 2297 8682 suhaimi_iliass@maybank-ib.com

Luz LORENZO *Economist*
 +63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph
 ▪ Philippines
 ▪ Indonesia

REGIONAL

ONG SengYeow
 +65 6432 1832 ongsengyeow@kimeng.com
 ▪ Regional Products & Planning

PHỤ LỤC 1

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

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

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 10%
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -5% tới 10%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -5%

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 tổng 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 (lũy kế từ đầu năm đến ngày hiện tại)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)	PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)	

PHỤ LỤC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO VÀ NHỮNG KHUYẾN CÁO

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi

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, DataranMaybank,
 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
 Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: (65) 6333 5775
 US Toll Free: 1 866 406 7447

Singapore
Kim Eng Securities Pte Ltd
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,
 20th - 21st 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 17th Floor
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
 Jakarta 12190, Indonesia
 Tel: (62) 21 2557 1188
 Fax: (62) 21 2557 1189

Vietnam
In association with
**Kim Eng Vietnam Securities
 Company**
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam
 Tel: (84) 838 38 66 36
 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-ib.com | www.kimengresearch.com.sg

PHỤ LỤC 1

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

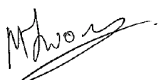
BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 6/10/2010, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.



Stephanie Wong
 CEO, Kim Eng Research