

MUA

Giá: VND13.000
 Giá mục tiêu: VND17.500

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

Thông tin cổ phiếu

Tóm tắt: Công ty tôn mạ lớn nhất Việt Nam với 37% thị phần.

Mã cổ phiếu:	HSG VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	98,7
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	
GTGD bình quân (tỷ đồng)	
VN Index:	439,6
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	33,5

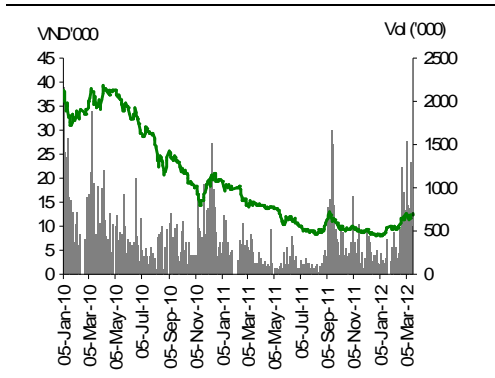
Cổ đông chính

PHUOC VU LE	38.7
RED RIVER HOLDING FU	8.1
HO VAN HOANG	0.4

Những chỉ số cơ bản

ROE (%)	9,0
Tiền mặt ròng (VND b):	128
Tài sản cố định/cổ phiếu (VND):	19.461
Khả năng trả lãi vay (x):	2,0

Biểu đồ giá



% thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần VND14.700 / VND7.600

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD
Giá CP	8,0	48,8	16,2	(14,1)	47,0
So với Index	2,8	17,2	11,8	(11,6)	16,2

Hoa Sen (HSG)

Dự báo 2012 tăng mạnh

Khuyến nghị MUA. Dẫn đầu thị trường về ngành tôn mạ, HSG đang giao dịch ở mức thấp 5x FY12 PER và chúng tôi dự báo lợi nhuận của HSG sẽ tăng trưởng trung bình 26%/năm trong giai đoạn 2012-2016. Tăng trưởng lợi nhuận của HSG sẽ được củng cố bởi sự mở rộng của ngành công nghiệp tại Việt Nam (phần lớn tôn mạ được dùng cho xây dựng nhà xưởng) cũng như việc thay thế dần các sản phẩm nhập khẩu khi hiện nay phần lớn sản phẩm thép tấm trong nước phải nhập khẩu. Red River Holdings, Quỹ đầu tư Pháp với quy mô 250 triệu đô la tại thị trường Việt Nam gần đây nâng tỷ lệ sở hữu trong HSG từ 5% lên 8%.

Chi phí đầu vào tăng cao ảnh hưởng đến lợi nhuận 2011. Doanh thu của HSG năm 2011 tăng 67% đạt 8.165 tỷ đồng do giá bán tăng 15% và sản lượng tiêu thụ 45% nhờ việc mở rộng công suất thêm khoảng 65% từ nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ. Lợi nhuận giảm 26% xuống 160 tỷ đồng vì tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 19% năm 2010 xuống 13% năm 2011 do giá thép cuộn cán nóng tăng 13% và tỷ giá USD/VND tăng 9%. Hơn nữa, chi phí tài chính năm 2011 tăng 17% vì vốn vay của HSG cao (1,6x D/E) và lãi suất cao trong năm qua.

Dự báo 2012 tăng mạnh. Chúng tôi dự báo doanh thu của HSG năm 2012 tăng 23%, trong đó sản lượng tiêu thụ được ước tính tăng 20%. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ ổn định ở mức khoảng 13% vì tỷ giá USD/VND có thể tăng 5% nhưng chi phí thép cán nóng cũng được dự báo giảm 6% bởi JP Morgan trong năm nay. Lợi nhuận ròng được ước tính tăng 50% so với năm trước và sự chênh lệch giữa tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận là do sự sụt giảm của chi phí tài chính. Doanh thu và lợi nhuận trong năm tháng đầu niên độ 2011-2012 của HSG tăng 58% và 131% tương ứng so với cùng kỳ, một phần vì kết quả kinh doanh thấp của năm 2011 do giá vốn hàng bán tăng mạnh.

Rủi ro tỷ giá. Hai rủi ro chính của HSG là vốn vay cao và tỷ giá. HSG phải nhập khẩu nguyên vật liệu và 45% vốn vay bằng ngoại tệ. Tại đại hội cổ đông thường niên vừa rồi, HSG thông báo kế hoạch tăng tỷ trọng vốn vay ngoại tệ vì chênh lệch lãi suất thấp hơn 5-7% so với tiền đồng. Việc này có thể làm gia tăng rủi ro tỷ giá của HSG.

Tập Đoàn Hoa Sen – Bảng tóm tắt KQKD

Năm tài khóa 30/09 (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	2.831,4	4.899,2	8.166,0	10.079,2	12.674,6
EBITDA	463,7	752,7	785,5	937,3	1.015,1
Lợi nhuận ròng	189,5	215,4	160,2	241,5	311,9
EPS	3.321	2.137	1.589	2.396	3.095
Tăng trưởng EPS (%)	-4.5%	-35.7%	-25.6%	50.8%	29.2%
Cổ tức/cổ phiếu	1.000	0	500	1.000	2.000
PER	3,6	5,7	7,6	5,1	3,9
EV/EBITDA (x)	8,5	5,2	5,0	4,2	3,9
Lợi tức (%)	8,3%	0,0%	4,1%	8,3%	16,5%
P/BV(x)	0,75	0,72	0,68	0,64	0,61
Nợ ròng/VCSH (%)	114%	128%	155%	138%	141%
ROE (%)	20,2%	12,6%	9,0%	12,7%	15,6%
ROA (%)	7,8%	4,7%	2,7%	3,8%	4,2%

Nguồn: Maybank IB-Kim Eng

Nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu Việt Nam

HSG là công ty đầu tiên áp dụng công nghệ NOF để sản xuất tôn mạ chất lượng cao tại Việt Nam. Nhờ hệ thống phân phối rộng nên HSG chiếm đến 37% thị phần tôn mạ màu tại Việt Nam, cách khá xa so với 13% thị phần của công ty đứng thứ hai là Sun Steel. Chúng tôi lưu ý rằng tôn mạ ngày càng phổ biến tại Việt Nam, hơn cả những loại tôn phủ màu thông thường do khách hàng nhận thấy rằng mặc dù tôn mạ có chi phí cao hơn nhưng thời gian sử dụng bền lâu hơn.

Mở rộng công suất và hệ thống phân phối sẽ thúc đẩy tăng trưởng

HSG có kế hoạch nâng công suất từ 610.000 tấn (bao gồm 30.000 tấn ống nhựa) hiện nay lên khoảng 1 triệu tấn sản phẩm trong giai đoạn 2012-2015. Công ty cũng dự định tăng số lượng cửa hàng bán lẻ từ 106 lên 150 vào năm 2016 (hơn 50% sản lượng tiêu thụ của HSG là kênh cửa hàng bán lẻ). HSG sẽ áp dụng hệ thống nhượng quyền thương hiệu (franchise) để đẩy mạnh việc mở rộng hệ thống phân phối. Vì vậy, hàng tồn kho của HSG có thể vẫn sẽ ở mức cao do hệ thống phân phối lớn (mặc dù khoản phải thu của HSG thấp hơn so với các công ty cùng ngành).

Sự tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của HSG sẽ được hỗ trợ bởi việc mở rộng công suất thêm 60% và tăng hiệu suất hoạt động nhà máy từ mức 63% hiện nay lên 84% vào năm 2016. Vì vậy, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận của HSG sẽ tăng trưởng bình quân 11% và 26%/năm trong giai đoạn 2012-2016. Sự chênh lệch giữa dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đến từ sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp từ 11% năm 2013 lên 12,4% năm 2016 và sự giảm dần của chi phí tài chính trong suốt giai đoạn dự báo.

Tiêu thụ sản phẩm mới tăng nhanh nhờ hệ thống phân phối sẵn có

HSG bắt đầu sản xuất mặt hàng ống nhựa từ năm 2009. Mặc dù sản phẩm này chỉ chiếm 3% doanh thu nhưng đang tăng trưởng mạnh 25%/năm. Vì vậy, ống nhựa là sản phẩm mới mà HSG có thể phát triển mạnh thông qua hệ thống phân phối sẵn có. HSG là công ty thép duy nhất có hệ thống cửa hàng bán lẻ trên cả nước.

Sản xuất thép cán nguội làm tăng tỷ suất lợi nhuận biên

HSG là một trong số ít các công ty sản xuất tôn mạ có dây chuyền sản xuất thép cán nguội từ thép cán nóng. Thuế nhập khẩu thép cán nóng là 0% so với 7% của thép cán nguội để khuyến khích việc sản xuất thép cán nguội nội địa. HSG đã tận dụng lợi thế này để tăng tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty thêm khoảng 3-4%. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG thường cao hơn khoảng 3% so với các công ty tôn mạ có quy mô nhỏ.

(Lưu ý: trong sản xuất thép thì quặng sắt và than cốc là nguyên liệu đầu vào của quy trình sản xuất thép cán nóng. Từ thép cán nóng sản

xuất ra thép cán nguội và đến các sản phẩm cuối cùng như tôn mạ và ống thép).

Thoái vốn các dự án bất động sản để tập trung ngành kinh doanh chính

HSG đã đầu tư khoảng 4% tổng tài sản (215 tỷ đồng) vào bốn dự án bất động sản. Tuy nhiên, công ty đang tạm dừng các dự án này do bị ảnh hưởng bởi sự đi xuống của thị trường bất động sản và gánh nặng tài chính. HSG hiện đang trong quá trình đàm phán chuyển nhượng lại những dự án này để tập trung củng cố ngành kinh doanh chính là tôn mạ. Chúng tôi đánh giá cao việc này và tin rằng việc tập trung vào ngành kinh doanh chính sẽ khôi phục niềm tin của nhà đầu tư vào HSG.

Chỉ số định giá rẻ

Chỉ số PER của HSG hiện tại ở mức 7x và thấp hơn so với mức trung bình 10x của các công ty trong khu vực. Hơn nữa, mức giá mục tiêu 17.500 đồng/cổ phiếu của chúng tôi (dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền với tỷ lệ chiết khấu 17%) cao hơn 35% so với mức giá hiện tại. Mức giá mục tiêu của chúng tôi không bao gồm phần đóng góp của những dự án bất động sản.

Bảng 1: HSG so với các công ty cùng ngành

Cổ phiếu	Tên công ty	Vốn hóa (\$triệu)	FY11 PER (x)
AREAL IN Equity	AJMERA REALTY & INFRA INDIA	80,7	17,6
KKF IN Equity	KIRLOSKAR FERROUS INDUS LTD	66,8	6,9
Ấn Độ		73,8	12,2
PAP TB Equity	PACIFIC PIPE PCL	66,6	7,8
TYM TB Equity	THAI YUAN METAL PCL	54,7	10,8
BSBM TB Equity	BANGSAPHAN BARMILL PCL	48,7	16,0
Thái Lan		56,7	11,5
PGHB MK Equity	PANTECH GROUP HOLDINGS BHD	80,8	8,4
MSW MK Equity	MALAYSIA STEEL WORKS KL BHD	71,1	9,0
Malaysia		75,9	8,7
Trung bình			10,8
Hoa sen	Tập đoàn HOA SEN	58,9	7,7

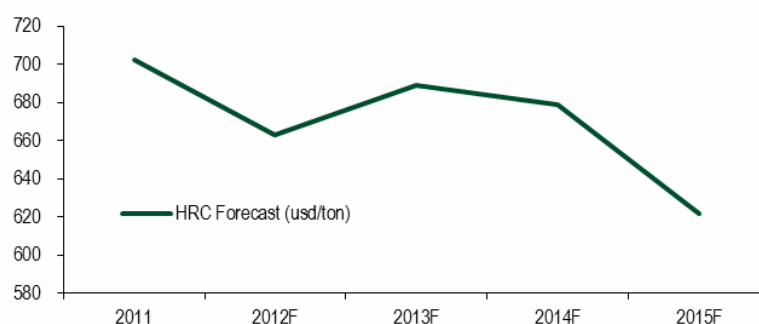
Nguồn: Bloomberg, KE Ước tính

Rủi ro về giá thép cán nóng, lãi suất và tỷ giá

JP Morgan dự báo giá thép cán nóng sẽ tăng lên 689 đô la/tấn trong năm 2013 và giảm dần về mức 622 đô la/tấn vào năm 2015. Vì vậy, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG sẽ giảm từ 13% năm 2012 xuống 11% năm 2013 trước khi tăng dần trở lại mức 12% vào năm 2015.

Sự biến động giá thép cán nóng chính là rủi ro lớn nhất của HSG. Tuy nhiên, việc lãi suất được dự báo sẽ giảm 2-4 điểm phần trăm trong năm 2012 sẽ góp phần giảm gánh nặng lãi vay của HSG và sự ổn định của tiền đồng sẽ làm giảm rủi ro tỷ giá đối với việc nhập khẩu nguyên vật liệu của HSG.

Hình 1: Dự báo giá thép cán nóng 2012-2015



Nguồn: JP Morgan

Nợ vay cao và rủi ro tỷ giá gia tăng

Hệ số nợ ròng trên vốn chủ sở hữu của HSG tương đối cao ở mức 1.5x, trong đó các khoản vay ngoại tệ chiếm 45%. Việc lãi suất cao và sự mất giá mạnh của tiền đồng trong những năm qua đã làm lợi nhuận của HSG sụt giảm mạnh. Tại đại hội cổ đông vừa qua, HSG thông báo kế hoạch tăng tỷ trọng các khoản vay ngoại tệ để tận dụng việc chênh lệch lãi suất từ 5-7 điểm phần trăm giữa tiền đồng và đô la. Chúng tôi cho rằng điều này có thể làm tăng rủi ro tỷ giá nhập khẩu nguyên liệu của HSG.

HSG cũng có kế hoạch giảm rủi ro tỷ giá bằng cách đẩy mạnh xuất khẩu nhưng điều này có thể làm giảm việc thay thế các sản phẩm nhập khẩu ở thị trường nội địa. Hơn nữa, chúng tôi cũng chưa đánh giá cao lợi thế cạnh tranh của HSG so với các công ty sản xuất thép trong khu vực.

Rủi ro từ các công ty thép nước ngoài

Trước đây đã có những thông tin về khả năng sẽ có công ty thép nước ngoài vào thị trường Việt Nam, bao gồm cả thép tấm. Các công ty thép Đài Loan được nhắc đến nhiều về việc này. Gần đây công ty thép đến từ Nhật và Đài Loan công bố kế hoạch nghiên cứu khả thi về việc xây dựng nhà máy sản xuất thép với công suất lớn tại Việt Nam và đưa vào sản xuất từ năm 2016. Vì vậy chúng tôi muốn lưu ý rằng đây chỉ mới là nghiên cứu khả thi và thời gian đi vào hoạt động (nếu có) của dự án vào năm 2016 cũng tương đối xa và ít ảnh hưởng đến HSG cũng như ngành thép trong nước trong trung hạn.

Kết quả kinh doanh (tỷ đ)

Năm tài khóa 30/9	2009	2010	2011	2012E
Doanh thu	2.831,4	4.899,2	8.166,0	10.079,2
EBITDA	463,7	752,7	785,5	937,3
Khấu hao	111,2	152,1	208,0	274,9
LN hoạt động (EBIT)	352,6	600,7	577,5	662,4
Lãi (chi phí)/thu nhập	-152,2	-348,8	-409,0	-401,3
Liên doanh, liên kết	0	0	0	0
Bất thường	0	0	0	0
LN trước thuế	200,4	251,9	168,5	261,1
Thuế	-10,9	-36,5	-8,3	-19,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	189,5	215,4	160,2	241,5
LN ròng thường xuyên	189,5	215,4	160,2	241,5
Bất thường	37,8	73,0	66,7	23,4
LN trước thuế	19,5	62,3	4,4	19,3
Thuế	9,6	70,4	-3,9	14,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	-4,5	13,7	-25,6	50,8
Lợi nhuận ròng	-4,5	13,7	-25,6	50,8
LN ròng thường xuyên	5,5	14,5	4,9	7,5

Dòng tiền (tỷ đồng)

Năm tài khóa 30/9	2009	2010	2011	2012E
Dòng tiền hd kinh doanh	428	-457	247	372
Lợi nhuận ròng	189	215	160	242
Khấu hao	111	152	208	275
Thay đổi vốn lưu động	168	-818	-129	-140
Khác	-40,2	-6,3	8,2	-4,1
Dòng tiền hd đầu tư	-314	-1.134	-775	-127
Đầu tư TS cố định ròng	-316	-1.141	-841	-131
Thay đổi đầu tư dài hạn	-16	0	0	0
Khác	18	7	66	4
Dòng tiền hd Tài chính	-83	1.594	606	-4
Thay đổi vốn góp cổ đông	0	563	-28	0
Thay đổi nợ vay	-25	1.097	691	94
Khác	-2	-10	-7	0
Cổ tức đã trả	-56	-57	-50	-98
Dòng tiền ròng	32	3	78	241

Bảng Cân Đối (tỷ đồng)

Năm tài khóa 30/9	2009	2010	2011	2012E
Tổng tài sản	2.439	4.550	5.918	6.367
Tài sản ngắn hạn	1.208	2.304	3.073	3.713
Tiền	48	50	128	369
Đầu tư ngắn hạn	0	1	2	3
Hàng tồn kho	747	1.446	2.016	2.240
Khoản phải thu	299	561	633	771
Khác	115	245	294	330
Tài sản dài hạn	1.230	2.246	2.845	2.653
Đầu tư dài hạn	58	58	58	58
Tài sản cố định	1.158	2.149	2.721	2.529
Khác	14	39	66	66
Nợ phải trả	1.499	2.838	4.133	4.455
Nợ ngắn hạn	1.162	2.397	3.486	3.837
Phải trả người bán	274	442	1.098	1.326
Vay và nợ ngắn hạn	760	1.775	2.254	2.377
Khác	128	180	134	134
Nợ dài hạn	337	441	647	618
Vay và nợ dài hạn	335	439	645	616
Khác	2	2	2	2
Vốn chủ sở hữu	918	1.690	1.783	1.908
Vốn cổ phần	570	1.008	1.008	1.008
Quỹ dự phòng	347	682	775	900
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Các chỉ số

Năm tài khóa 30/9	2009	2010	2011	2012E
TSLN gộp	19,6	19,0	12,9	12,7
Tỷ suất EBIT	12,5	12,3	7,1	6,6
Tỷ suất EBITDA	16,4	15,4	9,6	9,3
TSLN ròng	6,7	4,4	2,0	2,4
ROA (%)	20,1	12,5	8,9	12,6
ROE (%)	7,7	4,7	2,7	3,8
Nợ/VCSH (%)	1,2	1,3	1,6	1,6
Nợ ròng/VCSH (%)	1,1	1,3	1,6	1,4
Khả năng trả lãi vay (x)	4,4	3,6	2,0	1,7
Chỉ số thanh toán hiện hành (x)	1,0	0,9	0,8	0,9
Chỉ số thanh toán nhanh (x)	0,4	0,3	0,3	0,2
Vòng quay tổng tài sản (x)	1,1	1,0	1,3	1,5
Số ngày hàng tồn kho	120	133	103	95
Số ngày phải thu	21	24	20	20
Số ngày phải trả	44	41	56	55
Nợ ròng/VCSH (%)	-1.047	-2.163	-2.770	-2.623
Thu nhập/cổ phiếu (đồng)	3.321	2.137	1.589	2.396

Nguồn: Công ty, Kim Eng

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 tjliaw@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, CFA
(603) 2297 8679 weisum@maybank-ib.com

- Property & REITs

LEE Yen Ling
(603) 2297 8691 lee.yl@maybank-ib.com

- Building Materials
- Manufacturing
- Technology

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 & equipment

Samantha KWONG
(852) 2268 0640 samanthakwong@kimeng.com.hk

- Consumer Discretionaries

Alex YEUNG
(852) 2268 0636 alexyeung@kimeng.com.hk

- Industrial

INDIA

Jigar SHAH *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
(91) 226623 2606 haripreet@kimeng.co.in

- Software
- Media

Ganesh RAM
(91) 226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in

- Telecom
- Contractor

Vasant LOHIYA
(91) 226623 2611 vasant@kimeng.co.in

- Telecom
- Financial Services
- Banking

Gagan KWATRA
(91) 226623 2612 gagan@kimeng.co.in

- Small Cap

Vedant AGARWAL
(91) 226623 2625 vedant@kimeng.co.in

- Auto
- Oil & Gas

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
(65) 6432 1451 swong@maybank-ke.com.sg

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP
(65) 6432 1450 gyap@maybank-ke.com.sg

- Technology & Manufacturing
- Telcos - *Regional*

Rohan SUPPIAH
(65) 6432 1455 rohan@maybank-ke.com.sg

- Airlines
- Marine & Offshore

Wilson LIEW
(65) 6432 1454 wilsonliew@maybank-ke.com.sg

- Hotel & Resort
- Moherty & Construction

Anni KUM
(65) 6432 1470 annikum@maybank-ke.com.sg

- Conglomerates
- REITs

James KOH
(65) 6432 1431 jameskoh@maybank-ke.com.sg

- Finance
- Logistics
- Resources

Eric ONG
(65) 6432 1857 ericong@maybank-ke.com.sg

- Marine & Offshore
- Transportation
- Energy

Ooi Yi Tung
(65) 6433 5712 ooiyitung@maybank-ke.com.sg

- Property & Construction

YEAK Chee Keong, CFA
(65) 6433 5730 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg

- Retail & Consumer
- Engineering
- Infrastructure

Alison FOK
(65) 6433 5745 alisonfok@maybank-ke.com.sg

- Services

Bernard CHIN
(65) 6433 5726 bernardchin@maybank-ke.com.sg

- Conglomerates
- Industrials

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*
(62) 21 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Strategy
- Telcos

Lucky ARIESANDI, CFA
(62) 21 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id

- Base metals
- Coal
- Heavy Equipment
- Oil & gas

Rahmi MARINA
(62) 21 2557 1128 mmarina@kimeng.co.id

- Banking
- Multifinance

Pandu Anugrah
(62) 21 2557 1137 panugrah@kimeng.co.id

- Auto
- Heavy equipment
- Plantation
- Toll road

Adi N. WICAKSONO
(62) 21 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Anthony YUNUS
(62) 21 2557 1134 ayunus@kimeng.co.id

- Cement
- Infrastructure
- Property

Arwani PRANADJAYA
(62) 21 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technicals

REGIONAL

WONG Chew Hann, CA
Regional Head of Institutional Research
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

THAM Mun Hon
(852) 2268 0630 thammunhon@kimeng.com.hk

- Regional Strategist

ONG Seng Yeow
(852) 2268 0644 ongsengyeow@maybank-ke.com.sg

- Regional Products & Planning

THAILAND

Mayuree CHOWVIKRAN *Head of Research*
(66)-2658-6300 ext 1440 mayuree.c@kimeng.co.th

- Strategy

Suttatip PEERASUB
(66)-2658-6300 ext 1430 suttatip.p@kimeng.co.th

- Media
- Commerce

Sutthichai KUMWORACHAI
(66)-2658-6300 ext 1400 sutthichai.k@kimeng.co.th

- Energy
- Petrochem

Temporn TANTIVIVAT
(66)-2658-6300 ext 1520 temporn.t@kimeng.co.th

- Property

Woraphon WIROONSRI
(66)-2658-6300 ext 1560 woraphon.w@kimeng.co.th

- Banking & Finance

Jaroonpan WATTANAWONG
(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@maybank-atrke.com

- Strategy

Laura DY-LIACCO
(63) 2 849 8840 laura_dyliacco@maybank-atrke.com

- Utilities
- Conglomerates
- Telcos

Lovell SARREAL
(63) 2 849 8841 lovell_sarreal@maybank-atrke.com

- Consumer
- Media
- Cement
- Mining

Kenneth NERECINA
(63) 2 849 8839 kenneth_nerecina@maybank-atrke.com

- Conglomerates
- Property
- Ports/Logistics

Katherine TAN
(63) 2 849 8843 kat_tan@maybank-atrke.com

- Banks
- Construction

VIETNAM

Michael Kokalari, CFA *Head of Research*
+84 838 38 66 47 michael.kokalari@kimeng.com.vn

- Strategy

Nguyen Thi Ngan Tuyen
+84 844 55 58 88 x 8081 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Food and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bich Van
+84 844 55 58 88 x 8084 van.ngo@kimeng.com.vn

- Banking

Nguyen Quang Duy
+84 844 55 58 88 x 8082 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Rubber

Dang Thi Kim Thoa
+84 844 55 58 88 x 8083 thoa.dang@kimeng.com.vn

- Consumer

Nguyen Trung Hoa
+84 844 55 58 88 x 8088 hoa.nguyen@kimeng.com.vn

- Steel
- Sugar
- Macro

ECONOMICS

Suhaimi ILIAS *Chief Economist*
(603) 2297 8682 suhaimi_ilias@maybank-ib.com

Luz LORENZO *Economist*
(63) 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Philippines
- Indonesia

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 (lưu kể 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 hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung trong bất cứ hình thức nào cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

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
 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) 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-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 6/4/2012, 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