

### MUA

Giá: VND 91.500  
Mục tiêu: VND 118.000

Nguyễn Thị Ngân Tuyền  
tuyen.nguyen@kimeng.com.vn  
(84) 8 44 555 888 – ext 8081

#### Thông tin cổ phiếu

**Tổng quan:** Công ty sản xuất sữa lớn nhất Việt Nam với 39% thị phần.

Mã cổ phiếu:	VNM VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	556,1
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	50.941,0
GTGD bình quân (tỷ đồng)	7,1
VN Index:	470,2
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	35,8

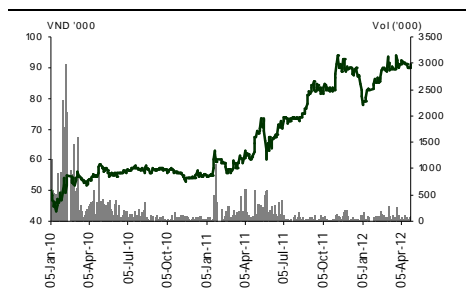
#### Cổ đông lớn:

STATE	61,4
F&N	4,6
Dragon Capital	2,7

#### Chỉ tiêu chính

ROE (%)	35,4
Tiền mặt ròng (VND b):	106.638
NTA/CP (VND):	28.010
Khả năng trả lãi vay (x):	n/a

#### Biểu đồ giá



#### % thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND) 98.000 / 59.000

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD*
Giá CP	(3.7)	7.7	8.3	40.0	5.2
So với Index	(5.9)	(14.6)	(5.1)	37.5	(21.3)

(\* ) YTD: tính từ đầu năm đến ngày lập báo cáo

## Vinamilk (VNM)

### Duy trì đà tăng trưởng

**Kết quả kinh doanh khả quan trong Quý 1/2012.** Mặc dù lực cầu của nền kinh tế còn yếu (GDP chỉ tăng 4%) nhưng VNM vẫn đạt được kết quả kinh doanh khả quan. Doanh thu đạt 3.876 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó sản lượng tăng 20% và giá bán bình quân tăng 7%. Lợi nhuận ròng của công ty đạt 1.270 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận ròng tăng trưởng thấp hơn doanh thu chủ yếu là do lợi nhuận gộp biên giảm so với cùng kỳ.

**Lợi nhuận gộp biên.** Bột sữa chiếm 70-75% nguyên liệu sản xuất đầu vào. Trong năm 2011, VNM chịu nhiều sức ép về lợi nhuận gộp biên do giá bột sữa nguyên liệu tăng. Lợi nhuận gộp biên trong Quý 1/2012 đạt 30,6%, thấp hơn 2,7 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, theo chúng tôi, lợi nhuận biên đã qua khỏi mức thấp nhất và bắt đầu tăng trở lại. (xem giải thích bên dưới)

**Gia tăng thị phần.** Do doanh thu toàn công ty tăng 30%, trong đó doanh thu từ xuất khẩu và từ thị trường nội địa tăng lần lượt tăng 144% và 16% so với cùng kỳ năm ngoái. So với tăng trưởng bình quân ngành khoảng 8%, chúng tôi tin rằng VNM vẫn đang tiếp tục gia tăng thị phần (hiện tại đang là 40%). Theo chúng tôi, việc gia tăng xuất khẩu sẽ không làm ảnh hưởng tới thị trường nội địa do công ty mới chỉ hoạt động 80% tổng công suất.

**Đầu tư mở rộng bằng nguồn vốn tự có.** VNM lên kế hoạch đầu tư khoảng 7,7 ngàn tỷ đồng cho giai đoạn 2012-2016 với nguồn vốn chủ yếu được tài trợ từ dòng tiền nội tại. Trong đó, Công ty sẽ giải ngân 4,5 ngàn tỷ đồng trong năm nay để tăng công suất. Cụ thể, Nhà máy Đà Nẵng sẽ đi vào sản xuất trong Quý 2/2012 và nhà máy Mega Bình Dương dự kiến sẽ hoạt động trong năm 2013. Đến năm 2016, tổng công suất của công ty sẽ tăng 80%, từ 900 tấn đến 1,6 triệu tấn/ năm.

**Duy trì khuyến nghị MUA.** Chúng tôi dự phóng tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận hằng năm (CAGR) sẽ vào khoảng 30% và ROE duy trì trên 35% trong 4 năm tới nhờ vào gia tăng thị phần ở thị trường nội địa và những cơ hội xuất khẩu tốt. VNM đang giao dịch ở mức PE kỳ vọng là 9x, thấp hơn 52% so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 118.000 đồng.

#### Vinamilk (VNM) – Bảng tóm tắt kết quả kinh doanh

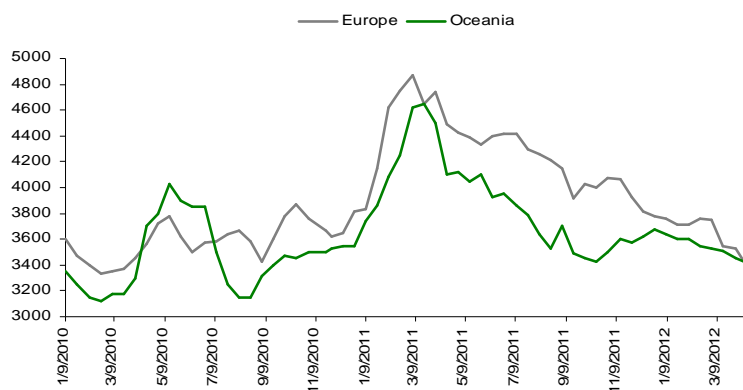
Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E	2013F
Doanh thu	10,614	15,753	21,627	28,474	37,157
EBITDA	2,574	3,637	4,731	6,464	8,287
Lợi nhuận ròng	2,376	3,616	4,218	5,601	7,228
EPS	4,511	6,834	7,672	10,072	12,998
Tăng trưởng EPS (%)	89.7	51.5	12.3	31.3	29.0
Cổ tức (VND)	2,000	2,667	4,000	3,000	3,000
PER	20.3	13.4	11.9	9.1	7.0
EV/EBITDA (x)	17.7	12.8	9.9	7.4	5.5
Div Yield (%)	2.2	2.9	4.4	3.3	3.3
P/BV(x)	7.5	6.1	4.1	3.1	2.2
Net Gearina (%)	cash	cash	cash	cash	cash
ROE (%)	42.7	50.2	41.3	39.0	37.1
ROA (%)	32.9	37.6	32.1	31.6	30.6

Nguồn: Maybank IB-Kim Eng

**Đầu tư chứng khoán không phải là mối lo ngại lớn.** Thu nhập từ lãi tăng 9,6% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ vào khoản tiền mặt hơn 3,2 ngàn tỷ đồng. Chi phí tài chính trong kỳ giảm 112%, chủ yếu do được hoàn nhập khoản dự phòng 39,5 tỷ đồng, góp phần làm cho thu nhập từ hoạt động tài chính Q1/12 tăng 4,7 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, đầu tư chứng khoán (238 tỷ đồng) không phải là điểm đáng lo ngại do chỉ chiếm 1,3% tổng tài sản và 7% tiền mặt.

**Lợi nhuận gộp biên đang có xu hướng tăng trở lại.** Thời gian từ lúc mua nguyên liệu cho đến khi đi vào sản xuất vào khoảng 80 ngày nên có thể thấy độ trễ về lợi nhuận gộp biên so với giá bột sữa là khoảng 3 quý. Xu hướng này được thấy rõ khi giá thành bột sữa ở mức cao nhất vào Quý 1/2011, lợi nhuận gộp biên ở mức thấp nhất vào Quý 3/2011 (29,4%) và Quý 4/2011 (28,5%). Vì thế, lợi nhuận biên trong quý 1/2012 ở mức 30,6%, thấp hơn so với 33,3% trong quý 1/2011 là không có gì ngạc nhiên. Quan trọng hơn, theo nhận định của chúng tôi, lợi nhuận biên của công ty đã thoát khỏi vùng đáy và sẽ duy trì mức trên 30% từ nay đến cuối năm khi giá sữa hiện đang ở xu hướng giảm như hình 1.

**Hình 1: Giá bột sữa (International 26% Whole Milk Powder Price)**



Nguồn: Agricultural and Applied Economics, UW Madison

Hình 2: Doanh thu và lợi nhuận của thị trường nội địa và xuất khẩu

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>TOTAL</b>	<b>4,535</b>	<b>5,420</b>	<b>5,697</b>	<b>5,975</b>	<b>5,876</b>
domestic	4,060	4,785	4,975	5,034	4,717
exporting	476	635	721	941	1,159
<b>COGS</b>	<b>3,026</b>	<b>3,719</b>	<b>4,024</b>	<b>4,271</b>	<b>4,077</b>
domestic	2,644	3,233	3,433	3,505	3,151
export	382	485	590	766	926
<b>Gross margin</b>	<b>33.3%</b>	<b>31.4%</b>	<b>29.4%</b>	<b>28.5%</b>	<b>30.6%</b>
domestic	34.9%	32.4%	31.0%	30.4%	33.2%
export	19.7%	23.6%	18.1%	18.6%	20.1%
<b>Growth</b>	<b>39.5%</b>	<b>36.0%</b>	<b>30.2%</b>	<b>41.2%</b>	<b>29.6%</b>
domestic	43.7%	32.6%	28.3%	29.8%	16.2%
export	11.9%	67.9%	44.8%	164.8%	143.7%
<b>% of total revenue</b>					
domestic	89.5%	88.3%	87.3%	84.3%	80.3%
export	10.5%	11.7%	12.7%	15.7%	19.7%

Nguồn: dữ liệu công ty

Hình 3: So sánh các công ty cùng ngành

SHORT_NAME	Country	Market cap (US\$ m)	P/E11	P/E 12	P/E 13	P/B	P/S	ROA	ROE
INNER MONG YIL-A	CH	5,555.9	16.8	17.9	14.5	5.4	0.9	10.3	35.3
CHINA MENGNIU DA	HK	5,365.0	21.1	18.9	14.8	2.9	0.9	8.5	15.0
FRASER & NEAVE	MA	2,252.2	22.5	25.4	22.8	4.3	1.9	14.1	22.8
NESTLE (MALAY)	MA	4,293.8	28.4	26.7	24.9	23.3	3.2	24.1	72.8
MAEIL DAIRY INDU	SK	175.9	41.3	8.5	7.0	0.7	0.2	0.8	1.7
WEI CHUAN FOOD	TA	547.3	23.5	17.9		2.1	1.2	4.6	9.6
UNI-PRESIDENT	TA	6,578.8	20.3	17.9	15.7	2.6	3.7	8.8	13.2
			<b>24.8</b>	<b>19.0</b>	<b>16.6</b>	<b>5.9</b>	<b>1.7</b>	<b>10.2</b>	<b>24.3</b>
VIET NAM DAIRY P	VN	2,425.2	11.9	9.1	7.0	4.1	2.3	32.1	41.3

Nguồn: Bloomberg

**KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
<b>Doanh thu</b>	<b>10,614</b>	<b>15,753</b>	<b>21,627</b>	<b>28,474</b>
GVHB (loại trừ khấu hao)	(6,501)	(10,289)	(14,625)	(19,272)
Khấu hao	(234)	(290)	(415)	(481)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,879</b>	<b>5,174</b>	<b>6,588</b>	<b>8,721</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	(1,538)	(1,826)	(2,271)	(2,737)
<b>EBIT</b>	<b>2,340</b>	<b>3,347</b>	<b>4,317</b>	<b>5,983</b>
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	255	295	434	418
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết		(0)	(9)	13
Lãi (lỗ) khác	136	609	237	281
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,731</b>	<b>4,251</b>	<b>4,979</b>	<b>6,696</b>
Thuế TNDN	(355)	(636)	(761)	(1,094)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	1		
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,376</b>	<b>3,616</b>	<b>4,218</b>	<b>5,601</b>
EBITDA	2,574	3,637	4,731	6,464
EPS (VND)	4,511	6,834	7,672	10,072
<b>Tăng trưởng (% YoY)</b>				
Doanh thu	29.3	48.4	37.3	31.7
EBIT	87.5	43.0	29.0	38.6
EBITDA	80.5	41.3	30.1	36.6
Lợi nhuận ròng	90.0	52.2	16.6	32.8
EPS	89.7	51.5	12.3	31.3

**BÁO CÁO DÒNG TIỀN (tỷ đ)**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>2,668</b>	<b>2,667</b>	<b>1,222</b>	<b>2,952</b>
Lợi nhuận ròng	2,376	3,616	4,218	5,601
Khấu hao	234	290	415	481
Thay đổi vốn hoạt động	987	(880)	(1,142)	(3,003)
Khác	(929)	(360)	(2,270)	(126)
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>(2,808)</b>	<b>(1,158)</b>	<b>(670)</b>	<b>(2,250)</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(822)	(1,194)	(2,031)	(2,289)
Thay đổi trong đầu tư DH	(1,972)	33	1,301	55
Khác	(14)	3	59	(16)
Dòng tiền sau hđ đầu tư	(140)	1,508	552	702
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>228</b>	<b>(1,321)</b>	<b>1,992</b>	<b>(1,253)</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	695	18	3,306	(1)
Thay đổi khoản nợ vay	(185)	542	(568)	417
Thay đổi nợ dài hạn khác	69	(116)	(5)	(0)
Cổ tức	(351)	(1,765)	(741)	(1,668)
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>87</b>	<b>187</b>	<b>2,543</b>	<b>(550)</b>

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8,482</b>	<b>10,773</b>	<b>15,583</b>	<b>19,817</b>
Tài sản ngắn hạn	<u>5,069</u>	<u>5,920</u>	<u>9,468</u>	<u>11,829</u>
Tiền	426	613	3,157	2,606
Đầu tư ngắn hạn	2,314	1,742	736	632
Hàng tồn kho	1,312	2,351	3,272	5,526
Phải thu khách hàng	652	941	1,936	2,880
Khác	365	272	366	184
Tài sản dài hạn	<u>3,413</u>	<u>4,853</u>	<u>6,115</u>	<u>7,988</u>
Đầu tư dài hạn	602	1,142	847	895
Tài sản cố định ròng	2,525	3,429	5,045	6,853
Khác	285	283	224	239
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,991</b>	<b>2,809</b>	<b>3,105</b>	<b>3,534</b>
Nợ phải trả ngắn hạn	<u>1,735</u>	<u>2,645</u>	<u>2,947</u>	<u>3,375</u>
Phải trả nhà cung cấp	819	1,120	1,948	2,028
Vay ngắn hạn	13	568		417
Khác	903	957	999	930
Nợ phải trả dài hạn	<u>256</u>	<u>164</u>	<u>159</u>	<u>159</u>
Vay dài hạn	12			
Khác	244	164	159	159
<b>Nguồn vốn</b>	<b>6,491</b>	<b>7,964</b>	<b>12,477</b>	<b>16,283</b>
Vốn góp của cổ đông	3,512	3,530	6,836	6,835
Các quỹ	2,943	4,434	5,642	9,448
Khác				
Cổ đông thiểu số	35			

**CÁC CHỈ SỐ**

Năm tài khóa 31/12	2009	2010	2011	2012E
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36.5	32.8	30.5	30.6
Tỷ suất EBIT	22.0	21.2	20.0	21.0
Tỷ suất EBITDA	24.3	23.1	21.9	22.7
Tỷ suất lợi nhuận ròng	22.4	23.0	19.5	19.7
ROA	32.9	37.6	32.1	31.6
ROE	42.7	50.2	41.3	39.0
<b>Tình hình tài chính</b>				
Nợ vay/VCSH (%)				
Nợ vay ròng/VCSH (%)	0.4	7.1		2.6
Khả năng trả lãi vay (X)	(42.1)	(22.4)	(31.2)	(17.3)
K.năng trả lãi&vay NH (X)	593.7	542.4	285.8	-
Dòng tiền/lãi vay (X)	22.4	11.3	14.4	28.7
Điền/lãi&nợ vay NH (X)	676.8	432.1	80.9	-
Khả năng TT hiện hành (X)	25.5	9.0	4.1	14.2
Khả năng TT nhanh (X)	2.9	2.2	3.2	3.5
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	2.0	1.3	2.1	1.8
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>2,715</b>	<b>1,788</b>	<b>3,893</b>	<b>2,822</b>
EPS				
CFPS				
BVPS	4,511	6,834	7,672	10,072
SPS	5,065	5,040	2,222	5,309
EBITDA/share	12,252	15,041	22,436	29,281
Cổ tức tiền mặt	20,153	29,771	39,337	51,201

## RESEARCH OFFICES

## REGIONAL

## PK BASU

*Regional Head of Research & Economics*  
(65) 6432 1821 pk.basu@maybank-ke.com.sg

## 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

## 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 tjlaw@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 samuely@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

## 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

## Catherine CHAN

(852) 2268 0631 cathrinechan@kimeng.com.hk  
▪ Cement

## 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

## Ganesh RAM

(91) 226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in  
▪ Telecom

- Contractor

## Gagan KWATRA

(91) 226623 2612 gagan@kimeng.co.in  
▪ Small Cap

## 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

## Wilson LIEW

(65) 6432 1454 wilsonliew@maybank-ke.com.sg  
▪ Hotel & Resort

- Property & Construction

## James KOH

(65) 6432 1431 jameskoh@maybank-ke.com.sg  
▪ Logistics

- Resources
- Consumer

## YEAK Chee Keong, CFA

(65) 6433 5730 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg  
▪ Healthcare

- Offshore & Marine

## Alison FOK

(65) 6433 5745 alisonfok@maybank-ke.com.sg  
▪ Services

- S-chips

## Bernard CHIN

(65) 6433 5726 bernardchin@maybank-ke.com.sg  
▪ Transport

- Shipping
- Aviation

## 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

## Rahmi MARINA

(62) 21 2557 1128 marina@kimeng.co.id  
▪ Banking

- Multifinance

## Pandu ANUGRAH

(62) 21 2557 1137 panugrah@kimeng.co.id  
▪ Auto

- Heavy equipment
- Plantation

## 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

## 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

## 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

## ECONOMICS

## Suhaimi ILIAS

*Chief Economist*  
(603) 2297 8682 suhaimi\_ilias@maybank-ib.com  
▪ Singapore | Malaysia

## Luz LORENZO

(63) 2 849 8836 luz\_lorenzo@maybank-atrke.com  
▪ Philippines | Indonesia

## Chaiyachoke SUWISUTT ANGKUL

(662) 658 6300 chaiyachoke.s@maybank-ke.co.th  
▪ Thailand

## THAILAND

Mayuree CHOWWIKRAN *Head of Research*

(66) 2658 6300 ext 1440 mayuree.c@maybank-ke.co.th  
▪ Strategy

Maria BRENDA SANCHEZ LAPIZ *Co-Head of Research*

Dir (66) 2257 0250 | (66) 2658 6300 ext 1399  
Maria.L@maybank-ke.co.th

Andrew STOTZ *Strategist*

(66) 2658 6300 ext 1399  
Andrew@maybank-ke.co.th

## Suttatip PEERASUB

(66) 2658 6300 ext 1430 suttatip.p@maybank-ke.co.th  
▪ Media

## Suthichai KUMWORACHAI

(66) 2658 6300 ext 1400 suthichai.k@maybank-ke.co.th  
▪ Energy

## Termporn TANTIVAT

(66) 2658 6300 ext 1520 termporn.t@maybank-ke.co.th  
▪ Property

## Woraphon WIROONSRI

(66) 2658 6300 ext 1560 woraphon.w@maybank-ke.co.th  
▪ Banking & Finance

## Jarooppan WATTANA WONG

(66) 2658 6300 ext 1404 jarooppan.w@maybank-ke.co.th  
▪ Transportation

## Suchot THIRAWANNARAT

(66) 2658 6300 ext 1550 suchot.t@maybank-ke.co.th  
▪ Automotive

- Construction Materials
- Soft commodity

## 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

## 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

**PHỤ LỤC 1**

**Khuyến nghị đầu tư**

Kim Eng Vietnam 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 thông thường (khi được 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 TSCD)	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**.

**NEU BAN KHONG PHAI LA NGUOI CO QUYEN HOAC KHONG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BAN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BAN 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 Kim Eng, 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, sự 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 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 nếu không có sự 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,  
 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*  
**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,  
 Mahārishi 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](http://www.maybank-ib.com) | [www.kimengresearch.com.sg](http://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 TỐI 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 HẠN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HẠN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CỨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HẠN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI 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 CỨNG 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 3/2/2012, 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.