

Giữ

Giá: VND29.600
Mục tiêu: VND32.400

Van Ngo Bich
van.ngo@kimeng.com.vn
+84 8 44 555 888 – ext 8084

Michael Kokalari, CFA
michael.kokalari@kimeng.com.vn
+84 8 3838 6647

Thông tin cổ phiếu

Tổng quan: Vietcombank là ngân hàng lớn thứ 4 trong toàn hệ thống.

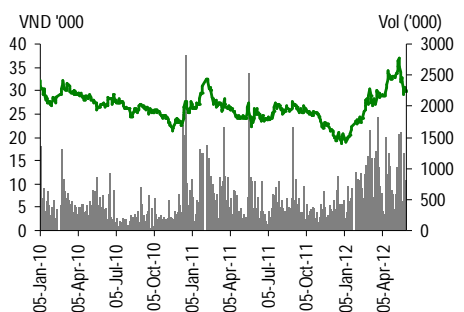
Mã cổ phiếu:	VCB VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	2,317.4
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	3,282.1
GTGD bình quân (tỷ đồng):	1.2
VN Index:	428.8
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	27.0

Cổ đông lớn:	%
NHNN	57.9
MIZUHO CORPORATE BANK	15.0

Chỉ tiêu chính

ROE (%)	14.5
---------	------

Biểu đồ giá



% thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND) VND38.100 / VND19.400

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD*
Giá CP	-10.3	4.2	33.3	12.8	35.8
So với Index	-0.9	4.0	18.2	14.6	11.3

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

Vietcombank (VCB)

Triển vọng dài hạn được cải thiện

Khuyến nghị GIỮ. VCB đang giao dịch ở mức P/B và P/E kỳ vọng 1,7 lần và 14 lần. Chúng tôi dự phóng LN 2012 của VCB tăng 16% nhờ vào kỳ vọng môi trường kinh doanh cải thiện hơn từ quý 3/2012, đặc biệt đối với các NH lớn; nhưng từ năm 2013-2015, LN của VCB sẽ chỉ tăng kèp 8%/năm. Trong bản tin gần đây, chúng tôi khuyến nghị MUA ngắn hạn cho cổ phiếu này do tỷ trọng VCB trong VN-Index tăng từ 3% lên 13% sau khi VCB niêm yết toàn bộ phần vốn nhà nước. Tuy nhiên, trong bối cảnh thị trường hiện nay, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên đợi cho đến khi TT phục hồi xu hướng đi lên trong khoảng 2-3 tháng.

Sự hợp tác của Mizuho giúp cải thiện triển vọng trong dài hạn. Mizuho mua 15% cổ phần của VCB vào tháng 8/2011 tại mức giá cao hơn 30% so với giá tại thời điểm đó. Sự hợp tác của Mizuho đã thúc đẩy việc xử lý nợ xấu làm tăng đáng kể chi phí dự phòng, đồng thời giúp cải thiện hoạt động của VCB. Mizuho sẽ là chất xúc tác cho VCB trong lĩnh vực NH bán lẻ/NH cho DN vừa và nhỏ. NH bán lẻ được xem như một kênh sản phẩm riêng biệt, từ việc cho vay mua ô tô, và tiếp đến là các gói SP cho vay mua nhà. Theo chúng tôi, sẽ cần một thời gian nhất định để phát huy sự hợp tác này, do đó lợi nhuận được dự phóng cho năm 2013-2015 sẽ chỉ ở tăng trưởng kèp 8%/năm.

Lợi nhuận năm 2011 giảm do chi phí dự phòng cao. Thu nhập lãi tăng 52% nhưng lợi nhuận ròng lại giảm 2% trong năm 2011. Thu nhập lãi tăng một phần nhờ cho vay các NH yếu thanh khoản thông qua thị trường liên ngân hàng, tuy nhiên, mức tăng thực sự của thu nhập lãi chỉ vào khoảng 35% nếu tính cả các loại phí cộng thêm khi huy động vượt trần 14% (tăng trưởng tín dụng ở mức 18%). Lợi nhuận hoạt động của VCB tăng 32% so với chi phí dự phòng tăng 150%, ở mức 3,500 tỉ đồng (170 triệu USD) đã làm lợi nhuận ròng giảm.

Tiếp tục tăng dự phòng vào quý 1/2012. Thu nhập lãi tăng 18% n/n so với chi phí dự phòng tăng 137% đã làm lợi nhuận ròng quý 2/2012 giảm 6%. VCB là NH lớn duy nhất bị giảm lợi nhuận trong Quý 1 do tiếp tục đẩy mạnh dự phòng (nợ xấu đã tăng từ 2% năm 2011 lên đến 2,9% Quý 1/2012). Tuy nhiên số liệu về nợ xấu thường không chính xác (mặc dù những số liệu của VCB được cho là đáng tin cậy hơn nhiều so với các ngân hàng thương mại khác).

Vietcombank

FYE 31/12 (VND tỷ)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Thu nhập hoạt động	11.531	14.871	18.407	21.059	23.712
Thu nhập trước dự phòng	6.953	9.171	11.348	12.930	14.468
Lợi nhuận trước thuế	5.569	5.697	6.487	7.129	7.718
Lợi nhuận ròng	4.282	4.197	4.854	5.250	5.679
Lợi nhuận/cổ phiếu EPS (VND)	2.490	2.500	2.095	2.265	2.451
Tăng trưởng EPS (%)	11,5	0,4	-16,2	8,2	8,2
Cổ tức (VND)	0	1.200	1.200	1.200	1.200
PER (lần)	12,3	12,2	14,6	13,5	12,5
Lợi suất cổ tức (%)	0,0	3,9	3,9	3,9	3,9
P/BV (lần)	2,7	2,1	1,7	1,6	1,6
Giá trị sổ sách (VND)	11.546	14.539	17.981	18.753	19.686
ROAE (%)	22,9	17,0	13,8	12,3	12,8
ROAA (%)	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1

Nguồn: Kim Eng

Dự phóng cho năm 2012

Chúng tôi tin rằng những mức tăng dự phóng của năm 2011 và Quý 1/2012 sẽ giảm dần trong các quý còn lại của năm. Theo chúng tôi, phần lớn những khoản nợ khó đòi đã được xử lý, do đó chi phí dự phóng của năm 2012 dự phóng sẽ tăng ở mức 40%, so với 150% trong năm 2011 (và 137% n/n trong Quý 1/2012).

Với mức dự phóng cho chi phí dự phóng như trên, lợi nhuận của VCB sẽ tăng 16% trong năm 2012. Lợi nhuận tăng nhờ thu nhập lãi tăng 22% (thu nhập lãi thường chiếm 80% lợi nhuận hoạt động). Mặc dù thu nhập phí giảm 30% trong Quý 1, chúng tôi dự báo cả năm sẽ tăng nhẹ 6% với kỳ vọng kinh tế phục hồi rõ rệt trong nửa còn lại của năm. Tỷ lệ chi phí/tổng thu nhập (CIR) giảm từ 38% trong năm 2011 còn 35% trong quý 1/2012, tuy nhiên tỷ lệ này xu hướng tăng dần vào những quý cuối năm, do đó chúng tôi dự báo rằng tỷ lệ này sẽ không được cải thiện nhiều trong năm 2012 mặc dù chúng tôi tin rằng Mizuho sẽ có những bước đầu hỗ trợ để cải thiện hoạt động của VCB.

Thu nhập lãi dự phóng tăng 20% trong năm 2012 dựa vào mức tăng trưởng tín dụng 17%. Theo chúng tôi, mức tăng trưởng thu nhập lãi năm 2012 sẽ ít bị “bóp méo” hơn so với năm 2011. Năm 2011, hầu hết các NH đã buộc phải giữ chân người gửi tiền bằng việc huy động vượt trần 14% đẩy lãi suất thực huy động lên tới 18-19%, trong bối cảnh các NH nhỏ thiếu thanh khoản trầm trọng lôi kéo khách hàng bằng việc trả lãi suất cao. Phần lãi suất huy động vượt trần đã được ghi nhận thành các khoản “Chi phí khác”, do đó làm sai lệch mức tăng trưởng thực sự của thu nhập lãi. Năm 2012, câu chuyện đã xoay chuyển, các NH nhỏ được hỗ trợ trực tiếp từ NHNN, giảm thiểu hẳn việc cạnh tranh lãi suất; do đó thu nhập lãi tăng ở mức hợp lý hơn (+18% trong Quý 1/2012 so với +52% năm 2011).

Chúng tôi dự báo VCB sẽ tăng trưởng dư nợ 17% trong năm 2012, hạn mức tăng trưởng cao nhất đối với NH thuộc nhóm 1. Quý 1/2012, dư nợ cho vay của VCB giảm nhẹ 0,6% so với cuối năm 2011 do tình hình chung của nền kinh tế và cũng do việc chính phủ đang nỗ lực cắt giảm lãi suất cho vay xuống mức chưa đủ bù đắp những rủi ro về nợ xấu. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng môi trường kinh doanh sẽ cải thiện hơn trong quý 3 và 4.

Khoản tiền góp vốn 570 triệu USD của Mizuho trong năm 2011 giúp tăng vốn của VCB lên 2 tỷ USD. Nhờ vậy, tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR) đã tăng từ 9% đến 12%, tuy nhiên vốn tăng đồng thời đã làm cho ROE giảm, dự báo khoảng 14% trong năm nay.

Môi trường kinh doanh cải thiện hơn trong quý 3 và 4

Năm 2011, các NH lớn thu được lợi nhuận đáng kể từ việc cho các NH nhỏ thiếu thanh khoản vay với lãi suất cao ngất ngưỡng qua thị trường liên ngân hàng. Năm 2012, NHNN hỗ trợ trực tiếp cho các NH nhỏ yếu thanh khoản thông qua thị trường mở (tái cấp vốn) do đó việc kiếm lợi từ cho vay liên ngân hàng như năm 2011 gần như không còn; tuy nhiên việc các ngân hàng yếu kém nằm trong diện kiểm soát của NHNN cũng là cơ hội cho các NH lớn.

Các NH nhỏ thiếu thanh khoản thường là nhân tố gây nên cạnh tranh khốc liệt về lãi suất huy động, do đó làm tỷ lệ lãi biên (NIM) dưới 3% trong thời gian gần đây. Do đó, sự “vắng mặt” của các NH nhỏ hiện nay

sẽ giúp cải thiện tỷ lệ lãi biên. Ngoài ra, NHNN đã thực hiện áp trần tăng trưởng tín dụng cho các NH nhỏ 0-8%, so với 15-17% của NH lớn, NH có tình hình tài chính lành mạnh. Điều này có nghĩa NH lớn sẽ có lợi hơn khi tín dụng dự báo tăng trưởng mạnh vào 2 quý cuối của năm 2012; đồng thời NH lớn sẽ có tỷ lệ lãi biên cao hơn do các NH này có thể huy động vốn với chi phí thấp hơn và có nhiều cơ hội lựa chọn người cho vay chất lượng hơn.

Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong quý 3 và 4

Chính phủ có thể sắp đây mạnh thanh khoản do GDP trong nửa đầu năm 2012 chỉ tăng 4% so với cùng kỳ năm ngoái và tín dụng giảm 1% so với cuối năm 2011. Trong 3 tháng vừa qua, NHNN đã cắt lãi suất 300 điểm cơ bản, tuy nhiên việc cắt giảm này vẫn chưa thực sự tác động lên tăng trưởng tín dụng. Người vay đang cố gắng đáo hạn các khoản nợ với lãi suất thấp hơn, tuy nhiên NH lưỡng lự cho vay lại với nguy cơ nợ xấu đang ngày càng tăng.

Ngoài ra, chính phủ đang làm tình hình khó khăn thêm khi cố gắng cắt giảm lãi suất cho vay về mức 15%, mức mà các NH cho rằng chưa đủ để bù đắp những rủi ro tín dụng mà họ sẽ phải gánh chịu nếu cho vay ra.

Chúng tôi kỳ vọng tình hình cải thiện hơn trong nửa cuối năm vì hai lý do:

1) Thanh khoản đang có dấu hiệu dư thừa tại các NH. Tiền gửi đã tăng 5% nhưng cho vay giảm 1% so với đầu năm. Tiền từ các NH đang chảy vào trái phiếu dẫn đến lợi tức trái phiếu giảm 200 điểm phần trăm về mức 11%. Lãi suất liên ngân hàng giảm đáng kể nguyên nhân chủ yếu do các ngân hàng yếu kém đã vay trực tiếp từ NHNN qua kênh tái cấp vốn do đó giảm thiểu nhu cầu vay vốn liên ngân hàng.

2) Hầu hết các ngân hàng muốn cho vay ở mức 18-19%. Theo chúng tôi được biết, một số ngân hàng đã tính phí 3% không chính thức ngoài lãi suất trần cho vay trên hợp đồng. Chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ còn tiếp tục trong nửa cuối năm 2012. Việc mang lại lợi ích cho các NH khu vực tư nhân nhiều hơn so với các NHTMNN (NHTMNN chủ yếu cho vay doanh nghiệp nhà nước) nhưng chắc chắn sẽ phần nào đem lại lợi ích cho VCB.

Nói tóm lại, chúng tôi cho rằng tín dụng sẽ tăng mạnh vào nửa cuối 2012 và các NH nhỏ sẽ không còn tạo áp lực kéo giảm tỷ lệ lãi biên của cả ngành.

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2011	2012E	2013E	2014E
Thu nhập lãi	33.355	36.985	41.872	47.280
Chi phí lãi	-20.933	-21.890	-24.458	-27.596
Thu nhập lãi ròng	12.422	15.095	17.413	19.684
Thu nhập ngoài lãi	2.449	3.312	3.645	4.027
Tổng thu nhập hoạt động	14.871	18.407	21.059	23.712
Chi phí hoạt động	-5.700	-7.059	-8.129	-9.244
Lợi nhuận hoạt động	9.171	11.348	12.930	14.468
Chi phí dự phòng	-3.576	-4.744	-5.679	-6.616
Các khoản dự phòng khác	102	-117	-122	-134
Lợi nhuận trước thuế	5.697	6.487	7.129	7.718
Thuế	-1.480	-1.609	-1.852	-2.007
Lợi ích cổ đông thiểu số	-21	-24	-27	-32
Lợi nhuận ròng	4.197	4.854	5.250	5.679
EPS (VND)	2.500	2.095	2.265	2.451
Cổ tức (VND)	1.200	1.200	1.200	1.200
Giá trị sổ sách (VND)	14.539	17.981	18.753	19.686

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Năm tài khóa 31/12	2011	2012E	2013E	2014E
Khả năng sinh lợi				
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	83,5%	82,0%	82,7%	83,0%
Thu nhập ngoài lãi/Tổng TN	16,5%	18,0%	17,3%	17,0%
Tỷ lệ lãi biên	3,88%	4,03%	4,07%	4,06%
Chi phí/Thu nhập	38,3%	38,3%	38,6%	39,0%
Khả năng thanh toán				
Dư nợ KH/huy động KH	89,9%	91,8%	92,4%	92,3%
Dư nợ KH/Tổng huy động	74,2%	76,5%	77,6%	78,1%
Hệ số an toàn vốn				
Tính trên vốn cấp 1	9,16%	11,66%	10,81%	10,02%
Tính trên tổng vốn	9,63%	12,17%	10,77%	10,02%
Chất lượng tín dụng				
Nợ xấu/tổng dư nợ	2,0%	2,5%	2,6%	2,6%
Dự phòng/nợ xấu	125%	122%	124%	128%
Tỷ suất sinh lời				
ROAE	17,0%	13,8%	12,3%	12,8%
ROAA	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2011	2012E	2013E	2014E
Tiền mặt & tương đương	5.394	5.933	5.992	6.022
Tiền gửi tại NHNN	10.617	11.599	12.672	13.029
Tiền gửi/cho vay TCTC khác	105.005	120.756	136.454	152.829
Chứng khoán kinh doanh	818	867	910	955
Cho vay khách hàng	204.089	237.524	275.084	318.713
Chứng khoán đầu tư	29.457	30.046	30.647	31.259
Đầu tư dài hạn khác	2.618	4.713	5.184	5.703
Tài sản hữu hình	1.461	1.607	1.768	1.944
Tài sản vô hình	1.145	1.259	1.385	1.455
Tài sản khác	6.119	4.934	1.415	2.316
Tổng tài sản	366.722	419.238	471.511	534.226
Vay NHNN	38.866	40.810	44.891	49.380
Tiền gửi/vay từ TCTD khác	47.962	51.799	56.979	62.677
Huy động từ dân cư	227.017	258.799	297.619	345.238
Giấy tờ có giá	2.071	2.175	2.284	2.398
Nợ khác	22.024	23.841	26.106	28.705
Tổng nợ	337.940	377.424	427.879	488.397
Vốn	19.698	23.174	23.174	23.174
Quỹ	8.941	18.496	20.285	22.448
Lợi ích của cổ đông thiểu số	143	144	173	207
Tổng vốn chủ sở hữu	28.782	41.814	43.632	45.829
Tổng nợ & vốn CSH	366.722	419.238	471.511	534.226

TẢNG TRỪỜNG

Năm tài khóa 31/12	2011	2012E	2013E	2014E
Tài sản	19,2%	14,3%	12,5%	13,3%
Vốn CSH	38,1%	45,5%	4,3%	5,0%
Cho vay khách hàng	19,2%	16,4%	15,8%	15,9%
Huy động từ dân cư	10,9%	14,0%	15,0%	16,0%
Thu nhập lãi	62,0%	10,9%	13,2%	12,9%
Chi phí lãi	68,9%	4,6%	11,7%	12,8%
Thu nhập lãi ròng	51,6%	21,5%	15,4%	13,0%
Thu nhập ngoài lãi	-26,6%	35,2%	10,1%	10,5%
Thu nhập hoạt động	29,0%	23,8%	14,4%	12,6%
Chi phí hoạt động	24,5%	23,8%	15,2%	13,7%
Lợi nhuận hoạt động	31,9%	23,7%	13,9%	11,9%
Lợi nhuận trước thuế	2,3%	13,9%	9,9%	8,3%
Lợi nhuận ròng	-2,0%	15,7%	8,2%	8,2%

Nguồn: Công ty, Kim Eng

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

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 SUWISUTTANGKUL

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

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 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

Catherine CHAN

(852) 2268 0631 catherinechan@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
▪ Media

Ganesh RAM

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

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

YEAK Chee Keong, CFA

(65) 6433 5730 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg
▪ Healthcare
▪ Offshore & Marine
▪ Resources
▪ Consumer
▪ Small/ Mid cap

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
▪ Oil & Gas

Rahmi MARINA

(62) 21 2557 1128 rmarina@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

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

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
▪ Commerce

Suthichai KUMWORACHAI

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

Temporn TANTIVWAT

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

Woraphon WIRONSRI

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

Jaroonpan WATTANAWONG

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

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 84 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

PHỤ LỤC 1

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 15%
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% tới 15%
BÁN	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**.

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 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, 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 tin 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,
 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
 eddie@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 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.