

## Mua (không đổi)

Giá hiện tại: 17.100 VND  
 Giá mục tiêu: 24.600 VND

Nguyễn Trung Hòa  
 hoa.nguyen@kimeng.com.vn  
 (84) 8 4455.5888

### Thông tin cổ phiếu

**Mô tả:** Công ty tôn mạ dẫn đầu thị trường Việt Nam với 37% thị phần trong năm 2011.

Mã cổ phiếu:	HSG VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	100,0
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	78,9
GTGD bình quân (tỷ đồng):	0,8
VN Index:	419,3
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	42,0

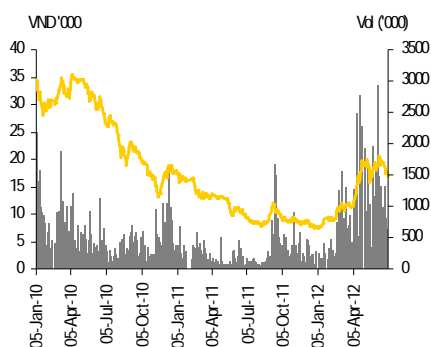
### Cổ đông chính:

LE PHUOC VU	40,2
RED RIVER HOLDING FU	12,3
HOANG THI XUAN HUONG	2,8

### Các chỉ số cơ bản

ROE – (%)	9,0
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	128
Tài sản cố định/cổ phiếu (VND):	13.243
Khả năng trả lãi vay (x):	1,9

### Biểu đồ giá



### % thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần: VND20.700 / VND7.600

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD
Giá CP	-12,0	37,4	103,6	69,0	103,6
So với Index	-9,3	47,1	71,2	72,7	72,0

# Tập Đoàn Hoa Sen

## Tăng mạnh dự báo năm 2012

**Nâng dự báo lợi nhuận thêm 60%.** Chúng tôi tăng mức dự báo lợi nhuận của HSG năm 2012 thêm 60% dựa vào kết quả ấn tượng trong nửa đầu năm 2012. Xuất khẩu tăng 100% trong nửa đầu năm nhờ sản lượng xuất sang các nước cùng khu vực tăng mạnh. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tăng 140% trong năm 2012 và trung bình 50% mỗi năm trong 2 năm tới. Song song đó, việc HSG dự kiến tăng công suất thêm 70% đến năm 2014 sẽ đảm bảo doanh thu tăng trưởng mạnh và ổn định.

**Kết quả nửa đầu năm 2012 tăng mạnh.** Doanh thu của HSG tăng 46% so với cùng kỳ đạt 5.000 tỷ do sản lượng và giá bán lần lượt tăng 31% và 11%. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 15% trong nửa đầu năm 2011 xuống còn 13,5% trong nửa đầu năm 2012 do chi phí nguyên vật liệu tăng 13,6%. Tuy vậy, chi phí tài chính giảm mạnh từ 7,5% doanh thu xuống còn 4,4% do lỗ chênh lệch tỷ giá giảm 68% là nguyên nhân chính làm lợi nhuận ròng tăng mạnh 159% so với cùng kỳ đạt 153 tỷ.

**Chu kỳ hồi phục vào năm 2013.** Nhu cầu thép tấm trong nước giảm 25% trong năm 2011 do chính sách ưu tiên hạ nhiệt nền kinh tế. Do lạm phát và tăng trưởng GDP của nền kinh tế giảm mạnh trong nửa đầu năm 2012, chính phủ đã đẩy mạnh các biện pháp kích thích nền kinh tế. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép tấm sẽ khởi sắc trở lại vào năm 2013. HSG sẽ hưởng lợi lớn từ sự hồi phục này nhờ vào hệ thống phân phối rộng và lợi thế về chi phí so với các đối thủ cạnh tranh.

**Từng bước mở rộng công suất từ năm 2013.** Dây chuyền mạ công nghệ NOF mới công suất 120.000 tấn dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong quý 1 2013. HSG cũng dự định sẽ thực hiện thêm một dự án mới vào cuối 2013 để đưa vào hoạt động vào cuối 2014. Dự án này bao gồm hai dây chuyền cán nguội công suất 400.000 tấn/năm và hai dây chuyền mạ NOF tổng công suất 420.000 tấn/năm. Do đó năng lực sản xuất của HSG dự kiến sẽ tăng thêm 70% đạt 980.000 tấn/năm.

**Định giá rẻ.** PE kỳ vọng năm 2012 của HSG khoảng 4x so với lợi nhuận kỳ vọng tăng 140%. Chúng tôi ước tính giá trị nội tại dựa vào mô hình DCF của HSG là 24.600 VND, cao hơn 44% so với giá hiện tại. Tuy nhiên, tỷ lệ vay nợ cao chính là điểm hạn chế duy nhất 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	4.899	8.166	11.000	14.522
EBITDA	464	753	786	1.085	1.279
Lợi nhuận ròng	189	215	160	385	551
EPS	3.321	2.137	1.589	3.825	5.466
Tăng trưởng EPS (%)	-4,5	-35,7	-25,6	140,7	42,9
Cổ tức/cổ phiếu	1.000	0	500	1.000	2.000
PER	5,1	8,0	10,8	4,5	3,1
EV/EBITDA (x)	9,8	6,1	5,8	4,1	3,5
Lợi tức (%)	5,8	0,0	2,9	5,8	11,7
P/BV(x)	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7
Nợ ròng/VCSH (%)	114,1	128,0	155,4	128,3	114,3
ROE (%)	20,2	12,6	9,0	18,9	23,4
ROA (%)	7,8	4,7	2,7	5,7	6,8

Nguồn: Kim Eng

### Nâng mức dự báo cho năm 2012

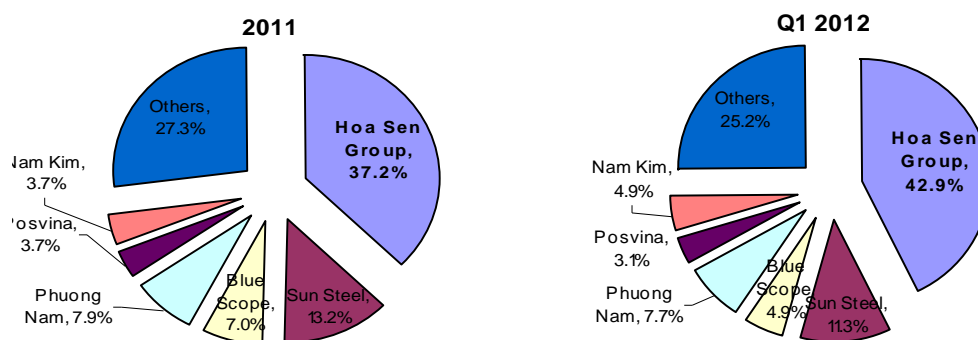
Sản lượng xuất khẩu tăng 100% trong vòng nửa đầu năm 2012 nhờ công suất hoạt động thực tế tăng từ 66% năm 2011 lên gần 100% đã khuyến khích chúng tôi nâng dự báo doanh thu thêm 10%. Chúng tôi dự báo doanh thu năm nay tăng 37% đạt 11.000 tỷ đồng. Đồng thời, việc hạ dự báo sự mất giá của đồng nội tệ từ 5% xuống còn 3% kỳ vọng sẽ làm tăng tỷ suất lợi nhuận gộp thêm 1 điểm phần trăm lên đến 13,5% và làm giảm chi phí tài chính từ 5% doanh thu xuống còn 3,6%. Vì vậy, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận sau thuế của HSG cho năm 2012 tăng thêm 60%, đạt 385 tỷ đồng, tăng 141% so với năm 2011.

### Mở rộng hệ thống phân phối

Bên cạnh việc mở rộng năng lực sản xuất, tập đoàn Hoa Sen cũng có kế hoạch phát triển thị phần bằng việc mở rộng hệ thống đại lý bán lẻ. Bốn đại lý mới được khai trương trong năm 2012 nâng tổng số đại lý lên con số 110. Nhờ vậy, HSG đã tăng thị phần từ 37% trong năm 2011 lên 43% vào quý 1 năm 2012. Công ty đặt mục tiêu mở rộng hệ thống phân phối lên 150 chi nhánh vào năm 2016 (hơn 50% doanh thu của HSG đến từ các cửa hàng bán lẻ). Ngoài ra, HSG sẽ có kế hoạch dựa một phần vào hệ thống nhượng quyền thương mại để đẩy mạnh hơn nữa việc mở rộng hệ thống phân phối và giảm chi phí đầu tư.

Từ những yếu tố kể trên, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HSG tăng trưởng bình quân 14% và 27% mỗi năm trong giai đoạn 2012 - 2016. Sự chênh lệch giữa tỷ lệ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG do chi phí nguyên vật liệu đầu vào theo xu hướng giảm và sự hạ nhiệt của gánh nặng chi phí tài chính nhờ vào sự đi xuống của mặt bằng lãi suất trong nước.

**Hình 1: Thị phần tôn mạ trong nước năm 2011 và quý 1 2012**



Nguồn: VSA, HSG

### Nâng dự báo giá mục tiêu

Chúng tôi nâng giá mục tiêu dựa trên mô hình DCF của HSG thêm 37%, lên 24.600 VND/cổ phiếu, cao hơn mức giá hiện tại 44%. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 17% và chưa ghi nhận bất kỳ dòng tiền nào từ 3 dự án bất động sản của HSG vì những dự án này hiện đang bị tạm hoãn (công ty cũng mong muốn chuyển giao những dự án này càng sớm càng tốt để tập trung vào ngành kinh doanh chính)

Những yếu tố ảnh hưởng đến việc nâng dự báo giá mục tiêu dựa vào mô hình DCF của chúng tôi bao gồm:

- Việc hạ dự báo sự mất giá VND so với USD từ 5% xuống 3% sẽ làm tăng lợi nhuận gộp thêm 1 điểm phần trăm và giảm chi phí tài chính 2% trong những năm tiếp theo.

Cần lưu ý rằng thép cuộn cán nóng mà HSG sử dụng trong sản xuất tôn mạ đều được nhập khẩu và khoảng 45% vốn vay của HSG là ngoại tệ.

- Nâng dự báo lợi nhuận cho năm 2012 thêm 60%, và
- Việc mở rộng năng lực sản xuất dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2014, sớm hơn 1 năm so với dự báo trước đây của chúng tôi vì hiện tại HSG đã hoạt động hết công suất.

**Bảng 1: Mô hình định giá DCF**

FCFF (triệu VND)	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	799.602	984.849	1.392.238	1.642.719	1.944.654
Trừ: Thuế	31.262	44.669	153.662	194.617	417.828
Cộng: Khấu	274.879	280.119	319.119	359.119	369.519
Trừ: Đầu tư tài sản cố định	131.000	450.000	475.000	260.000	250.000
Trừ: Đầu tư vốn lưu động	634.998	715.421	663.473	274.309	646.189
Dòng tiền tự do	277.220	54.877	419.222	1.272.911	1.000.156
Giá trị hiện tại	235.961	39.758	258.518	668.128	446.832
Tổng giá trị hiện tại	1.649.197				
Giá trị tăng trưởng dài hạn	7.713.132				
Giá trị hiện tại	3.445.940				
Tổng dòng tiền tự do	5.095.137				
Trừ: nợ vay	3.186.112				
Cộng: tiền	567.510				
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.476.535				
Cổ phiếu lưu hành	100.790.790				
<b>Giá trị nội tại/cổ phiếu (VND)</b>	<b>24.571</b>				

Nguồn: HSG, Kim Eng

### Định giá tương đối rẻ

Chỉ số PE hiện tại của HSG đang ở mức 7,8 lần, rẻ hơn 30% so với mức 11,6 lần của các đối thủ trong cùng khu vực. Tương tự, PE kỳ vọng năm 2012 ở mức 4 lần cũng tương đối rẻ so với ước tính tăng trưởng lợi nhuận năm nay ở mức 140%.

**Bảng 2: So sánh các công ty cùng ngành**

Mã chứng khoán	Tên công ty	Vốn hóa (triệu \$)	PE kỳ vọng	P/E hiện tại	ROE (%)
MCS TB Equity	M.C.S. STEEL PCL	104	6,4	9,7	15,0
CHOW TB Equity	CHOW STEEL INDUSTRIES PCL	53	6,4	7,1	20,6
PAP TB Equity	PACIFIC PIPE PCL	54		8,4	10,8
MCS TB Equity	M.C.S. STEEL PCL	104	6,4	9,7	1,4
TYM TB Equity	THAI YUAN METAL PCL	55		19,0	1,5
PAP TB Equity	PACIFIC PIPE PCL	54		8,4	0,9
MSW MK Equity	MALAYSIA STEEL WORKS KL BHD	65	4,6	15,6	2,7
SMELT MK Equity	MALAYSIA SMELTING CORP BHD	122	4,7	10,2	9,4
AREAL IN Equity	AJMERA REALTY & INFRA INDIA	70		10,4	10,4
KKF IN Equity	KIRLOSKAR FERROUS INDUS LTD	61		8,9	10,0
IMFA IN Equity	INDIAN METALS & FERRO ALLOY	125		10,9	0,9
SURI IN Equity	SURANA INDUSTRIES LTD	93		8,2	0,6
NGE IN Equity	JAYASWAL NECO INDUSTRIES LTD	86		9,2	0,4
IIL IN Equity	INNOVENTIVE INDUSTRIES LTD	123	4,5	8,2	1,5
POM VN Equity	POMINA STEEL CORP	120,2	5,5	10,0	8,7
SMC VN Equity	SMC INVESTMENT TRADING JSC	18,9		7,2	9,8
<b>Trung bình</b>			<b>5,7</b>	<b>11,6</b>	<b>6,6</b>
<b>HSG VN Equity</b>	<b>HOA SEN GROUP</b>	<b>93,3</b>	<b>4,5</b>	<b>7,8</b>	<b>13,8</b>

Nguồn: Bloomberg, Kim Eng

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)

Năm tài khoá 30/ 09	2009	2010	2011	2012E	2013E	khác	FYE 30 Sept	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Doanh thu</b>	<b>2.831</b>	<b>4.899</b>	<b>8.166</b>	<b>11.000</b>	<b>14.522</b>		<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.439</b>	<b>4.549</b>	<b>5.916</b>	<b>6.798</b>	<b>8.088</b>
GVHB	-2.276	-3.968	-7.110	-9.519	-12.814		Tài sản ngắn hạn	1.208	2.303	3.071	4.145	5.265
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>555</b>	<b>931</b>	<b>1.056</b>	<b>1.482</b>	<b>1.708</b>		Tiền và đầu tư ngắn hạn	48	50	128	568	972
Chi phí bán hàng & QLDN	-214	-358	-498	-682	-723		Hàng tồn kho	747	1.446	2.016	2.422	2.917
<b>EBIT</b>	<b>341</b>	<b>573</b>	<b>558</b>	<b>800</b>	<b>985</b>		Phải thu khách hàng	299	561	633	835	1.091
Chi phí tài chính ròng	-152	-349	-409	-394	-404		Khác	115	245	294	320	285
Thu nhập tài chính	14	24	49	9	20		Tài sản dài hạn	1.230	2.246	2.845	2.653	2.823
Chi phí tài chính	-166	-373	-458	-403	-424		Đầu tư dài hạn	58	58	58	58	58
Lãi/ (lỗ) từ hoạt động đầu tư	0	0	0	0	0		Tài sản cố định ròng	1.158	2.149	2.721	2.529	2.699
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh, liên kết	12	28	19	11	15		Khác	14	39	66	66	66
Lãi/ (lỗ) khác	0	0	0	0	0		<b>Nợ phải trả</b>	<b>1.499</b>	<b>2.838</b>	<b>4.133</b>	<b>4.757</b>	<b>5.731</b>
Thu nhập trước thuế	200	252	168	417	596		Nợ ngắn hạn	1.162	2.397	3.486	4.139	5.012
Thuế thu nhập							Phải trả ngắn hạn	274	442	1.098	1.434	1.931
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0		Vay ngắn hạn	760	1.775	2.254	2.570	2.947
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>189</b>	<b>215</b>	<b>160</b>	<b>386</b>	<b>551</b>		Khác	128	180	134	134	134
EBITDA	452	725	766	1.074	1.265		Nợ dài hạn	337	441	647	618	719
EPS (VND)	3.321	2.137	1.589	3.825	5.466		Nợ dài hạn phải trả	335	439	645	616	716
							Khác	2	2	2	2	2
							<b>Nguồn vốn</b>	<b>918</b>	<b>1.690</b>	<b>1.783</b>	<b>2.041</b>	<b>2.355</b>
							Vốn góp cổ đông	570	1.008	1.008	1.008	1.008
							Các quỹ	347	682	775	1.034	1.347
							Cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0

BÁO CÁO DÒNG TIỀN (tỷ đ)

CÁC CHỈ SỐ

Năm tài khoá 30/ 09	2009	2010	2011	2012E	2013E	Năm tài khoá 30/ 09	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>428</b>	<b>-457</b>	<b>247</b>	<b>377</b>	<b>569</b>	<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Lợi nhuận ròng	200	252	168	417	596	Doanh thu	37,8	73,0	66,7	34,7	32,0
Khấu hao	111	152	208	275	280	Thu nhập	4,9	68,0	-2,6	43,3	23,2
Thay đổi vốn hoạt động	168	-818	-129	-280	-258	EBITDA	15,5	60,4	5,7	40,3	17,7
Khác	-51	-43	0	-35	-49	Lợi nhuận ròng	-4,5	13,7	-25,6	140,7	42,9
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>-314</b>	<b>-1.134</b>	<b>-775</b>	<b>-127</b>	<b>-446</b>	EPS	-4,5	13,7	-25,6	140,7	42,9
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-299	-1.137	-779	-131	-450	<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Thay đổi trong đầu tư	-16	0	0	0	0	Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,6	19,0	12,9	13,5	11,8
Khác	1	3	4	4	4	Tỷ suất EBIT	12,0	11,7	6,8	7,3	6,8
Dòng tiền sau hđ đầu tư	114	-1.591	-528	249	123	Tỷ suất EBITDA	16,0	14,8	9,4	9,8	8,7
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>-83</b>	<b>1.594</b>	<b>606</b>	<b>190</b>	<b>282</b>	Tỷ suất lợi nhuận ròng	6,7	4,4	2,0	3,5	3,8
Thay đổi vốn góp cổ đông	0	563	-28	0	0	ROA	7,8	4,7	2,7	5,7	6,8
Thay đổi khoản nợ vay	-25	1.097	691	287	477	ROE	20,2	12,6	9,0	18,9	23,4
Thay đổi nợ dài hạn khác	-58	-67	-57	-98	-196	<b>Tình hình tài chính</b>					
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>32</b>	<b>3</b>	<b>78</b>	<b>439</b>	<b>405</b>	Nợ vay/VCSH (%)	119,3	131,0	162,6	156,1	155,6
						Nợ vay ròng/VCSH (%)	114,1	128,0	155,4	128,3	114,3
						Khả năng trả lãi vay (X)	4,2	3,4	1,9	2,0	2,3
						K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
						Dòng tiền/lãi vay (X)	5,3	-2,8	0,9	0,9	1,3
						Dtiền/lãi&nợ vay NH (X)	0,5	-0,2	0,1	0,1	0,2
						Khả năng TT hiện hành (X)	1,0	1,0	0,9	1,0	1,1
						Khả năng TT nhanh (X)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5
						Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	-1.048	-2.164	-2.770	-2.619	-2.691
						<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
						EPS	3.321	2.137	1.589	3.825	5.466
						CFPS	7.508	-4.537	2.453	3.739	5.649
						BVPS	16.092	16.768	17.687	20.254	23.367
						SPS	49.640	48.607	81.019	109.139	144.078
						EBITDA/share	7.925	7.192	7.600	10.660	12.550
						Cổ tức tiền mặt	1.000	0	500	1.000	2.000

Nguồn: HSG, 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 CHOWVIKARN** *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

<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 10%
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -5% tới 10%
<b>BÁN</b>	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 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 ngược 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 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,  
 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](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 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 5/4/2012, 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