



## Hoàng Anh Gia Lai (HAG VN)

Giá cổ phiếu: 25.500 VND

VHTT: 18.384 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: NA

GTGD bq: 128 tỷ VND

Đa ngành

# NA

### Triển vọng tăng trưởng thuận lợi

- Mở rộng thế mạnh nông nghiệp sang trồng bắp và nuôi bò. Dự án trồng bắp đang tiến triển tốt.
- Kế hoạch LNST 2014 tăng 50% n/n, trong đó lĩnh vực nông nghiệp đóng góp trên 50% tổng lợi nhuận.
- Triển vọng dài hạn tích cực khi các dự án cao su, dầu cọ, mía đường, bắp, nuôi bò và dự án BĐS tại Myanmar đi vào hoạt động đồng bộ.

### Tin tức/sự kiện

Chúng tôi vừa có chuyến thăm các dự án của HAG tại Campuchia và đánh giá tiến độ thực hiện dự án trồng bắp và dầu cọ khá tích cực. Trong đó dự án trồng bắp sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu và LN cho HAG trong năm nay. Ngoài ra, HAG cũng đang tích cực chuẩn bị thực hiện dự án nuôi bò tại Campuchia, Lào và Việt Nam ngay trong năm nay. Trong ĐHCĐ thường niên vừa qua, HAG đặt mục tiêu LNST 2014 tăng 50% n/n ở mức 1.460 tỷ đồng.

### Nhận định của MBKE

Chúng tôi đánh giá mục tiêu LNST 2014 tăng 50% n/n của HAG tương đối khả thi vì diện tích mía đường và cao su thu hoạch đều tăng mạnh so với năm 2013. Hơn nữa, dự án trồng bắp cũng bắt đầu đóng góp doanh thu và LN ngay trong năm 2014. Đây là những dự án chính tạo ra doanh thu và LN trong năm nay với tỷ suất LN gộp biên rất cao lên đến 50-60%.

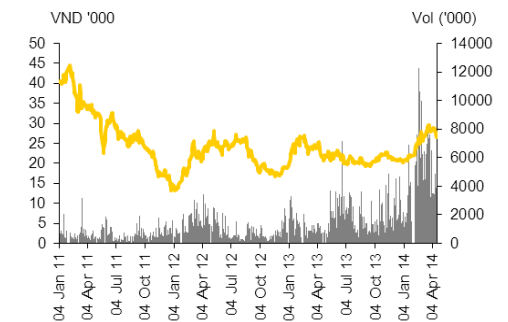
Chúng tôi cũng cho rằng triển vọng dài hạn 2015-2017 của HAG rất tích cực khi diện tích cao su sẽ dần được đưa vào thu hoạch cho đến năm 2017 thì toàn bộ diện tích được đưa vào khai thác hết. Bên cạnh đó, các án khác như dầu cọ, nuôi bò và khu phức hợp bất động sản tại Myanmar đều dự kiến sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2015-2017. Vì vậy cổ phiếu HAG sẽ phù hợp cho nhà đầu tư dài hạn có đủ thời gian để chờ đợi HAG thu hoạch thành quả từ lĩnh vực nông nghiệp.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu	4.365	4.525	3.150	4.394	2.771
EBITDA	1.917	2.049	1.147	925	1.076
Lợi nhuận ròng	1.189	2.094	1.168	350	846
EPS	4.812	7.133	2.836	680	1.353
Tăng trưởng EPS (%)	-8	48,2	(60,2)	-76	99
Cổ tức/cổ phiếu	1.328	937	0	0	509
PER	5,3	3,6	9,0	37,5	18,8
EV/EBITDA (x)	9,0	8,4	15,0	18,6	16,0
Lợi tức (%)	5,2	3,7	-	-	2,0
P/BV(x)	3,9	2,0	1,9	1,4	1,5
Nợ ròng/VCSH (%)	70	25	93	140	92
ROE (%)	25,2	22,9	12,4	3,6	6,6
ROA (%)	9,7	11,2	4,6	1,1	2,8

### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	29.700 / 19.500
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	49,1
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	718,2
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	18.384
Cổ đông lớn (%):	
NGUYEN DUC DOAN	43,4
DEUTSCHE BANK AG	5,0
VIETNAM CENTURY FUND	2,5

### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	-13,2	18,0	14,3	18,5	24,9
So với Index	-6,7	16,4	2,3	-0,8	12,6

### Chỉ số cơ bản

ROE (%)	7,0
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	-11.660
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	5.045
Khả năng trả lãi vay (x):	1,3

Nguyễn Trung Hòa  
(84) 8 44 555 8888 ext 8088  
hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

## Mở rộng thế mạnh nông nghiệp

Tiếp nối với thành công ban đầu từ cao su và mía đường, HAG đã mở rộng lĩnh vực nông nghiệp sang cây bắp và gia súc (bò) tại cả Việt Nam, Lào và Campuchia. Bên cạnh đó, lĩnh vực đầu cọ mà HAG đang phát triển tại Campuchia và Lào cũng hứa hẹn sẽ mang lại triển vọng tốt đẹp cho HAG khi đi vào thu hoạch từ năm 2015. Trong chuyến tham quan các dự án của HAG tại Rattanakiri, Campuchia vào ngày 16/4/2014 vừa qua, chúng tôi đánh giá tích cực về tiến độ của dự án trồng bắp, đầu cọ và công tác chuẩn bị cho dự án nuôi bò của HAG.

### Dự án trồng bắp

Hiện tại HAG đã trồng thử nghiệm được 5.000ha bắp tại Campuchia và hiện đang cho thu hoạch. Cũng giống như dự án trồng cao su và mía đường, dự án trồng bắp của HAG được cơ giới hóa và tự động hóa rất cao với công nghệ nhập khẩu từ Israel. Chẳng hạn việc trồng bắp được thực hiện bằng máy móc với rất ít nhân công. HAG cho biết mỗi máy trồng bắp có thể trồng được 3,5 ha/ngày, mỗi ha có thể trồng khoảng 65.000 hạt bắp giống với tỷ lệ nảy mầm đạt trên 95% (gần 62.000) hạt. Mật độ gieo hạt giống của HAG tuy có dày hơn so với khoảng 50.000 hạt/ha mà nông dân Việt Nam hiện đang áp dụng nhưng nhờ hệ thống chăm sóc được tự động hóa hoàn toàn nên khả năng tăng trưởng của cây bắp vẫn được đảm bảo. Mật độ trồng (khoảng cách giữa các cây) mà HAG đang thử nghiệm là 16, 18, 20 và 22 cm mỗi cây. Bắp giống được HAG mua từ Công ty Charoen Pokphand (CP) Thái Lan.

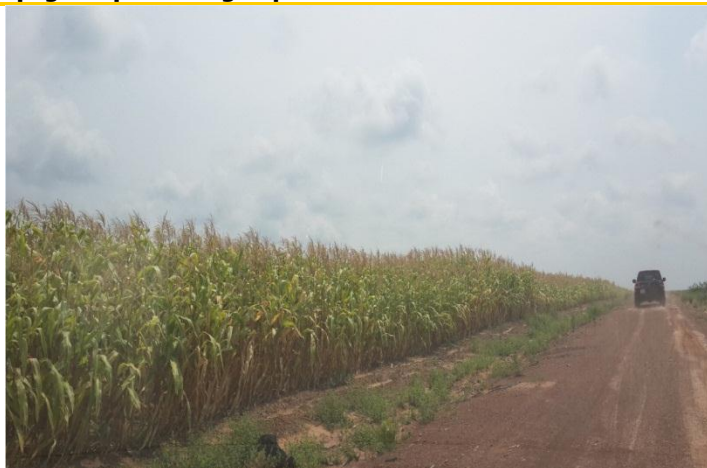
Trước tiên việc tưới nước cho cây bắp được tự động hoàn toàn bằng công nghệ tưới nước nhỏ giọt của Israel mà HAG áp dụng. Hệ thống tưới nước này đảm bảo cung cấp đủ nhu cầu nước đến từng cây bắp thông qua hệ thống hồ chứa và ống tưới. Nhờ vậy HAG có thể trồng vào mùa khô với 2 vụ/năm so với 1 vụ/năm vào mùa mưa theo cách truyền thống. Ngoài ra, thông qua hệ thống tưới nhỏ giọt, phân bón và dinh dưỡng cho cây bắp cũng được tự động đưa đến từng cây. Với cách chăm sóc này cây bắp có thể hấp thụ dinh dưỡng tốt nhất và tỷ lệ thất thoát thấp nhất. Cuối cùng việc thu hoạch bắp cũng được cơ giới hóa bằng máy thu hoạch. HAG cho biết mỗi máy thu hoạch có thể thu hoạch khoảng 4 ha/ngày. Bắp khi thu hoạch sẽ được chở thẳng về nhà máy sấy và đóng gói thành phẩm.

Với kỹ thuật chăm sóc như trên, HAG kỳ vọng năng suất bắp có thể đạt khoảng 10 tấn/ha, gấp đôi năng suất khoảng 5 tấn/ha tại Việt Nam. HAG cũng cho biết giá thành sản xuất ước tính khoảng 2,5 triệu đồng/tấn (25 triệu đồng/ha). Hiện tại đã có nhiều công ty công ty thức ăn chăn nuôi tiếp cận và đặt hàng mua bắp của HAG, trong đó có cả 2 công ty hàng đầu trong lĩnh vực này là CP Việt Nam và Cagrill. Đặc biệt CP cho biết sẽ mua bắp của HAG với giá cao hơn 10 đô-la/tấn so với giá thị trường. HAG ước có thể bán bắp ở mức giá 6 triệu đồng/tấn (60 triệu/ha) tại thị trường Việt Nam.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ bắp trong năm 2014 của HAG đạt khoảng 315 tỷ đồng. Sau khi trừ chi phí vận chuyển về Việt Nam và thuế nhập khẩu, chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận ròng mà HAG có thể đạt được khoảng 2,5 triệu đồng/tấn (25 triệu đồng/ha). Vì vậy, tổng lợi nhuận từ dự án bắp trong năm 2014 có thể đạt được khoảng 125 tỷ đồng.

Trong năm 2015, HAG dự kiến sẽ mở rộng diện tích trồng bắp lên 10.000 ha và sẽ trồng 2 vụ/năm trong năm 2015. Vì vậy, chúng tôi dự đoán doanh thu và lợi nhuận từ bắp của HAG trong năm 2015 có thể đạt lần lượt khoảng 1.200 tỷ và 500 tỷ đồng.

### Một góc dự án trồng bắp của HAG



Nguồn: HAG, MBKE

### Máy thu hoạch bắp



Nguồn: HAG, MBKE

## Dự án dầu cọ

Hiện tại HAG đã trồng được khoảng 12.300 ha diện tích dầu cọ tại Campuchia và Lào. Trong đó lứa trồng đầu tiên tại Campuchia đã được 20 tháng tuổi và sẽ bắt đầu thu hoạch trong năm 2015. Tương tự như các dự án nông nghiệp khác, dự án dầu cọ của HAG cũng được đầu tư đồng bộ công nghệ cao trong khâu chăm sóc. Cụ thể, toàn bộ dự án dầu cọ được đầu tư hệ thống tưới nhỏ giọt và do đó việc bón phân và dinh dưỡng đều được thực hiện tự động thông qua hệ thống này. Ngoại trừ khâu thu hoạch phải được thực hiện thủ công (mỗi nhân công phụ trách thu hoạch khoảng 7ha) do đặc thù của cây dầu cọ không thu hoạch bằng máy được.

Hiện tại dự án dầu cọ này vẫn đang trong giai đoạn chăm sóc nên chúng chưa có đánh giá chính xác về năng suất và chất lượng. Tuy nhiên, mức năng suất dự kiến mà HAG đưa ra là khoảng 30 tấn quả tươi/ha với tỷ lệ chiết xuất dầu khoảng 24%. Để thực hiện việc chiết xuất này, HAG dự kiến sẽ xây dựng nhà máy chế biến dầu cọ công suất khoảng 45 tấn quả tươi/giờ, tương đương 270.000 tấn quả tươi/năm vào năm 2015. Tổng mức đầu tư của nhà máy này dự kiến khoảng 15 triệu đô-la (hơn 300 tỷ đồng).

Việt Nam sẽ là thị trường chính tiêu thụ sản phẩm dầu cọ của HAG do hiện tại Việt Nam vẫn đang phải nhập khẩu 100% dầu cọ phục vụ cho nhu cầu trong nước. Vì vậy, chúng tôi không quá lo ngại về thị trường tiêu thụ đối với dầu cọ của HAG. Trong thời gian tới, HAG cho biết sẽ mở rộng diện tích dự án dầu cọ từ 12.300 ha hiện nay lên 30.000 ha. Toàn bộ quỹ đất cho việc mở rộng này hiện đã gần như được chuẩn bị xong tại Campuchia và Lào.

Chúng tôi đánh giá một khi dự án này được đưa vào thu hoạch dần từ năm 2015 sẽ là động lực tăng trưởng đáng kể của HAG trong khi chờ đợi dự án dài hạn hơn là cao su đi vào thu hoạch đồng loạt từ năm 2016-2017 trở đi.

## Toàn cảnh dự án đầu cọ của HAG



Nguồn: HAG, MBKE

## Dự án nuôi bò

Bên cạnh cây bắp, HAG cũng sẽ mở rộng lĩnh vực nông nghiệp sang chăn nuôi bò. Công ty cho biết đang làm việc để nhập khẩu khoảng 80.000 con bò từ Úc, trong đó khoảng 40.000 con là bò đang có thai và 40.000 con là bò con. Khu vực chăn nuôi là tại các dự án của HAG tại Campuchia, Lào và Việt Nam.

Động lực để HAG quyết định mở rộng lĩnh vực nông nghiệp sang nuôi bò là các lợi thế sẵn có từ dự án trồng bắp, đầu cọ và sắp tới là trồng cỏ. Phụ phẩm từ những dự án này sẽ là nguyên liệu thức ăn đầu vào quan trọng, chiếm khoảng 70% giá thành chăn nuôi bò. HAG cho biết phụ phẩm từ dự án đầu cọ là bánh dầu với hàm thực protein cao là thức ăn rất tốt cho bò. Tương tự, phụ phẩm từ dự án trồng bắp là thân cây bắp và cùi bắp cũng là một nguồn thức ăn quan trọng. Về dự án trồng cỏ thì HAG cho biết công ty hiện có đủ quỹ đất để thực hiện vì mỗi 100 ha cỏ có thể cung cấp thức ăn cho khoảng 3.000 con bò.

Sản phẩm đầu ra dự kiến ban đầu sẽ là thịt bò và sau đó sẽ phát triển nuôi bò lấy sữa. HAG cho biết bò nuôi khoảng 18 tháng với trọng lượng khoảng 600 kg/con thì có thể thu hoạch được. Giá bán thịt bò hơi hiện tại khoảng 3 đô-la/kg. Với quy trình chăn nuôi gần như khép kín, HAG tự tin giá thành sản xuất thịt bò và sữa của công ty sẽ ở mức thấp và rất cạnh tranh so với thịt bò nhập từ Úc hay sữa của Vinamilk hay TH True Milk.

Với những lợi thế sẵn có cùng quy trình chăn nuôi khép kín, chúng tôi đánh giá khá cao dự án nuôi bò của HAG. Nếu như dự án này được triển khai trong năm 2014 thì sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu và lợi nhuận cho HAG vào khoảng năm 2016.

## Các dự án khác của HAG

### Dự án bất động sản tại Myanmar

Tại ĐHCĐ thường niên vào ngày 18/4 vừa qua, HAG cho biết giai đoạn 1 tại dự án này đang diễn ra đúng tiến độ xây dựng với 3 ca/ngày. Công ty đặt mục tiêu hoàn thành và đưa 2 block văn phòng đầu tiên với diện tích khoảng 85.701 m<sup>2</sup> và trung tâm thương mại khoảng 38.000 m<sup>2</sup> vào hoạt động trong quý 1/2015 và khách sạn 5 sao hơn 400 phòng vào hoạt động

trong quý 2/2015. Đến cuối năm 2013 HAG đã giải ngân gần 1.400 tỷ đồng vào dự án này.

Hiện tại HAG đã bắt đầu tiếp nhận đăng ký cho thuê mảng văn phòng và trung tâm thương mại. Riêng mảng trung tâm thương mại thì khoảng 80% diện tích đã được khách hàng đăng ký. Đáng lưu ý hơn, tại ĐHCĐ vừa qua HAG cũng cho biết đã bắt đầu thu tiền từ khách hàng đối với mảng trung tâm thương mại. Đối với mảng khách sạn thì HAG cũng đang đàm phán với các đối tác quản lý và điều hành khách sạn chuyên nghiệp. HAG cho biết giá cho thuê văn phòng tại Yangon, Myanmar hiện tại khoảng 80 đô-la/m<sup>2</sup>/tháng và từ 80-100 đô-la/m<sup>2</sup>/tháng đối với các dự án có vị trí đẹp. Tương tự, giá cho thuê trung tâm thương mại cũng dao động từ 40-50 đô-la/m<sup>2</sup>/tháng.

## Các dự án thủy điện

Về các dự án thủy điện thì HAG cho biết sẽ tiếp tục xây dựng 2 dự án Nậm Kông 2 với công suất 66 MW và dự án Nậm Kông 3 với công suất 45 MW. Cả 2 dự án này đều được thực hiện tại Lào. Đến cuối năm 2013, chi phí xây dựng cơ bản dở dang của các dự án thủy điện của HAG đạt khoảng 997 tỷ đồng, trong đó chúng tôi cho rằng phần lớn là chi phí của 2 dự án này. HAG dự kiến đến cuối 2015 sẽ hoàn thành và đưa vào vận hành dự án Nậm Kông 2. Đối với các dự án thủy điện còn lại thì HAG cho biết sẽ tiếp tục tiến hành khảo sát và đánh giá tính khả thi.

## Kế hoạch 2014 và triển vọng dài hạn

### Kế hoạch LNST 2014 tăng 50% n/n

Trong năm 2014 HAG đặt kế hoạch doanh thu thuần 3.373 tỷ đồng (+21,7% n/n) với tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân ở mức 47%. Lĩnh vực trọng điểm là nông nghiệp sẽ đóng góp khoảng 52,5% tổng doanh thu so với khoảng 38,9% trong năm 2013. Trong đó, mía đường dự kiến tăng trưởng 35% n/n đạt 1.132 tỷ đồng và đóng góp 33,5% tổng doanh thu; cao su tăng 41,5% n/n đạt 341 tỷ đồng và đóng góp 10% tổng doanh thu và bắp đóng góp 8,9% với 300 tỷ đồng.

### Doanh thu của HAG 2013 và kế hoạch 2014

	2013	2014	+/-
Mía đường	838	1.132	34,9%
Cao su	241	341	41,4%
Bắp	0	300	na
Xây dựng	533	1.050	97,0%
Dịch vụ	229	250	9,1%
Bất động sản	247	200	-19,0%
Khác	561	100	-82,1%
<b>Tổng</b>	<b>2.771</b>	<b>3.373</b>	<b>21,7%</b>

*Nguồn: HAG*

Ngoài ra, HAG cũng đặt kế hoạch LNST 2014 tăng 50% n/n đạt 1.460 tỷ đồng so với mức tăng 21,7% n/n của doanh thu. Chúng tôi cho rằng việc lợi nhuận 2014 của HAG tăng mạnh hơn so với doanh thu cũng là hợp lý vì sự tăng trưởng doanh thu của HAG đến từ các ngành có tỷ suất lợi nhuận biên gộp cao như mía đường, cao su và bắp. Ngược lại đóng góp của các ngành có tỷ suất lợi nhuận thấp như bất động sản hay dịch vụ lại sụt giảm mạnh.



Ngoài ra, tính khả thi của kế hoạch tăng trưởng LNST 2014 của HAG còn được củng cố bởi tuyên bố của Tổng giám đốc HAG tại ĐHCĐ thường niên vừa qua rằng sẽ từ chức nếu không hoàn thành kế hoạch.

### **Triển vọng tăng trưởng trung và dài hạn tích cực**

Chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng trung dài hạn của HAG trong giai đoạn 2015-2017 khá tích cực. Hiện tại chỉ mới có khoảng 25% trong tổng số diện tích 44.500 ha cao su đến tuổi khai thác. Vì vậy khi phần diện tích còn lại của dự án cao su đi vào hoạt động dần và đạt đỉnh vào năm 2017 thì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HAG sẽ có sự bứt phá. Tương tự, dự án đầu cọ và dự án nuôi bò theo đánh giá của chúng tôi cũng sẽ bắt đầu được thu hoạch đồng loạt vào khoảng năm 2016 và 2017.

Ngoài ra, dự án rất được kỳ vọng sẽ tạo nên sự đột biến tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HAG là dự án bất động sản tại Myanmar. Giai đoạn 1 của dự án sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận từ năm 2015 và giai đoạn 2 cũng sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu và lợi nhuận trong khoảng 2 năm sau đó.

Điểm thuận lợi đối với triển vọng trung dài hạn của HAG là công ty vẫn đảm bảo được dòng tiền cũng như doanh thu và lợi nhuận trong ngắn hạn nhờ cây ngắn ngày là mía đường và bắp. Chúng tôi ước tính doanh thu hàng năm từ mía đường và bắp của HAG hàng năm khoảng trên 2.300 tỷ với lợi nhuận gộp biên khoảng 50-60%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HAG sẽ phù hợp cho nhà đầu tư giá trị trong dài hạn có đủ thời gian để chờ đợi HAG gặt hái thành quả từ các dự án đã và đang được đầu tư hiện tại.

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12</b> <b>(tỷ VND)</b>	<b>FY09</b>	<b>FY10</b>	<b>FY11</b>	<b>FY12</b>	<b>FY13</b>
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (reported) (x)	5,3	3,6	9,0	37,5	18,8
P/BV (x)	3,9	2,0	1,9	1,9	1,4
Net dividend yield (%)	5,2	3,7	0,0	0,0	2,0
FCF yield (%)	-8,5	-18,8	-52,8	-35,7	-28,8
EV/EBITDA (x)	9,0	8,4	15,0	18,6	16,0
EV/EBIT (x)	9,8	8,7	17,0	24,5	22,9
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>4.365</b>	<b>4.525</b>	<b>3.150</b>	<b>4.394</b>	<b>2.771</b>
Giá vốn hàng bán	-2.359	-2.233	-1.726	-3.194	-1.575
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.007</b>	<b>2.292</b>	<b>1.424</b>	<b>1.201</b>	<b>1.196</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	-271	-323	-395	-412	-400
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	22	1	-18	-90	-46
Lãi/ (lỗ) khác	0	3	0	1	0
<b>EBIT</b>	<b>1.758</b>	<b>1.972</b>	<b>1.012</b>	<b>700</b>	<b>750</b>
Chi phí tài chính ròng	-14	1.045	690	-175	249
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>1.744</b>	<b>3.017</b>	<b>1.702</b>	<b>525</b>	<b>999</b>
Thuế thu nhập	-457	-795	-377	-160	-27
Lợi ích cổ đông thiểu số	-98.0	-128.5	-157.3	-15.3	-125.8
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>1.189</b>	<b>2.094</b>	<b>1.168</b>	<b>350</b>	<b>846</b>
EBITDA	4.812	7.133	2.836	680	1.353
EPS	1.917	2.049	1.147	925	1.076
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>12.196</b>	<b>18.772</b>	<b>25.577</b>	<b>31.285</b>	<b>29.813</b>
Tài sản ngắn hạn	7.404	11.232	13.308	14.309	9.741
Tiền và tương đương tiền	1.944	3.589	2.896	2.518	2.448
Đầu tư tài chính ngắn hạn	158	82	97	150	150
Hàng tồn kho	2.213	2.995	4.449	4.265	1.838
Phải thu khách hàng	2.956	4.362	5.517	6.982	5.093
Khác	132	204	349	393	211
Tài sản dài hạn	4.793	7.540	12.268	16.975	20.073
Đầu tư dài hạn	2.061	2.855	3.758	3.054	815
Tài sản cố định ròng	2.517	4.396	7.866	13.038	14.146
Khác	214	289	644	883	5.111
<b>Nợ phải trả</b>	<b>7.069</b>	<b>8.747</b>	<b>15.493</b>	<b>20.461</b>	<b>16.293</b>
Nợ ngắn hạn	4.295	5.196	6.778	6.724	4.959
Phải trả ngắn hạn	198	667	742	696	654
Vay ngắn hạn	2.992	3.093	3.202	2.517	3.130
Khác	1.106	1.436	2.834	3.511	1.176
Nợ dài hạn	2.774	3.551	8.715	13.737	11.334
Nợ dài hạn phải trả	2.249	2.782	8.424	13.614	11.129
Khác	525	769	291	123	205
<b>Nguồn vốn</b>	<b>4.712</b>	<b>9.159</b>	<b>9.399</b>	<b>9.753</b>	<b>12.853</b>
Vốn góp cổ đông	2.705	3.115	4.673	5.374	7.182
Các quỹ	1.990	6.044	4.726	4.380	5.671
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>416</b>	<b>866</b>	<b>685</b>	<b>1.070</b>	<b>667</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>	<b>1.083.</b>				<b>-</b>
<b>Dòng tiền hữ kinh doanh</b>	<b>3</b>	<b>294.4</b>	<b>-993.8</b>	<b>940.4</b>	<b>2.059.8</b>
Lợi nhuận ròng	1.189	2.094	1.168	350	846
Khấu hao	159	77	136	225	326
Thay đổi vốn hoạt động	-402	-1.179	-1.577	1.010	-1.978
Khác	138	-698	-720	-644	-1.254
<b>Dòng tiền hữ đầu tư</b>	<b>-1.673</b>	<b>-1.786</b>	<b>-5.299</b>	<b>-5.833</b>	<b>-3.215</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-1.325	-2.293	-4.782	-5.870	-4.725
Thay đổi trong đầu tư	-434	342	-859	-173	1.346
Khác	86	165	341	210	164
Dòng tiền sau hữ đầu tư	-590	-1.491	-6.293	-4.893	-5.275
<b>Dòng tiền hữ tài chính</b>	<b>2.003</b>	<b>2.553</b>	<b>6.184</b>	<b>4.515</b>	<b>5.205</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	218	717	9	24	1.053
Thay đổi khoản nợ vay	2.144	2.088	5.595	4.493	4.340
Khác	0	40	579	-2	178
Cổ tức	-359	-292	0	0	-366
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>1.413</b>	<b>1.062</b>	<b>-110</b>	<b>-378</b>	<b>-70</b>

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12</b> <b>(tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14E</b>	<b>FY15E</b>
<b>Các chỉ số chính</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	132,1	3,7	-30,4	39,5	-36,9
EBIT	165,0	12,2	-48,7	-30,8	7,1
EBITDA	-97,5	-98,9	-99,4	-99,2	-98,8
Lợi nhuận ròng	69,8	76,1	-44,2	-70,0	141,8
EPS	-7,6	48,2	-60,2	-76,0	99,1
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46,0	50,7	45,2	27,3	43,2
Tỷ suất EBIT	40,3	43,6	32,1	15,9	27,0
Tỷ suất EBITDA	43,9	45,3	36,4	21,0	38,8
Tỷ suất lợi nhuận ròng	29,5	49,1	42,1	8,3	35,1
ROA	9,7	11,2	4,6	1,1	2,8
ROE	25,2	22,9	12,4	3,6	6,6
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	111,2	64,1	123,7	165,4	110,9
Nợ vay ròng/VCSH (%)	70,0	25,0	92,9	139,6	91,9
Khả năng trả lãi vay (X)	8,5	9,6	2,2	1,4	1,3
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,5	0,6	0,3	0,2	0,2
Dòng tiền/lãi vay (X)	5,2	1,4	-2,1	1,9	-3,5
Dtiền/lãi&nợ vay NH (X)	0,4	0,1	-0,3	0,4	-0,7
Khả năng TT hiện hành (X)	1,7	2,2	2,0	2,1	2,0
Khả năng TT nhanh (X)	1,2	1,6	1,3	1,5	1,6
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	-3.138.7	2.204.4	8.632.0	13.462.7	11.659.7
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	4.812	7.133	2.836	680	1.353
CFPS	40.054	9.452	-21.267	17.501	-28.682
BVPS	6.537	12.753	13.087	13.581	17.897
	161.400	145.25	67.417	81.777	38.588
SPS		1			
EBITDA/share	70.865	65.786	24.555	17.209	14.982
Cổ tức tiền mặt	1.328	937	0	0	509



## BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH – KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

### **Nguyễn Thị Ngân Tuyền**

*Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8081

[tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí
- Ngân hàng

### **Trịnh Thị Ngọc Điệp**

(84) 4 44 555 888 x 8208

[diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn](mailto:diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn)

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

### **Trương Quang Bình**

(84) 4 44 555 888 x 8087

[binh.truong@maybank-kimeng.com.vn](mailto:binh.truong@maybank-kimeng.com.vn)

- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

### **Nguyễn Hoài Nam**

(84) 4 44 555 888 x 8029

[nam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:nam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Phân tích kỹ thuật

### **Nguyễn Trung Hòa**

*Phó Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8088

[hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Ví mô
- Thép
- Bất động sản

### **Phạm Nhật Bích**

(84) 8 44 555 888 x 8083

[bich.pham@maybank-kimeng.com.vn](mailto:bich.pham@maybank-kimeng.com.vn)

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

### **Nguyễn Thị Sony Trà Mi**

(84) 8 44 555 888 x 8084

[mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Cảng biển
- Dược phẩm
- Thực phẩm và đồ uống

### **Nguyễn Thanh Lâm**

(84) 8 44 555 888 x 8086

[thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Phân tích kỹ thuật

## Phục lục 1: Điều khoản cho việc cung cấp báo cáo và những khuyến cáo

### Khuyến nghị

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích lưu hành chung và cung cấp thông tin và báo cáo này không có ý định hoặc được xem là những đề nghị mua hoặc bán cổ phiếu được đề cập ở đây trong bất kỳ trường hợp nào. Nhà đầu tư nên lưu ý rằng giá trị của những cổ phiếu này có thể dao động và giá trị hoặc giá của mỗi cổ phiếu có thể tăng hoặc giảm. Những quan điểm và khuyến nghị bao gồm ở đây đều dựa vào hệ thống đánh giá kỹ thuật và cơ bản. Hệ thống đánh giá kỹ thuật có thể khác hệ thống đánh giá cơ bản bởi vì việc định giá kỹ thuật sử dụng nhiều phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào các thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ thị trường chứng khoán vào việc phân tích cổ phiếu. Do đó, lợi nhuận của nhà đầu tư có thể thấp hơn tổng số vốn đầu tư ban đầu. Các kết quả trong quá khứ không nhất thiết là những chỉ dẫn của các kết quả trong tương lai. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp những tư vấn đầu tư cá nhân và cũng không xem xét mục đích đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và yêu cầu đặc biệt của những người nhận và đọc báo cáo này. Vì vậy nhà đầu tư chỉ nên tìm kiếm những ý kiến về tài chính, luật pháp và những khuyến nghị khác liên quan đến sự phù hợp của việc đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu nào hoặc những chiến lược đầu tư được thảo luận và khuyến nghị trong báo cáo này.

Những thông tin trong báo cáo này được trích từ những nguồn được tin là đáng tin cậy nhưng những nguồn này không được xác minh một cách độc lập bởi Maybank Investment Bank Berhad, các công ty con và công ty liên kết (có thể được gọi là "MKE") và vì vậy không đại diện cho tính xác thực và đồng bộ của báo cáo này bởi MKE và do đó không nên dựa vào những nguồn như vậy. Vì vậy, MKE và tất cả nhân viên, giám đốc, chuyên viên và các tổ chức và/hoặc nhân viên liên quan (có thể gọi là "Đại diện") sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ những tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp mà có thể phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào báo cáo này. Bất kỳ những thông tin, quan điểm hoặc khuyến nghị nào bao gồm trong báo cáo này có thể thay đổi vào bất cứ lúc nào mà sẽ không được thông báo trước.

Báo cáo này có thể bao gồm những phát biểu dự báo mà thường hoặc không phải lúc nào cũng được nhận biết bằng cách sử dụng các từ ngữ như "đoán trước", "tin rằng", "ước tính", "dự tính", "kế hoạch", "kỳ vọng", "dự phòng" và "dự báo" và những phát biểu rằng một sự kiện hoặc kết quả như "có thể", "sẽ", "có thể", hoặc "nên" xảy ra hoặc đạt được và những phát biểu tương tự khác. Những phát biểu dự báo như vậy được dựa vào những giả định và thông tin được công bố cho chúng tôi và có thể chịu những rủi ro và không chắc chắn mà có thể làm cho kết quả thực tế khác nhiều so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo. Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước.

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác. Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này. MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành. Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc của những tổ chức phát hành những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

Báo cáo này được thực hiện cho khách hàng của MKE sử dụng và không được báo cáo lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này.

Báo cáo này không được hướng dẫn hay nhằm mục đích phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc cư trú tại những địa phương, tỉnh (tiểu bang), quốc gia nơi mà việc phân phối, phát hành, hoặc sử dụng có thể trái với luật hoặc quy định. Báo cáo này chỉ được phân phối trong những trường hợp được chấp thuận bởi pháp luật hiện hành. Các cổ phiếu được đưa ra ở đây có thể phù hợp cho mục đích bán trong tất cả các khu vực hoặc đối với những nhà đầu tư nhất định. Không có định kiến đối với những dự báo sau này, người đọc nên lưu ý rằng những tuyên bố trách nhiệm khác, cảnh báo hoặc những hạn chế có thể được áp dụng dựa vào vị trí địa lý của cá nhân hoặc tổ chức tiếp nhận báo cáo này.

### Malaysia

Những quan điểm hoặc khuyến nghị bao gồm ở đây trong mọi hình thức phân tích kỹ thuật hoặc cơ bản. Phân tích kỹ thuật có thể khác với phân tích cơ bản vì việc định giá kỹ thuật áp dụng những phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào những thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ Bursa Malaysia Securities trong phân tích chứng khoán.

### Singapore

Báo cáo này được thực hiện vào ngày và những thông tin trong đây có thể chịu sự thay đổi. Maybank Kim Eng Research Pte Ltd. ("Maybank KERPL") ở Singapore không có trách nhiệm phải cập nhật những thông tin này cho người nhận. Đối với việc phân phối báo cáo này tại Singapore, người nhận báo cáo này phải liên hệ với Maybank KERPL ở Singapore về những vấn đề phát sinh từ hoặc liên hệ với báo cáo này. Nếu người nhận báo cáo này không phải là nhà đầu tư được cấp phép, những nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc những tổ chức (được quy định tại Điều 4A của Luật về cổ phiếu và giao dịch tương lai của Singapore), Maybank KERPL sẽ chịu trách nhiệm pháp lý đối với nội dung của báo cáo này với những trách nhiệm được giới hạn theo quy định của pháp luật.

### Thái Lan (Thailand)

Việc công bố những kết quả điều tra của Học Viện Hiệp hội các Giám Đốc của Thái Lan (Thai Institute of Directors Association - IOD) về quản trị doanh nghiệp được thực hiện bởi những người tham gia hoạch định chính sách của Văn phòng Ủy Ban Thị trường chứng khoán. Các điều tra của IOD dựa vào thông tin của những công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Thái Lan và Thị trường đầu tư tài sản thay thế được công bố rộng rãi và có thể được đánh giá bởi nhà đầu tư. Do đó, kết quả này là từ quan điểm của bên thứ ba. Nó không phải là việc đánh giá hoạt động và không dựa vào những thông tin nội bộ. Kết quả điều tra này sẽ được công bố trong báo cáo quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Thái Lan vào ngày phát hành. Vì vậy những điều tra này có thể bị thay đổi sau ngày phát hành. Maybank Kim Eng Securities (Thái Lan) Public Company Limited ("MBKET") không xác nhận hay chứng nhận về tính chính xác của những kết quả điều tra này.

Ngoại trừ khi được cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này có thể được viết lại hoặc phân phối lại dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự cho phép bằng văn bản trước của MBKET. MBKET sẽ không chịu trách nhiệm gì đối với mọi hành động của bên thứ ba về khía cạnh này.

### Mỹ (US)

Báo cáo này được thực hiện bởi MKE được phân phối tại Mỹ ("US") tới các nhà đầu tư tổ chức chủ yếu tại Mỹ (được quy định tại điều 15a-6 bởi Luật thị trường chứng khoán năm 1934 đã được sửa đổi) chỉ bởi Maybank Kim Eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA"), công ty môi giới đăng ký tại Mỹ (đăng ký tại Điều 15 của Luật thị trường chứng khoán sửa đổi năm 1934). Tất cả mọi trách nhiệm của việc phân phối báo cáo này của Maybank KESUSA tại Mỹ sẽ được thực hiện bởi Maybank KESUSA. Tất cả những kết quả giao dịch của các cá nhân và tổ chức tại Mỹ sẽ được thực hiện thông qua công ty môi giới đã đăng ký tại Mỹ. Báo cáo này sẽ không được hướng dẫn cho nhà đầu tư nếu MKE bị cấm hoặc bị giới hạn cung cấp cho nhà đầu tư bởi bất kỳ quy định hoặc điều luật nào tại các lãnh thổ. Nhà đầu tư nên chấp thuận trước khi đọc báo cáo mà Maybank KESUSA được phép cung cấp những công cụ nghiên cứu về đầu tư được quy định bởi những quy định và điều luật.

### Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd ("Maybank KESL") được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK. Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thế là rủi ro riêng của những cá nhân. Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập.

## CÔNG BỐ THÔNG TIN

### Công bố tổ chức hợp pháp

**Malaysia:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Malaysia bởi Maybank Investment Bank Berhad (15938-H), là một tổ chức tham gia vào Bursa Malaysia Berhad và một tổ chức được cấp phép dịch vụ và thị trường tài chính được ban hành bởi Ủy ban Chứng khoán Malaysia. **Singapore:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Singapore bởi Maybank KERPL (Co. Reg No 197201256N) được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore. **Indonesia:** PT Kim Eng Securities ("PTKES") (Reg. No. KEP-251/PM/1992) là một tổ chức của Thị trường chứng khoán Indonesia và được quy định bởi BAPEPAM LK. **Thailand:** MBKET (Reg. No.0107545000314) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Thái Lan và được quy định bởi Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán. **Philippines:** MATRKES (Reg. No.01-2004-00019) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Philippines và được quy định bởi Ủy ban chứng khoán. **Việt Nam:** Công Ty TNHH Một Thành Viên Chứng Khoán Maybank Kim Eng (giấy phép số 117/GP-UBCK) được cấp phép bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước Việt Nam. **Hong Kong:** KESHK (Central Entity No AAD284) được quy định Ủy ban thị trường tương lai và chứng khoán. **Ấn Độ (India):** Công ty chứng khoán Kim Eng Ấn Độ ("KESI") là thành viên của Thị trường chứng khoán quốc gia Ấn Độ (Reg No: INF/INB 231452435) và thị trường chứng khoán Bombay (Reg. No. INF/INB011452431) và được quy định bởi Hội đồng thị trường chứng khoán Ấn Độ. KESI được đăng ký với SEBI tại Điều 1 Merchant Banker (Reg. No. INM 000011708) **US:** Maybank KESUSA là thành viên của/ và được cấp phép theo quy định của FINRA – Broker ID 27861. **UK:** Maybank KESL (Reg No 2377538) là đơn vị được cấp phép theo quy định của Cơ quan dịch vụ tài chính.

### Tuyên bố lợi ích

**Malaysia:** MKE và đại diện có thể giữ những vị trí hoặc có lợi ích quan trọng đối với những cổ phiếu được đề cập tại đây và có thể có những hoạt động khác như tạo lập thị trường hoặc có thể có những cam kết phát hành hoặc liên quan đến những cổ phiếu đó và cũng có thể thực hiện hoặc tìm kiếm những dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn và những dịch vụ khác hoặc có liên quan đến những công ty này.

**Singapore:** Vào ngày 20/8/2012, Maybank KERPL và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất cứ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

**Thailand:** MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua trái phiếu sinh trên những cổ phiếu hoặc công ty được đề cập trong báo cáo này. Do đó, nhà đầu tư nên tự có những đánh giá trước khi quyết định đầu tư. MBKET, chuyên viên và những giám đốc, những tổ chức liên quan và/hoặc nhân viên có thể có lợi ích và/hoặc những cam kết phát hành đối với những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

**Hong Kong:** KESHK có thể có lợi ích tài chính liên qua đến tổ chức phát hành hoặc tổ chức niêm yết mới tiềm năng được định nghĩa bởi những quy định trong điều 16.5(a) của Quy định về Đạo đức nghề nghiệp cá nhân tại Hong Kong được cấp phép và đăng ký với Ủy ban thị trường cổ phiếu và tương lai.

Vào ngày phát hành báo cáo, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

## NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

### Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

Những quan điểm được đề cập trong báo cáo này phản ánh chính xác những quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về bất kỳ hoặc tất cả các cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành; và chuyên viên phân tích đã, đang và sẽ không có bất kỳ sự bồi thường nào trực tiếp và gián tiếp liên quan đến những khuyến nghị hoặc quan điểm được đưa ra trong báo cáo này.

### Lưu ý

Các chứng khoán cấu trúc là những công cụ phức tạp, tiêu biểu như bao gồm mức độ rủi ro cao và nhằm mục đích bán cho những nhà đầu tư cao cấp, những người có thể hiểu và chấp nhận những rủi ro liên quan. Giá trị thị trường của những chứng khoán cấu trúc (structured securities) có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về yếu tố kinh tế, tài chính và chính trị (bao gồm nhưng không giới hạn lãi suất hiện tại và tương lai), thời gian đáo hạn (time to maturity), điều kiện thị trường và những biến động và chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành. Những nhà đầu tư quan tâm đến việc mua những sản phẩm cấu trúc nên có những phân tích riêng về sản phẩm này và tham khảo với các tổ chức tư vấn chuyên nghiệp về những rủi ro liên quan đến giao dịch mua.

**Không phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, sao in hoặc lặp lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.**

### Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15% (chưa bao gồm cổ tức)
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% đến 15% (chưa bao gồm cổ tức)
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới 15% (chưa bao gồm cổ tức)

### 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.

### 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

Kevin FOY  
kevinfoy@maybank-ke.com.sg  
Tel: (65) 6336-5157  
US Toll Free: 1-866-406-7447

### Singapore

**Maybank Kim Eng Securities Pte  
Ltd**  
**Maybank 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

Alex TSUN  
alextsun@kimeng.com.hk  
Tel: (852) 2268 0228  
US Toll Free: 1 877 837 7635

### 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 Maybank 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

**Maybank Kim Eng Securities  
Limited**  
4A-15+16 Floor Vincom Center Dong  
Khoi, 72 Le Thanh Ton St. District 1  
Ho Chi Minh City, Vietnam  
  
Tel : (84) 844 555 888  
Fax : (84) 8 38 271 030

### 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