



## Vinamilk (VNM VN)

Giá cổ phiếu: 125.000 VND

VHTT: 104.180 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 150.000 VND

GTGD bq: 42,6 tỷ VND

Hàng tiêu dùng

# BUY

### KQKD Q1/2014

- Lợi nhuận ròng Q1/14 giảm 9,4% n/n dù doanh thu tăng 15% n/n do biên lợi nhuận giảm và chi phí BH&QL tăng.
- Tăng trưởng trung và dài hạn tốt nhờ mở rộng công suất đến năm 2016 sẽ đạt 1,6 triệu tấn/năm, +60%.
- Định giá hấp dẫn với P/E kỳ vọng là 16,7 lần so với 26,3 lần của bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực.

### Tin tức/sự kiện

VNM vừa công bố KQKD hợp nhất Q1/2014. Theo đó doanh thu hợp nhất tăng 15% n/n đạt 7.678 tỷ đồng, trong đó giá bán bình quân tăng khoảng 6%/n/n. Lợi nhuận ròng giảm 9,4% n/n còn 1.387,4 tỷ đồng chủ yếu do tỷ lệ CPBH&QL/DT tăng từ 10,6% trong Q1/13 lên 12,9% trong Q1/14 và tỷ suất lợi nhuận biên gộp giảm mạnh 3,4 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận biên gộp Q1/14 (33,4%) vẫn cao hơn so với Q4/13 (32,7%).

DHCD Vinamilk thông qua kế hoạch lợi nhuận cả năm 2014 giảm 8,3% n/n còn 5.993 tỷ đồng, cổ tức cả năm 2013 là 4.800 đ/cp (đã tạm ứng 2.800đ trong năm 2013 và chi tiếp 2000đ trong 5/2014, và chia thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 5:1.

### Nhận định của MBKE

Lợi nhuận ròng sụt giảm do giá sữa nguyên liệu tăng và VNM chi khá nhiều chi phí cho hoạt động bán hàng và marketing để giữ thị phần. Việc này khiến chúng tôi điều chỉnh dự báo KQKD 2014 của VNM, theo đó giá mục tiêu cũng được điều chỉnh còn 150.000 đ/cp.

Trong tình hình sức mua đang giảm và giá sữa nguyên liệu tăng, chúng tôi cho rằng kế hoạch lợi nhuận 2014 giảm là hợp lý. Tuy vậy, VNM vẫn có tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn khi sức mua tăng trở lại nhờ tăng công suất và mở rộng hợp tác quốc tế.

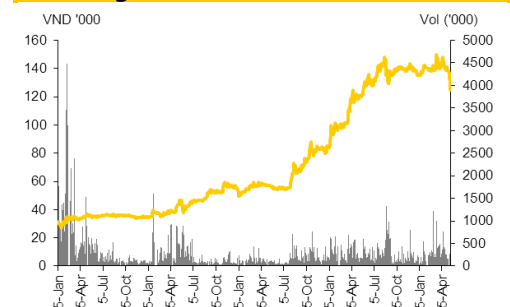
Cổ phiếu VNM đang được giao dịch ở mức PE kỳ vọng 2014 là 16,7 lần, khá hấp dẫn so với 26,3 lần của bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	21.627	26.562	30.949	36.162	41.777
EBITDA	4.731	6.741	8.082	8.363	9.531
Lợi nhuận ròng	4.218	5.819	6.534	6.245	7.027
EPS	5.115	6.979	7.835	7.488	8.426
Tăng trưởng EPS (%)	22,4	36,4	12,3	-4,4	12,5
Cổ tức/cổ phiếu	2.667	3.800	3.400	4.000	4.000
PER	24,4	17,9	16,0	16,7	14,8
EV/EBITDA (x)	21,2	14,7	12,1	11,7	10,2
Lợi tức (%)	2,1	3,0	2,7	3,2	3,2
P/BV(x)	8,4	6,7	5,9	5,1	4,3
Nợ ròng/VCSH (%)	-31,2	-33,3	-37,3	-33,3	-30,0
ROE (%)	41,3	41,6	39,6	33,0	31,7
ROA (%)	32,1	33,0	30,7	26,3	26,2

### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	152.000/122.000
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	45,1
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	833,95
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	104.180
Cổ đông lớn (%):	
- Nhà nước	45,1
- F&N	9,5
- Deutsche Bank	4,9

### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	-15,0	-10,7	-10,1	0,8	-7,4
So với Index	-2,7	-6,9	-14,9	-7,2	-11,4

### Chỉ số cơ bản

ROE (%)	39,6
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	6.600
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	20.429
Khả năng trả lãi vay (x):	n/a

Nguyễn Thị Ngân Tuyền  
 (84) 8 44 555 88P8 ext 8081  
 tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

## Kế hoạch 2014

### Kế hoạch lợi nhuận 2014 giảm

ĐHCD Vinamilk đã thông qua kế hoạch lợi nhuận ròng năm 2014 giảm 8,3% dù kế hoạch doanh thu tăng 14,9%. Chúng tôi cho rằng đây là kế hoạch hợp lý mặc dù chúng tôi vẫn có cơ sở để lạc quan hơn kế hoạch của công ty đề ra dựa trên cơ sở giá bột sữa nguyên liệu đã giảm nhiệt hơn so với năm trước và và sức cầu đang dần tăng trở lại khi kinh tế dần khởi sắc. VNM đã tăng giá bán khoảng 6% từ đầu năm 2014.

### Kế hoạch cổ tức 2014 không thấp hơn 50% lợi nhuận

ĐHCD đã thông qua tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt cho năm 2013 là 4.800 đ/cp (từ mức 3.400 đ/cp), tương đương với tỷ lệ cổ tức/lợi nhuận (payout ratio) là 61,2%. Trong năm 2013 VNM đã tạm ứng 2 đợt tổng cộng là 2.800 đ/cp. Dự kiến phần còn lại (2.000 đ/cp) sẽ được chốt quyền ngày 13/5/2014 và thanh toán trong Q2/14.

Kế hoạch cổ tức tiền mặt năm 2014 sẽ không thấp hơn 50% lợi nhuận sau thuế với thời điểm chi trả cổ tức đợt 1 là tháng 9/2014 và đợt 2 là tháng 7/2015. Chúng tôi ước tính lợi tức cổ tức sẽ vào khoản 3%/năm.

### Kế hoạch chia cổ phiếu thưởng 5:1

Bên cạnh đó, VNM cũng được ĐHCD thông qua việc chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 5:1, dự kiến sẽ thực hiện trong Q2 hoặc Q3 năm nay. Lịch sử cho thấy, mỗi lần VNM chia tách cổ phiếu, giá của cổ phiếu VNM lại tiếp tục tăng trở lại như trước khi điều chỉnh. Tỷ lệ chia tách đợt này không cao như những lần trước một phần cũng do nguyên nhân VNM không muốn các chỉ số cơ bản của cổ phiếu bị pha loãng quá mức khi tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của VNM không còn cao như 5 năm trước.

### Dự báo và định giá

Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo cho năm 2014 giảm do kết quả kinh doanh Q1/14 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Mặc dù chúng tôi có lạc quan hơn kế hoạch của công ty nhưng vẫn dự báo lợi nhuận ròng cả năm 2014 của VNM giảm 4,4% n/n dựa trên lợi nhuận gộp biên là 33% (giảm so với mức 36% của năm 2013). Theo đó, EPS năm 2014 được dự báo đạt 7.488 đ/cp, kéo theo giá mục tiêu của VNM cũng được thay đổi còn 150.000 đ/cp.

Với những phiên giảm trên bình diện rộng của TTCK nói chung trong thời gian vừa qua, VNM cũng không nằm ngoài xu hướng. Giá cổ phiếu VNM đã giảm 15% trong một tháng qua, vì vậy chúng tôi cho rằng đây là cơ hội đầu tư đối với cổ phiếu VNM. Với giá đóng cửa 125,000đ/cp, tương đương với mức P/E kỳ vọng là 16,7 lần, hấp dẫn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực là 26,4 lần.

## Triển vọng tăng trưởng trung và dài hạn

### Định vị tốt để hưởng lợi thế

Vinamilk định vị công ty rất tốt để hưởng lợi từ sự gia tăng của tầng lớp trung lưu mới nổi ở Việt Nam, cơ cấu dân số trẻ, và mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người thấp. Mặc dù, tiêu thụ sữa bình quân đầu người ở Việt Nam đang tăng dần, hiện ở mức 16kg/người/năm nhưng vẫn thấp hơn các nước trong khu vực như Thái Lan (40kg), Trung Quốc (26kg) và Philippines (20kg). Thị phần của VNM liên tục gia tăng qua các năm đạt 56% năm 2013, cách khá xa công ty thứ hai là Dutch Lady chỉ khoảng 19%.

## Tăng trưởng trung và dài hạn nhờ mở rộng công suất

Trong năm 2013, VNM đã lần lượt đưa vào hoạt động 2 nhà máy, nhà máy sữa bột Việt Nam và nhà máy sữa nước Việt Nam giai đoạn 1 với công suất lần lượt là 54.000 tấn sữa bột/năm và 400 triệu lít sữa nước/năm. Tổng công suất của VNM dự kiến đến năm 2016 sẽ đạt 1,6 triệu tấn/năm. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của VNM sẽ tăng trưởng kép khoảng 15% /năm trong vài năm tới.

## Chiến lược phát triển của công ty

Vinamilk khẳng định vẫn tiếp tục tập trung vào sữa và các sản phẩm từ sữa (chiếm 95% doanh thu) trong 5-15 năm tới. Công ty cũng sẽ phát triển thêm phân khúc sản phẩm thức uống tốt cho sức khỏe như sữa đậu nành, nước trái cây, trà xanh dưới nhãn hiệu "Vfresh". Những sản phẩm nước uống không có ga này chiếm không quá 5% tổng doanh thu của công ty.

## Tập trung tăng trưởng phân khúc sữa nước và sữa bột

Trong số những sản phẩm về sữa của Vinamilk, phân khúc sữa nước (bao gồm cả sữa tươi) và sữa bột sẽ tăng trưởng nhanh trong tương lai nhờ vào nhận thức về dinh dưỡng của người tiêu dùng trong nước gia tăng và tỷ lệ thâm nhập thị trường của sản phẩm sữa trong nước hiện tại còn quá thấp, 80% sản lượng sữa bột được tiêu thụ ở thành thị trong khi hơn 70% dân số của Việt Nam là nông thôn. Phân khúc sữa nước của Vinamilk chiếm 50% thị phần sữa nước, cách khá xa so với đối thủ chính là Dutch Lady nắm giữ khoảng 30% thị phần.

Trong khi đó sản phẩm sữa bột của Vinamilk chiếm khoảng 20% thị phần về khối lượng và 18% thị phần nếu tính theo giá trị. Điều này cho thấy phân khúc sữa bột cạnh tranh khá gay gắt nhưng Vinamilk vẫn có nhiều lợi thế để tăng trưởng nhờ vào giá cả cạnh tranh và công nghệ sản xuất hiện đại của nhà máy mới (khai trương tháng 4/2013). Theo ban lãnh đạo công ty, giá sữa của Vinamilk thấp hơn 30%-50% so với các hãng sữa ngoại.

Tốc độ tăng trưởng ở những phân khúc sữa khác sẽ không cao lắm do Vinamilk hiện đã giữ thị phần gần như tuyệt đối ở những phân khúc này như yaourt (90% thị phần) và sữa đặc có đường (70% thị phần).

## Đảm bảo nguồn nguyên liệu ổn định

Sữa bột nguyên liệu nhập khẩu, chủ yếu từ Úc và New Zealand, chiếm 75% chi phí nguyên vật liệu của công ty. Để đảm bảo nguồn nguyên liệu ổn định, VNM đã đầu tư 19% cổ phần ở Miraka, công ty chế biến sữa ở New Zealand. Công suất thiết kế nhà máy của Miraka đạt 32,000 tấn/năm, và có thể mở rộng trong tương lai. Miraka đã bắt đầu cung cấp sữa bột nguyên liệu cho VNM từ cuối năm 2011 với giá thị trường.

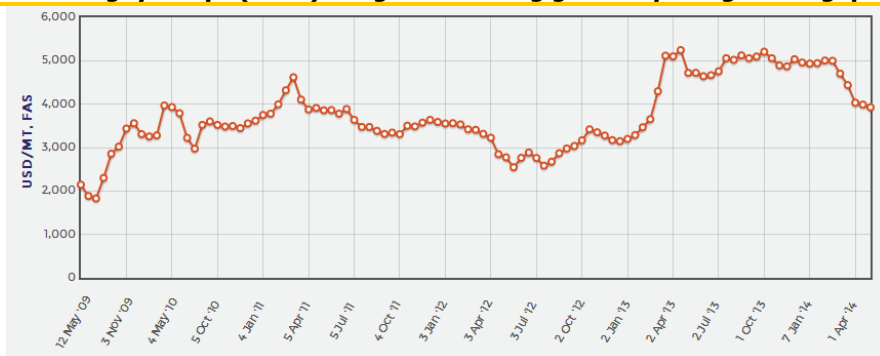
Ngoài ra, nhằm đảm bảo chất lượng của nguồn nguyên liệu sữa tươi để sản xuất sữa thanh trùng và các sản phẩm cao cấp khác cũng như đảm bảo an toàn của chuỗi cung ứng, VNM đã xây dựng và phát triển trang trại riêng của công ty cũng như hợp tác hỗ trợ cho nông dân nuôi bò sữa dưới nhiều hình thức như: hợp tác trong việc thu mua, hỗ trợ kỹ thuật và hỗ trợ thiết bị cơ sở hạ tầng. Bằng cách này người nông dân có thể cải thiện hiệu quả cũng như chất lượng nuôi bò sữa trong khi đó Vinamilk đảm bảo được nguồn nguyên liệu sữa tươi chất lượng cao.

Tính đến 2013, thông qua các công ty con, Vinamilk đã xây dựng và phát triển 5 trang trại bò sữa với tổng đàn bò đạt 9.000 con. Thêm vào đó, VNM đặt kế hoạch sẽ tăng đàn bò lên 36.000 – 40.000 con trong 3-5 năm tới.

Hiện nay công ty đã có quỹ đất lớn ở Thanh Hóa (2.400ha) và Tây Ninh (700 ha).

Mặc dù có thể ổn định được nguồn nguyên liệu, VNM vẫn gặp nhiều thách thức khi giá sữa bột nguyên liệu trên thế giới gia tăng. Chúng tôi ước tính VNM có thể chuyển một phần sang người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán. Dù vậy, tỷ suất lợi nhuận biên gộp của VNM cũng sẽ bị sụt giảm. Tỷ suất này đã giảm xuống mức 33,4% trong Q1/2014 so với mức 36,8% cùng kỳ, nhưng vẫn cao hơn Q4/13 (32,7%). Giá bột sữa nguyên liệu trên thế giới có giảm nhiệt trong một tháng qua cũng là cơ sở để chúng tôi tang lạc quan về KQKD của VNM trong năm 2014.

**Giá sữa nguyên liệu (WMP) đang có xu hướng giảm nhẹ trong 2 tháng qua**

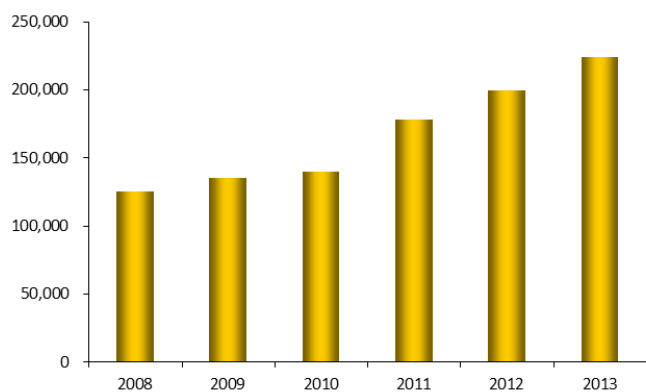


Nguồn: Global Dairy Trade

**Mạng lưới phân phối lớn nhất Việt Nam**

Doanh thu xuất khẩu của VNM chiếm khoảng 10-20% tổng doanh thu mỗi năm; doanh số qua kênh siêu thị (modern trade) chiếm khoảng 20% doanh thu nội địa. Như vậy, doanh thu của VNM chủ yếu đến từ kênh phân phối truyền thống. Vinamilk đã và đang xây dựng được mạng lưới phân phối lớn nhất Việt Nam, trải khắp 64 tỉnh thành với hơn 250 nhà phân phối và 224 ngàn điểm bán lẻ. Số lượng điểm bán lẻ của VNM liên tục gia tăng qua các năm. Điểm đáng chú ý là VNM cũng có chương trình hỗ trợ nhà phân phối bằng cách cung cấp (dưới hình thức cho mượn) các thiết bị dự trữ lạnh trong phân phối như tủ lạnh, tủ mát. Điều này, ngoài việc gia tăng tính trung thành của nhà phân phối với công ty, còn là rào cản lớn nhất cho các đối thủ của Vinamilk muốn tham gia thị trường và cạnh tranh thị phần với Vinamilk. Hiện Vinamilk đã cung cấp hơn 10.000 tủ lạnh/tủ mát và khoảng 500 xe bán tải lạnh với tổng đầu tư lên đến 150 tỷ đồng.

**Tăng trưởng điểm bán lẻ của Vinamilk 2008-2013**



Nguồn: VNM, Maybank Kimeng

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14E</b>	<b>FY15E</b>
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (reported) (x)	24,4	17,9	16,0	16,7	14,8
P/BV (x)	8,4	6,7	5,9	5,1	4,3
P/NTA(x)	8,5	6,8	6,1	5,2	4,4
Net dividend yield (%)	2,1	3,0	2,7	3,2	3,2
FCF yield (%)	1,4	3,5	5,9	3,4	3,6
EV/EBITDA (x)	21,2	14,7	12,1	11,7	10,2
EV/EBIT (x)	23,3	16,0	13,4	13,3	11,4
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>21.627</b>	<b>26.562</b>	<b>30.949</b>	<b>36.162</b>	<b>41.777</b>
Giá vốn hàng bán	(14.625)	(16.949)	(18.979)	(23.193)	(26.944)
khấu hao	(415)	(535)	(786)	(1.005)	(1.047)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6.588</b>	<b>9.077</b>	<b>11.183</b>	<b>11.964</b>	<b>13.787</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	(2.271)	(2.871)	(3.888)	(4.607)	(5.303)
<b>EBIT</b>	<b>4.317</b>	<b>6.206</b>	<b>7.295</b>	<b>7.357</b>	<b>8.484</b>
Chi phí tài chính ròng	434	424	417	447	399
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	(9)	13	44	11	1
Lãi/ (lỗ) khác	237	287	255	155	125
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>4.979</b>	<b>6.930</b>	<b>8.010</b>	<b>7.971</b>	<b>9.009</b>
Thuế thu nhập	(761)	(1.110)	(1.476)	(1.719)	(1.982)
Lợi ích cổ đông thiểu số			(0)	(7)	
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>4.218</b>	<b>5.819</b>	<b>6.534</b>	<b>6.245</b>	<b>7.027</b>
EBITDA	4.731	6.741	8.082	8.363	9.531
EPS	5.115	6.979	7.835	7.488	8.426
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>15.583</b>	<b>19.698</b>	<b>22.875</b>	<b>24.621</b>	<b>28.983</b>
Tài sản ngắn hạn	9.468	11.111	13.019	13.777	16.749
Tiền và tương đương tiền	3.157	1.252	2.746	1.355	1.798
Đầu tư tài chính ngắn hạn	736	3.909	4.167	5.776	5.776
Hàng tồn kho	3.272	3.473	3.217	3.740	5.306
Phải thu khách hàng	1.936	1.843	2.311	2.697	3.660
Khác	366	634	577	209	209
Tài sản dài hạn	6.115	8.587	9.856	10.844	12.234
Đầu tư dài hạn	847	284	318	329	329
Tài sản cố định ròng	5.045	8.042	8.918	9.963	11.424
Khác	224	261	620	552	482
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3.105</b>	<b>4.205</b>	<b>5.307</b>	<b>4.238</b>	<b>4.910</b>
Nợ ngắn hạn	2.947	4.145	4.956	3.882	4.554
Phải trả ngắn hạn	1.948	2.269	1.989	1.918	2.589
Vay ngắn hạn			179	178	178
Khác	999	1.876	2.788	1.786	1.786
Nợ dài hạn	159	60	351	356	356
Nợ dài hạn phải trả			184	190	190
Khác	159	60	167	165	165
<b>Nguồn vốn</b>	<b>12.477</b>	<b>15.493</b>	<b>17.568</b>	<b>20.382</b>	<b>24.073</b>
Vốn góp cổ đông	6.836	9.612	9.611	9.611	9.611
Các quỹ	5.642	5.881	7.934	10.707	14.398
<b>Cổ đông thiểu số</b>					
<b>Báo cáo dòng tiền</b>					
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>1.222</b>	<b>3.822</b>	<b>6.482</b>	<b>6.167</b>	<b>6.216</b>
Lợi nhuận ròng	4.218	5.819	6.534	6.245	7.027
Khấu hao	415	535	786	1.005	1.047
Thay đổi vốn hoạt động	(1.142)	824	476	(1.614)	(1.857)
Khác	(2.270)	(3.357)	(1.314)	531	(0)
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>(670)</b>	<b>(6.181)</b>	<b>(2.314)</b>	<b>(3.601)</b>	<b>(2.438)</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(2.031)	(3.533)	(1.663)	(2.050)	(2.508)
Thay đổi trong đầu tư	1.301	(2.611)	(292)	(1.619)	
Khác	59	(37)	(359)	67	71
Dòng tiền sau hđ đầu tư	552	(2.359)	4.169	2.566	3.779
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>1.992</b>	<b>454</b>	<b>(2.675)</b>	<b>(3.957)</b>	<b>(3.336)</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	3.306	2.776	(1)	(0)	
Thay đổi khoản nợ vay	(568)		363	6	
Khác	(5)	(99)	130	40	
Cổ tức	(741)	(2.223)	(3.167)	(4.003)	(3.336)
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>2.543</b>	<b>(1.904)</b>	<b>1.494</b>	<b>(1.391)</b>	<b>443</b>

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (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	37,3	22,8	16,5	16,8	15,5
Thu nhập	29,0	43,8	17,6	0,8	15,3
EBITDA	30,1	42,5	19,9	3,5	14,0
Lợi nhuận ròng	16,6	38,0	12,3	(4,4)	12,5
EPS	12,3	36,4	12,3	(4,4)	12,5
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,5	34,2	36,1	33,1	33,0
Tỷ suất EBIT	20,0	23,4	23,6	20,3	20,3
Tỷ suất EBITDA	21,9	25,4	26,1	23,1	22,8
Tỷ suất lợi nhuận ròng	19,5	21,9	21,1	17,3	16,8
ROA	32,1	33,0	30,7	26,3	26,2
ROE	41,3	41,6	39,6	33,0	31,7
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)			2,1	1,8	1,5
Nợ vay ròng/VCSH (%)	(31,2)	(33,3)	(37,3)	(33,3)	(30,0)
Khả năng trả lãi vay (X)	285,8	1.992,3	70.127,2		
K.năng trả lãi&vay NH (X)	14,4	1.992,3	81,4	41,2	47,5
Dòng tiền/lãi vay (X)	80,9	1.227,1	62.313,9		
Dtiền/lãi&nợ vay NH (X)	4,1	1.227,1	72,4	34,5	34,8
Khả năng TT hiện hành (X)	3,2	2,7	2,6	3,5	3,7
Khả năng TT nhanh (X)	2,1	1,8	1,9	2,5	2,5
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	3.893	5.161	6.550	6.762	7.205
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	5.115	6.979	7.835	7.488	8.426
CFPS	1.481	4.584	7.773	7.395	7.454
BVPS	14.959	18.578	21.039	24.364	28.789
SPS	26.224	31.852	37.111	43.362	50.096
EBITDA/share	5.737	8.084	9.691	10.028	11.428
Cổ tức tiền mặt	2.667	3.800	3.400	4.000	4.000

## 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

### **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 Berhad 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 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