



Thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC VN)

Giá cổ phiếu: 32.500 VND

VHTT: 1.956 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 39.000 VND

GTGD bq: 0,27 tỷ VND

Hàng thủy sản

MUA

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn

- Tiếp tục mở rộng đầu tư vào gạo và collagen nhằm đa dạng hóa hoạt động kinh doanh
- Dự phóng DT & LNST 2014 tăng 10% và 31% n/n
- Cổ phiếu VHC đang giao dịch ở PE 9x.

Tin tức/sự kiện

ĐHCD của VHC đã thông qua KH KD 2014 với DT 5.500 tỷ, tăng 8% n/n và LNST là 200 tỷ, tăng 26% n/n. Ngoài ra, VHC mục tiêu sẽ nâng nguồn nguyên liệu tự chủ từ 60% lên 65% tổng nhu cầu nguyên liệu trên cơ sở mở rộng diện tích khai thác và tăng cường hiệu suất khai thác của các vùng nuôi hiện tại. Và để làm tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu, VHC dự kiến sẽ chia cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 50%/mệnh giá trong 2014.

VHC cho biết Bộ thương mại Mỹ (DOC) vừa công bố lại kết quả cuối cùng POR 9 do DOC đã sai sót trong quá trình tính toán. Theo đó, mức thuế CBPG của VHC giảm từ 0,03 USD/kg xuống còn 0 USD/kg.

Nhận định của MBKE

Dựa trên mức độ tự chủ 60% nguyên liệu (trong đó trên 60% sản lượng đạt tiêu chuẩn GlobalGAP), ước tính chi phí nguyên liệu của VHC thấp hơn 15% so với các DN mua nguyên liệu ngoài.

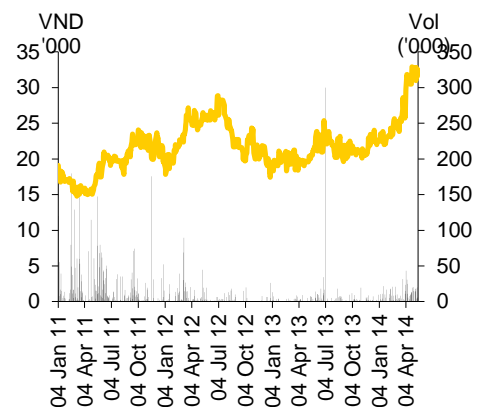
Mức thuế mới này làm tăng khả năng cạnh tranh của VHC khi mà các đối thủ khác đang chịu mức thuế tương đối cao hơn.

Với sự đóng góp từ dự án gạo và collagen, đều được dự báo khả quan và sẽ bắt đầu đóng góp LN trong 2-3 năm tới, chúng tôi tin rằng VHC là cổ phiếu tốt để đầu tư dài hạn.

Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	33.500/20.500
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	25,46
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	60,2
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	1.956
Cổ đông lớn (%):	
TRUONG THI LE KHANH	50,5
RED RIVER HOLDING FU	15,5
VIETNAM INVESTMENT F	8,4

Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	0,0	32,1	51,2	50,9	38,3
So với Index	9,8	41,7	42,0	37,4	30,8

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	10,8
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	(523,0)
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	23.943
Khả năng trả lãi vay (x):	3,9

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	4.114	4.236	5.105	5.582	6.339
EBITDA	575	333	331	458	627
Lợi nhuận ròng	394	210	158	208	336
EPS	6.980	3.694	2.744	3.604	5.825
Tăng trưởng EPS (%)	86	(47)	(26)	31	62
Cổ tức/cổ phiếu	2.500	1.000	1.500	-	-
PER	4,7	8,8	11,8	9,0	5,6
EV/EBITDA (x)	3,3	6,3	7,9	7,6	5,4
Lợi tức (%)	7,7	3,1	4,6	-	-
P/BV(x)	1,5	1,5	1,4	1,2	1,1
Nợ ròng/VCSH (%)	27,8	91,8	35,6	86,0	67,8
ROE (%)	30,2	15,8	10,8	12,9	17,8
ROA (%)	16,4	6,8	6,2	5,7	8,8

Phạm Nhật Bích
(84) 8 44 555 888 ext 8083
bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Thông qua KQKD 2013

Năm 2013 là năm khó khăn của toàn ngành cá tra do tình trạng cung vượt cầu gây áp lực lên giá bán và làm thu hẹp biên LNG của các DN kinh doanh cá tra, thậm chí một số DN nhỏ lẻ bị lỗ nặng dẫn đến phá sản. Đối với VHC, kim ngạch xuất khẩu thủy sản 2013 đạt 163,4 triệu đôla, tăng 5% n/n nhờ có thêm thị phần tại Mỹ. Doanh thu và LNST 2013 đạt 5.104 tỷ và 158 tỷ, lần lượt tăng 21% và giảm 25% n/n. LNST sụt giảm mạnh là do (i) LNG của mảng cá tra, chiếm khoảng 78% trong cơ cấu LNG, giảm 53% với biên LNG giảm 7 điểm phần trăm (ppt), (ii) tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT tăng 1 ppt do chi phí phát sinh liên quan đến thuế chống bán phá giá POR9 và (ii) LN từ HĐTC giảm 85% n/n, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 29% và lỗ tỷ giá tăng 87%. Cổ tức 2013 là 15%, đã được thực hiện vào ngày 25/4/2014.

Tiếp tục mở rộng đầu tư gạo và collagen, nhằm đa dạng hóa hoạt động kinh doanh.

Tại ĐH, bà Trương Thị Lệ Khanh, TGD cho biết do cá tra đã đi đến giai đoạn bão hòa nên việc mở rộng đầu tư thêm cũng khó mang lại tăng trưởng đột biến. Điều này được thể hiện rõ qua biên LNG mảng cá tra liên tục sụt giảm, tỉ lệ này lần lượt đạt 16%, 12% và 5% từ 2011-2013. Do vậy, công ty bắt đầu tìm kiếm lợi nhuận từ những ngành khác. Hiện nay, VHC đang tập trung đầu tư cho 2 dự án kinh doanh gạo và collagen.

Gạo: Nhà máy chế biến gạo đã hoạt động từ cuối 2012 với công suất 100.000 tấn/năm. Tuy nhiên năm 2012 & 2013 mảng kinh doanh gạo chỉ mới đóng góp doanh thu mà chưa đem lại lợi nhuận do trong giai đoạn xây dựng, sản xuất ít trong khi chi phí lãi vay và khấu hao cao. Từ 2014, các dây chuyền sản xuất đã hoàn thiện, ổn định quy mô và thị trường, VHC kì vọng gạo mang về 550 tỉ doanh thu (đóng góp 9% tổng doanh thu) và 5 tỷ LNST (đóng góp 1% tổng LNST), tăng 67% và 136% n/n. Tuy nhiên, trước tình hình giá xuất khẩu gạo chưa cải thiện do Thái Lan đang có khoảng 17 triệu tấn gạo tồn kho (dự kiến tiêu thụ trong vòng 2 năm) và chi phí đầu tư còn cao, chúng tôi rằng mảng kinh doanh gạo chưa đóng góp lợi nhuận cho VHC trong năm nay.

Collagen: Với mục tiêu tối đa hóa giá trị của các phụ phẩm từ nhà máy chế biến cá tra và basa, VHC đã đầu tư thành lập dự án "Xây dựng nhà máy (NM) sản xuất Collagen từ phụ phẩm cá tra" trong 2010 và xây dựng xưởng sản xuất trong 2011 với sự hỗ trợ kỹ thuật từ đối tác Hà Lan. Dự kiến cuối 2014, NM sẽ đi vào hoạt động. Việc sản xuất collagen giúp VHC gia tăng doanh thu và lợi nhuận nhờ giá trị xuất khẩu của sản phẩm này cao gấp 8-10 lần so với cá tra (ước tính khoảng 80% sản lượng collagen sẽ xuất khẩu sang châu Âu).

Kế hoạch Doanh thu và Lợi nhuận từ NM collagen

Tỷ VNĐ	2015E	2016E	2017E	2018E
Hiệu suất NM	20%	30%	50%	100%
Doanh thu	136	234	347	445
LNST	28	62	100	156
Biên LNR	21%	26%	29%	35%

Nguồn: VHC

Ngoài ra, dự án collagen được Thủ tướng phê duyệt là dự án phát triển công nghệ cao nên VHC được ưu đãi thuế TNDN trong 4 năm đầu và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo.

VHC cũng sẽ tiếp tục đầu tư tăng năng lực chế biến thủy sản trong năm nay vì nguồn da cá từ quy trình chế biến cá tra sẽ đáp ứng 50% - 60% nhu cầu nguyên liệu đầu vào cho nhà máy Collagen.

Hạng mục đầu tư

Tỷ VNĐ	2014E
Mở rộng đầu tư và nâng công suất sx thủy sản đông lạnh	600
Nhà máy VH Collagen 5	345
Cải tạo vùng nuôi	100
Thiết bị mới cho xưởng sx thủy sản	50
Thiết bị mới cho xưởng sx bột mỡ	10
Tổng cộng	1.105

Nguồn: VHC

Dự phóng 2014

Hiện nay, doanh thu từ xuất khẩu cá tra đang chiếm 73% tổng doanh thu của VHC. Việc mở rộng đầu tư và nâng công suất sản xuất thủy sản đông lạnh lên 15 – 20% sẽ giúp tổng sản lượng tiêu thụ tăng lên, dựa trên vị thế, thương hiệu ở thị trường Mỹ, uy tín & chất lượng tại thị trường châu Âu sẽ là nơi đảm bảo đầu ra cho VHC. Chúng tôi ước tính, giá trị xuất khẩu cá tra của công ty sẽ đạt khoảng 186 triệu USD (+12% n/n), trong đó sản lượng xuất khẩu tăng 10% và giá bán cải thiện 2%. Ngoài ra, doanh thu từ gạo ước đạt 550 tỷ đồng. Do đó, tổng doanh thu 2014 được dự báo đạt 5.582 tỷ đồng, tăng 10% n/n.

Trước tình trạng nguồn cung sụt giảm mạnh, giá cá nguyên liệu đã tăng mạnh từ đầu năm đến nay. Nhờ tự chủ khoảng 60% nguồn nguyên liệu, chúng tôi kì vọng chi phí cá nguyên liệu của VHC thấp hơn so với mặt bằng chung của thị trường khoảng 15%. Theo đó, biên lợi nhuận gộp từ cá tra 2014 dự phóng cải thiện 2 ppt kéo theo tổng biên lợi nhuận gộp cải thiện 1 ppt lên mức 13%. Giả định không có chi phí phát sinh đột biến từ chi phí

BH&QLDN như năm trước, tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT giảm 1 ppt. EBIT của VHC dự phóng khoảng 323 tỷ đồng, tăng 47% n/n.

Khoảng tiền & tương đương tiền, cộng với các khoản đầu tư ngắn hạn (chủ yếu là tiền gửi ngắn hạn) cuối 2013 chỉ khoảng 73,5 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với 774 tỷ đồng cuối 2012. Chúng tôi dự phóng thu nhập từ lãi tiền gửi khoảng 11,5 tỷ đồng, giảm 83% n/n. Doanh thu tài chính ước khoảng 37,2 tỷ đồng, giảm 60% n/n. Giả định VHC vẫn duy trì tỷ lệ vay/vốn lưu động như 2013, chi phí lãi vay ước khoảng 62 tỷ đồng, chi phí tài chính khoảng 76 tỷ đồng. Lợi nhuận từ HĐTC sẽ ghi nhận mức âm 38,9 tỷ đồng trong khi cùng kỳ ghi nhận khoảng lãi 2,8 tỷ đồng. LNST 2014 dự phóng khoảng 208 tỷ, tăng 31% n/n.

Định giá

Chúng tôi đánh giá VHC có vị thế mạnh trong ngành thủy sản (đứng thứ 2 về xuất khẩu cá tra, sau HVG) và sở hữu nhiều tiềm lực cho tăng trưởng mạnh trong các năm tới nhờ dự án nhà máy gạo và nhà máy collagen. EPS 2014 ước đạt 3.604 đ/cp, PE tương đương 9x. Xem xét PE của các công ty thủy sản, PE hiện tại của VHC khá thấp so với mức trung bình 12x.

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
Chỉ số định giá					
P/E (reported) (x)	4,7	8,8	11,8	9,0	5,5
P/BV (x)	1,5	1,5	1,4	1,2	1,0
P/NTA(x)	1,2	1,2	1,4	1,1	0,9
Net dividend yield (%)	7,7	3,1	4,6	-	-
FCF yield (%)	55,8	(2,0)	2,8	(2,5)	11,3
EV/EBITDA (x)	3,3	6,3	7,9	7,4	5,2
EV/EBIT (x)	3,9	8,6	11,9	10,5	6,5
Kết quả kinh doanh					
Doanh thu	4.114	4.236	5.105	5.582	6.339
Giá vốn hàng bán	3.380	3.680	4.491	4.858	5.387
khấu hao	(83)	(90)	(111)	(135)	(132)
Lợi nhuận gộp	724	548	604	713	939
Chi phí bán hàng & QLDN	232	305	384	390	444
EBIT	492	243	220	323	495
Chi phí tài chính ròng	(12)	19	3	(39)	(37)
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	-	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	0	7	5	5	5
Thu nhập trước thuế	480	270	228	289	463
Thuế thu nhập	64	37	42	64	102
Lợi ích cổ đông thiểu số	19	22	18	18	18
LNST của CĐ công ty mẹ	394	210	158	208	343
EBITDA	575	333	331	458	627
EPS	6.980	3.694	2.744	3.604	5.951
Bảng cân đối kế toán					
Tổng tài sản	2.408	3.074	2.550	3.682	3.947
Tài sản ngắn hạn	1.758	2.282	1.661	1.916	2.174
Tiền và tương đương tiền	329	36	73	143	191
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	738	0	0	0
Hàng tồn kho	823	982	1.097	1.125	1.247
Phải thu khách hàng	564	448	417	569	646
Khác	42	78	73	79	90
Tài sản dài hạn	649	792	889	1.766	1.772
Đầu tư dài hạn	-	9	8	8	8
Tài sản cố định ròng	566	712	807	1.677	1.672
Khác	83	71	74	81	92
Nợ phải trả	1.101	1.669	993	1.918	1.839
Nợ ngắn hạn	1.039	1.669	902	1.827	1.748
Phải trả ngắn hạn	130	123	84	110	124
Vay ngắn hạn	634	1.255	512	1.387	1.257
Khác	276	291	306	331	367
Nợ dài hạn	62	-	91	91	91
Nợ dài hạn phải trả	59	-	84	84	84
Khác	3	-	7	7	7
Nguồn vốn	1.307	1.329	1.468	1.676	2.019
Vốn góp cổ đông	472	475	614	614	614
Các quỹ	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	76	88	88	88
Báo cáo dòng tiền					
Dòng tiền hđ kinh doanh	79	180	62	201	304
Lợi nhuận ròng	394	210	158	208	343
Khấu hao	83	90	111	135	132
Thay đổi vốn hoạt động	(583)	(472)	(162)	(142)	(171)
Khác	184	352	(45)	-	-
Dòng tiền hđ đầu tư	(51)	(934)	639	(1.005)	(127)
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(121)	(221)	(197)	(1.005)	(127)
Thay đổi trong đầu tư	70	(712)	836	-	-
Khác	13	-	0	-	-
Dòng tiền sau hđ đầu tư	27	(754)	701	(804)	177
Dòng tiền hđ tài chính	177	460	(663)	874	(129)
Thay đổi vốn góp cổ đông	-	-	-	-	-
Thay đổi khoản nợ vay	2.363	3.857	5.627	874	(129)
Khác	-	-	-	-	-
Cổ tức	(69)	(102)	(5)	-	-
Dòng tiền ròng	205	(294)	38	70	48

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
Các chỉ số chính					
Tỷ lệ tăng trưởng (%)					
Doanh thu	36,4	3,0	20,5	9,4	13,5
Thu nhập	84,2	(46,6)	(24,7)	31,3	65,1
EBITDA	58,3	(42,1)	(0,8)	38,5	36,9
Lợi nhuận ròng	84,2	(46,6)	(24,7)	31,3	65,1
EPS	84,2	(47,0)	(41,8)	31,3	65,1
Khả năng sinh lợi (%)					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,6	13,0	11,8	12,8	14,8
Tỷ suất EBIT	12,0	5,7	4,3	5,8	7,8
Tỷ suất EBITDA	14,0	7,9	6,5	8,2	9,9
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,6	5,0	3,1	3,7	5,4
ROA	16,4	6,8	6,2	5,6	8,7
ROE	30,2	15,8	10,8	12,4	17,0
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	53,0	94,4	40,6	87,8	66,4
Nợ vay ròng/VCSH (%)	27,8	91,8	35,6	79,2	57,0
Khả năng trả lãi vay (X)	7,8	5,5	3,9	5,7	7,3
Khả năng trả lãi & vay NH (X)	1,3	0,5	0,2	0,6	0,4
Dòng tiền/lãi vay (X)	1,1	3,0	0,8	3,2	4,1
Dòng tiền/lãi & nợ vay NH (X)	1,3	0,5	0,2	0,6	0,4
Khả năng TT hiện hành (X)	1,7	1,4	1,8	1,0	1,2
Khả năng TT nhanh (X)	0,9	0,8	0,6	0,4	0,5
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	(363)	(1.219)	(523)	(1.327)	(1.150)
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	6.980	3.694	2.744	3.604	5.951
CFPS	1.666	3.785	1.004	3.268	4.946
BVPS	21.319	21.517	23.905	27.293	32.886
SPS	87.038	88.988	82.974	90.733	103.027
EBITDA/share	12.196	7.014	5.385	7.459	10.209
Cổ tức tiền mặt	2.500	1.000	1.500	-	-

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

- 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

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

Trương Quang Bình

(84) 4 44 555 888 x 8087

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

- Phân tích kỹ thuật

Nguyễn Trung Hòa

Phó Giám đốc

(84) 8 44 555 888 x 8088

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

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

Nguyễn Thị Sony Trà Mi

(84) 8 44 555 888 x 8084

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

- 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 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 phái 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

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15% (chưa bao gồm cổ tức)
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% đến 15% (chưa bao gồm cổ tức)
BÁN	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,
20th - 21st Floor,
Rama 1 Road Pathumwan,
Bangkok 10330, Thailand

Tel: (66) 2 658 6817 (sales)
Tel: (66) 2 658 6801 (research)

**North Asia Sales
Trading**

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 17th 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