



TCT HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (Vietnam Airlines)

Tổng quan về công ty

- Là hãng hàng không quốc gia của Việt Nam, Vietnam Airlines được hình thành và phát triển gắn liền cùng với quá trình trưởng thành của ngành Hàng không dân dụng Việt Nam. Đến 2013, Vietnam Airlines là hãng hàng không có thị phần lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 51,8% tổng mạng.
- Với chiến lược “thương hiệu kép – dual brands”, ngoài hãng hàng không truyền thống (FSC) là Vietnam Airlines, công ty còn sở hữu 67,8% cổ phần tại Jetstar Pacific Airlines (JPA) - một thương hiệu khác ở phân khúc hàng không giá rẻ (LCC). Tính chung cả JPA, thị phần vận tải hành khách nội địa của Vietnam Airlines lên đến 72% trong 2013.
- Hoạt động vận tải hàng không đóng góp đến 97% tổng doanh thu cho Vietnam Airlines. Doanh thu từ các hoạt động phụ trợ khác mặc dù không đáng kể nhưng góp phần hình thành chuỗi giá trị dịch vụ cho Vietnam Airlines với 14 đơn vị trực thuộc, 18 công ty con và 8 công ty liên kết. Trong đó, phải kể đến vai trò của 2 công ty con do Vietnam Airlines sở hữu 100% vốn là Vinapco (cung cấp trên 90% nhu cầu nhiên liệu hàng không Jet A1 tại Việt Nam) và VAECO (tổ chức bảo dưỡng máy bay lớn nhất tại Việt Nam).

Tổng quan ngành

- Ngành hàng không thế giới hồi phục sau khủng hoảng kinh tế 2009.
- Việt Nam nằm trong khu vực hàng không năng động – Châu Á – Thái Bình Dương đang là khu vực có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lớn thứ 2 trên thế giới.
- Hưởng lợi từ (1)sự tăng trưởng nhanh của hoạt động đầu tư và du lịch; và (2)thu nhập của người dân được cải thiện. Thị trường vận tải hàng không nội địa được dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 15%/năm.

Tiêu điểm đầu tư

- Lợi thế về quy mô và vị thế dẫn đầu
- Mạng đường bay lớn và không ngừng mở rộng, đặc biệt là các thị trường tiềm năng như Bắc Mỹ và Châu Âu.
- Tiềm năng từ đội bay trẻ và kế hoạch nâng cấp đội bay.

Rủi ro

- Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng.
- Rủi ro đặc thù của ngành - rất nhạy cảm với những biến động về kinh tế - chính trị - xã hội.
- Sân bay Tân Sơn Nhất (chiếm 45% tổng lượng khách cả nước) dự kiến đạt mức công suất tối đa trong 2-3 năm tới.

Thông tin đợt chào bán (IPO)

Ngành	Vận tải hàng không
Hình thức CP hoá	Phát hành thêm
Số lượng IPO	49.009.008 cp
Tỷ lệ	3,475%
Mệnh giá	10.000 đồng
Giá khởi điểm	22.300 đồng
Tổng giá trị IPO	1.093 tỷ đồng
SL đăng ký tối thiểu	100 cp
SL đăng ký tối đa	49.009.008 cp
Ngày đấu giá	14/11/2014
Tổ chức tư vấn	CTCP CK NH ĐT&PT Việt Nam (BSC)
Cơ cấu VDL:	Bộ GTVT: 75%
	CD chiến lược nước ngoài: 20%
	Đấu giá công khai (IPO): 3,475%
	CBCNV & Công đoàn: 1,525%

Nguyễn Thị Sony Trà Mi
 (84) 8 44 555 888 ext 8084
 mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

Với mức giá khởi điểm cho đợt chào bán công khai ngày 14/11/2014 tới là 22.300 đồng, cổ phiếu công ty mẹ Vietnam Airlines sẽ giao dịch ở mức EV/EBITDA ước tính cho 2014 gần 9 lần, tương đối hợp lý so với mức bình quân các hãng hàng không truyền thống của quốc gia khác trong khu vực.

Hãng hàng không truyền thống	Quốc gia	VHTT (triệu USD)	EV/EBITDA T12M	ROA	ROE	PE
THAI AIRWAYS INTERNATIONAL	Thái Lan	950	10.26	(7.11)	(38.86)	n.a
CHINA EASTERN AIRLINES CO-H	Trung Quốc	8,221	13.74	1.24	6.44	19.93
GARUDA INDONESIA PERSERO TBK	Indonesia	1,051	6.29	(6.45)	(17.69)	n.a
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	Trung Quốc	5,415	6.59	0.36	1.78	45.41
AIR CHINA LTD-A	Trung Quốc	9,967	8.18	1.31	5.02	22.73
CATHAY PACIFIC AIRWAYS	HongKong	7,732	6.38	1.81	4.96	20.37
Bình quân		5,556	8.57	(1.47)	(6.39)	27.11

Nguồn: Bloomberg

Vietnam Airlines vẫn chưa có kế hoạch niêm yết cụ thể nhưng theo Quyết định số 51/2014/QĐ-TTg, các doanh nghiệp cổ phần hóa sau ngày 01/11/2014, trong khoản thời gian 1 năm phải thực hiện thực hiện niêm yết lên sàn (nếu thỏa được những điều kiện niêm yết).

Tuy nhiên, với kế hoạch kinh doanh đặt ra cho giai đoạn 2014-2018, thì phải đến năm 2016, Vietnam Airlines mới thỏa được tiêu chí "ROE 5 năm gần nhất tối thiểu phải đạt 5%" để đảm bảo các điều kiện niêm yết trên sàn HOSE. Do vậy, rủi ro về thanh khoản trong thời gian trước khi niêm yết cũng là một vấn đề mà các nhà đầu tư ngắn hạn nên quan tâm.

Triển vọng ngành hàng không thế giới, và đặc biệt là khu vực Châu Á – Thái Bình Dương cũng như Việt Nam được đánh giá khá lạc quan. Do vậy, Vietnam Airlines với những lợi thế vốn có về quy mô và vị thế dẫn đầu thị trường hàng không dân dụng Việt Nam khả năng sẽ đạt được những kết quả tích cực trong trung và dài hạn, khi các kế hoạch nâng cao năng lực và hiệu quả khai thác được triển khai, bao gồm:

(1) Mở rộng và nâng cấp đội bay

(2) Đẩy mạnh khai thác các mạng đường bay truyền thống bao gồm thị trường nội địa, khu vực Đông Bắc Á, Đông Nam Á và phát triển các mạng đường bay đến các thị trường tiềm năng khác như Bắc Mỹ và Châu Âu.

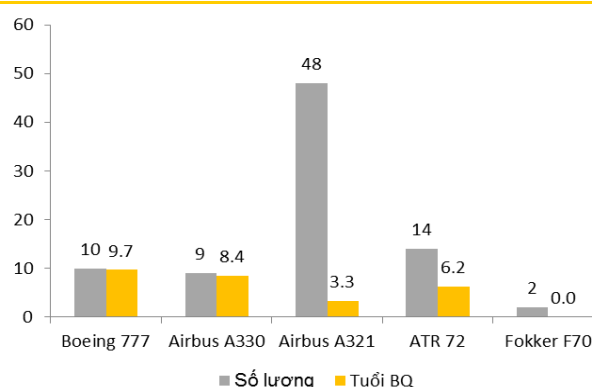
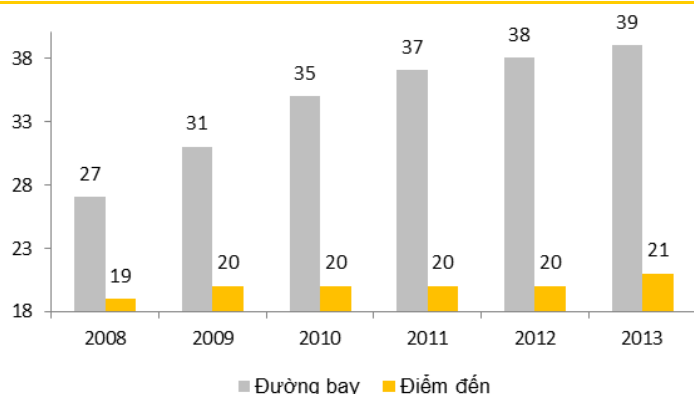
Nhờ vậy, Vietnam Airlines đặt kế hoạch tăng trưởng ấn tượng cho giai đoạn 2014-2018. Tuy nhiên, trước áp lực cạnh tranh ngày càng cao từ phân khúc hàng không giá rẻ và các rủi ro khác, chúng tôi cho rằng kế hoạch trên sẽ là một thách thức không nhỏ cho Vietnam Airlines.

Dẫn đầu thị trường hàng không dân dụng Việt Nam...

Với đội bay gồm 83 chiếc (tính đến 31/12/2013) và sở hữu mạng đường bay lớn, liên tục mở rộng qua các năm, Vietnam Airlines là hãng hàng không dân dụng có thị phần cao nhất hiện nay, chiếm khoảng 51,8% tổng mạng. Trong đó, thị phần nội địa và quốc tế lần lượt là 57% (chưa tính Jetstar Pacific Airlines) và 41%.

Hệ thống đường bay & điểm đến nội địa của Vietnam Airlines

Đội bay của Vietnam Airlines



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

...nhưng thị phần nội địa đang dần bị thu hẹp do áp lực cạnh tranh từ các hãng hàng không giá rẻ.

Với sự phát triển của phân khúc hàng không giá rẻ (low cost carrier – LCC), thị phần hàng không nội địa của Vietnam Airlines dần bị thu hẹp từ mức hơn 80% trong 2003 xuống mức 57% trong 2013. Trong khi đó, thị phần của Vietjet Air - một hãng hàng không giá rẻ lớn nhất Việt Nam đã tăng gấp 3 lần chỉ trong năm 2013, lên mức 26%.

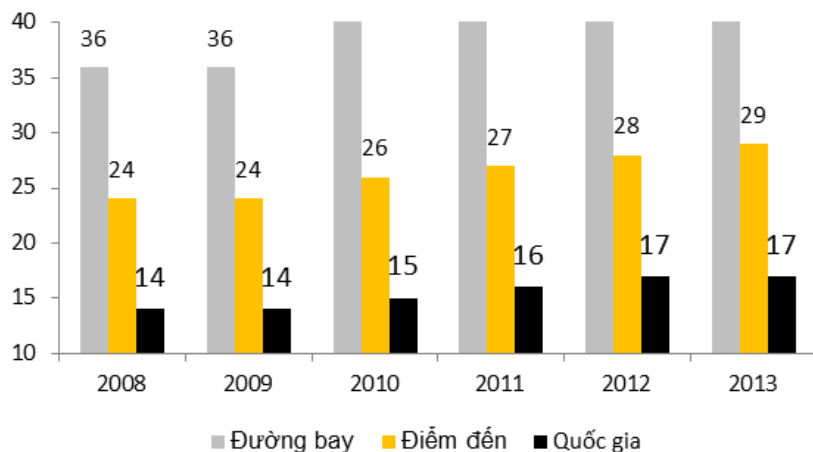
Trước áp lực cạnh tranh này, Vietnam Airlines đã thực hiện chiến lược “thương hiệu kép – dual brands” – một chiến lược khá phổ biến ở các quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan, Singapore, Malaysia,... Cụ thể, ngoài thương hiệu hãng hàng không truyền thống (full-service carrier - FSC) là Vietnam Airlines, công ty còn sở hữu 67,8% cổ phần tại Jetstar Pacific Airlines (JPA) - một thương hiệu khác ở phân khúc hàng không giá rẻ. Tính chung cả JPA, thị phần vận tải hành khách nội địa của Vietnam Airlines lên đến 72% trong 2013. Vietnam Airlines dự kiến sẽ duy trì thị phần nội địa của 2 hãng ở mức 70-72%. Đối tác lớn của Vietnam Airlines tại JPA là Qantas với tỷ lệ nắm giữ là 30%.

Thị phần quốc tế đi/đến Việt Nam cũng có nguy cơ bị thu hẹp.

Khác với thị phần nội địa, thị phần quốc tế đi/đến Việt Nam của Vietnam Airlines trong 4 năm gần nhất (2010-2013) nhìn chung ít có biến động, bình quân vẫn ở mức 40%. Điều này là do thị phần của các hãng hàng không giá rẻ ở các chuyến bay quốc tế còn thấp, chỉ khoảng 13%, thấp hơn mức 40% của thị trường nội địa và Vietnam Airlines vẫn duy trì việc mở rộng mạng đường bay qua các năm. Tuy nhiên, so với các quốc gia khác trong khu vực

như Thái Lan (22%) và Malaysia (50%) thì thị phần hàng không quốc tế giá rẻ của Việt Nam còn rất thấp. Do vậy, khả năng áp lực cạnh tranh trong phân khúc ngày sẽ ngày càng gia tăng.

Hệ thống đường bay và điểm đến quốc tế của Vietnam Airlines



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Kế hoạch kinh doanh sau cổ phần hoá 2014-2018: tăng trưởng ấn tượng

Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2014-2018 của Vietnam Airlines (tỷ đồng)

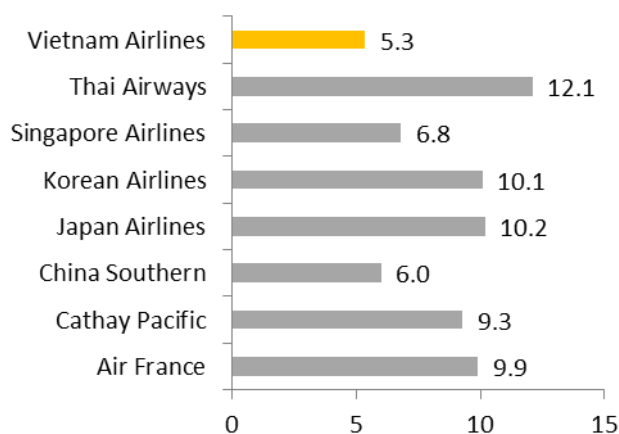
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	52,460	59,009	67,496	81,246	95,017	109,532
<i>Tăng trưởng</i>	6.8%	12.5%	14.4%	20.4%	16.9%	15.3%
Lợi nhuận gộp	5,548	6,449	8,194	11,549	14,090	15,478
<i>Tăng trưởng</i>	34.2%	16.2%	27.1%	40.9%	22.0%	9.9%
Biên LN gộp	10.6%	10.9%	12.1%	14.2%	14.8%	14.1%
CPBH&QL/DT	8.4%	7.3%	7.4%	7.3%	7.0%	6.8%
Lợi nhuận khác	315	642	697	830	924	995
<i>Tăng trưởng</i>	-59.8%	104.1%	8.6%	19.1%	11.3%	7.7%
LNST công ty mẹ	157	342	1,132	2,561	3,716	3,894
<i>Tăng trưởng</i>	13.7%	117.8%	231.0%	126.3%	45.1%	4.8%
Biên LN ròng	0.3%	0.6%	1.7%	3.2%	3.9%	3.6%
ROS	0.30%	0.58%	1.68%	3.83%	4.81%	4.37%
ROE	1.57%	2.38%	8.75%	14.42%	18.97%	18.27%
ROA	0.26%	0.52%	1.62%	3.33%	4.54%	4.50%

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

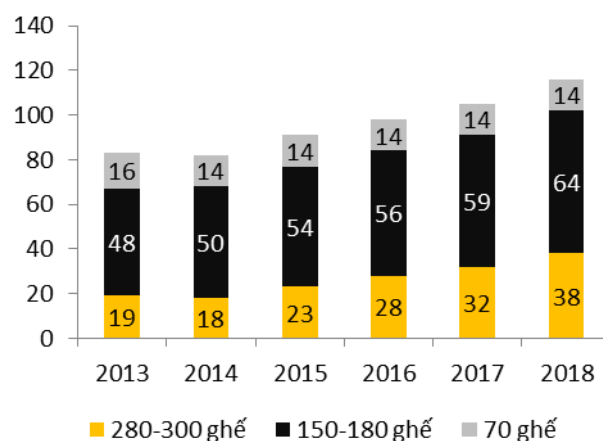
Vietnam Airlines đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu cho giai đoạn 2014-2018 trung bình 15,9%/năm, mặc dù thấp hơn mức tăng bình quân 5 năm 2009-2013 (17,6%/năm), nhưng cao hơn nhiều so với mức tăng của 2 năm gần nhất là 2012 (10,4%) và 2013 (6,8%).

Vietnam Airlines lên kế hoạch mở rộng đội bay lên 116 chiếc đến 2018, tăng gần 40% so với số lượng của 2013. Ngoài việc tiếp tục đẩy mạnh khai thác các thị trường chính như thị trường nội địa, khu vực Đông Bắc Á (chiếm hơn 46% mạng đường bay quốc tế của Vietnam Airlines), Đông Nam Á (chiếm gần 22% tổng lượng khách vận chuyển quốc tế của Vietnam Airlines),.. Vietnam Airlines sẽ phát triển các mạng đường bay chiến lược có nhiều tiềm năng như Bắc Mỹ và Châu Âu. Theo đó, số giờ bay bình quân của đội bay Vietnam Airlines dự báo sẽ tăng lên trên mức 10 giờ/ngày/máy bay, gần hơn với hiệu suất khai thác của một số hãng khác trong khu vực như Cathay Pacific (11,8 giờ/ngày/máy bay), Thai Airways (11,2 giờ/ngày/máy bay). Tuy nhiên, với tình hình cạnh tranh hiện tại, chúng tôi cho rằng, kế hoạch doanh thu này sẽ là một thách thức không nhỏ đối với Vietnam Airlines.

Độ tuổi đội bay

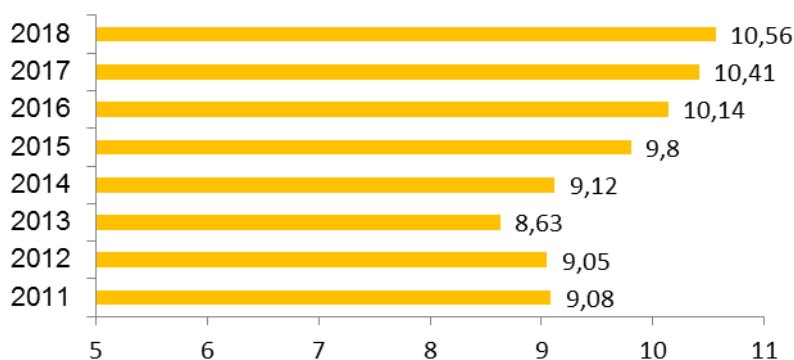


KH phát triển đội bay của Vietnam Airlines 2014-2018



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Dự báo số giờ bay trung bình của đội bay Vietnam Airlines (giờ/ngày/máy bay)



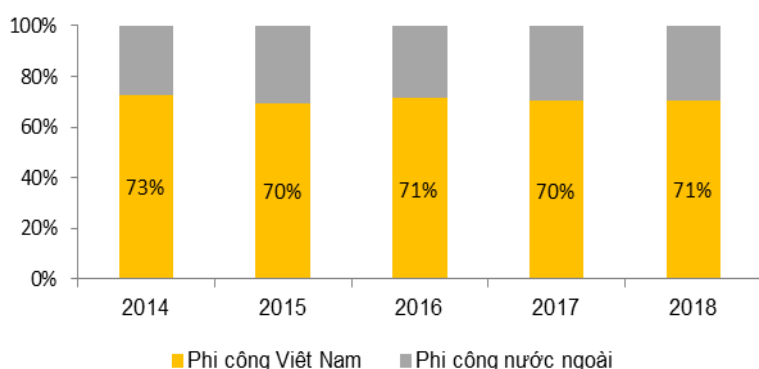
Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Với kế hoạch nâng cấp đội bay theo hướng tập trung đầu tư vào máy bay thân rộng (A350, A321, B787-9), Vietnam Airlines kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động qua các năm. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng đạt 14,1% và 3,6% vào 2018, so với mức 10,6% và 0,3% của 2013. Nhờ đó, kế hoạch lợi nhuận ròng giai đoạn 2014-2018 tăng trưởng bình quân khoảng 105%/năm.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện chủ yếu do chi phí giá vốn giảm. Đội bay mới sau khi được nâng cấp có thể giúp tiết giảm khoảng 25% chi phí nhiên liệu (thường chiếm khoảng 40% tổng chi phí giá vốn của Vietnam Airlines), chi phí bảo dưỡng kỹ thuật cũng sẽ giảm khoảng 15-20%.

Ngoài ra, Vietnam Airlines cũng dự kiến sẽ duy trì tỷ lệ phi công Việt Nam (có mức chi phí hợp lý hơn) trên mức 70% cho giai đoạn 2014-2018. Khoản chi phí tiền lương cho phi công thường chiếm 5% tổng chi phí giá vốn của công ty.

Cơ cấu phi công dự kiến cho giai đoạn 2014-2018



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Bên cạnh đó, thương hiệu truyền thống Vietnam Airlines được định hướng nâng hạng lên các tiêu chuẩn cao hơn là 4 sao (2015-2016) và 5 năm (2017-2018) kỳ vọng sẽ góp phần nâng cao giá trị dịch vụ của Vietnam Airlines và cải thiện hiệu quả hoạt động.

Như vậy, việc nâng cấp đội bay có ý nghĩa quyết định đối với tính khả thi của kế hoạch kinh doanh sau cổ phần hóa (2014-2018) của Vietnam Airlines. Mặc dù đánh giá tích cực chiến lược tiên phong này của Vietnam Airlines, nhưng chúng tôi vẫn e ngại một số rủi ro nhất định đối với khả năng tăng trưởng của công ty bao gồm:

- (1) Sân bay Tân Sơn Nhất – cảng hàng không lớn nhất cả nước, chiếm đến 45% tổng lượng khách cả nước sẽ đạt mức công suất tối đa (sau khi cải tạo mở rộng) là 25 triệu lượt khách trong vòng 2-3 năm tới. Trong khi đó, dự án sân bay Long Thành hiện vẫn còn đang trong quá trình bàn thảo và Viet Jet cũng có kế hoạch mở rộng đội bay từ 10 chiếc (2013) lên 70 chiếc (2018). Do vậy, nguy cơ thiếu chỗ đậu qua đêm cho máy bay sẽ là khá cao. Việc này có thể làm gia tăng các chi phí có liên quan.
- (2) Rủi ro đặc thù của ngành kinh doanh vận tải hàng không là rất nhạy cảm với các biến động kinh tế, chính trị, xã hội trên thế giới cũng như trong nước. Điển hình gần đây nhất như sự kiện Biển Đông hồi tháng 5/2014 đã khiến lượng khách đến từ Trung Quốc (nhóm khách hàng khá lớn) giảm 8% n/n.
- (3) Nhu cầu tài chính tài trợ cho việc mở rộng và nâng cấp đội bay giai đoạn 2014-2018 là rất lớn, khoảng 63.297 tỷ đồng. Trong khi đó:

- (i) Quy mô vốn chủ sở hữu khá thấp, ước khoảng 26.576 tỷ đồng vào 2018, tăng 165% so với trước khi cổ phần hoá. Sau IPO, Vietnam Airlines có kế hoạch phát hành thêm hơn 282 triệu cổ phiếu (khoảng 20% cơ cấu vốn điều lệ mới) cho đối tác chiến lược nước ngoài. Số lượng đối tác chiến lược không quá 3, có thể là hãng hàng không hoặc tổ chức đầu tư tài chính nhưng phải có sự tương đồng về lợi ích cũng như mạng lưới đầu tư, hoạt động lớn.
- (ii) Tỷ lệ nợ/VCSH hiện khá cao, khoảng 4 lần. Do đó, Vietnam Airlines cũng dự kiến sau khi mua máy bay sẽ bán lại cho công ty cho thuê tài chính và thực hiện thuê lại. Bằng kỹ thuật này, tính khả thi của việc mở rộng và nâng cấp đội bay sẽ cao hơn nhưng mặt khác sẽ làm gia tăng chi phí hoạt động.

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

Nguyễn Thị Ngân Tuyên

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 Thanh Lâm

(84) 8 44 555 888 x 8086

thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Phân tích kỹ thuật

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
- Thép

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 đang nắm giữ 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

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
Regional Head Sales Trading
kevinfoy@maybank-ke.com.sg
Tel: (65) 6336-5157
US Toll Free: 1-866-406-7447

Malaysia

Rommel Jacob
rommeljacob@maybank-ib.com
Tel: (603) 2717 5152

Indonesia

Hariato Liong
hariato.liong@maybank-ke.co.id
Tel: (62) 21 2557 1177

New York

Andrew Dacey
adacey@maybank-keusa.com
Tel: (212) 688 2956

Vietnam

Tien Nguyen
thuytien.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
Tel: (84) 44 555 888 x8079

Singapore

**Maybank Kim Eng Securities Pte
Ltd**
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
50 North Canal Road
Singapore 059304

Tel: (65) 6336 9090

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

Thailand

Tanasak Krishnasreni
Tanasak.K@maybank-ke.co.th
Tel: (66)2 658 6820

London

Simon Lovekin
simonl@maybank-ke.co.uk
Tel: (44)-207-626-2828

India

Manish Modi
manish@maybank-ke.co.in
Tel: (91)-22-6623-2601

Philippines

Keith Roy
keith_roy@maybank-atrke.com
Tel: (63) 2 848-5288

London

**Maybank Kim Eng Securities
(London) Ltd**
5th Floor, Aldermay House
10-15 Queen Street
London EC4N 1TX, UK

Tel: (44) 20 7332 0221
Fax: (44) 20 7332 0302

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