



CTCP Dược Hậu Giang (DHG VN)

Giá cổ phiếu: 73.500 VND

VHTT: 6.390 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 92.000 VND (+25%)

GTGD bq: 3,5 tỷ VND

Dược phẩm

Mua

Kỳ vọng cải thiện ở 6T cuối năm

- Dự báo kết quả 6T cuối năm 2015 cải thiện với DT và LNST tăng lần lượt 3% n/n và 33% n/n.
- PE 2015 10,5 lần do giá đã giảm hơn 23% tính từ đầu năm đến nay, so với mức hơn 20 lần BQ khu vực.

Tin tức/sự kiện

Thực hiện tái cơ cấu lại chính sách và đội ngũ bán hàng trong bối cảnh áp lực cạnh tranh của ngành dược phẩm trong nước ngày càng gay gắt hơn, đặc biệt là ở kênh thương mại (OTC - chủ yếu là nhà thuốc) khiến doanh thu (DT) và LNST 6T/15 giảm lần lượt 13,9% n/n và 3,9% n/n, đạt 1.458 và 260 tỷ đồng.

Kỳ vọng việc tái cơ cấu sẽ sớm có kết quả từ Q3/15. Theo đó, DT và LNST 6T cuối 2015 dự báo tăng lần lượt 3,1% n/n và 33% n/n. LN tăng trưởng mạnh hơn chủ yếu nhờ thuế suất thuế TNDN giảm.

Nhận định của MBKE

Sau giai đoạn tăng trưởng đều và khá tốt từ 2008-2014 với mức bình quân 17%/năm cho DT, chúng tôi sớm cho rằng đà tăng trưởng của DHG sẽ chậm lại trong các năm tới và 2015 có thể là giai đoạn giao thoa với nhiều khó khăn hơn. Nguyên nhân là do DHG sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi quy định đấu thầu mới đối với hệ điều trị và áp lực cạnh tranh gia tăng đáng kể trên kênh OTC.

Khó khăn của 2015 khả năng đã được phản ánh trong 6T/15. Công ty hiện khá tự tin về khả năng cải thiện trong 6T cuối năm nay. Chúng tôi cho rằng việc này là khá hợp lý do đây là mùa cao điểm của thị trường OTC, kênh phân phối chính (đóng góp 90% DT). Ngoài ra, việc tái cơ cấu khả năng sẽ sớm có hiệu quả từ Q3/15.

Giá cp DHG đã giảm hơn 23% từ đầu năm tới nay, do kết quả kém tích cực trong 6T/15. DHG hiện đang giao dịch ở mức 10,5 lần PE 2015, thấp hơn mức bình quân các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia) (hơn 20 lần).

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	2.491	2.931	3.391	3.913	3.747
EBITDA	547	658	855	806	826
Lợi nhuận ròng	416	486	589	533	609
EPS	4.782	5.578	6.761	6.121	6.994
Tăng trưởng EPS (%)	7	17	21	-9	14
Cổ tức/cổ phiếu	2.000	3.000	3.000	3.000	2.500
PER	15,4	13,2	10,9	12,0	10,5
EV/EBITDA (x)	10,9	8,7	6,7	7,2	6,6
Lợi tức (%)	2,7	4,1	4,1	4,1	3,4
P/BV(x)	4,6	3,8	3,2	2,8	2,4
Nợ ròng/VCSH (%)	-32,3	-41,4	-24,5	-14,0	-26,2
ROE (%)	31,2	31,7	32,1	25,0	24,5
ROA (%)	21,8	22,2	21,6	16,3	16,3

Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	98.000 / 70.500
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	58,0
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	87,2
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	6.390
Cổ đông lớn (%):	
SCIC	43,3
FRANKLIN RESOURCES	9,4
PORTAL GLOBAL LTD	7,2

Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	0,0	-9,3	-20,5	-23,4	-23,4
So với Index	4,0	-17,1	-24,1	-22,7	-30,5

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	25,0
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	580,4
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	26.489
Khả năng trả lãi vay (x):	150,2

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

Kết quả kinh doanh Q2/15

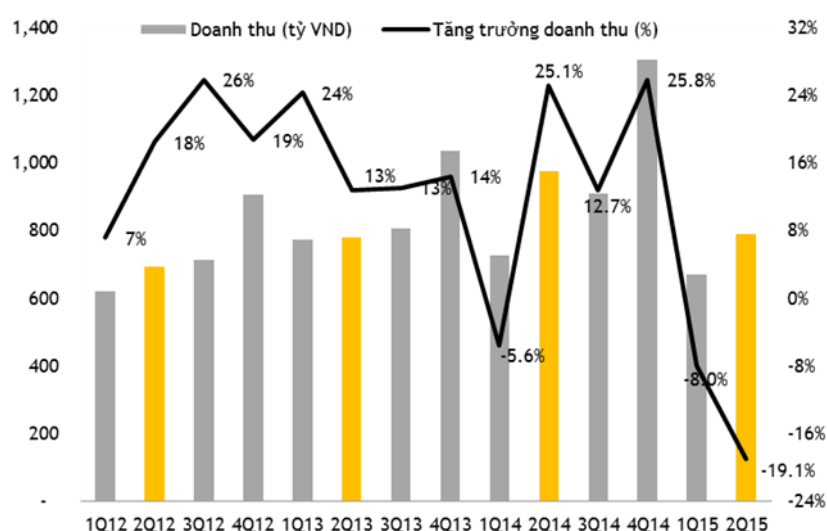
Doanh thu thuần Q2/15 giảm 19,2% n/n, xuống còn 788,8 tỷ đồng do mảng hàng sản xuất Q2/15 giảm 25% n/n. Nguyên nhân chủ yếu là do:

(1) Ảnh hưởng bởi việc hạch toán theo chế độ kế toán mới (TT200/2014-TT-BTC). Như đã đề cập trong các phân tích trước, theo chế độ kế toán mới, DHG không còn được ghi nhận các khoản doanh thu từ hàng khuyến mãi (ví dụ như dưới hình thức mua 2 tặng 1) như trước đây nữa. Trong khi đó, Q2/15 vừa qua, các chương trình khuyến mãi của công ty chủ yếu là dưới hình thức tặng hàng, thay vì khấu trừ tiền trực tiếp. Lưu ý thêm, tính đến cuối Q2/15, trong khoản mục giảm trừ doanh thu còn gần 84 tỷ đồng của các chương trình tặng hàng chưa được quyết toán. Nếu được quyết toán, khoản mục này sẽ được loại ra khỏi khoản giảm trừ doanh thu. Theo đó, doanh thu thuần sẽ được điều chỉnh tăng tương ứng. Nhờ vậy, mức giảm sẽ còn 10,6% n/n, thay vì 19,2% n/n.

(2) Giai đoạn tái cơ cấu chính sách và đội ngũ bán hàng trong bối cảnh áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt. Hệ điều trị chỉ đóng góp khoảng 10% doanh thu của DHG, nên dù giá trúng thầu thấp hơn cùng kỳ nhưng ảnh hưởng đến kết quả của công ty là không đáng kể. Tuy nhiên, một cách gián tiếp, do khó khăn từ hệ điều trị, hầu hết các công ty dược đã chuyển sang phát triển thị trường OTC để bù đắp làm gia tăng áp lực cạnh tranh.

Lưu ý thêm, doanh thu Q2/14 đạt mức cao nhất trong lịch sử của DHG, 976 tỷ đồng (+25,2% n/n).

Doanh thu và tăng trưởng doanh thu hàng quý của DHG



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Thay đổi cơ cấu doanh thu. Doanh thu mảng phân phối vẫn tăng trưởng khá tốt trong Q2/15, 58% n/n chủ yếu nhờ DHG phân phối trở lại cho Eugica. Do vậy, cơ cấu doanh thu Q2/15 của DHG có sự dịch chuyển theo hướng gia tăng tỷ trọng doanh thu mảng phân phối, từ mức 8% của Q2/14 lên 15% trong Q2/15.

Biến động biên LN gộp và tỷ lệ CPBH&QL/DT chủ yếu do cách hạch toán mới. Cụ thể:

- (1) Mặc dù hàng khuyến mãi không được ghi nhận doanh thu nhưng DHG vẫn phải ghi nhận giá vốn hàng bán. Đây là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp điều chỉnh từ mức 52,7% trong Q2/14 xuống còn 39,4% trong Q2/15. Ngoài ra, cơ cấu doanh thu thay đổi cũng có ảnh hưởng đến biên lãi gộp chung của công ty.
- (2) Tuy nhiên, các chi phí liên quan đến hàng khuyến mãi cũng sẽ được loại trừ khỏi khoản mục chi phí bán hàng. Nhờ đó, tỷ lệ CPBH&QL/DT của DHG giảm mạnh từ 33% trong Q2/14 xuống còn 18,1% trong Q2/15, phần nào bù trừ chênh lệch biến động của biên lợi nhuận gộp như đã trình bày ở trên. Đáng chú ý, chi phí bán hàng giảm còn nhờ 2 nguyên nhân khác là: (i) giảm tiền thưởng của nhân viên (bao gồm cả nhân viên bán hàng và khối văn phòng) do không đạt kế hoạch; và (2) hoàn nhập các khoản chi phí chiết khấu khuyến mãi trích trước khá lớn trong năm 2014, tới 306 tỷ, so với mức 85 tỷ của 2013.

LNST Q2/15 chỉ giảm 3,4% n/n, đạt 148,4 tỷ đồng, thấp hơn mức giảm của doanh thu. Điều này chủ yếu là nhờ: (i) 25,3 tỷ đồng thu nhập ròng từ hoạt động khác, gấp 3,6 lần cùng kỳ; và (ii) thuế suất thuế TNDN bình quân trong kỳ chỉ ở mức 14,5%, thấp hơn mức 19,9% của Q2/14. DHG bắt đầu hưởng ưu đãi thuế suất thuế TNDN 0% cho nhà máy mới trong 4 năm tới, từ 2015-2018. Theo ước tính của chúng tôi, nhà máy mới đóng góp khoảng 23% lợi nhuận cho DHG. Kết quả lợi nhuận tích cực hơn doanh thu giúp biên lãi ròng Q2/15 cải thiện lên 18,8%, so với mức 15,7% của cùng kỳ.

Dự báo 2015

Khả năng đạt kế hoạch lợi nhuận cao hơn. Năm 2015, DHG đặt kế hoạch gần như không tăng trưởng với doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 4.000 tỷ đồng (+2,2% n/n) và 729 tỷ đồng (+1% n/n). Với kết quả 1.458 tỷ doanh thu thuần (-13,9% n/n) và 260,4 tỷ đồng LNTT (-3,9% n/n) đạt được trong 6T/15 trên, công ty đã hoàn thành khoảng 36,4% và 43,2% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Dù kỳ vọng hoạt động kinh doanh của DHG sẽ cải thiện trong 6T cuối năm 2015, nhưng chúng tôi vẫn đánh giá kế hoạch doanh thu 2015 thật sự là thử thách đối với công ty. Kế hoạch lợi nhuận có vẻ hợp lý hơn.

Doanh thu và LNST 6T cuối năm dự báo tăng lần lượt 3,1% n/n và 33% n/n. LN tăng trưởng mạnh hơn chủ yếu nhờ thuế suất thuế TNDN giảm. DHG hiện đã xin được khoảng 70% số visa cho nhà máy Non-betalactam mới. Tiến độ có vẻ nhanh hơn trong Q2/15 vừa qua. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng số visa còn lại của nhà máy này sẽ sớm được cấp trong năm 2015, giúp nâng mức đóng góp lợi nhuận từ nhà máy mới. Nhờ đó, thuế suất bình quân 2015 ước giảm xuống 15%, từ mức 26,1% của 2014. Theo đó, lợi nhuận sau thuế 2015 dự báo tăng 14,3% n/n, lên 609 tỷ đồng mặc dù doanh thu 2015 khả năng sẽ giảm hơn 4% n/n, đạt 3.747 tỷ đồng.

Khuyến nghị MUA

Giá cổ phiếu DHG đã giảm hơn 23% tính từ đầu năm đến nay, sau giai đoạn đi ngang khoảng 1 năm trước đó, do kết quả kinh doanh kém tích cực trong 6T/15. Với dự báo cho 6T cuối năm tích cực hơn, chúng tôi kỳ vọng tâm lý thị trường sẽ được cải thiện trở lại. Theo chúng tôi, ở mức giá hiện tại 73.500 đồng/cp, thì rủi ro giảm giá của cổ phiếu DHG là không lớn.

DHG đang giao dịch ở mức PE 2015 khoảng 10,5 lần, thấp hơn mức bình quân các thị trường được phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia) (hơn 20 lần).

Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bình quân của doanh thu và LNST bình quân 3 năm tới (2016-2018) của DHG sẽ ở mức 11,8% và 14,1%. Ngoài nhờ thế mạnh là hệ thống phân phối lớn mạnh thì năng lực sản xuất của DHG cũng đã tăng gấp đôi và tiềm năng từ định hướng phát triển các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu – xu hướng tiêu dùng hiện nay cũng là khá lớn.

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14	FY15E
Chỉ số định giá					
P/E (x)	15,4	13,2	10,9	12,0	10,5
P/BV (x)	10,9	8,7	6,7	7,2	6,6
P/NTA(x)	2,7	4,1	4,1	4,1	3,4
Net dividend yield (%)	4,6	3,8	3,2	2,8	2,4
FCF yield (%)	0,7	6,5	2,5	-1,6	8,0
EV/EBITDA (x)	10,9	8,7	6,7	7,2	6,6
EV/EBIT (x)	12,1	9,7	7,3	8,0	7,5
Kết quả kinh doanh					
Doanh thu	2.491	2.931	3.391	3.913	3.747
Giá vốn hàng bán	(1.282)	(1.487)	(1.763)	(1.782)	(2.218)
Khấu hao	54	70	71	80	105
Lợi nhuận gộp	1.209	1.444	1.628	2.131	1.529
Chi phí bán hàng & QLDN	(744)	(928)	(1.029)	(1.411)	(835)
EBIT	493	587	784	727	721
Chi phí tài chính ròng	42	38	32	(30)	(40)
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	(10)	(0)	(0)	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	(6)	31	151	33	63
Thu nhập trước thuế	491	585	781	722	716
Thuế thu nhập	(71)	(93)	(188)	(188)	(107)
Lợi ích cổ đông thiểu số	420	491	593	534	610
LNST của CĐ công ty mẹ	4	5	4	0	1
EBITDA	416	486	589	533	609
EPS	547	658	855	806	826
Bảng cân đối kế toán					
Tổng tài sản	1.996	2.378	3.080	3.483	4.007
Tài sản ngắn hạn	1.491	1.818	2.233	2.386	2.628
Tiền và tương đương tiền	467	719	613	497	879
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	170	261	261
Hàng tồn kho	515	512	758	781	674
Phải thu khách hàng	490	574	667	841	806
Khác	18	13	24	7	8
Tài sản dài hạn	505	561	848	1.096	1.379
Đầu tư TSCD ròng	459	517	799	964	1.332
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Khác	46	44	49	133	47
Nợ phải trả	602	675	1.081	1.174	1.311
Nợ ngắn hạn	544	654	1.030	1.105	1.236
Phải trả ngắn hạn	21	19	127	177	177
Vay ngắn hạn	124	74	268	261	325
Khác	399	560	635	667	734
Nợ dài hạn	58	21	51	69	76
Nợ dài hạn phải trả	-	-	-	-	-
Khác	58	21	51	69	76
Nguồn vốn	1.382	1.688	1.981	2.287	2.678
Vốn góp cổ đông	652	654	654	872	872
Các quỹ	730	1.034	1.328	1.415	1.807
Cổ đông thiểu số	12	16	18	17	18
Báo cáo dòng tiền					
Dòng tiền hđ kinh doanh	252	542	513	144	985
Lợi nhuận ròng	416	486	589	533	609
Khấu hao	54	70	71	80	105
Thay đổi vốn hoạt động	-160	36	-81	-155	271
Khác	-57	-50	-66	-314	0
Dòng tiền hđ đầu tư	-181	-126	-528	-419	-387
Đầu tư TSCD ròng (capex)	-210	-128	-353	-245	-472
Thay đổi trong đầu tư	23	1	-174	-87	0
Khác	6	1	-1	-88	85
Dòng tiền hđ tài chính	-247	-164	-90	153	-210
Thay đổi vốn góp cổ đông	4	2	0	218	0
Thay đổi khoản nợ vay	8	-2	108	50	0
Khác	2	-33	32	17	8
Cổ tức	-261	-131	-230	-132	-218
Dòng tiền ròng	-175	252	-105	-122	388

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14	FY15E
Các chỉ số chính					
Tỷ lệ tăng trưởng (%)					
Doanh thu	22,4	17,7	15,7	15,4	-4,2
Lợi nhuận gộp	15,8	9,3	14,0	9,2	-5,1
EBITDA	14,4	20,3	30,0	-5,7	2,4
Lợi nhuận ròng	9,0	16,9	21,2	-9,5	14,3
EPS	7,4	16,7	21,2	-9,5	14,3
Khả năng sinh lợi (%)					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,5	49,3	48,0	54,5	40,8
Tỷ suất EBIT	19,8	20,0	23,1	18,6	19,3
Tỷ suất EBITDA	21,9	22,4	25,2	20,6	22,0
Tỷ suất lợi nhuận ròng	16,7	16,6	17,4	13,6	16,3
ROA	21,8	22,2	21,6	16,3	16,3
ROE	31,2	31,7	32,1	25,0	24,5
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	1,2	6,4	7,7	6,6	5,7
Nợ vay ròng/VCSH (%)	-32,3	-41,4	-24,5	-14,0	-26,2
Khả năng trả lãi vay (X)	241,6	225,0	345,3	150,2	144,3
K.năng trả lãi&vay NH (X)	21,2	26,5	6,0	4,0	3,9
Dòng tiền/lãi vay (X)	-86,0	96,4	-46,5	-25,3	77,6
Dtiền/lãi&nợ vay NH (X)	-7,6	11,4	-0,8	-0,7	2,1
Khả năng TT hiện hành (X)	2,7	2,8	2,2	2,2	2,1
Khả năng TT nhanh (X)	1,8	2,0	1,4	1,4	1,6
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	446,1	699,5	656,3	580,4	962,9
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	4.782	5.578	6.761	6.121	6.994
CFPS	15.896	19.362	22.730	26.235	30.726
BVPS	-2.018	2.888	-1.210	-1.403	4.449
SPS	28.662	33.625	38.899	44.887	42.990
EBITDA/share	6.289	7.543	9.806	9.252	9.476
Cổ tức tiền mặt	2.000	3.000	3.000	3.000	2.500

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 trong phân tích chứng khoán.

Singapore

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

Thái Lan (Thailand)

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

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

Mỹ (US)

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

Anh (UK)

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

CÔNG BỐ THÔNG TIN

Công bố tổ chức hợp pháp

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

Tuyên bố lợi ích

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

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

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

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

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

NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

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

Lưu ý

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

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

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

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