



## CTCP Gemadept (GMD VN)

Giá cổ phiếu: 32.800 VND      VHTT: 3.809 tỷ VND      Việt Nam  
 Giá mục tiêu: 41.200 VND (+25,6%)      GTGD bq: 5,6 tỷ VND      Logistics

# MUA

### Tăng trưởng vượt kỳ vọng

- KQKD 6T/15 tốt, đạt 54% & 75% KH DT & LNST 2015.
- Duy trì đánh giá tích cực đối với HĐKD chính.
- PE kỳ vọng 10,7 lần, tương đương BQ ngành nhưng PB chỉ 0,8 lần, thấp hơn mức 1,5 lần BQ ngành.

### Tin tức/sự kiện

Doanh thu (DT) 6T/15 tăng trưởng tốt 27,6% n/n, lên 1.726 tỷ đồng. Không có thu nhập đột biến từ hoạt động tài chính, lợi nhuận sau thuế (LNST) 6T/15 giảm 59,2% n/n, còn 204,1 tỷ đồng.

### Nhận định của MBKE

Hoạt động kinh doanh chính là khai thác cảng biển và logistics đều tăng trưởng trong 6T/15. Trong đó, DT mảng logistics tăng nhẹ 5% n/n. DT mảng cảng với biên LNG gấp 4 lần logistics tăng trưởng ấn tượng hơn, đến 84% n/n, đóng góp 47% DT cho GMD trong 6T/15, so với mức 33% của cùng kỳ. Nhờ hoạt động xuất nhập khẩu sôi động hơn, các cảng của GMD đều đang có suất vận hành cao. Đáng chú ý, cảng Nam Hải Đình Vũ (Hải Phòng) gần như đã đạt mức toàn dụng, so với mức 60% của 2014 là nhân tố chính tạo nên mức tăng trưởng ấn tượng trong 6T/15 của công ty.

Biên lợi nhuận gộp 6T/15 đạt 26,7%, cải thiện đáng kể so với mức 18,4% của 6T/14 giúp lãi gộp 6T/15 của GMD tăng mạnh 85,4% n/n, đạt 461,6 tỷ đồng. Tuy nhiên, do không có khoản lợi nhuận bất thường (~570 tỷ) từ thương vụ chuyển nhượng toà nhà Gemadept Tower như 6T/14, LNST 6T/15 chỉ còn 204,1 tỷ đồng (-59,2% n/n). Nếu loại trừ đi khoản thu nhập bất thường này, LNST 6T/15 của GMD sẽ tăng gấp 3,7 lần n/n.

GMD đang mở rộng hoạt động logistics bằng việc đầu tư thêm các trung tâm phân phối mới và đội tàu vận tải đường sông. Kỳ vọng mảng logistics 3PL sẽ tăng trưởng 20-25%/năm trong 3-5 năm tới.

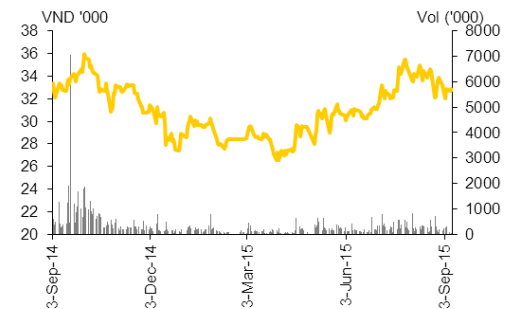
GMD đang giao dịch ở mức PE kỳ vọng 10,7 lần, tương đương BQ ngành nhưng PB chỉ 0,8 lần, thấp hơn mức 1,5 lần BQ ngành.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Doanh thu	2.580	2.525	3.013	3.503	3.817
EBITDA	432	436	580	784	815
Lợi nhuận ròng	104	192	531	355	376
EPS	948	1.695	4.601	3.059	3.242
Tăng trưởng EPS (%)	1.563	79	172	-34	6
Cổ tức/cổ phiếu	600	1.000	2.000	1.000	1.000
PER	34,6	19,4	7,1	10,7	10,1
EV/EBITDA (x)	8,7	10,3	7,2	5,1	4,4
Lợi tức (%)	1,8	3,0	6,1	3,0	3,0
P/BV(x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Nợ ròng/VCSH (%)	16,1	29,3	19,4	15,4	6,5
ROE (%)	2,4	4,3	11,3	7,1	7,2
ROA (%)	1,5	2,7	6,7	4,2	4,2

### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	37.700 / 26.600
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	78,8
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	116,1
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	3.809
Cổ đông lớn (%):	
ReCollection Pte.Ltd	12,3
Mutual Fund Elite	6,9
Deutsche Bank AG	2,0

### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	-3,5	7,5	13,9	-5,5	13,5
So với Index	1,8	7,9	17,1	3,5	8,2

### Chỉ số cơ bản

ROE (%)	11,3
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	-348
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	44.939
Khả năng trả lãi vay (x):	7,2

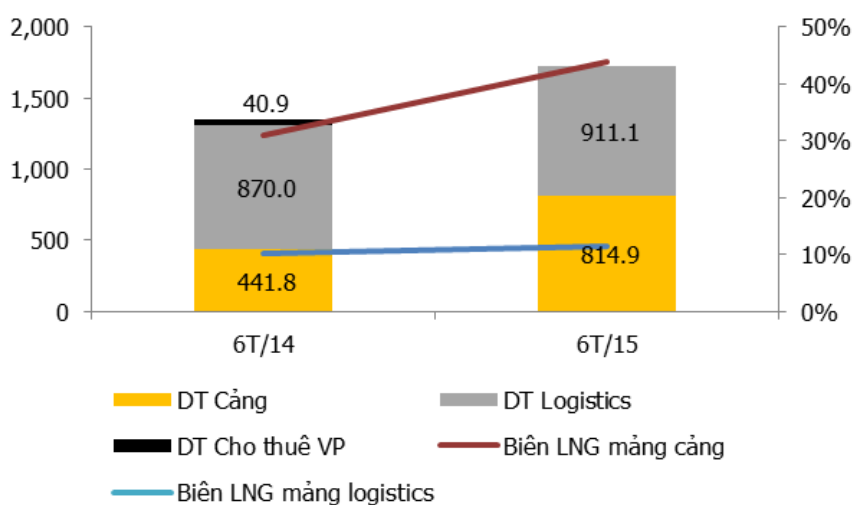
Nguyễn Thị Sony Trà Mi  
 (84) 8 44 555 888 ext 8084  
 mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

## Biên lợi nhuận cải thiện đáng kể trong 6T/15

GMD đạt mức biên lợi nhuận gộp (LNG) 26,7% trong 6T/15, cao hơn nhiều so với mức 18,4% của cùng kỳ năm trước. Sự cải thiện ấn tượng này là nhờ:

**(1) Cơ cấu doanh thu thay đổi** theo hướng gia tăng tỷ trọng của mảng cảng biển với biên LNG, tới 44%, gấp 4 lần biên LNG của hoạt động logistics. Với mức tăng trưởng ấn tượng đến 84% n/n trong 6T/15, mảng cảng biển hiện đóng góp 47% tổng DT cho GMD, so với mức 33% của cùng kỳ.

### Cơ cấu doanh thu của GMD trong 6T/15 và 6T/14 (tỷ đồng)



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### (2) Biên LNG của cả 2 mảng kinh doanh chính đều cải thiện trong 6T/15. Trong đó:

- Biên LNG của mảng logistics tăng nhẹ từ 10% trong 6T/14 lên 11% trong 6T/15.
- Biên LNG mảng cảng 6T/15 đạt 44%, cải thiện mạnh so với mức 31% của 6T/14 nhờ tỷ suất hoạt động của các cảng tốt hơn trong 6T/15, đặc biệt là cảng Nam Hải Đình Vũ (Hải Phòng) với công suất thiết kế 500 ngàn teu/năm, tương đương gần 40% tổng công suất các cảng container hiện tại của GMD. Trong 6T/15, hầu hết các cảng tại khu vực Hải Phòng đều có kết quả tích cực nhờ: (i) sản lượng hàng thông qua cảng của khu vực này tăng trưởng khá tốt, khoảng 13,3% n/n, đạt gần 34 triệu tấn; và (ii) đột biến từ doanh thu kho lạnh (mảng kinh doanh có biên LNG khoảng 50%) do có sự thay đổi trong chính sách tạm nhập tái xuất của Trung Quốc. Ngoài ra, công ty còn cho biết thêm, chi phí lãi vay được vốn hoá của cảng Nam Hải Đình Vũ hiện ở mức thấp, chỉ khoảng 7% cũng là một lợi thế của công ty.

## Mở rộng hoạt động logistics

Dù tỷ trọng đóng góp doanh thu từ mảng logistics đang thu hẹp nhưng đây vẫn là mảng hoạt động chiếm tỷ trọng lớn nhất. Hơn nữa, với suất hoạt động hiện tại, các cảng của GMD gần như đã vận hành ở mức toàn dụng, chiến lược mở rộng hoạt động logistics dựa vào những lợi thế của công ty là khá hợp lý.

### GMD hiện đang tập trung mở rộng các trung tâm phân phối (DC)

với 4 dự án trong năm 2015 bao gồm:

- **DC Hậu Giang** (GMD nắm 51%): Giai đoạn 1 khoảng 50 ngàn pallets kho lạnh, dự kiến đi vào hoạt động trong Q3/2016. Đây sẽ là hệ thống kho lạnh lớn nhất cả nước. Dự kiến 60% diện tích kho lạnh sẽ được lấp đầy nhờ nhu cầu của đối tác liên kết (năm 49%) trong dự án này là CTCP Thủy sản Minh Phú – công ty đứng đầu về kim ngạch xuất khẩu tôm cả nước. Khả năng lấp đầy 40% diện tích còn lại cũng khá cao từ nhu cầu của các nhà sản xuất tôm, cá tiềm năng khác tại đồng bằng Sông Cửu Long. Giai đoạn 2 là 10-15 ngàn m<sup>2</sup> kho khô. Tổng vốn dự kiến của dự án này là 670 tỷ đồng (giai đoạn 1 khoảng 350 tỷ đồng), tỷ lệ vay 70%.
- **DC Nam Hải** (GMD nắm 65%) tại khu công nghiệp Đình Vũ (Hải Phòng), với tổng diện tích 21ha và vốn đầu tư 400 tỷ. DC này sẽ hoạt động tương tự như một ICD, nhằm giúp giảm áp lực hàng tại cảng Nam Hải Đình Vũ trong các năm tới khi mà cảng này đã vận hành đạt mức tối đa công suất thiết kế. Nói cách khác, việc này sẽ giúp cải thiện công suất của cảng Nam Hải Đình Vũ. Dự kiến giai đoạn 1 (~5ha) sẽ đi vào hoạt động trong Q3/2016.
- **DC Hải Dương** với diện tích khoảng 16 ngàn m<sup>2</sup>, khởi công vào 21/05/2015 và vừa đi vào hoạt động trong tháng 7/2015.
- **DC3 Bình Dương**: diện tích khoảng 11 ngàn m<sup>2</sup>, dự kiến hoàn thiện vào cuối năm 2015, giúp nâng tổng diện tích kho tại Bình Dương của GMD lên 53 ngàn m<sup>2</sup>.

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với chiến lược mở rộng hoạt động logistics này. Sau khi các trung tâm phân phối (DC) mới hoàn tất, tổng số trung tâm phân phối của GMD sẽ được nâng lên 11 DC, với tổng diện tích kho thường là 155 ngàn m<sup>2</sup> (tăng 58%). Tuy nhiên, phần lớn khả năng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ các dự án này phải từ 2016.

**Về hoạt động vận tải**, do thị trường vận tải biển nhìn chung cũng còn nhiều khó khăn nên GMD chưa có định hướng đầu tư thêm cho hoạt động này. Tuy nhiên, mảng vận tải đường sông, tuyến Campuchia-Việt Nam lại khá tiềm năng. Đội tàu sông của GMD hiện có 16 chiếc và công ty đang đóng thêm 2 tàu mới để phục vụ nhu cầu vận tải tuyến đường này. Nhìn chung biên LNG của mảng vận tải không cao, nhưng đó là mắt xích quan trọng trong chuỗi hoạt động logistics 3PL mà GMD đang định hướng đẩy mạnh. Công ty kỳ vọng tăng trưởng của mảng này sẽ đạt mức 20-25%/năm trong 3-5 năm tới.

## Điều chỉnh tăng dự báo 2015 - Khuyến nghị MUA

Đúng như kỳ vọng của chúng tôi, hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD, bao gồm mảng khai thác cảng biển và hoạt động logistics đã tăng trưởng tốt trong 6T/15. Trong đó, cảng Nam Hải Đình Vũ là nhân tố đóng góp chính. Do nằm ở khu vực cảng chiến lược, cảng này có nhiều thuận lợi. Với kết quả đạt được trong 6T/15, GMD đã hoàn thành được 53,9% và 75,2% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận 2015.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng doanh thu 2015 của GMD từ mức 10% lên 16,3%. Theo đó, doanh thu 2015 ước đạt 3.503 tỷ đồng, cao hơn kế hoạch của công ty khoảng 9,5%.

Mức biên LNG mà GMD đạt được trong 6T/15 vượt qua kỳ vọng trước đó của chúng tôi. Do vậy, chúng tôi nâng tỷ lệ LNG biên dự báo cho 2015 lên 24,8%, so với mức 20% trước đây. Theo đó, lợi nhuận 2015 ước đạt 355,2 tỷ đồng, giảm 33,1% n/n do không có khoản thu nhập bất thường lớn từ việc chuyển nhượng GMD tower như trong 2014. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi cũng cao hơn kế hoạch của công ty khoảng 28,7%.

Ở mức giá hiện tại là 32.800 đồng/cp, GMD đang giao dịch ở mức PE kỳ vọng 10,7 lần, tương đương bình quân ngành nhưng PB chỉ 0,8 lần, thấp hơn mức 1,5 lần bình quân ngành.

Chúng tôi duy trì đánh giá lạc quan đối với các hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD nhờ vị thế của công ty trong ngành cũng như chiến lược mở rộng và tiềm năng hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do đã và sẽ được ký kết trong thời gian tới. Các hoạt động đầu tư ngoài ngành như bất động sản và cao su đang được xem xét để chuyển nhượng, khả năng sẽ đem đến các khoản thu nhập đột biến (chưa bao gồm trong dự báo của chúng tôi).

Nâng khuyến nghị lên **MUA**, với giá mục tiêu là 41.200 đồng/cp, cao hơn 25,6% so với mức giá hiện tại.

Lưu ý thêm, theo nghị quyết ĐHCĐ TN 2015, GMD sẽ chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2:1. Công ty vẫn chưa có thông báo nào về thời gian chốt quyền nhưng chắc chắn sẽ thực hiện trong 2015.

**Rủi ro – 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi.** Đây là khoản nợ GMD phát hành cho VI (Vietnam Investment) Fund II L.P từ 15/08/2012 với lãi suất cố định 6%/năm và thời hạn vay là 5 năm. Tuy nhiên, theo thỏa thuận, bên cho vay được yêu cầu chuyển đổi khoản vay này thành cổ phiếu phổ thông sau một năm kể từ ngày hợp đồng vay có hiệu lực. Giá chuyển đổi sẽ bằng 88% giá thị trường bình quân 1 tháng trước thời điểm chuyển đổi của cổ phiếu GMD. Một khi VI tiến hành chuyển đổi số trái phiếu này thì EPS và BVPS của GMD sẽ bị pha loãng. Tuy nhiên, đến hiện tại, vẫn chưa có thông tin cụ thể nào về kế hoạch thực hiện của VI.

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (x)	575,3	34,6	19,4	7,1	10,7
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
P/NTA(x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Net dividend yield (%)	0,0	1,8	3,0	6,1	3,0
FCF yield (%)	(5,7)	0,4	(8,6)	(3,7)	6,3
EV/EBITDA (x)	10,5	8,7	10,3	7,2	5,1
EV/EBIT (x)	23,9	20,4	24,0	13,3	7,4
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>2.382</b>	<b>2.580</b>	<b>2.525</b>	<b>3.013</b>	<b>3.503</b>
Giá vốn hàng bán	(1.993)	(2.125)	(2.080)	(2.388)	(2.634)
Khấu hao	202	248	248	267	246
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>389</b>	<b>456</b>	<b>445</b>	<b>625</b>	<b>869</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	(231)	(272)	(256)	(312)	(350)
<b>EBIT</b>	<b>158</b>	<b>184</b>	<b>188</b>	<b>313</b>	<b>538</b>
Chi phí tài chính ròng	(164)	(80)	0	414	(131)
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	13	7	1	25	27
Lãi/ (lỗ) khác	23	37	16	(51)	10
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>30</b>	<b>148</b>	<b>206</b>	<b>701</b>	<b>425</b>
Thuế thu nhập	(15)	(34)	(2)	(136)	(47)
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	11	12	34	23
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>6</b>	<b>104</b>	<b>192</b>	<b>531</b>	<b>355</b>
EBITDA	360	432	436	580	784
EPS	57	948	1.695	4.601	3.059
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.869</b>	<b>6.822</b>	<b>7.609</b>	<b>8.180</b>	<b>8.573</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.550</b>	<b>2.512</b>	<b>2.300</b>	<b>2.852</b>	<b>3.231</b>
Tiền và tương đương tiền	516	545	470	943	1.102
Đầu tư tài chính ngắn hạn	670	543	553	596	596
Hàng tồn kho	86	88	113	91	106
Phải thu khách hàng	1.073	1.174	1.026	1.071	1.246
Khác	204	163	137	150	180
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4.319</b>	<b>4.310</b>	<b>5.309</b>	<b>5.328</b>	<b>5.342</b>
Đầu tư dài hạn	1.734	1.647	1.517	1.490	1.490
Tài sản cố định ròng	1.996	1.977	2.990	3.260	3.294
Khác	349	459	587	577	558
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.354</b>	<b>2.176</b>	<b>2.637</b>	<b>2.921</b>	<b>3.064</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.354</b>	<b>1.084</b>	<b>1.044</b>	<b>1.129</b>	<b>1.117</b>
Phải trả ngắn hạn	681	492	515	407	285
Vay ngắn hạn	265	256	293	359	396
Khác	407	337	235	363	435
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.000</b>	<b>1.092</b>	<b>1.594</b>	<b>1.791</b>	<b>1.947</b>
Nợ dài hạn phải trả	686	760	1.269	1.480	1.605
Khác	314	332	325	311	342
<b>Nguồn vốn</b>	<b>4.266</b>	<b>4.394</b>	<b>4.484</b>	<b>4.878</b>	<b>5.117</b>
Vốn góp cổ đông	1.094	1.094	1.144	1.161	1.161
Các quỹ	3.171	3.299	3.340	3.717	3.956
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>229</b>	<b>238</b>	<b>436</b>	<b>341</b>	<b>378</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>					
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>-97</b>	<b>122</b>	<b>402</b>	<b>354</b>	<b>500</b>
Lợi nhuận ròng	6	104	192	531	355
Khấu hao	202	248	248	267	246
Thay đổi vốn hoạt động	-311	-26	144	28	-110
Khác	6	-203	-182	-473	9
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>-145</b>	<b>109</b>	<b>-816</b>	<b>184</b>	<b>-228</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-108	-109	-726	-496	-260
Thay đổi trong đầu tư	-111	124	-128	638	0
Khác	73	94	39	42	33
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>210</b>	<b>-202</b>	<b>339</b>	<b>-64</b>	<b>-113</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	0	0	46	15	0
Thay đổi khoản nợ vay	216	-125	406	72	3
Khác	-6	0	0	0	0
Cổ tức	0	-76	-113	-150	-116
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>-32</b>	<b>29</b>	<b>-76</b>	<b>474</b>	<b>159</b>

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14A</b>	<b>FY15E</b>
<b>Các chỉ số chính</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	10,9	8,3	-2,1	19,3	16,3
Thu nhập	-25,7	16,3	2,6	66,0	65,8
EBITDA	-11,6	19,9	1,0	33,0	35,1
Lợi nhuận ròng	-97,0	1,562,7	85,3	176,2	-33,1
EPS	-97,2	1,562,7	78,8	171,5	-33,5
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,3	17,7	17,6	20,7	24,8
Tỷ suất EBIT	6,6	7,1	7,5	10,4	15,4
Tỷ suất EBITDA	15,1	16,7	17,3	19,3	22,4
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,3	4,0	7,6	17,6	10,1
ROA	0,1	1,5	2,7	6,7	4,2
ROE	0,2	2,4	4,3	11,3	7,1
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	28,5	39,8	38,7	36,9	37,0
Nợ vay ròng/VCSH (%)	20,0	16,1	29,3	19,4	15,4
Khả năng trả lãi vay (X)	1,2	2,0	2,8	7,2	4,7
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,0	0,2	0,3	1,3	1,1
Dòng tiền/lãi vay (X)	-0,2	0,2	-0,7	4,2	1,4
Dòng tiền/lãi&nợ vay NH (X)	0,0	0,0	-0,1	0,9	0,4
Khả năng TT hiện hành (X)	1,9	2,3	2,1	2,4	2,9
Khả năng TT nhanh (X)	1,6	2,1	1,9	2,2	2,6
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	-180,8	-163,6	-761,1	-348,0	-191,7
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	57	948	1.695	4.601	3.059
BVPS	38.975	40.143	39.191	42.002	44.060
CFPS	-291	265	-660	4.077	1.369
SPS	21.764	23.577	22.069	25.940	30.163
EBITDA/share	3.291	3.946	3.812	4.997	6.750
Cổ tức tiền mặt	0	600	1.000	2.000	1.000

## 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 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 để 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