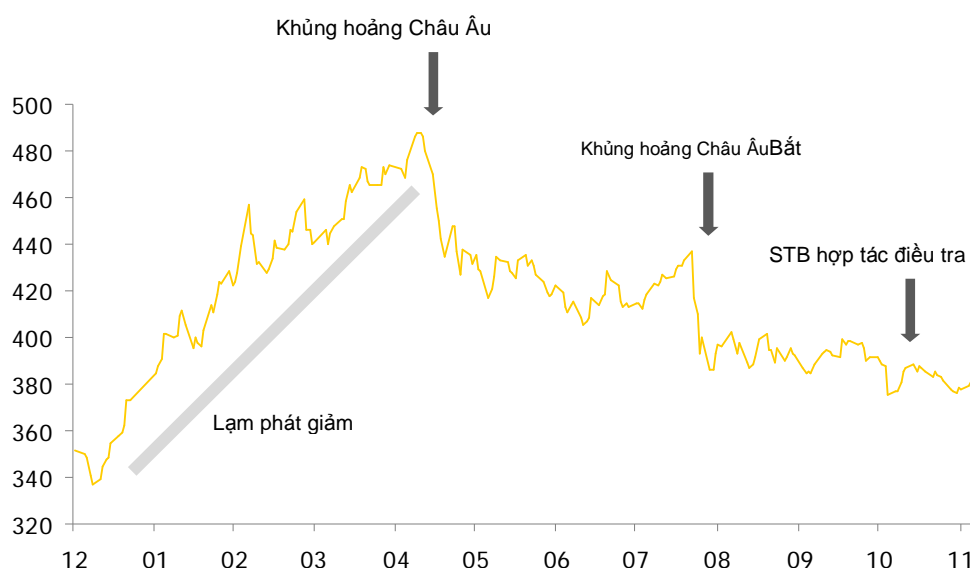


## Thị trường chứng khoán Việt Nam Nhìn lại 2012 và triển vọng 2013

Chỉ số đại diện cho TTCK Việt Nam, VN-Index đã đạt đỉnh 492 điểm vào đầu tháng 5/2012, tăng 48% so với đầu năm 2012. Nhưng sau đó, vào những ngày đầu tháng 12, VN-Index đã giảm lại 22% so với đỉnh của tháng 5. Thị trường bị bán mạnh vì tình hình khủng hoảng nợ Châu Âu không mấy sáng sủa, vì sự kiện bắt giữ ông Nguyễn Đức Kiên, sáng lập viên của ACB, cùng những nhân vật chủ chốt khác, và vì vấn đề nợ xấu ở Việt Nam đang ngăn chặn nền kinh tế của quốc gia hồi phục.

Chỉ số VN-Index năm 2012



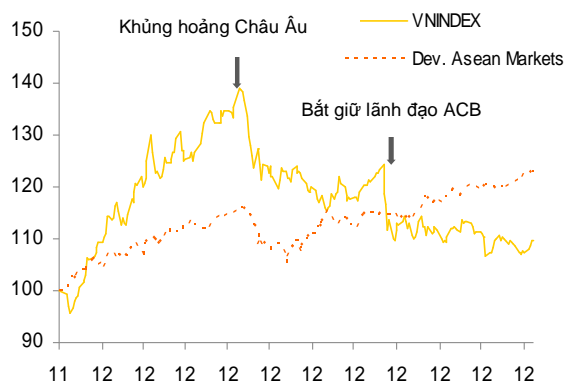
Sự gia tăng suốt nửa đầu năm 2012 được dẫn dắt bởi hai yếu tố sau:

- 1) Nỗ lực giảm lạm phát từ mức đỉnh 23% trong tháng 8/2011 về khoảng 7% từ giữa năm 2012 và vẫn đang duy trì mức này cho đến hiện nay. Điều này cho phép lãi suất giảm 5% trong năm nay, khởi đầu cho chu kỳ phục hồi kinh tế từ đầu năm.
- 2) Giá cổ phiếu đã giảm quá sâu từ cuối năm 2011, do nỗ lực của Ngân hàng Nhà nước tái cấu trúc lại hệ thống ngân hàng đã đẩy lãi suất liên ngân hàng lên đến 34%, và bóp nghẹt dòng vốn tín dụng của các ngân hàng nhỏ và yếu ở Việt Nam. TTCK đã dễ thở hơn khi Ngân hàng Nhà nước đã bắt đầu cho các ngân hàng nhỏ vay một cách trực tiếp thông qua kênh tái chiết khấu.

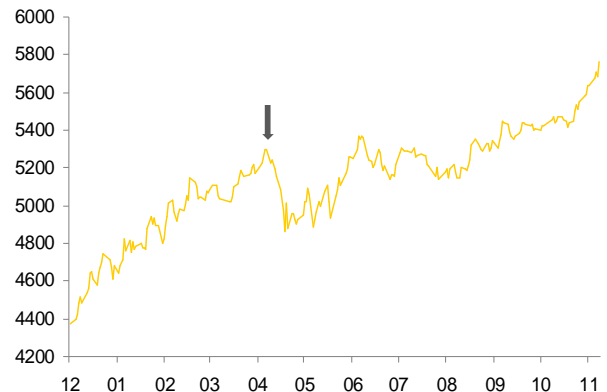
Khi TTCK Việt Nam tăng trong giai đoạn đầu năm 2012, sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài gia tăng, mở rộng sự quan tâm này trong các thị trường chứng khoán Asean mới nổi như Philippines, Thái Lan và Indonesia. Từ đầu tháng 5/2012, TTCK Việt Nam là một trong những thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh nhất trên thế giới, tăng mạnh hơn các thị trường Asean mới nổi khác hơn 20%. Tuy nhiên, TTCK bắt đầu giảm trong tháng 5/2012 bởi những lo ngại về khủng hoảng nợ Châu Âu.

Các TTCK thế giới cũng dao động trong tháng 5 nhưng hồi phục lại vào cuối năm, khi mà những nhà lãnh đạo ở khối Châu Âu tìm ra giải pháp tạm thời cho những vấn đề của họ và Mỹ đưa ra gói nới lỏng định lượng lần 3 “QE3”, một cách in tiền để hỗ trợ nền kinh tế (một phần trong số tiền mới in này đã chảy vào TTCK thế giới). Thật không may khi hầu hết các TTCK trên thế giới bắt đầu tăng trở lại và vượt qua đỉnh ở tháng 5 thì TTCK Việt Nam lại không đi theo xu thế này. Đồ thị bên trái dưới đây so sánh biến động của TTCK Việt Nam với Indonesia, Thái Lan và Philippines trong năm vừa qua. Đồ thị bên phải mô tả biến động của riêng thị trường Philippines.

**VN-Index so với các TTCK Asean đang phát triển**



**PCOMP-Index (TTCK Philippines)**



Theo chúng tôi, nguyên nhân chính của việc TTCK Việt Nam không tốt so với các thị trường Asean kể từ tháng 5 là do vấn đề nợ xấu của ngân hàng làm tổn thương nền kinh tế. Những sự kiện như bắt giữ thành viên sáng lập ACB “Bầu Kiên”, tổng giám đốc ACB Lý Xuân Hải, chủ tịch Sacombank Đặng Văn Thành và nhiều quản lý cao cấp khác cũng như “mặt sau” của tranh luận chính trị diễn ra trong gần hết cả năm, tất nhiên đã ảnh hưởng đến tâm lý TTCK; nhưng những yếu tố này có thể ảnh hưởng không đáng kể đến “nền kinh tế thực”. Ví dụ như ACB, hoạt động kinh doanh của ngân hàng này đã sớm khôi phục lại bình thường sau sự kiện Bầu Kiên bị bắt giữ, và ngân hàng này vẫn là một trong những doanh nghiệp hàng đầu của Việt Nam. Việc này cũng giúp giải thích nguyên nhân tại sao thực tế nhà đầu tư nước ngoài vẫn mua ACB cũng như những cổ phiếu khác ở Việt Nam trong giai đoạn mà scandal ở ACB tràn ngập các tit báo hồi tháng 8 (NET nước ngoài mua ròng 140 triệu USD cổ phiếu Việt Nam trong năm nay).

Trong khi chúng tôi cho rằng những sự kiện về các cá nhân này có ảnh hưởng nhỏ đến “nền kinh tế thực” ở Việt Nam thì lại có sự leo thang về những quan ngại đối với vấn đề nợ xấu ngân hàng đang có ảnh hưởng thiệt hại đáng kể bởi vì cách ngân hàng miễn cưỡng cho vay, cho đến khi tình hình nợ xấu được giải quyết triệt để. Hiện huy động của ngân hàng tăng khoảng 15% trong khi dư nợ vay chỉ tăng khoảng 5%.

Những tranh luận chính trị đã làm chậm khả năng giải quyết tình trạng nợ xấu của chính phủ nhưng chúng tôi cho rằng ngay cả khi không có những tranh luận về chính trị này thì vấn đề nợ xấu cũng khó mà được giải quyết do Việt Nam là một xã hội đồng thuận xu hướng, trong đó quyền lực chính trị rất rườm rà và phân tán (không như ở Trung Quốc, nơi quyền lực chính trị rất tập trung).

Mặc dù vậy, nợ xấu ngân hàng là vấn đề cấp bách cần được giải quyết để Việt Nam có thể khôi phục tăng trưởng mạnh trở lại, và TTCK có thể tăng cao hơn. Bằng chứng rõ ràng là nền kinh tế đã chạm đáy trong năm 2012 và chúng ta đang ở giữa chu kỳ hồi phục, nhưng việc hồi phục đang quá chậm vì doanh nghiệp không thể tiếp cận nguồn vốn tín dụng khi mà vấn đề nợ xấu đang làm ngân hàng miễn cưỡng cho vay.

Từ 2007-2010, dư nợ cho vay ở Việt Nam tăng trưởng bình quân 35% mỗi năm, cao hơn rất nhiều tốc độ tăng trưởng kinh tế của thời kỳ đó. Một vài khoản vay vượt quá giới hạn trong thời gian này được đưa vào các dự án bất động sản và trở thành những khoản nợ xấu. Tuy nhiên tình trạng này hiện nay đã đảo ngược và tín dụng thì đang tăng trưởng quá chậm để có thể hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam.

Nhìn chung các doanh nghiệp thường cần phải tăng nguồn tín dụng từ ngân hàng để mở rộng sản xuất kinh doanh vì nhu cầu vốn lưu động gia tăng (nghĩa là lượng tiền mặt để trả lương và thanh toán các loại hóa đơn trong khi chờ đợi khách hàng thanh toán). Bằng chứng rõ nhất là tăng trưởng kinh tế thực tế của Việt Nam cao hơn mức 5% mà chúng tôi nghĩ có thể đạt được trong năm nay, nhưng tỷ lệ tăng trưởng đang gặp trở ngại vì các doanh nghiệp không thể tiếp được nguồn tín dụng từ ngân hàng.

Tăng trưởng GDP bị hạn chế đồng nghĩa với việc tăng trưởng lợi nhuận cũng không có cho năm 2012. Điều này làm tâm lý cả nhà đầu tư tổ chức ngoại lẫn trong nước xấu đi. Trong khi đó, tâm lý nhà đầu tư cá nhân cũng bị tổn thương bởi tín dụng (margin) cho chứng khoán bị hạn chế do tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống yếu và quy định kiểm soát chặt hơn (điều này không thể bỏ qua vì nhà đầu tư cá nhân ảnh hưởng lớn đến giá cổ phiếu ở Việt Nam)

Chúng tôi cho rằng TTCK sẽ vẫn khó khăn trong năm 2013 cho tới khi vấn đề nợ xấu được giải quyết và tăng trưởng tín dụng được khôi phục trở lại. Những đấu tranh chính trị nội bộ cần kết thúc trước khi chính phủ có thể chú tâm vấn đề nợ xấu này, điều này sẽ làm chậm tiến trình giải quyết nợ xấu. Mặt khác, thị trường bất động sản có thể đang ở gần đáy khi giá BDS đã giảm khoảng 30% trong năm nay; có thể tạo điều kiện để giúp giải quyết nợ xấu.

Cho dù không có giải pháp nào cho vấn đề nợ xấu thì tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp cũng có thể đạt khoảng 10% trong năm 2013 nhờ lãi suất giảm và nhu cầu

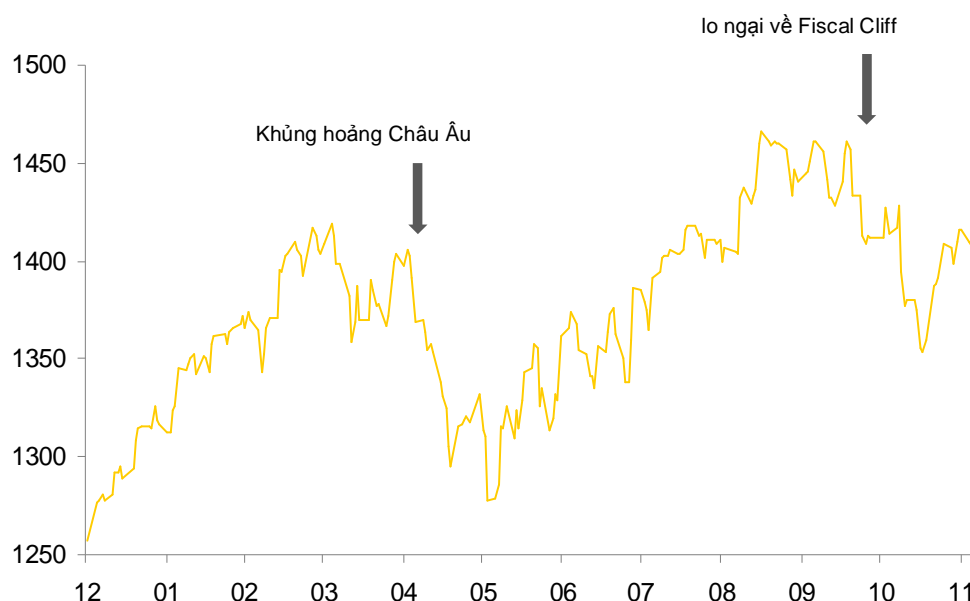
trong nước tăng nhẹ. Mức tăng trưởng lợi nhuận này được coi là khá hấp dẫn khi chỉ số P/E bình quân của thị trường chỉ ở khoảng 8 lần, chúng tôi không nghĩ thị trường có thể giảm thêm hơn nữa. Tuy nhiên TTCK có thể sẽ đi ngang trong suốt sáu tháng đầu năm 2013 cho đến khi có dấu hiệu rõ ràng về việc chính phủ sẽ giải quyết vấn đề nợ xấu (nói cách khác, TTCK có thể tăng trước Tết nhưng sau đó sẽ giảm lại thay vì cứ đi ngang).

Chúng tôi khá lạc quan khi chính phủ dự thảo kế hoạch về thành lập công ty mua bán nợ của chính phủ (Vietnam Asset Management Company – VAMC), nhưng tới nay vẫn chưa rõ nguồn vốn khoảng 7 tỷ USD mà VAMC cần để mua lại những khoản nợ xấu sẽ đến từ đâu. Và cũng chưa có gì rõ ràng về khung pháp lý cho phép VAMC thực hiện xiết nợ hay phát mãi tài sản thế chấp. Chúng tôi cho rằng phải mất cả năm 2013 để giải quyết những yếu tố này. Vì vậy, chúng tôi đánh giá TRUNG TÍNH về thị trường trong sáu tháng đầu năm 2013 (trừ khi chính phủ hành động quyết liệt hơn trước về vấn đề nợ xấu).

Một lý do khác mà chúng tôi nghĩ thị trường có thể đi ngang trong sáu tháng tới là chính sách “fiscal-cliff” ở Mỹ. Việc này có thể ví như đẩy nắp vung lên TTCK thế giới trong nửa năm sau. Những chính trị gia ở Mỹ đã không đạt được thỏa hiệp về việc làm thế nào để quản lý khoản thu thuế khổng lồ và những khoản cắt giảm chi tiêu của chính phủ đã được lên kế hoạch thực hiện ở Mỹ ngay từ đầu năm sau. Nhiều người sợ rằng điều này sẽ đẩy nền kinh tế mỹ vào một cuộc suy thoái khác.

Chúng tôi kỳ vọng vấn đề này sẽ được giải quyết trong nửa cuối năm sau nhưng TTCK thế giới đã suy giảm vì những lo ngại về “fiscal-cliff” từ tháng 10/2012, như trên đồ thị về S&P 500 bên dưới. Chúng tôi cũng nghĩ rằng sẽ rất khó khăn cho TTCK cả thế giới, bao gồm cả Việt Nam, cho đến khi vấn đề được giải quyết.

### Chỉ số S&P 500 năm 2012



# RESEARCH OFFICES

## REGIONAL

### P K BASU

*Regional Head, Research & Economics*  
(65) 6432 1821 pk.basu@maybank-ke.com.sg

### WONG Chew Hann, CA

*Acting Regional Head of Institutional Research*  
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

### ONG Seng Yeow

*Regional Products & Planning*  
(852) 2268 0644 ongsengyeow@maybank-ke.com.sg

## MALAYSIA

**WONG Chew Hann, CA** *Head of Research*  
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

- Strategy
- Construction & Infrastructure

### Desmond CH'NG, ACA

(603) 2297 8680 desmond.chng@maybank-ib.com

- Banking - Regional

### LIAW Thong Jung

(603) 2297 8688 tjliaw@maybank-ib.com

- Oil & Gas
- Automotive
- Shipping

### ONG Chee Ting, CA

(603) 2297 8678 ct.ong@maybank-ib.com

- Plantations

### Mohshin Aziz

(603) 2297 8692 mohshin.aziz@maybank-ib.com

- Aviation
- Petrochem
- Power

### YIN Shao Yang, CPA

(603) 2297 8916 samuel.y@maybank-ib.com

- Gaming - Regional
- Media
- Power

### TAN CHI WEI, CFA

(603) 2297 8690 chiwei.t@maybank-ib.com

- Construction & Infrastructure
- Power

### WONG Wei Sum, CFA

(603) 2297 8679 weisum@maybank-ib.com

- Property & REITs

### LEE Yen Ling

(603) 2297 8691 lee.yl@maybank-ib.com

- Building Materials
- Manufacturing
- Technology

### LEE Cheng Hooi *Head of Retail*

chenghooi.lee@maybank-ib.com

- Technicals

## HONG KONG / CHINA

### Edward FUNG *Head of Research*

(852) 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Construction

### Ivan CHEUNG, CFA

(852) 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property
- Industrial

### Ivan LI, CFA

(852) 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

### Jacqueline KO, CFA

(852) 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Consumer Staples

### Andy POON

(852) 2268 0645 andypoon@kimeng.com.hk

- Telecom & equipment

### Alex YEUNG

(852) 2268 0636 alexyeung@kimeng.com.hk

- Industrial

### Warren LAU

(852) 2268 0644 warrenlau@kimeng.com.hk

- Technology - Regional

### Karen Kwan

(852) 2268 0640 karenkwan@kimeng.com.hk

- China Property

## INDIA

### Jigar SHAH *Head of Research*

(91) 22 6623 2601 jigar@maybank-ke.co.in

- Oil & Gas
- Automobile
- Cement

### Anubhav GUPTA

(91) 22 6623 2605 anubhav@maybank-ke.co.in

- Metal & Mining
- Capital goods
- Property

### Ganesh RAM

(91) 226623 2607 ganeshram@maybank-ke.co.in

- Telecom
- Contractor

## SINGAPORE

### Gregory YAP *Head of Research*

(65) 6432 1450 gyap@maybank-ke.com.sg

- Technology & Manufacturing
- Telcos - Regional

### Wilson LIEW

(65) 6432 1454 wilsonliw@maybank-ke.com.sg

- Hotel & Resort
- Property & Construction

### James KOH

(65) 6432 1431 jameskoh@maybank-ke.com.sg

- Logistics
- Resources
- Consumer
- Small & Mid Caps

### YEAK Chee Keong, CFA

(65) 6432 1460 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg

- Healthcare
- Offshore & Marine

### Alison Fok

(65) 6432 1447 alisonfok@maybank-ke.com.sg

- Services
- S-chips

### Bernard CHIN

(65) 6432 1146 bernardchin@maybank-ke.com.sg

- Transport (Land, Shipping & Aviation)

### ONG Kian Lin

(65) 6432 1470 ongkianlin@maybank-ke.com.sg

- REITs / Property

### Wei Bin

(65) 6432 1455 weibin@maybank-ke.com.sg

- S-chips
- Small & Mid Caps

## INDONESIA

### Katarina SETIAWAN *Head of Research*

(62) 21 2557 1125 ksetiawan@maybank-ke.co.id

- Consumer
- Strategy
- Telcos

### Lucky ARIESANDI, CFA

(62) 21 2557 1127 lariesandi@maybank-ke.co.id

- Base metals
- Coal
- Oil & Gas

### Rahmi MARINA

(62) 21 2557 1128 rmarina@maybank-ke.co.id

- Banking
- Multifinance

### Pandu ANUGRAH

(62) 21 2557 1137 panugrah@maybank-ke.co.id

- Auto
- Heavy equipment
- Plantation
- Toll road

### Adi N. WICAKSONO

(62) 21 2557 1130 anwicaksono@maybank-ke.co.id

- Generalist

### Anthony YUNUS

(62) 21 2557 1134 ayunus@maybank-ke.co.id

- Cement
- Infrastructure
- Property

### Arwani PRANADJAYA

(62) 21 2557 1129 apranadjaya@maybank-ke.co.id

- Technicals

## PHILIPPINES

### Luz LORENZO *Head of Research*

(63) 2 849 8836 luz\_lorenzo@maybank-atrke.com

- Strategy

### Laura DY-LIACCO

(63) 2 849 8840 laura\_dyliacco@maybank-atrke.com

- Utilities
- Conglomerates
- Telcos

### Lovell SARREAL

(63) 2 849 8841 lovell\_sarreal@maybank-atrke.com

- Consumer
- Media
- Cement

### Kenneth NERECINA

(63) 2 849 8839 kenneth\_nerecina@maybank-atrke.com

- Conglomerates
- Property
- Ports/ Logistics

### Katherine TAN

(63) 2 849 8843 kat\_tan@maybank-atrke.com

- Banks
- Construction

### Ramon ADVIENTO

(63) 2 849 8842 ramon\_adviento@maybank-atrke.com

- Mining

## ECONOMICS

### Suhaimi ILIAS

*Chief Economist*

- Singapore | Malaysia
- (603) 2297 8682 suhaimi\_iliias@maybank-ib.com

### Luz LORENZO

*Economist*

- Philippines | Indonesia
- (63) 2 849 8836 luz\_lorenzo@maybank-atrke.com

## THAILAND

### Sukit UDOMSIRIKUL *Head of Research*

(66) 2658 6300 ext 5090

Sukit.u@maybank-ke.co.th

### Maria LAPIZ *Head of Institutional Research*

Dir (66) 2257 0250 | (66) 2658 6300 ext 1399

Maria.L@maybank-ke.co.th

- Consumer/ Big Caps

### Andrew STOTZ *Strategist*

(66) 2658 6300 ext 5091

Andrew@maybank-ke.co.th

### Mayuree CHOWWIKRAN

(66) 2658 6300 ext 1440 mayuree.c@maybank-ke.co.th

- Strategy

### Suttatip PEERASUB

(66) 2658 6300 ext 1430 suttatip.p@maybank-ke.co.th

- Media
- Commerce

### Sutthichai KUMWORACHAI

(66) 2658 6300 ext 1400 sutthichai.k@maybank-ke.co.th

- Energy
- Petrochem

### Termporn TANTIVIVAT

(66) 2658 6300 ext 1520 termporn.t@maybank-ke.co.th

- Property

### Woraphon WIROONSRI

(66) 2658 6300 ext 1560 woraphon.w@maybank-ke.co.th

- Banking & Finance

### Jaroontan WATTANAWONG

(66) 2658 6300 ext 1404 jaroontan.w@maybank-ke.co.th

- Transportation
- Small cap.

### Chatchai JINDARAT

(66) 2658 6300 ext 1401 chatchai.j@maybank-ke.co.th

- Electronics

### Pongrat RATANATAVANANANDA

(66) 2658 6300 ext 1398 pongrat.R@maybank-ke.co.th

- Services/ Small Caps

## VIETNAM

### Michael KOKALARI, CFA *Head of Research*

(84) 838 38 66 47 michael.kokalari@maybank-kimeng.com.vn

- Strategy

### Nguyen Thi Ngan TUYEN

(84) 844 55 58 88 x 8081 tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Food and Beverage
- Oil and Gas

### Ngo Bich Van

(84) 844 55 58 88 x 8084 van.ngo@maybank-kimeng.com.vn

- Banking

### Trinh Thi Ngoc Diep

(84) 844 55 58 88 x 8242 diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

- Technology
- Utilities
- Construction

### Dang Thi Kim Thoa

(84) 844 55 58 88 x 8083 thoa.dang@maybank-kimeng.com.vn

- Consumer

### Nguyen Trung Hoa

+84 844 55 58 88 x 8088 hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Steel
- Sugar
- Resources

## 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 phóng" 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 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.

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 trái với luật hoặc quy định), thực hiện những dịch vụ hoặc thủ tục 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 mà 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 chi cho mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những 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 thể 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 chứng khoán Maybank Kim Eng Việt Nam (giấy phép số 71/UBCK-GP) 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 2377538) được cấp phép và quy định bởi 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 20/8/2012, 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.

MKE có thể, trong ba năm qua, dịch vụ như là tổ chức phụ trách phát hành và đồng phụ trách phát hành cổ phiếu ra công chúng cho những tổ chức được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp hoặc đã cung cấp trong 12 tháng qua những tư vấn hoặc dịch vụ đầu tư liên hệ đến việc đầu tư và có thể nhận thù lao từ những dịch vụ cung cấp cho những công ty được đề cập 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 (Reminder)

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 lập lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.**

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư

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%
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% tới 15%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -15%

#### 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.

#### Một số từ viết tắt sử dụng trong báo cáo

Adex = Advertising Expenditure (chi phí quảng cáo)	FCF = Free Cashflow (dòng tiền tự do)	PE = Price Earnings (Giá / lợi nhuận trên mỗi cổ phần)
BV = Book Value (giá trị sổ sách)	FV = Fair Value (Giá trị thị trường)	PEG = PE Ratio To Growth (hệ số PE tăng trưởng)
CAGR = Compounded Annual Growth Rate (tăng trưởng kép)	FY = Financial Year (Năm tài khóa)	PER = PE Ratio Hệ số P/E
Capex = Capital Expenditure (đầu tư TSCĐ)	FYE = Financial Year End (kết thúc năm tài khóa)	QoQ = Quarter-On-Quarter (so với quý trước)
CY = Calendar Year (Năm theo dương lịch)	MoM = Month-On-Month (so với tháng trước)	ROA = Return On Asset (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản)
DCF = Discounted Cashflow (chiết khấu dòng tiền)	NAV = Net Asset Value (giá trị tài sản ròng)	ROE = Return On Equity (tỷ suất lợi nhuận trên tổng vốn)
DPS = Dividend Per Share (cổ tức 1 cổ phần)	NTA = Net Tangible Asset (giá trị tài sản hữu hình ròng)	ROSF = Return On Shareholders' Funds (tỷ suất lợi nhuận trên VCSH)
EBIT = Earnings Before Interest And Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	P = Price (giá)	WACC = Weighted Average Cost Of Capital (Chi phí vốn bình quân)
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)	P.A. = Per Annum (hàng năm)	YoY = Year-On-Year (so với cùng kỳ năm trước)
EPS = Earnings Per Share (Lợi nhuận 1 cổ phần)	PAT = Profit After Tax (Lợi nhuận sau thuế)	YTD = Year-To-Date (lưu kế từ đầu năm đến ngày hiện tại)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)	PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)	

 **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**  
Connie TAN  
connie@maybank-ke.com.sg  
Tel: (65) 6333 5775  
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**  
Eddie LAU  
eddielau@kimeng.com.hk  
Tel: (852) 2268 0800  
US Toll Free: 1 866 598 2267

 **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 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**  
*In association with*  
**Maybank Kim Eng Vietnam  
Securities Company**  
1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.  
District 1  
Ho Chi Minh City, Vietnam  
  
Tel : (84) 844 555 888  
Fax : (84) 838 38 66 39

 **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

[www.maybank-ke.com](http://www.maybank-ke.com) | [www.kimengresearch.com.sg](http://www.kimengresearch.com.sg)