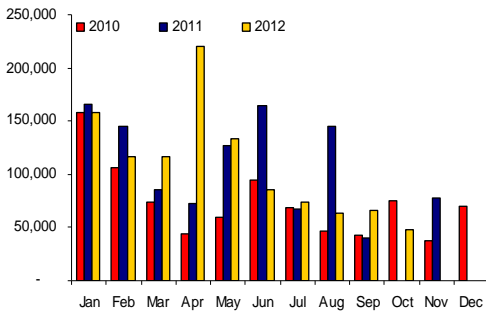
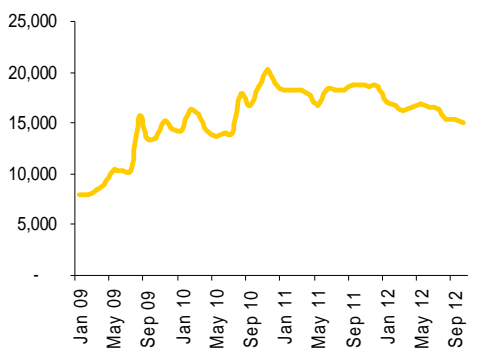


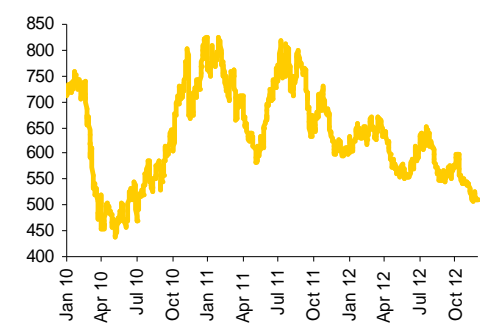
Nguyễn Trung Hòa
 hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
 (84) 8 4455.5888 (ext 8088)

Sản lượng tiêu thụ đường 2010-2012 (tấn)


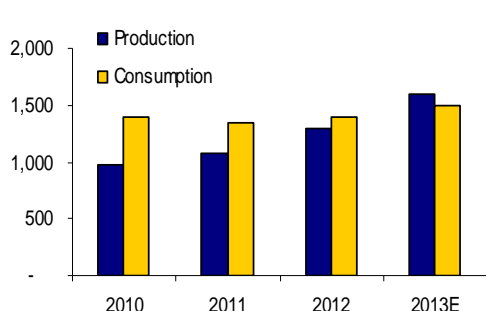
Nguồn: Bộ NN và PTNT

Giá đường tại nhà máy, VAT (đồng/kg)


Nguồn: Bộ NN và PTNT

Giá đường London (USD/tấn)


Nguồn: Bloomberg

Cung và cầu ngành đường (000 tấn)


Nguồn: Bộ NN và PTNT, Bloomberg

Ngành Mía Đường

Một Năm Khó Khăn

Mùa vụ 2012-2013 khó khăn... 2012 thật sự là một năm khó khăn của ngành mía đường Việt Nam. Việc giá tiêu thụ đường bình quân giảm 14% cùng với giá thành sản xuất tăng mạnh đã là cho lợi nhuận ròng bình quân của 6 công ty mía đường niêm yết (SBT, LSS, BHS, NHS, SEC and KTS) trong 9T12 giảm mạnh đến 45% n/n. Năm 2013 có thể vẫn tiếp tục là một năm khó khăn vì ngành đường sẽ phải đương đầu với sự mất cân đối cung cầu của ngành. Sản lượng đường sản xuất dự kiến tăng 22% đạt 1,59 triệu tấn trong vụ 2012-2013 trong khi nhu cầu tiêu thụ đường được dự báo chỉ đạt 1,4-1,5 triệu tấn. Do đó khoảng hơn 200.000 tấn đường được dự báo dư thừa trong năm sau.

... nhưng triển vọng năm 2014 sẽ khá hơn. Chúng tôi cho rằng việc dư thừa nguồn cung của ngành đường chỉ mang tính chu kỳ và kỳ vọng ngành đường sẽ hồi phục dần từ năm 2014 (xem phần Chu kỳ của ngành đường bên dưới). Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ đường từ các công ty sản xuất thực phẩm và đồ uống (chiếm 57% nhu cầu ngành đường) sẽ tăng trưởng trở lại theo sự hồi phục của nền kinh tế và xu hướng tăng tiêu dùng của tầng lớp trung lưu mới nổi tại Việt Nam. Chúng tôi cũng tin rằng sự tái cơ cấu lại ngành đường sắp tới sẽ giúp cải thiện hiệu quả chung của ngành. Do đó triển vọng của ngành đường trong trung hạn nhìn chung vẫn tốt.

Cổ phiếu hấp dẫn. Sáu công ty đường niêm yết vẫn có lợi nhuận khá tốt mặc dù giá đường sụt giảm mạnh trong năm nay. Lợi nhuận ròng/VCSH (ROE) đạt 20% trong 9T12. Hệ số nợ ròng/VCSH của các công ty này vẫn tương đối vững chắc ở mức 0.6 lần. Lợi tức cổ tức các năm qua đều ở mức hấp dẫn và kỳ vọng vào khoảng từ 11% đến 17% trong năm 2013. Chỉ số định giá đang rất rẻ với chỉ số PE (trailing) bình quân là 3 lần, rất thấp so với PE bình quân là 8 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Khuyến nghị. Chúng tôi cho rằng hiện tại chính là thời điểm phù hợp để tích lũy dần cổ phiếu ngành mía đường cho mục đích đầu tư trung và dài hạn vì các cổ phiếu này có mức định giá rẻ, lợi tức cổ tức hấp dẫn và cơ bản tốt. Chúng tôi khuyến nghị mua vào SBT, cổ phiếu có cơ bản tốt và lợi tức cổ tức cao so với các công ty còn lại trong ngành. Tuy nhiên, điểm hạn chế của ngành đường là rủi ro giảm thuế nhập khẩu đường từ các nước ASEAN xuống còn 0% trong năm 2015 hoặc 2018. Điều này làm tăng sự cạnh tranh trong thị trường nội địa.

	Vốn hóa (\$m)	Công suất (tấn)	ROE (%)	Nợ/VCSH (lần)	FY12 Lợi tức cổ tức (%)	Trailing PER (lần)	Khuyến nghị
SBT	85.9	9,800	19.5	0.2	24.3	4.6	BUY
LSS	31.2	10,500	7.7	0.8	19.3	3.4	N/A
BHS	22.4	6,000	16.9	1.4	20.0	3.2	N/A
NHS	20.3	3,400	24.0	0.6	20.0	1.8	N/A
SEC	12.2	3,500	30.0	0.7	12.6	5.8	N/A

Nguồn: Bloomberg, MBKE

Yếu tố cơ bản tốt

Mặc dù phải trải qua một năm 2012 đầy khó khăn nhưng các công ty mía đường Việt Nam nhìn chung vẫn duy trì được yếu tố cơ bản tốt. Lợi nhuận biên gộp bình quân của các công ty đường niêm yết (SBT, LSS, BHS, NHS, SEC and KTS) vẫn được duy trì khá tốt ở mức 16% trong 9T12 mặc dù giá đường đã giảm khá mạnh và chu kỳ lợi nhuận của ngành đường đang ở vùng đáy. Hơn nữa, chỉ số lợi nhuận ròng trên VCSH (ROE) và trên tài sản (ROA) vẫn hấp dẫn ở mức 20% và 11% tương ứng. Hệ số đòn bẩy tài chính cũng khá vững chắc ở mức 0,6 lần (vào 30/9/2012). Những số liệu này đã nói lên phần nào sự bền vững của ngành đường ngay cả trong thời gian khó khăn.

Lợi tức cổ tức hấp dẫn

Các công ty đường Việt Nam thường có xu hướng thanh toán mức lợi tức cổ tức rất hấp dẫn cho nhà đầu tư. Trong giai đoạn 2010-2012, tỷ lệ cổ tức bằng tiền hàng năm của 6 công ty mía đường niêm yết đạt 2.200 đồng/cổ phiếu, với tỷ lệ cổ tức trên lợi nhuận sau thuế bình quân ở mức 47%.

Chúng tôi cho rằng chính sách cổ tức bằng tiền của các công ty này ổn định chủ yếu là do lợi nhuận tốt (xem phần yếu tố cơ bản tốt) và nhu cầu vốn đầu tư tài sản cố định thấp vì phần lớn máy móc và trang thiết bị đã được đầu tư từ lâu và nhu cầu vốn để nâng cấp trang thiết bị không cao. Chúng tôi kỳ vọng lợi tức cổ tức của 6 công ty này ở mức từ 11% đến 16,8% trong năm 2013 dựa vào mức giá hiện tại.

Định giá rẻ

Ngoài lợi tức cổ tức cao thì các công ty đường Việt Nam hiện nay đang được định giá rất thấp. Hệ số PE (trailing) chỉ ở mức 3 lần, thấp hơn rất nhiều so với mức PE 8 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Bảng so sánh các công ty cùng ngành

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (\$m)	Trailing P/E (lần)	ROE (%)	Lợi tức cổ tức (%)
TSML PA Equity	97.4			0.0
JDWS PA Equity	80.1	5.7	30.6	7.0
DSM IN Equity	62.0	11.1		2.0
BNRI IN Equity	164.8	10.4	13.7	1.0
ASG IN Equity	73.0	3.6	20.5	4.8
KCPS IN Equity	47.3	9.0	14.9	3.1
KSL TB Equity	673.1	9.0	23.5	3.8
KBS TB Equity	172.8	7.3	48.8	5.7
Trung bình của các công ty trong khu vực		8.0	25.3	3.9
SBT VN Equity	85.9	4.8	22.3	24.3
LSS VN Equity	31.2	3.4	15.0	19.4
BHS VN Equity	22.4	3.2	25.3	20.0
NHS VN Equity	20.3	1.9	41.5	20.6
Trung bình của các công ty ở Việt Nam		3.3	26.0	21.1

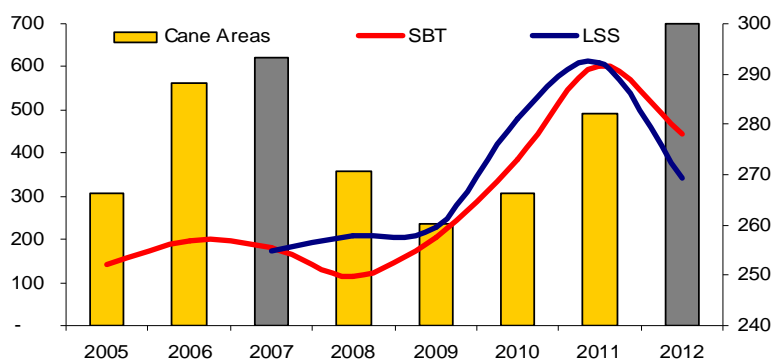
Nguồn: Bloomberg

Chu kỳ kinh doanh của ngành mía đường

Chu kỳ kinh doanh của ngành mía đường Việt Nam thường kéo dài từ 4-5 năm (xem hình 1) và mùa vụ trồng mía thường kéo dài chỉ 1 năm. Khi chu kỳ này đạt đỉnh vào năm 2007 thì nguồn cung mía cũng đạt khối lượng cao nhất. Do đó, lợi nhuận từ cây mía sẽ bắt đầu giảm dần do sự cạnh tranh mạnh mẽ giữa những người trồng mía. Vì vậy, người trồng mía thường chuyển sang các loại cây trồng khác với lợi nhuận cao hơn. Năm 2009, khi diện tích mía nguyên liệu chạm đáy thì cũng là lúc nguồn cung mía nguyên liệu không đáp ứng đủ nhu cầu và lợi nhuận từ cây mía bắt đầu tăng trở lại. Sự tăng trưởng lợi nhuận từ cây mía sẽ thúc đẩy người trồng mía mở rộng diện tích để gia tăng lợi nhuận. Nhờ vậy, diện tích mía nguyên liệu của Việt Nam đã được mở rộng đáng kể từ 2009-2012.

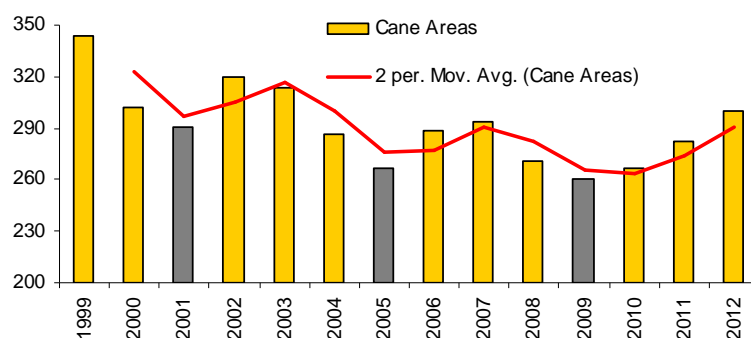
Lợi nhuận cho cả người trồng mía và các công ty mía đường vì vậy bắt đầu sụt giảm trong năm 2012 khi chu kỳ của ngành mía đường đã đạt đỉnh. Dữ liệu lịch sử của ngành cho thấy sự sụt giảm diện tích mía nguyên liệu sau khi đạt đỉnh thường chỉ kéo dài từ 1-2 năm trước khi hồi phục trở lại. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngành đường có thể sẽ tiếp tục không thuận lợi trong năm 2013 và bắt đầu hồi phục trở lại từ năm 2014.

Hình 1: Diện tích trồng mía ngành đường và lợi nhuận của SBT và LSS 2005-2012



Nguồn: MBKE, Bloomberg, Báo cáo tài chính

Hình 2: Diện tích trồng mía Việt Nam 1999-2012



Nguồn: MBKE, Bloomberg

Kết quả kinh doanh thất vọng trong 9T12

Doanh thu bình quân trong 9T12 của các công ty đường niêm yết tăng nhẹ 6% n/n nhờ sản lượng đường tiêu thụ tăng trưởng tốt (sản lượng tiêu thụ của cả ngành đường tăng 12% n/n trong 9T12). Tuy nhiên, lợi nhuận biên gộp bình quân lại giảm mạnh từ 26% trong 9T11 xuống còn 16% trong 9T12 vì giá đường trong nước đã sụt giảm 14% trong năm nay do ảnh hưởng của giá đường thế giới sụt giảm và đường nhập lậu

từ Thái Lan. Hơn nữa, chi phí sản xuất cũng tăng mạnh 20% n/n do chi phí mía nguyên liệu đầu vào tăng cao. Vì vậy, lợi nhuận ròng bình quân trong 9T12 của các công ty này giảm mạnh đến 45% n/n.

Chi phí sản xuất cao chủ yếu do chất lượng mía nguyên liệu thấp

Hiệp hội mía đường Việt Nam cho biết giá thành sản xuất đường tại Việt Nam cao hơn khoảng 40-50% so với Thái Lan. Điều này chủ yếu do chất lượng mía nguyên liệu thấp và quy mô quá nhỏ của các nhà máy đường trong nước.

Năng suất mía tại Việt Nam chỉ ở mức 61,7 tấn/ha trong vụ 2011-2012, thấp hơn 25% so với mía Thái Lan. Hơn nữa, chữ đường trong mía (CCC) chỉ ở mức 9,6% tại Việt Nam so với mức 10,4% của Thái Lan. Vì vậy, chi phí mía nguyên liệu tại Việt Nam thường cao hơn và chiếm đến khoảng 80% giá thành sản xuất so với 60% tại Thái Lan. Chất lượng mía nguyên liệu thấp bởi vì diện tích trồng mía tại Việt Nam quá manh mún. Diện tích mía tại Việt Nam chỉ đạt trung bình 0,5-1 ha/hộ gia đình so với khoảng 4 ha/hộ gia đình tại Thái Lan. Chính nhờ diện tích canh tác lớn mà nông dân Thái Lan có thể áp dụng các phương pháp trồng mía tiên tiến để đạt năng suất và chữ đường mía cao hơn.

Hơn nữa, quy mô quá nhỏ của các nhà máy đường tại Việt Nam cũng làm cho chi phí sản xuất cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm cao hơn nhiều so với Thái Lan. Quy mô bình quân của các nhà máy đường Việt Nam chỉ ở mức 3.400 tấn mía/ngày, thấp hơn nhiều so với ngưỡng 6.000-8.000 tấn mía/ngày để các nhà máy đường có thể đạt hiệu quả theo quy mô. Ngược lại, quy mô bình quân của các nhà máy đường Thái Lan ở mức 19.000 tấn mía/ngày, lớn hơn gấp 5,6 lần so với nhà máy đường Việt Nam.

So sánh đường Thái Lan và Việt Nam

	Diện tích ruộng mía bình quân (ha)	Công suất bình quân/nhà máy (tấn/ngày)	CCS	Giá thành (VND/kg)
Vietnam	0,5-1	3.400	9,6	13.000-15.000
Thailand	4,0	19.000	10,4	Khoảng 10.000

Nguồn: USDA, Vinasugar

Kế hoạch cho vụ ép mía 2012-2013

Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, diện tích mía của các nhà máy đường mở rộng thêm 12% n/n lên 268.728 ha và năng suất mía cũng được dự báo tăng 2,1% n/n lên 63 tấn/ha trong vụ ép mía 2012-2013. Vì vậy, sản lượng mía nguyên liệu được ước tính tăng 15% n/n đạt 16,7 triệu tấn trong vụ ép mía đang diễn ra. Do đó, sản lượng đường sản xuất trong vụ 2012-2013 được dự báo tăng trưởng 22% n/n đạt 1,59 triệu tấn.

Nguồn cung đường dự báo vượt nhu cầu trong vụ 2012-2013

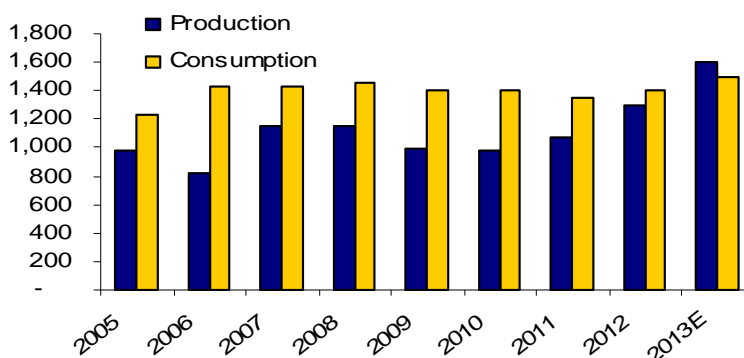
Ngoài sản lượng đường sản xuất trong nước, Việt Nam cũng nhập khẩu đường theo như cam kết WTO. Số lượng đường nhập khẩu bị giới hạn bởi hạn ngạch nhập khẩu do chính phủ quản lý. Hạn ngạch nhập khẩu cho năm 2013 dự kiến ở mức 74.000 tấn, tăng 5,7% so với

năm trước. Vì vậy, tổng nguồn cung đường trong năm 2013 được ước tính lên tới gần 1,7 triệu tấn.

Triển vọng kinh tế Việt Nam được kỳ vọng sẽ cải thiện nhẹ trong năm 2013 nhưng nhìn chung vẫn còn yếu, điều này phần nào ảnh hưởng đến sự tăng trưởng của ngành chế biến thực phẩm và nhu cầu tiêu thụ đường của ngành này (chiếm 57% tổng nhu cầu đường). Vì vậy, nhu cầu đường của Việt Nam được dự báo chỉ tăng nhẹ lên khoảng 1,4-1,5 triệu tấn trong năm 2013. Như vậy ước tính có khoảng hơn 200.000 tấn đường dư thừa trong năm 2013. Lượng đường tồn kho đã tăng mạnh 90% n/n vào thời điểm giữa tháng 10 vừa qua có thể là dấu hiệu bắt đầu của việc dư thừa nguồn cung của ngành đường.

Lưu ý rằng ước tính bên trên của chúng tôi không bao gồm lượng đường nhập lậu hàng năm vào Việt Nam. Tuy chưa có số liệu thống kê chính thức nhưng các cơ quan liên quan ước tính có khoảng hơn 300.000 tấn đường nhập lậu vào Việt Nam hàng năm, tương ứng với 20-25% nhu cầu đường (phần lớn đường nhập lậu có xuất xứ từ Thái Lan). Nếu những ước tính này đáng tin cậy thì lượng đường dư thừa tại Việt Nam có thể sẽ lớn hơn trong năm sau.

Cung và cầu của ngành đường Việt Nam 2005-2013



Nguồn: Vinasugar, MBKE and Bloomberg

Giá đường sẽ khó hồi phục trong năm 2013

Những khó khăn của ngành đường đã được phản ánh rõ bằng việc giá đường đã giảm 14% trong năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ giá đường sẽ không tiếp tục giảm đến sau kỳ nghỉ Tết vào đầu năm sau vì các công ty thực phẩm và đồ uống thường đẩy mạnh sản xuất hàng hóa phục vụ nhu cầu tết Tết và sẽ tăng nhu cầu tiêu thụ đường.

Tuy nhiên, sự hồi phục của giá đường trong năm 2013 dường như khó xảy ra vì hai nguyên nhân – 1) kỳ vọng thừa nguồn cung đường như đã đề cập bên trên và 2) triển vọng không thuận lợi của thị trường đường thế giới. Tổ chức FAO ước tính rằng sản lượng đường toàn cầu sẽ vượt quá nhu cầu trong năm 2013. Theo đó, nguồn cung đường thế giới ước tính tăng 2,2% n/n đạt 177 triệu tấn và nhu cầu đường chỉ tăng 1,9% n/n đạt 172 triệu tấn. Vì vậy, tồn kho đường toàn cầu được dự báo tăng 4,8% lên 62 triệu tấn trong năm 2013.

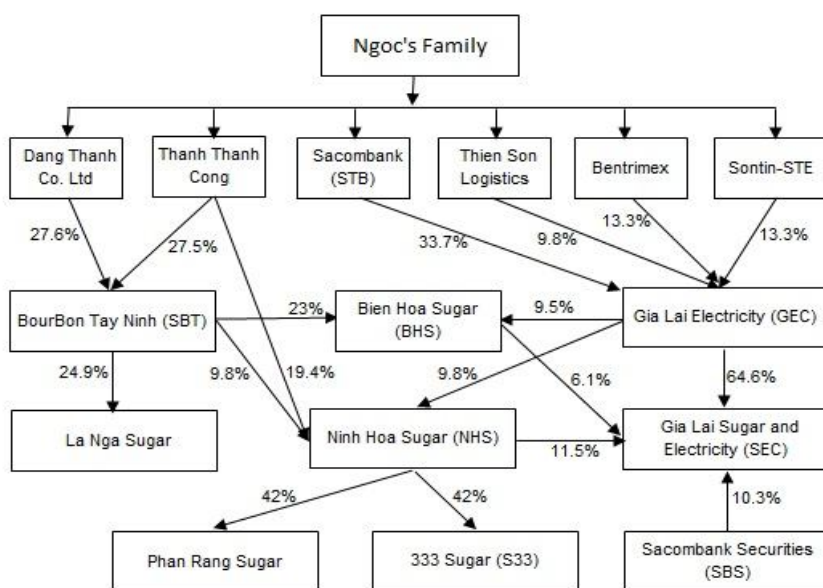
Vấn đề sở hữu chéo trong ngành đường Việt Nam

Cấu trúc phức tạp của ngành đường Việt Nam chủ yếu là do sự sở hữu chéo của Thành Thành Công (TTC) và các công ty liên quan. TTC, một

công ty kinh doanh đường hàng đầu thuộc sở hữu của bà Huỳnh Bích Ngọc, vợ của nguyên chủ tịch Sacombank và gia đình. TTC trước đây là công ty kinh doanh đường và mật rỉ đến khi TTC gia nhập lĩnh vực sản xuất đường bằng việc mua lại 68,4% cổ phần của SBT từ Tập đoàn Societe De Bourbon của Pháp vào năm 2010. Kể từ đó, TTC và các công ty liên quan đã tăng cường sự hiện diện trong ngành đường bằng cách mua lại cổ phần của nhiều công ty mía đường khác.

Dựa vào các thông tin được công bố, chúng tôi thấy rằng TTC và các công ty liên quan sở hữu trực tiếp và gián tiếp tại bảy công ty mía đường (xem hình bên dưới). Những công ty này bao gồm năm công ty niêm yết – Bourbon Tây Ninh (SBT), Đường Biên Hòa (BHS), Đường Ninh Hòa (NHS), Mía đường Lam Sơn (LSS), Mía đường Gia Lai (SEC) và Mía đường 333 (S33) và hai công ty chưa niêm yết là Mía đường La Ngà và Mía đường Phan Rang. Sản lượng sản xuất tại những công ty này chiếm khoảng 22% ngành đường trong nước. Hơn nữa, TTC và BHS đều là những công ty kinh doanh đường hàng đầu trong nước. Vì vậy nếu như bao gồm cả sản lượng sản xuất và thương mại thì TTC và các công ty liên quan nắm giữ thị phần rất lớn trong ngành đường Việt Nam.

Sở hữu chéo của TTC và công ty liên quan



Nguồn: MBKE, Bloomberg, Báo cáo tài chính

Sự mạnh mún và sở hữu chéo thúc đẩy sự tái cơ cấu lại ngành

Ngành đường Việt Nam hiện đang rất mạnh mún. Các nhà máy và vùng mía nguyên liệu có quy mô nhỏ và thiếu hiệu quả (xem bên trên), do đó chi phí sản xuất đường tại Việt Nam thương cao hơn 40-50% so với Thái Lan. Vì vậy đường Thái Lan có tính cạnh tranh cao hơn so với đường Việt Nam và lượng đường Thái Lan nhập vào Việt Nam ngày càng tăng cao. Do đó, chúng tôi cho rằng sự tái cơ cấu lại ngành mía đường là cần thiết và điều này sẽ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động của ngành đường.

Để cho ngành đường có thể đạt được hiệu quả theo quy mô (economies of scale) thì công suất các nhà máy đường phải đạt ít nhất 6.000-8.000 tấn mía/ngày (công suất bình quân hiện tại chỉ ở mức 3.400 tấn mía/ngày). Chúng tôi ước tính ngành đường Việt Nam cần

phải cơ cấu giảm số lượng nhà máy từ 40 hiện tại xuống còn 21 nhà máy để có thể đạt được hiệu quả theo quy mô.

Diện tích mía bình quân trên mỗi hộ nông dân cũng cần phải được mở rộng thêm 3-4 lần lên 3-4 ha/hộ như bên Thái Lan để nông dân có thể áp dụng các biện pháp trồng mía tiên tiến để nâng cao chất lượng mía nguyên liệu. Tuy nhiên, việc tăng diện tích mía nguyên liệu/hộ nông dân sẽ rất khó thực hiện vì nông dân thường chuyển sang các loại cây trồng khác như sắn hoặc cao su khi những loại cây này mang lại lợi nhuận tốt hơn.

Ngược lại, việc giảm số lượng các nhà máy đường để nâng cao quy mô của mỗi nhà máy lại hoàn toàn khả thi. Chính phủ có thể khuyến khích hoặc bắt buộc các nhà máy đường hiệu quả kém sáp nhập lại với nhau để tăng quy mô và cải thiện hiệu quả hoạt động.

Tương tự, TTC và các công ty liên quan đã gia tăng sở hữu và ảnh hưởng tại nhiều công ty mía đường như SBT, BHS, Đường La Ngà và Đường Phan Rang tại khu vực đông nam bộ và tại SEC, NHS và Đường 333 tại khu vực miền trung tây nguyên. Cụ thể SBT và BHS đã dần dần có sự hỗ trợ nhau về nguồn mía nguyên liệu đầu vào nhờ khoảng cách rất gần nhau của vùng trồng mía nguyên liệu và nhà máy. Tại đồng bằng sông Cửu Long, một công ty mía đường gần đây đã ngừng hoạt động vì không hiệu quả đã cho thấy rằng sự tái cơ cấu ngành đường dường như đã bắt đầu.

Việc tái cơ cấu sẽ giúp giảm bớt sự cạnh tranh về nguồn mía nguyên liệu đầu vào. Hiện tại, do nguồn mía nguyên liệu chưa đáp ứng đủ nhu cầu của các nhà máy đường, vì vậy tình trạng cạnh tranh về nguồn mía nguyên liệu đầu vào thường hay xảy ra. Điều này góp phần đẩy giá mía nguyên liệu tăng cao và ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty mía đường. Tương tự, việc hợp nhất lại các nhà máy đường nhỏ và không hiệu quả sẽ giúp giảm chi phí sản xuất cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm. LMC International, một công ty nghiên cứu về ngành đường trên thế giới ước tính rằng chi phí chế biến đường của một nhà máy 8.000 tấn mía/ngày sẽ thấp hơn 25% so với nhà máy đường 2.000 tấn mía/ngày. Do đó, nếu như quá trình tái cơ cấu vẫn tiếp diễn thì sự cạnh tranh của ngành đường Việt Nam sẽ được cải thiện đáng kể.

Rủi ro giảm thuế nhập khẩu

Đường được phân loại vào nhóm sản phẩm nhạy cảm tại Việt Nam, vì vậy chính phủ hiện đang áp thuế nhập khẩu đối với sản phẩm đường thô và đường tinh luyện. Theo cam kết WTO, đường thô và đường tinh luyện nhập khẩu ngoài các quốc gia ASEAN chịu thuế nhập khẩu 15% từ tháng 4/2011, giảm từ mức thuế nhập khẩu 25% cho đường thô và 40% cho đường tinh luyện trước đó. Hơn nữa, theo cam kết về các sản phẩm nhạy cảm đặc biệt vào năm 1999, Việt Nam đã cắt giảm thuế nhập khẩu đường từ các quốc gia ASEAN xuống chỉ còn 0-5% từ tháng 1/2010. Lưu ý rằng, những mức thuế nhập khẩu trên đây chỉ áp dụng cho đường nhập khẩu trong hạn ngạch. Đối với các sản phẩm đường nhập khẩu ngoài hạn ngạch thì thuế nhập khẩu là 80% đối với đường thô và 100% đối với đường tinh luyện.

Hơn nữa, theo điều khoản của Cộng đồng kinh tế ASEAN thì tất cả những rào cản phi thuế quan phải được loại bỏ từ năm 2015 (từ năm 2018 cho các thành viên mới như Việt Nam, Lào, Campuchia và Myanmar) và thuế nhập khẩu đường từ các quốc gia ASEAN sẽ được cắt giảm về mức 0% từ năm 2015 hoặc 2018.

Phụ lục: Tổng quan về ngành mía đường Việt Nam

Có 4 vùng chính sản xuất đường tại Việt Nam: Bắc trung bộ, Tây Nguyên, Duyên hải miền trung và Đông nam bộ và Đồng bằng sông Cửu Long. Vụ ép mía thường kéo dài từ tháng 10 hoặc 11 đến tháng 4 năm sau. Trong vụ 2011-2012, cả nước có 40 nhà máy đường với tổng công suất thiết kế 129.200 tấn mía/ngày. Những nhà máy này được cung cấp mía nguyên liệu từ 240.000 ha diện tích trồng mía và đã sản xuất được 1,3 triệu tấn đường, tăng 13,5% n/n.

Sản phẩm đường được phân loại thành đường tinh luyện (RE, chiếm khoảng 30% tổng sản lượng), đường kính trắng (RS) và đường vàng. RE là sản phẩm đường chất lượng cao (và có giá bán cao nhất) và thường được sử dụng trong lĩnh vực sản xuất thực phẩm và đồ uống trong khi đường trắng và đường vàng gần như chỉ được sử dụng trong tiêu thụ dân dụng.

Hệ thống phân phối của ngành đường Việt Nam

Khoảng hai phần ba lượng đường Việt Nam được tiêu thụ tại khu vực phía Nam. Thị trường đường Việt Nam vẫn còn rất manh mún và gần như không có hệ thống phân phối chính thức. Phần lớn sản phẩm đường RE được bán trực tiếp tới các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm công nghiệp lớn và đường RS thường được bán cho các doanh nghiệp bán lẻ thông qua khoảng 40-50 công ty phân phối. Sử dụng công nghiệp chiếm 57% tổng nhu cầu ngành đường.

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 tljw@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 samuely@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

- Technical

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 andyphoon@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

ECONOMICS

Suhaimi ILIAS

Chief Economist

- Singapore | Malaysia

(603) 2297 8682 suhaimi_ilias@maybank-ib.com

Luz LORENZO

Economist

- Philippines | Indonesia

(63) 2 849 8836 luz_lorenzo@maybank-atrke.com

SINGAPORE

Gregory YAP *Head of Research*
(65) 6432 1450 gyap@maybank-ke.com.sg

- Technology & Manufacturing
- Telcos - Regional

Wilson LIEW

(65) 6432 1454 wilsonliew@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

- Technical

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

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 STROTZ *Strategist*

(66) 2658 6300 ext 5091
Andrew@maybank-ke.co.th

Mayuree CHOWVIKARAN

(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

Temporn TANTIVIVAT

(66) 2658 6300 ext 1520 temporn.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

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

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

Vào ngày 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.



Ong Seng Yeow | Executive Director, Maybank Kim Eng Research

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

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

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 10%
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -10% tới 10%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -10%

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 TSCD)	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 kể 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,
 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**
 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 17th 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 Securities JSC
 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