



## Dược Cử Long (DCL VN)

Giá cổ phiếu: 29.400 VND

VHTT: 292 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 32.500 VND

GTGD bq: 2,7 tỷ VND

Dược phẩm

## Năm Giữ

### HB cải thiện nhưng khả năng tăng trưởng mạnh không cao

- Nhờ tái cơ cấu hiệu quả, hoạt động của DCL đã có những cải thiện tích cực. DCL thoát lỗ lũy kế từ Q2/2013.
- Nhà máy sản xuất vỏ viên nang cứng rỗng (capsule) - sản phẩm chủ lực của DCL đã hoạt động hết công suất.
- Mảng dược phẩm tuy còn dư địa nhưng không nhiều lợi thế cạnh tranh và chưa có thêm chiến lược khác.
- Định giá hợp lý với P/E dự phóng 8x, so với mức 9x của bình quân các công ty cùng quy mô trong ngành.

#### Tin tức/sự kiện

DCL vừa công bố KQKD 2013 kiểm toán. Theo đó doanh thu thuần hợp nhất tăng 7,0% n/n đạt 674,6 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng tăng mạnh đến 59,7% n/n, đạt 30,3 tỷ đồng, chủ yếu do: (1) biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ 27,9% trong 2012 lên 31,6% trong 2013 và (2) chi phí tài chính ròng giảm 36,9% n/n.

#### Nhận định của MBKE

DCL bị đưa vào diện cảnh báo từ ngày 7/5/2012 do kết quả lỗ sau thuế gần 31 tỷ đồng trong năm 2011.

Ngoài việc thay đổi hệ thống quản trị, DCL đã tái cơ cấu danh mục sản phẩm theo hướng: (1) đẩy mạnh hàng sản xuất, tỷ trọng DT mảng này đã tăng từ mức 80% trong 2012 lên 90% trong 2013 và (2) chú trọng sản phẩm có biên LN cao, thời gian thu hồi vốn nhanh nhằm giảm áp lực về dòng tiền. Nhờ vậy, KQKD của công ty đã có những cải thiện tích cực. DCL thoát lỗ lũy kế từ Q2/2013.

Tình hình tài chính lạc quan hơn. Tổng nợ vay cuối 2013 là 251,7 tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ Nợ/VCSH là 0,9x, giảm đáng kể từ mức 2,1x của 2011 và 1,3x của 2012. Dù vậy, tỷ lệ này vẫn đang ở mức cao so với bình quân ngành (khoảng 0,5x). Ngoài ra, chỉ số kỳ thu tiền bình quân cũng giảm mạnh từ mức 172 ngày trong năm 2011 xuống còn 143 và 102 ngày trong 2012 và 2013.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	557,6	630,0	611,8	674,6	721,8
EBITDA	79,7	71,9	106,3	91,4	93,2
Lợi nhuận ròng	11,7	-30,9	19,0	30,3	37,4
EPS	1.176	-	1.913	3.056	3.775
Tăng trưởng EPS (%)	-80,2	-100,0	-	59,7	23,5
Cổ tức/cổ phiếu	-	-	600	-	800
PER	-	15,4	9,6	7,8	6,4
EV/EBITDA (x)	10,6	5,8	5,8	5,2	4,4
Lợi tức (%)	-	2,0	-	2,7	-
P/BV(x)	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
Nợ ròng/VCSH (%)	204,3	129,2	84,0	61,8	42,1
ROE (%)	0,0	7,9	11,4	12,7	14,0
ROA (%)	0,0	2,5	4,7	6,1	7,2

#### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	34.700 / 12.800
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	58,0
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	9,9
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	292
Cổ đông lớn (%):	
- Nhà nước (SCIC)	36,4
- Red River Holding	3,8
- Luong Van Hoa	1,8

#### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	-4,5	15,7	22,5	111,5	24,1
So với Index	-7,1	-0,8	2,3	81,5	6,2

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

## Khả năng tăng trưởng mạnh không cao

### **Vỏ viên nang cứng rỗng (capsule) – thế mạnh của DCL: thị trường còn nhiều tiềm năng nhưng DCL đã hoạt động ở mức công suất tối đa.**

Hơn 30% thuốc sản xuất nội địa là dưới dạng viên nang cứng, tuy nhiên, hầu hết các công ty sản xuất dược phẩm trong nước lại không có dây chuyền sản xuất vỏ viên nang rỗng. DCL là công ty dược nội địa duy nhất sản xuất vỏ viên nang cứng rỗng với quy mô lớn, khoảng hơn 4 tỷ đơn vị/năm. Đây là ngành hàng có biên lợi nhuận gộp cao, khoảng 40-45%, đóng góp khoảng 35% tổng doanh thu của DCL. Thị trường sản phẩm này có tiềm năng tăng trưởng tốt do hơn 60% nhu cầu vỏ viên nang cứng rỗng trong nước hiện đang phải nhập khẩu.

Chi phí vỏ viên nang này chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong giá thành của thuốc thành phẩm. Thông thường, khi nhập khẩu từ nước ngoài, các công ty trong nước phải nhập với số lượng lớn nên ít linh hoạt trong việc thay đổi mẫu mã, màu sắc. DCL có lợi thế hơn khi cung cấp cho khách hàng những giá trị gia tăng như dễ dàng lựa chọn, in ấn logo, tên công ty trên vỏ viên nang, thời gian giao hàng linh hoạt.

Nhờ vậy, giá bán của DCL về mặt hàng này thường cao hơn khoảng 10% so với giá nhập khẩu. Hiện nhà máy sản xuất capsule của DCL đã hoạt động ở mức công suất tối đa. Dù đánh giá lạc quan về tiềm năng của ngành hàng này nhưng DCL vẫn chưa có kế hoạch mở rộng nào cụ thể. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do công ty chưa đủ tiềm lực về tài chính.

### **Mảng dược phẩm tuy còn dư địa nhưng không nhiều lợi thế cạnh tranh.**

Dược phẩm – kháng sinh đóng góp khoảng 60% doanh thu của DCL, 90% doanh thu của mảng này đến từ hàng sản xuất, cải thiện đáng kể so với mức 70-80% của các năm trước. Đây là kết quả của quá trình tái cơ cấu trong thời gian qua.

Hiện các nhà máy sản xuất dược phẩm của DCL chỉ đang hoạt động khoảng 60% công suất thiết kế. Dù dư địa còn nhiều nhưng chúng tôi vẫn e ngại về khả năng tăng trưởng mạnh của DCL do sản phẩm của công ty không có nhiều lợi thế cạnh tranh.

Kênh phân phối chính của DCL vẫn là kênh thương mại (OTC), chiếm khoảng 70% doanh thu. Công ty hiện có 27 chi nhánh và gần 600 đại lý, hiệu thuốc trên cả nước. TP.HCM và Đồng bằng Sông Cửu Long vẫn là thị trường chủ yếu của công ty. Tuy nhiên, đây cũng là thị trường chính của rất nhiều công ty dược phẩm lớn mạnh khác như DHG, DMC, IMP,... Cần lưu ý rằng, do ảnh hưởng từ quy định về tiêu chí "giá thấp nhất" đối với thuốc trúng thầu vào bệnh viện của thông tư 01/2012 - TTLT-BYT-BTC, các công ty dược đã chuyển hướng chiến lược sang khai thác mạnh kênh OTC để bù đắp sự sụt giảm doanh thu từ hệ điều trị (ETC). Do đó, áp lực cạnh tranh sẽ ngày càng gia tăng.

### **Dự báo 2014**

Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu 2014 của DCL sẽ tăng khoảng 7% n/n, đạt 722 tỷ đồng. Với kỳ vọng biên LN gộp sẽ tiếp tục

cải thiện nhẹ và chi phí tài chính giảm, LNST 2014 dự báo đạt 37,4 tỷ đồng, tăng 23,5% n/n. Theo đó, EPS 2014 ước tính đạt 3.775 đồng/cp, tương đương với mức PE dự phóng gần 8x, so với mức 9x bình quân các công ty cùng quy mô trong ngành. Với mức giá mục tiêu 32.500 đồng, cao hơn 10% so với giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với cp DCL.

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14E</b>	<b>FY15E</b>
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (reported) (x)	-	15,4	9,6	7,8	6,4
P/BV (x)	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
P/NTA(x)	11,3	16,7	(17,5)	13,9	4,3
Net dividend yield (%)	-	2,0	-	2,7	-
FCF yield (%)	0,2	0,2	-	-	-
EV/EBITDA (x)	10,6	5,8	5,8	5,2	4,4
EV/EBIT (x)	17,2	7,5	7,1	6,3	5,2
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>630,0</b>	<b>611,8</b>	<b>674,6</b>	<b>721,8</b>	<b>765,1</b>
Giá vốn hàng bán	466,3	440,9	461,1	490,8	516,4
khấu hao	27,3	24,0	23,7	17,0	17,2
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>163,7</b>	<b>170,9</b>	<b>213,5</b>	<b>231,0</b>	<b>248,7</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	-119,9	-92,7	-138,5	-148,1	-157,0
<b>EBIT</b>	<b>44,6</b>	<b>82,3</b>	<b>74,5</b>	<b>76,2</b>	<b>81,7</b>
Chi phí tài chính ròng	-75,8	-58,3	-36,8	-35,6	-33,9
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	-	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	1,1	-0,2	0,2	0,3	0,3
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>-30,9</b>	<b>19,7</b>	<b>38,4</b>	<b>47,5</b>	<b>58,0</b>
Thuế thu nhập	0,1	-0,7	-8,1	-10,1	-12,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,1	-	-	-
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>-30,9</b>	<b>19,0</b>	<b>30,3</b>	<b>37,4</b>	<b>45,7</b>
EBITDA	71,9	106,3	91,4	93,2	98,9
EPS	-	1.913	3.056	3.775	4.613
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>841,7</b>	<b>665,9</b>	<b>611,7</b>	<b>625,7</b>	<b>649,5</b>
Tài sản ngắn hạn	<b>591,7</b>	<b>436,6</b>	<b>395,7</b>	<b>421,3</b>	<b>456,3</b>
Tiền và tương đương tiền	18,1	7,8	16,5	39,4	67,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-
Hàng tồn kho	235,9	163,6	178,1	189,5	199,4
Phải thu khách hàng	323,3	250,1	190,4	180,4	176,0
Khác	14,4	15,3	10,8	11,9	13,0
Tài sản dài hạn	<b>250,0</b>	<b>229,3</b>	<b>216,0</b>	<b>204,5</b>	<b>193,1</b>
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định ròng	248,8	228,7	212,4	200,5	188,8
Khác	-	-	-	-	-
<b>Nợ phải trả</b>	<b>609,6</b>	<b>416,2</b>	<b>331,7</b>	<b>312,6</b>	<b>296,0</b>
Nợ ngắn hạn	<b>579,0</b>	<b>398,3</b>	<b>328,5</b>	<b>309,4</b>	<b>292,8</b>
Phải trả ngắn hạn	84,6	48,6	47,3	50,4	53,0
Vay ngắn hạn	461,8	312,7	251,2	226,0	203,4
Khác	32,6	37,0	30,0	33,0	36,4
Nợ dài hạn	<b>30,6</b>	<b>17,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Nợ dài hạn phải trả	30,5	17,6	0,5	0,5	0,5
Khác	0,1	0,3	2,7	2,7	2,7
<b>Nguồn vốn</b>	<b>232,1</b>	<b>249,7</b>	<b>280,0</b>	<b>313,1</b>	<b>353,5</b>
Vốn góp cổ đông	99,1	99,1	99,1	99,1	99,1
Các quỹ	133,0	150,5	180,8	214,0	254,3
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>					
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>-66,3</b>	<b>156,2</b>	<b>95,7</b>	<b>93,6</b>	<b>94,9</b>
Lợi nhuận ròng	-30,9	19,0	30,3	37,4	45,7
Khấu hao	27,3	24,0	23,7	17,0	17,2
Thay đổi vốn hoạt động	-146,7	54,1	-3,8	0,4	-4,0
Khác	83,9	59,1	45,5	38,7	36,0
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>-13,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,6</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-13,7	-3,9	-8,4	-4,5	-4,6
Thay đổi trong đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Khác	0,6	0,2	0,1	0,0	0,0
Dòng tiền sau hđ đầu tư	<b>72,9</b>	<b>-162,9</b>	<b>-78,7</b>	<b>-33,0</b>	<b>-32,5</b>
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	97,3	-162,9	-78,7	-25,1	-22,6
Thay đổi khoản nợ vay	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Khác	-24,4	0,0	0,0	-7,9	-9,9
Cổ tức	<b>-6,5</b>	<b>-10,4</b>	<b>8,7</b>	<b>56,0</b>	<b>57,8</b>
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>-66,3</b>	<b>156,2</b>	<b>95,7</b>	<b>93,6</b>	<b>94,9</b>

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14E</b>	<b>FY15E</b>
<b>Các chỉ số chính</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	18,4	-7,2	7,0	7,0	6,0
Thu nhập	13,0	-2,9	10,3	7,0	6,0
EBITDA	-9,7	47,7	-14,0	2,0	6,1
Lợi nhuận ròng	-364,7	-161,5	59,7	23,5	22,2
EPS	-100,0	-	59,7	23,5	22,2
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26,0	27,9	31,6	32,0	32,5
Tỷ suất EBIT	7,1	13,5	11,1	10,6	10,7
Tỷ suất EBITDA	11,4	17,4	13,5	12,9	12,9
Tỷ suất lợi nhuận ròng	-4,5	3,0	4,4	5,1	5,9
ROA	0,0	2,5	4,7	6,0	7,2
ROE	0,0	7,9	11,4	12,6	13,7
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	212,1	132,3	89,9	72,4	57,7
Nợ vay ròng/VCSH (%)	204,3	129,2	84,0	59,8	38,5
Khả năng trả lãi vay (X)	0,6	1,3	2,1	2,7	3,5
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Dòng tiền/lãi vay (X)	-0,1	-0,2	0,2	2,0	2,4
Dòng tiền/lãi&nợ vay NH (X)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3
Khả năng TT hiện hành (X)	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6
Khả năng TT nhanh (X)	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	-474,1	-322,6	-235,2	-187,1	-136,1
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	-	1.913	3.056	3.775	4.613
CFPS	-653	-1.046	877	5.649	5.831
BVPS	23.413	25.184	28.239	31.581	35.656
SPS	63.550	61.716	68.044	72.807	77.176
EBITDA/share	7.256	10.718	9.218	9.398	9.973
Cổ tức tiền mặt	-	600	-	800	1.000

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

### **Nguyễn Thị Ngân Tuyên**

*Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8081

[tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí
- Ngân hàng

### **Trịnh Thị Ngọc Điệp**

(84) 4 44 555 888 x 8208

[diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn](mailto:diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn)

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

### **Trương Quang Bình**

(84) 4 44 555 888 x 8087

[binh.truong@maybank-kimeng.com.vn](mailto:binh.truong@maybank-kimeng.com.vn)

- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

### **Nguyễn Hoài Nam**

(84) 4 44 555 888 x 8029

[nam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:nam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Phân tích kỹ thuật

### **Nguyễn Trung Hòa**

*Phó Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8088

[hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Ví mô
- Thép
- Bất động sản

### **Phạm Nhật Bích**

(84) 8 44 555 888 x 8083

[bich.pham@maybank-kimeng.com.vn](mailto:bich.pham@maybank-kimeng.com.vn)

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

### **Nguyễn Thị Sony Trà Mi**

(84) 8 44 555 888 x 8084

[mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Cảng biển
- Dược phẩm
- Thực phẩm và đồ uống

### **Nguyễn Thanh Lâm**

(84) 8 44 555 888 x 8086

[thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Phân tích kỹ thuật

**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 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