

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC VN)

Giá cổ phiếu: 25.800 VND

VHTT: 8.208 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 30.000 VND

GTGD bq: 13 tỷ VND

Ngành điện

MUA

Báo cáo thăm công ty

- Chuyển biến tích cực trong đàm phán cơ chế tính giá bán điện
- Đồng Yên trong xu hướng giảm; dự báo tỷ giá JPYVND giảm 3% năm 2014
- Khuyến nghị mua với giá mục tiêu 30.000 đồng/cp

Tin tức/sự kiện

Chúng tôi mới đến thăm PPC và đã trao đổi một số nội dung, trong đó đáng chú ý là cơ chế tính giá bán điện, hoạt động SXKD của công ty liên kết (CTCP Nhiệt điện Hải Phòng) và triển vọng KQKD đến cuối năm.

Nhận định của MBKE

Sau chuyến thăm công ty, chúng tôi nhận thấy việc đàm phán giá bán điện giữa công ty và EVN đã có chuyển biến tích cực. Cơ chế xác định giá bán điện nhiều khả năng sẽ được áp dụng theo Thông tư 41/2010/TT-BCT, theo hướng công bằng và minh bạch hơn, giảm rủi ro trong quá trình đàm phán giá bán điện trong dài hạn. Ngoài ra, khoản đầu tư vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng trong dài hạn có triển vọng khá tích cực và tỷ lệ sở hữu tại Nhiệt điện Hải Phòng dự kiến sẽ được nâng lên.

Chúng tôi ước tính doanh thu 2014 đạt 7.649 tỷ, tăng 16% n/n với dự báo sản lượng tăng khoảng 2% n/n, giá bán điện tăng khoảng 13% n/n. Lợi nhuận ròng ước tính đạt 959 tỷ, giảm 42% n/n với dự báo tỷ giá JPYVND giảm 3%, thấp hơn nhiều so với mức giảm trong năm trước, theo đó lãi chênh lệch tỷ giá cũng thấp hơn.

Từ nay đến cuối năm, có một số nội dung mà chúng tôi sẽ theo sát gồm (1) việc tiếp tục hoàn tất ký hợp đồng giá bán điện mới; (2) KQKD của Nhiệt điện Hải Phòng; (3) thuế TNDN có thể phải nộp bổ sung cho năm 2009 do không được áp dụng giảm thuế 50% đối với việc niêm yết trên TTCK trong giai đoạn 2004-2006.

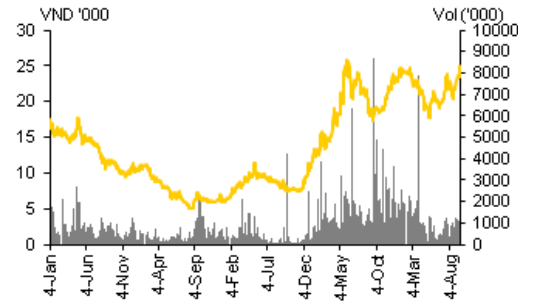
Với KQKD dự báo, EPS 2014 ước tính đạt 3.013 đồng/cp. PPC giao dịch với P/E dự phóng 8,6x. Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 30.000 đồng/cp.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	3.738	4.131	6.589	7.649	7.826
EBITDA	1.087	1.060	1.622	1.478	1.499
Lợi nhuận ròng	3,9	505	1.649	959	1.049
EPS	12	1.587	5.182	3.013	3.298
Tăng trưởng EPS (%)	0,8	13.045	226,6	-41,9	9,5
Cổ tức/cổ phiếu	1.500	1.000	1.500	800	1.000
PER	2.137	16,3	5,0	8,6	7,8
EV/EBITDA (x)	14,1	13,2	7,5	5,5	5,5
Lợi tức (%)	5,8	3,9	5,8	3,1	3,9
P/BV(x)	2,8	2,0	1,5	1,3	1,2
Nợ ròng/VCSH (%)	157,7	236,8	142,6	77,6	56,4
ROE (%)	0,2	14,4	34,3	16,6	16,1
ROA (%)	0,1	4,3	13,7	8,2	8,9

Thông tin cổ phiếu

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	26.900/18.600
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	22,9
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	318,2
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	8.208
Cổ đông lớn (%):	
- Genco 2	52,3
- REE Corp	22,3
- Van Eck Associates	2,5

Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	20,2	21,4	2,0	22,0	-0,4
So với Index	15,2	10,6	-3,4	-7,8	-20,3

Trịnh Thị Ngọc Điệp
 (84) 4 44 555 888 ext 8208
 diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

Giá bán điện

Trong báo cáo chiến lược quý 2/2014, chúng tôi đã đề cập đến rủi ro chính sách liên quan đến cơ chế tính giá bán điện của các công ty điện cổ phần hoá theo như một công văn hướng dẫn của Bộ Công thương ban hành cuối năm 2013. Theo đó, vốn chủ sở hữu làm cơ sở để tính giá điện phải trừ đi khấu hao lũy kế từ khi cổ phần hoá, có thể khiến lợi nhuận giảm đáng kể. Đến nay, theo chúng tôi được biết cơ chế tính giá bán điện nhiều khả năng sẽ không tính theo công văn hướng dẫn đó mà sẽ được áp dụng theo Thông tư 41/2010/TT-BCT có hiệu lực từ năm 2011. Theo đó, giá bán điện của PPC vẫn được xác định theo hai thành tố: phần giá cố định và phần giá biến đổi, trong đó phần giá cố định được tính cho toàn bộ phần đời còn lại của nhà máy (từ 2014-2015 đối với nhà máy Phả Lại 1 và từ 2014-2031 đối với nhà máy Phả Lại 2). Cơ chế tính giá bán điện từ 2014 trở đi nếu được áp dụng theo Thông tư 41, theo chúng tôi, là chuyển biến tích cực theo hướng công bằng và minh bạch hơn, giảm rủi ro trong quá trình đàm phán giá bán điện đối với các công ty điện cổ phần hoá như trước đây.

Lợi nhuận từ công ty liên kết

Hiện nay PPC có một công ty liên kết là CTCP Nhiệt điện Hải Phòng với tỷ lệ sở hữu 25,97%. Nhiệt điện Hải Phòng bắt đầu vận hành từ tháng 7/2011 với 2 tổ máy đầu tiên và trong hai năm 2012-2013 đều có lãi. Tuy nhiên, trong hai năm đó PPC vẫn ghi nhận lỗ từ công ty liên kết (lỗ 15,7 tỷ năm 2012 và 69,6 tỷ năm 2013) do phần phân bổ lợi thế thương mại phát sinh khi PPC mua công ty liên kết này lớn hơn phần lợi nhuận ghi nhận theo tỷ lệ sở hữu. Trong năm nay, ước tính PPC vẫn sẽ ghi nhận một khoản lỗ từ công ty liên kết, tuy nhiên không đáng kể và giảm nhiều so với hai năm trước (ước tính lỗ khoảng 6 tỷ do phân bổ nốt 82,8 tỷ lợi thế thương mại còn lại bù trừ với khoản lợi nhuận ghi nhận khoảng 76,9 tỷ)

Với khoản lợi thế thương mại được phân bổ hết trong năm nay, từ năm 2015 phần lợi nhuận từ công ty liên kết mà PPC ghi nhận hàng năm sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào KQKD của Nhiệt điện Hải Phòng. Trong dài hạn, PPC cũng có dự định nâng tỷ lệ sở hữu ở Nhiệt điện Hải Phòng lên hơn 30%.

Nhiệt điện Hải Phòng có tổng công suất 1.200MW với 4 tổ máy. Hai tổ máy 1 và 2 bắt đầu phát điện thương mại vào tháng 7/2011, hai tổ máy còn lại phát điện bắt đầu từ tháng 2 và tháng 5/2014.

Nhìn lại KQKD 6 tháng 2014, nhờ việc đưa hai tổ máy còn lại vào vận hành trong các tháng đầu năm, doanh thu thuần 6T2014 đã tăng mạnh 61,4% n/n đạt 4.104,5 tỷ. Lợi nhuận hoạt động tuy vậy giảm nhẹ 5,4% n/n đạt 925 tỷ do tổng chi phí SXKD tăng tới 104,4% n/n, trong đó chi phí nguyên liệu và chi phí khấu hao là hai khoản mục chiếm tỷ trọng lớn và tăng nhiều nhất (116,4% và 82,7% n/n). Chi phí khấu hao tăng mạnh là do sau khi vận hành 2 tổ máy còn lại, chi phí đầu tư xây dựng được ghi nhận sang tài sản cố định và bắt đầu tính khấu hao. LNST tuy vậy đạt 296,3 tỷ, tăng mạnh so với LNST 0 đồng trong cùng kỳ do chênh lệch ở khoản phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư khiến chi phí tài chính ròng giảm 35,6%, Cụ thể, trong 6T2014 công ty chỉ phân bổ 60 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá trong khi trong cùng kỳ số lỗ chênh lệch tỷ giá được phân bổ là 877,7 tỷ.

Theo chúng tôi, khi hoạt động SXKD của Nhiệt điện Hải Phòng đi vào ổn định, khoản đầu tư vào công ty này như một kênh gián tiếp để PPC nâng công suất hoạt động trong dài hạn. Tuy vậy, hoạt động SXKD của Nhiệt điện Hải Phòng hiện cũng có một số rủi ro cần lưu ý trong ngắn hạn và dài hạn:

- Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư xây dựng với số dư 775 tỷ vào cuối năm. Theo kế hoạch, khoản này sẽ chỉ còn được phân bổ trong 2 năm 2014-2015, trong đó 150 tỷ năm 2014 và còn lại 625 phân bổ nốt trong năm 2015. Việc phân bổ khoản lỗ này sẽ làm tăng chi phí tài chính của công ty trong năm nay và năm sau, ảnh hưởng đến KQKD cuối cùng của công ty, nhất là trong năm 2015 với khoản phân bổ tương đối lớn.
- Tỷ lệ đòn bẩy ở mức cao với tỷ lệ nợ ròng/VCSH 253% vào cuối quý 2/2014, chủ yếu do khoản vay đầu tư xây dựng nhà máy. Hơn 90% dư nợ vay dài hạn của Nhiệt điện Hải Phòng là vay bằng ngoại tệ, gồm 518,2 triệu US\$ và 9,4 tỷ JPY cuối quý 2/2014. Theo ước tính, nếu US\$ và JPY tăng/giảm 1% so với VND thì công ty sẽ ghi nhận lỗ/lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện tương ứng khoảng 110 tỷ và 20 tỷ. Từ nay đến cuối năm, cũng như PPC, Nhiệt điện Hải Phòng có thể sẽ được lợi từ xu hướng giảm của đồng JPY và sự ổn định của tỷ giá USD/VND. Tuy nhiên, trong dài hạn, rủi ro tỷ giá cũng là điểm cần lưu ý đối với công ty này.

Dự báo KQKD 2014 và triển vọng dài hạn

Chúng tôi ước tính doanh thu 2014 đạt 7.649 tỷ, tăng 16,1% n/n và lợi nhuận ròng đạt 959 tỷ, giảm 42% n/n dựa vào các dự báo dưới đây:

- (1) **Vê sản lượng điện**, trong 6 tháng đầu năm sản lượng điện thương phẩm của PPC đạt 3.282 triệu kWh, giảm hơn 5% so với cùng kỳ do lưu lượng nước trên các sông miền Bắc khá tốt. Quý 3 vào thời điểm mùa mưa nên sản lượng huy động từ nguồn nhiệt điện thường thấp hơn các quý khác. Tuy vậy, trong hai tháng 7-8/2014, PPC đã sản xuất được khoảng 940 triệu kWh, xấp xỉ sản lượng cả quý 3 năm 2013 và cao hơn sản lượng quý 3 mấy năm trước đó. Chúng tôi dự báo sản lượng 6 tháng cuối năm sẽ tăng khoảng 6% n/n, kéo sản lượng điện thương phẩm cả năm tăng khoảng 2% đạt 5.760 triệu kWh.
- (2) **Giá than nguyên liệu** (chiếm khoảng 70% tổng chi phí SXKD) đã tăng hai lần vào tháng 1 và tháng 7/2014 (tăng 4-10% trong tháng 1/2014 và tăng 5% trong tháng 7/2014) khiến chi phí nguyên liệu tăng hơn 40% so với cùng kỳ. Chúng tôi giả định giá than bán cho ngành điện từ nay đến cuối năm sẽ không tăng thêm nữa.
- (3) **Giá bán điện** bình quân tạm tính trong 6 tháng 2014 đạt 1.303 đồng/kWh. Chúng tôi ước tính giá bán bình quân 2014 đạt khoảng 1.328 đ/kWh, dựa vào giá tạm tính 6 tháng đầu năm và tác động của việc giá than tăng 5% từ tháng 7/2014 lên phần biến đổi trong giá bán điện.
- (4) **Biến động đồng Yên**: trong 1 tháng vừa qua đồng Yên đã trở lại xu hướng giảm. Tại thời điểm ra báo cáo, tỷ giá USD/JPY đứng ở mức 107,3, tăng khoảng 2% so với hồi đầu năm. So với VND, đồng Yên đã giảm hơn 1% so với đầu năm và giảm 6% so với cuối quý 2/2014. Nếu đến cuối quý 3/2014 đồng Yên tiếp tục duy trì ở mức này thì PPC sẽ ghi nhận một khoản lãi chênh lệch tỷ giá đáng kể, có thể bù đắp cho phần lỗ chênh lệch tỷ giá 255 tỷ ghi nhận trong 6 tháng đầu năm. Theo dự báo của Bộ phận nghiên cứu ngoại hối, Tập đoàn Maybank Kim Eng, tỷ giá USD/JPY có thể đạt 108 vào cuối năm nay, tăng gần 3% so với cuối 2013. Theo đó, chúng tôi ước tính tỷ giá

JPYVND cũng sẽ giảm tương ứng 3% (giả định tỷ giá USD/VND không có biến động từ nay đến cuối năm) và đạt mốc 194. Như vậy ước tính PPC sẽ ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 150 tỷ cho cả năm 2014.

- (5) **Điều chỉnh nộp bổ sung thuế TNDN năm 2009.** Năm 2009, công ty đã được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp do áp dụng giảm 50% thuế đối với các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán giai đoạn 2004-2006. Tuy nhiên gần đây theo hướng dẫn của Bộ Tài chính, công ty có thể phải hoàn nộp do không được áp dụng giảm 50% thuế TNDN trong năm 2009. Với số thuế TNDN được miễn năm 2009 là 136 tỷ, ước tính công ty có thể phải nộp bổ sung khoảng 68 tỷ cho việc điều chỉnh này, sẽ làm giảm tương ứng lợi nhuận ròng trong năm nay (nếu được thực hiện ngay trong năm nay).

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
Chỉ số định giá					
P/E (reported) (x)	2.137	16,3	5,0	8,6	7,8
P/BV (x)	2,8	2,0	1,5	1,3	1,2
Net dividend yield (%)	5,8	3,9	5,8	3,1	3,9
EV/EBITDA (x)	14,1	13,2	7,5	5,5	5,5
EV/EBIT (x)	39,2	38,0	13,2	13,0	15,3
Kết quả kinh doanh					
Doanh thu	3.738	4.131	6.589	7.649	7.826
Giá vốn hàng bán	(2.567)	(2.973)	(4.864)	(6.054)	(6.210)
khấu hao	(695)	(693)	(694)	(677)	(677)
Lợi nhuận gộp	476	464	1.030	918	939
Chi phí bán hàng & QLDN	(84)	(97)	(103)	(115)	(117)
EBIT	392	367	927	803	822
Chi phí tài chính ròng	(381)	389	1.390	360	379
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	-	(16)	(70)	(6)	-
Lãi/ (lỗ) khác	(2)	40	3	17	-
Thu nhập trước thuế	10	780	2.250	1.174	1.201
Thuế thu nhập	(2)	(267)	(611)	(210)	(145)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(4)	(8)	10	(6)	(6)
LNST của CĐ công ty mẹ	4	505	1.649	958	1.049
EBITDA	1.087	1.060	1.622	1.480	1.499
EPS	12	1.587	5.182	3.013	3.298
Bảng cân đối kế toán					
Tổng tài sản	11.795	12.073	11.896	11.755	11.976
Tài sản ngắn hạn	5.698	6.641	7.298	7.784	8.706
Tiền và tương đương tiền	1.183	1.007	1.186	1.361	2.661
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.832	3.466	3.753	3.337	3.337
Hàng tồn kho	689	785	939	924	991
Phải thu khách hàng	957	1.365	1.413	2.154	1.709
Khác	37	17	7	8	8
Tài sản dài hạn	6.097	5.432	4.598	3.971	3.270
Đầu tư dài hạn	2.664	2.691	2.721	2.733	2.669
Tài sản cố định ròng	3.128	2.560	1.871	1.233	595
Khác	305	181	6	5	5
Nợ phải trả	8.814	7.881	6.460	5.525	5.015
Nợ ngắn hạn	1.136	1.396	1.456	1.031	963
Phải trả ngắn hạn	190	203	277	313	253
Vay ngắn hạn	495	447	371	360	352
Khác	451	746	809	358	358
Nợ dài hạn	7.678	6.485	5.004	4.494	4.052
Nợ dài hạn phải trả	7.677	6.485	5.004	4.494	4.052
Khác	1	-	-	-	-
Nguồn vốn	2.952	4.156	5.397	6.196	6.927
Vốn góp cổ đông	3.286	3.292	3.294	3.294	3.294
Các quỹ	(335)	864	2.103	2.902	3.633
Cổ đông thiểu số	29	35	39	34	34
Báo cáo dòng tiền					
Dòng tiền hđ kinh doanh	1.171	712	1.065	698	1.444
Lợi nhuận ròng	10	780	2.250	1.174	1.201
Khấu hao	695	693	694	677	677
Thay đổi vốn hoạt động	140	(326)	(601)	(953)	(161)
Khác	327	(435)	(1.279)	(200)	(273)
Dòng tiền hđ đầu tư	(906)	(478)	(144)	323	472
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(174)	(383)	(141)	(6)	-
Thay đổi trong đầu tư	(1.130)	(674)	(517)	(77)	-
Khác	399	579	514	406	472
Dòng tiền sau hđ đầu tư	265	234	921	1.022	1.916
Dòng tiền hđ tài chính	(454)	(410)	(742)	(848)	(614)
Thay đổi vốn góp cổ đông	(35)	-	-	-	-
Thay đổi khoản nợ vay	(419)	(407)	(421)	(371)	(360)
Khác	-	-	-	-	-
Cổ tức	-	(3)	(321)	(477)	(255)
Dòng tiền ròng	(188)	(176)	179	174	1.301

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E
Các chỉ số chính					
Tỷ lệ tăng trưởng (%)					
Doanh thu	-10,6	10,5	59,5	16,1	2,3
Thu nhập	-39,5	-6,5	152,7	-13,4	2,3
EBITDA	-25,5	-2,5	53,0	-8,7	1,3
Lợi nhuận ròng	0,2	12850,7	226,6	-41,9	9,5
EPS	0,8	13045,3	226,6	-41,9	9,5
Khả năng sinh lợi (%)					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,7	11,2	15,6	12,0	12,0
Tỷ suất EBIT	10,5	8,9	14,1	10,5	10,5
Tỷ suất EBITDA	29,1	25,7	24,6	19,3	19,1
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,1	12,2	25,0	12,5	13,4
ROA	0,1	4,3	13,7	8,2	8,9
ROE	0,2	14,4	34,3	16,6	16,1
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	276,9	166,8	99,6	78,3	63,6
Nợ vay ròng/VCSH (%)	236,8	142,6	77,6	56,4	25,2
Khả năng trả lãi vay (X)	1,7	1,8	6,0	6,1	6,9
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,6	0,5	1,6	1,6	1,7
Dòng tiền/lãi vay (X)	5,0	3,5	6,9	5,3	12,1
Dtiền/lãi&nợ vay NH (X)	1,7	1,1	1,9	1,4	3,0
Khả năng TT hiện hành (X)	5,0	4,8	5,0	7,6	9,0
Khả năng TT nhanh (X)	4,4	4,2	4,4	6,6	8,0
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	(6.990)	(5.925)	(4.189)	(3.493)	(1.743)
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	12	1.587	5.182	3.013	3.298
CFPS	3.626	2.239	3.347	2.195	4.537
BVPS	9.278	13.063	16.964	19.475	21.773
SPS	11.576	12.983	20.709	24.042	24.599
EBITDA/share	3.366	3.332	5.097	4.652	4.710
Cổ tức tiền mặt	1.500	1.000	1.500	800	1.000

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

Nguyễn Thị Ngân Tuyền

Giám đốc

(84) 8 44 555 888 x 8081

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

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

Trương Quang Bình

(84) 4 44 555 888 x 8087

binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

Phạm Nhật Bích

(84) 8 44 555 888 x 8083

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

- 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

- 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 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 so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo. Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước.

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc đang nắm giữ 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 lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này.

Báo cáo này không được hướng dẫn hay nhằm mục đích phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc cư trú tại những địa phương, tỉnh (tiểu bang), quốc gia nơi mà việc phân phối, phát hành, hoặc sử dụng có thể trái với luật hoặc quy định. Báo cáo này chỉ được phân phối trong những trường hợp được chấp thuận bởi pháp luật hiện hành. Các cổ phiếu được đưa ra ở đây có thể phù hợp cho mục đích bán trong tất cả các khu vực hoặc đối với những nhà đầu tư nhất định. Không có định kiến đối với những dự báo sau này, người đọc nên lưu ý rằng những tuyên bố trách nhiệm khác, cảnh báo hoặc những hạn chế có thể được áp dụng dựa vào vị trí địa lý của cá nhân hoặc tổ chức tiếp nhận báo cáo này.

Malaysia

Những quan điểm hoặc khuyến nghị bao gồm ở đây trong mọi hình thức phân tích kỹ thuật hoặc cơ bản. Phân tích kỹ thuật có thể khác với phân tích cơ bản vì việc định giá kỹ thuật áp dụng những phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào những thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ Bursa Malaysia Securities Berhad trong phân tích chứng khoán.

Singapore

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

Thái Lan (Thailand)

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

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

Mỹ (US)

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

Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd ("Maybank KESL") được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK. Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tinh thần 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 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 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 phát hành báo cáo, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

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

Lưu ý

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

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

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15% (chưa bao gồm cổ tức)
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% đến 15% (chưa bao gồm cổ tức)
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới 15% (chưa bao gồm cổ tức)

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm. Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách. Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị.

• Malaysia

Maybank Investment Bank Berhad
(A Participating Organisation of
Bursa Malaysia Securities Berhad)
33rd Floor, Menara Maybank,
100 Jalan Tun Perak,
50050 Kuala Lumpur
Tel: (603) 2059 1888;
Fax: (603) 2078 4194

Stockbroking Business:
Level 8, Tower C, Dataran Maybank,
No.1, Jalan Maarof
59000 Kuala Lumpur
Tel: (603) 2297 8888
Fax: (603) 2282 5136

• Philippines

**Maybank ATR Kim Eng Securities
Inc.**
17/F, Tower One & Exchange Plaza
Ayala Triangle, Ayala Avenue
Makati City, Philippines 1200

Tel: (63) 2 849 8888
Fax: (63) 2 848 5738

• South Asia Sales Trading

Kevin FOY
kevinfoy@maybank-ke.com.sg
Tel: (65) 6336-5157
US Toll Free: 1-866-406-7447

• Singapore

**Maybank Kim Eng Securities Pte
Ltd**
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
9 Temasek Boulevard
#39-00 Suntec Tower 2
Singapore 038989

Tel: (65) 6336 9090
Fax: (65) 6339 6003

• Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
Level 30,
Three Pacific Place,
1 Queen's Road East,
Hong Kong

Tel: (852) 2268 0800
Fax: (852) 2877 0104

• Thailand

**Maybank Kim Eng Securities
(Thailand) Public Company Limited**
999/9 The Offices at Central World,
20th - 21st Floor,
Rama 1 Road Pathumwan,
Bangkok 10330, Thailand

Tel: (66) 2 658 6817 (sales)
Tel: (66) 2 658 6801 (research)

• North Asia Sales Trading

Alex TSUN
alextsun@kimeng.com.hk
Tel: (852) 2268 0228
US Toll Free: 1 877 837 7635

• London

**Maybank Kim Eng Securities
(London) Ltd**
6/F, 20 St. Dunstan's Hill
London EC3R 8HY, UK

Tel: (44) 20 7621 9298
Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828
Fax: (44) 20 7283 6674

• Indonesia

PT Maybank Kim Eng Securities
Plaza Bapindo
Citibank Tower 17th Floor
Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
Jakarta 12190, Indonesia

Tel: (62) 21 2557 1188
Fax: (62) 21 2557 1189

• Vietnam

**Maybank Kim Eng Securities
Limited**
4A-15+16 Floor Vincom Center Dong
Khoi, 72 Le Thanh Ton St. District 1
Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : (84) 844 555 888
Fax : (84) 8 38 271 030

• New York

**Maybank Kim Eng Securities
USA Inc**
777 Third Avenue, 21st Floor
New York, NY 10017, U.S.A.

Tel: (212) 688 8886
Fax: (212) 688 3500

• India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
2nd Floor, The International 16,
Maharishi Karve Road,
Churchgate Station,
Mumbai City - 400 020, India

Tel: (91).22.6623.2600
Fax: (91).22.6623.2604

• Saudi Arabia

In association with
Anfaal Capital
Villa 47, Tujjar Jeddah
Prince Mohammed bin Abdulaziz
Street P.O. Box 126575
Jeddah 21352

Tel: (966) 2 6068686
Fax: (966) 26068787