



## CTCP Dược Hậu Giang (DHG VN)

Giá cổ phiếu: 91.000 VND  
Giá mục tiêu: 120.000 VND

VHTT: 7.975 tỷ VND  
GTGD bq: 1,1 tỷ VND

Việt Nam  
Dược phẩm

# Mua

### 2015 – LN kỳ vọng tăng mạnh

- DT và LNST từ HĐKD chính 2014 tăng 15% và 7% n/n.
- 2015 - Tăng trưởng DT ổn định nhưng có đột biến về LN
- PE 2015 11 lần, hấp dẫn so với mức 22 lần BQ khu vực.

#### Tin tức/sự kiện

Năm 2014, DHG đạt 3.913 tỷ đồng DT thuần (+15,4% n/n) và 530 tỷ đồng LNST (-10% n/n). Loại trừ khoản thu nhập bất thường từ thương vụ Eugica năm 2013, lãi ròng 2014 tăng khoảng 6,5% n/n.

#### Nhận định của MBKE

Dẫn đầu các doanh nghiệp dược phẩm nội địa, với thế mạnh là hệ thống phân phối sâu rộng, DHG vẫn duy trì được đà tăng trưởng đều qua các năm với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2008-2014 ở mức 17%/năm. Trong 2015, theo dự báo của chúng tôi, tăng trưởng DT của DHG có phần sẽ chậm lại so với giai đoạn trước, khoảng 7%. Nguyên nhân là do hệ điều trị vẫn đang là khó khăn dưới tác động của quy định đấu thầu mới cũng như áp lực cạnh tranh gia tăng trên kênh thương mại (hệ thống nhà thuốc). Tuy nhiên, nhờ năng lực sản xuất tăng gấp đôi và tiềm năng từ việc đẩy mạnh xuất khẩu cũng như định hướng phát triển các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu – xu hướng tiêu dùng hiện nay, chúng tôi kỳ vọng DT của DHG từ 2016 sẽ tăng nhanh hơn.

Điểm nhấn đầu tư cho năm 2015 đối với cổ phiếu DHG là tăng trưởng đột biến về lợi nhuận, hơn 30% n/n, chủ yếu nhờ khoản tiết kiệm tiền thuế. DHG sẽ bắt đầu hưởng ưu đãi thuế suất thuế TNDN 0% cho nhà máy mới trong 4 năm tới, từ 2015-2018.

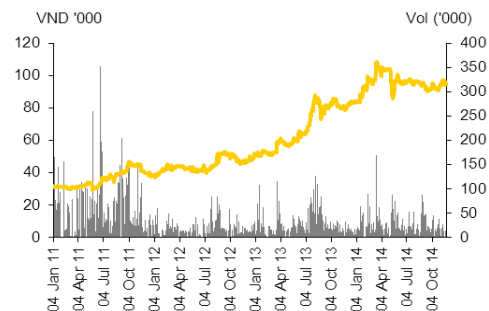
DHG đang giao dịch ở mức 11 lần PE 2015, thấp hơn mức 22 lần trung bình các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia). Duy trì khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 120.000 đồng/cp, cao hơn gần 32% so với mức giá hiện tại.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	2.491	2.931	3.391	3.913	4.174
EBITDA	542	652	850	799	903
Lợi nhuận ròng	416	486	589	530	714
EPS	4.782	5.578	6.761	6.083	8.200
Tăng trưởng EPS (%)	7,4	16,7	21,2	(10,0)	34,8
Cổ tức/cổ phiếu	2.000	3.000	3.000	2.500	3.500
PER	19,0	16,3	13,5	15,0	11,1
EV/EBITDA (x)	13,8	11,1	8,6	9,2	7,8
Lợi tức (%)	2,2	3,3	3,3	2,7	3,8
P/BV(x)	5,7	4,7	4,0	3,5	2,9
Nợ ròng/VCSH (%)	(0,3)	(0,4)	(0,2)	(0,1)	(0,2)
ROE (%)	31,2	31,7	32,1	24,8	28,4
ROA (%)	21,8	22,2	21,6	16,2	19,1

#### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	112.500 / 84.000
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	58,0
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	87,2
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	7.975
Cổ đông lớn (%):	
SCIC	43,4
FRANKLIN RESOURCES	13,0
PORTAL GLOBAL LTD	7,4

#### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	-0,5	-2,7	-3,7	-4,7	-4,7
So với Index	-2,8	-5,9	2,2	-6,0	-12,3

#### Chỉ số cơ bản

ROE (%)	24,8
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	580,4
Tài sản hữu hình ròng/cp(VND):	26.421
Khả năng trả lãi vay (x):	148,7

#### PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

[RetailResearch@maybank-kimeng.com.vn](mailto:RetailResearch@maybank-kimeng.com.vn)  
Lầu 4A-15+16, Vincom Center Đồng Khởi  
72 Lê Thánh Tôn, Quận 1, Tp.HCM, Việt Nam  
(84) 844 555 888 | <http://maybank-kimeng.com.vn>

## Kết quả kinh doanh 2014

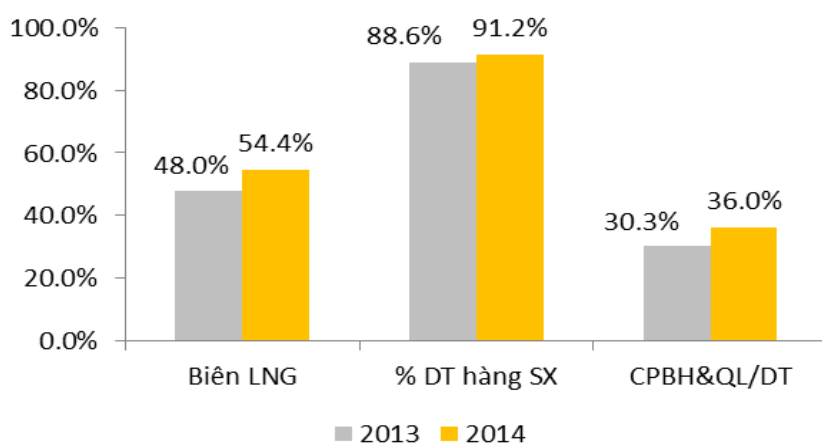
**Doanh thu thuần 2014 tăng 15,4% n/n, sát dự báo của chúng tôi,** đạt 3.913 tỷ đồng, chủ yếu là do sản lượng tăng. Trong đó, doanh thu hàng sản xuất tăng 18,8% n/n và doanh thu hàng phân phối giảm 10,4% n/n. Nhờ đó, tỷ lệ đóng góp doanh thu của hàng sản xuất 2014 đã tăng lên mức 91% tổng doanh thu, so với mức 89% của cùng kỳ. Như đã đề cập trong các phân tích trước, sự thay đổi cơ cấu doanh thu của DHG trong năm 2014 phần lớn là do công ty tạm ngưng phân phối sản phẩm Eugica cho đối tác Mega Lifesciences trong 9T/2014.

Đvt: tỷ đồng	2014			2013	
	Doanh thu	So với cùng kỳ	Tỷ trọng	Doanh thu	Tỷ trọng
Hàng sản xuất	3.569,3	18,8%	91,2%	3.004,6	88,6%
Hàng thương mại	328,0	-10,4%	8,4%	366,1	10,8%
Khác	15,8	-21,5%	0,4%	20,1	0,6%
<b>Tổng doanh thu thuần</b>	<b>3.913,1</b>	<b>15,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.390,8</b>	<b>100,0%</b>

Nguồn: DHG, Maybank Kim Eng

**Biên LN gộp tăng mạnh nhưng chi phí cũng gia tăng tương ứng.** Lợi nhuận gộp 2014 tăng mạnh 30,9% n/n, nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ 48% trong 2013 lên 54,4% trong 2014. Ngoài cơ cấu doanh thu thay đổi theo hướng gia tăng tỷ trọng doanh thu hàng sản xuất (nhóm hàng có biên lợi nhuận gộp cao nhất), thì biên lợi nhuận gộp 2014 của DHG còn bị ảnh hưởng từ việc thay đổi cách ghi nhận kế toán về các khoản chiết khấu. Cụ thể, thay vì được ghi nhận vào doanh thu như các năm trước, thì nay các khoản chiết khấu bán hàng và chiết khấu thanh toán sẽ được hạch toán lần lượt vào chi phí bán hàng và chi phí tài chính của công ty. Thực tế, tỷ lệ CPBH&QL/DT 2014 đã tăng 5,7 điểm phần trăm n/n lên mức 36% và chi phí tài chính (chủ yếu là khoản chiết khấu thanh toán) tăng gấp 3 lần n/n.

### Biên LNG, tỷ lệ DT hàng SX và CPBH&QL/DT của DHG 2013 và 2014



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

**Loại trừ thu nhập bất thường, lợi nhuận trước thuế 2014 tăng 9,8% n/n.** Trong Q3/13, thương vụ chuyển nhượng Eugica đã đem về cho DHG khoảng 122 tỷ đồng lợi nhuận. Do không có khoản thu nhập bất thường nào trong năm nay, nên lợi nhuận trước thuế 2014 chỉ đạt 713,3 tỷ đồng, giảm 8,7% n/n. Tuy nhiên, nếu loại trừ thu nhập bất thường trong 2013 này, lợi nhuận trước thuế 2014 vẫn tăng trưởng khoảng 9,8% n/n. Theo đó, lợi

nhuận sau thuế 2014 tăng khoảng 6,5% n/n, đạt 530 tỷ đồng. Tăng trưởng LNST thấp hơn LNTT là do thuế suất thuế TNDN bình quân 2014 của DHG khá cao, khoảng 26,8%, so với mức 22% hiện hành. Nguyên nhân có thể do các khoản chi phí quảng cáo, tiếp thị,... trong kỳ vượt mức trần chi phí được khấu trừ thuế theo quy định là 15%, nên phần chi phí vượt không được khấu trừ thuế. Tuy nhiên, từ 2015, mức trần này sẽ không còn nữa.

## Triển vọng 2015

**Tăng trưởng DT ổn định...** Dẫn đầu các doanh nghiệp dược phẩm nội địa, với thế mạnh là hệ thống phân phối sâu rộng, DHG vẫn duy trì được đà tăng trưởng đều qua các năm với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2008-2014 ở mức 17%/năm. Trong 2015, theo dự báo của chúng tôi, tăng trưởng doanh thu của DHG có phần sẽ chậm lại so với giai đoạn trước, khoảng 7%. Nguyên nhân là do hệ điều trị vẫn đang là khó khăn dưới tác động của quy định đấu thầu mới cũng như áp lực cạnh tranh gia tăng trên kênh thương mại (hệ thống nhà thuốc). Tuy nhiên, nhờ năng lực sản xuất tăng gấp đôi và tiềm năng từ việc đẩy mạnh xuất khẩu cũng như định hướng phát triển các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu – xu hướng tiêu dùng hiện nay, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của DHG từ 2016 sẽ tăng nhanh hơn.

**... nhưng LN sẽ có đột biến.** Điểm nhấn đầu tư cho năm 2015 đối với cổ phiếu DHG là tăng trưởng đột biến về lợi nhuận, hơn 30% n/n, chủ yếu nhờ khoản tiết kiệm tiền thuế. DHG sẽ bắt đầu hưởng ưu đãi thuế suất thuế TNDN 0% cho nhà máy mới trong 4 năm tới, từ 2015-2018. Với giả định tỷ lệ doanh số sản xuất tại nhà máy mới là 50% thì mức thuế suất bình quân 2015 của DHG chỉ khoảng 11%, so với mức thuế suất thông thường là 22%. Mức thuế suất bình quân của DHG sẽ còn thấp hơn đáng kể từ 2016 khi tỷ lệ đóng góp doanh số của nhà máy mới gia tăng như kỳ vọng.

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY11A	FY12A	FY13A	FY14	FY15E
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (x)	19,0	16,3	13,5	15,0	11,1
P/BV (x)	5,7	4,7	4,0	3,5	2,9
P/NTA(x)	5,7	4,7	4,0	3,4	2,9
Net dividend yield (%)	2,2	3,3	3,3	2,7	2,7
FCF yield (%)	12,2	11,4	18,4	16,3	12,5
EV/EBITDA (x)	13,8	11,1	8,6	9,2	7,8
EV/EBIT (x)	15,3	12,4	9,3	10,2	8,7
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>2.491</b>	<b>2.931</b>	<b>3.391</b>	<b>3.913</b>	<b>4.174</b>
Giá vốn hàng bán	1.282	1.487	1.763	1.782	1.859
Khấu hao	54	70	71	80	97
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.209</b>	<b>1.444</b>	<b>1.628</b>	<b>2.131</b>	<b>2.315</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	(744)	(928)	(1.029)	(1.410)	(1.523)
<b>EBIT</b>	<b>489</b>	<b>582</b>	<b>779</b>	<b>719</b>	<b>806</b>
Chi phí tài chính ròng	42	38	32	(30)	-
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	(10)	(0)	(0)	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	(6)	31	151	34	16
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>491</b>	<b>585</b>	<b>781</b>	<b>724</b>	<b>808</b>
Thuế thu nhập	(71)	(93)	(188)	(194)	(89)
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	5	4	0	5
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>416</b>	<b>486</b>	<b>589</b>	<b>530</b>	<b>714</b>
EBITDA	542	652	850	799	903
EPS	4.782	5.578	6.761	6.083	8.200
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.996</b>	<b>2.378</b>	<b>3.080</b>	<b>3.477</b>	<b>3.986</b>
Tài sản ngắn hạn	<b>1.491</b>	<b>1.818</b>	<b>2.233</b>	<b>2.387</b>	<b>2.744</b>
Tiền và tương đương tiền	467	719	613	497	825
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	170	261	261
Hàng tồn kho	515	512	758	780	751
Phải thu khách hàng	490	574	667	842	898
Khác	18	13	24	7	8
Tài sản dài hạn	<b>505</b>	<b>561</b>	<b>848</b>	<b>1.090</b>	<b>1.242</b>
Đầu tư dài hạn	18	17	21	17	14
Tài sản cố định ròng	459	517	799	964	1.196
Khác	28	27	28	110	33
<b>Nợ phải trả</b>	<b>602</b>	<b>675</b>	<b>1.081</b>	<b>1.174</b>	<b>1.225</b>
Nợ ngắn hạn	<b>544</b>	<b>654</b>	<b>1.030</b>	<b>1.105</b>	<b>1.150</b>
Phải trả ngắn hạn	124	74	268	261	273
Vay ngắn hạn	21	19	127	177	177
Khác	399	560	635	667	700
Nợ dài hạn	<b>58</b>	<b>21</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>76</b>
Nợ dài hạn phải trả	-	-	-	-	-
Khác	58	21	51	69	76
<b>Nguồn vốn</b>	<b>1.382</b>	<b>1.688</b>	<b>1.981</b>	<b>2.287</b>	<b>2.740</b>
Vốn góp cổ đông	652	654	654	872	872
Các quỹ	353	558	768	849	1.063
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>21</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>					
<b>Dòng tiền hữ kinh doanh</b>	<b>252</b>	<b>542</b>	<b>513</b>	<b>144</b>	<b>871</b>
Lợi nhuận ròng	416	486	589	530	714
Khấu hao	54	70	71	80	97
Thay đổi vốn hoạt động	(160)	36	(81)	(155)	16
Khác	(57)	(50)	(66)	(311)	44
<b>Dòng tiền hữ đầu tư</b>	<b>(181)</b>	<b>(126)</b>	<b>(528)</b>	<b>(413)</b>	<b>(249)</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(210)	(128)	(353)	(244)	(329)
Thay đổi trong đầu tư	23	1	(174)	(87)	3
Khác	6	1	(1)	(81)	77
<b>Dòng tiền hữ tài chính</b>	<b>(247)</b>	<b>(164)</b>	<b>(90)</b>	<b>153</b>	<b>(294)</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	4	2	(0)	218	0
Thay đổi khoản nợ vay	8	(2)	108	50	0
Khác	2	(33)	32	17	11
Cổ tức	(261)	(131)	(230)	(132)	(305)
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>(175)</b>	<b>252</b>	<b>(105)</b>	<b>(116)</b>	<b>328</b>

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15E</b>
<b>Các chỉ số chính</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	22,4	17,7	15,7	15,4	6,7
Lợi nhuận gộp	18,7	19,4	12,8	30,9	8,7
EBITDA	14,5	20,2	30,4	(6,0)	13,0
Lợi nhuận ròng	9,0	16,9	21,2	(10,0)	34,8
EPS	7,4	16,7	21,2	(10,0)	34,8
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,5	49,3	48,0	54,4	55,5
Tỷ suất EBIT	19,6	19,9	23,0	18,4	19,3
Tỷ suất EBITDA	21,8	22,3	25,1	20,4	21,6
Tỷ suất lợi nhuận ròng	16,7	16,6	17,4	13,5	17,1
ROA	21,8	22,2	21,6	16,2	19,1
ROE	31,2	31,7	32,1	24,8	28,4
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	1,2	6,4	7,7	6,4	5,2
Nợ vay ròng/VCSH (%)	(32,3)	(41,4)	(24,5)	(14,0)	(23,7)
Khả năng trả lãi vay (X)	239,6	223,0	343,3	148,7	403,2
K.năng trả lãi&vay NH (X)	21,2	26,5	6,0	4,0	4,5
Dòng tiền/lãi vay (X)	(86,0)	96,4	(46,5)	(24,1)	164,0
Điền/lãi&nợ vay NH (X)	(7,6)	11,4	(0,8)	(0,6)	1,8
Khả năng TT hiện hành (X)	2,7	2,8	2,2	2,2	2,4
Khả năng TT nhanh (X)	1,8	2,0	1,4	1,4	1,7
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	446,1	699,5	656,3	580,4	909,0
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	4.782	5.578	6.761	6.083	8.200
CFPS	(2.018)	2.888	(1.210)	(1.336)	3.763
BVPS	15.896	19.362	22.730	26.235	31.432
SPS	28.662	33.625	38.899	44.893	47.889
EBITDA/share	6.242	7.483	9.754	9.167	10.361
Cổ tức tiền mặt	2.000	3.000	3.000	2.500	3.500

## Phục lục 1: Điều khoản cho việc cung cấp báo cáo và những khuyến cáo

### Khuyến nghị

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích lưu hành chung và cung cấp thông tin và báo cáo này không có ý định hoặc được xem là những đề nghị mua hoặc bán cổ phiếu được đề cập ở đây trong bất kỳ trường hợp nào. Nhà đầu tư nên lưu ý rằng giá trị của những cổ phiếu này có thể dao động và giá trị hoặc giá của mỗi cổ phiếu có thể tăng hoặc giảm. Những quan điểm và khuyến nghị bao gồm ở đây đều dựa vào hệ thống đánh giá kỹ thuật và cơ bản. Hệ thống đánh giá kỹ thuật có thể khác hệ thống đánh giá cơ bản bởi vì việc định giá kỹ thuật sử dụng nhiều phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào các thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ thị trường chứng khoán vào việc phân tích cổ phiếu. Do đó, lợi nhuận của nhà đầu tư có thể thấp hơn tổng số vốn đầu tư ban đầu. Các kết quả trong quá khứ không nhất thiết là những chỉ dẫn của các kết quả trong tương lai. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp những tư vấn đầu tư cá nhân và cũng không xem xét mục đích đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và yêu cầu đặc biệt của những người nhận và đọc báo cáo này. Vì vậy nhà đầu tư chỉ nên tìm kiếm những ý kiến về tài chính, luật pháp và những khuyến nghị khác liên quan đến sự phù hợp của việc đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu nào hoặc những chiến lược đầu tư được thảo luận và khuyến nghị trong báo cáo này.

Những thông tin trong báo cáo này được trích từ những nguồn được tin là đáng tin cậy nhưng những nguồn này không được xác minh một cách độc lập bởi Maybank Investment Bank Berhad, các công ty con và công ty liên kết (có thể được gọi là "MKE") và vì vậy không đại diện cho tính xác thực và đồng bộ của báo cáo này bởi MKE và do đó không nên dựa vào những nguồn như vậy. Vì vậy, MKE và tất cả nhân viên, giám đốc, chuyên viên và các tổ chức và/hoặc nhân viên liên quan (có thể gọi là "Đại diện") sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ những tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp mà có thể phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào báo cáo này. Bất kỳ những thông tin, quan điểm hoặc khuyến nghị nào bao gồm trong báo cáo này có thể thay đổi vào bất cứ lúc nào mà sẽ không được thông báo trước.

Báo cáo này có thể bao gồm những phát biểu dự báo mà thường hoặc không phải lúc nào cũng được nhận biết bằng cách sử dụng các từ ngữ như "đoán trước", "tin rằng", "ước tính", "dự tính", "kế hoạch", "kỳ vọng", "dự phòng" và "dự báo" và những phát biểu rằng một sự kiện hoặc kết quả như "có thể", "sẽ", "có thể", hoặc "nên" xảy ra hoặc đạt được và những phát biểu tương tự khác. Những phát biểu dự báo như vậy được dựa vào những giả định và thông tin được công bố cho chúng tôi và có thể chịu những rủi ro và không chắc chắn mà có thể làm cho kết quả thực tế khác nhiều so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo. Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước.

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác. Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này. MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành. Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc của những tổ chức phát hành những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

Báo cáo này được thực hiện cho khách hàng của MKE sử dụng và không được báo cáo lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này.

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

### Malaysia

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

### Singapore

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

### Thái Lan (Thailand)

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

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

### Mỹ (US)

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

### Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd ("Maybank KESL") được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK. Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thế là rủi ro riêng của những cá nhân. Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập.



## CÔNG BỐ THÔNG TIN

### Công bố tổ chức hợp pháp

**Malaysia:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Malaysia bởi Maybank Investment Bank Berhad (15938-H), là một tổ chức tham gia vào Bursa Malaysia Berhad và một tổ chức được cấp phép dịch vụ và thị trường tài chính được ban hành bởi Ủy ban Chứng khoán Malaysia. **Singapore:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Singapore bởi Maybank KERPL (Co. Reg No 197201256N) được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore. **Indonesia:** PT Kim Eng Securities ("PTKES") (Reg. No. KEP-251/PM/1992) là một tổ chức của Thị trường chứng khoán Indonesia và được quy định bởi BAPEPAM LK. **Thailand:** MBKET (Reg. No.0107545000314) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Thái Lan và được quy định bởi Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán. **Philippines:** MATRKES (Reg. No.01-2004-00019) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Philippines và được quy định bởi Ủy ban chứng khoán. **Việt Nam:** Công Ty TNHH Một Thành Viên Chứng Khoán Maybank Kim Eng (giấy phép số 117/GP-UBCK) được cấp phép bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước Việt Nam. **Hong Kong:** KESHK (Central Entity No AAD284) được quy định Ủy ban thị trường tương lai và chứng khoán. **Ấn Độ (India):** Công ty chứng khoán Kim Eng Ấn Độ ("KESI") là thành viên của Thị trường chứng khoán quốc gia Ấn Độ (Reg No: INF/INB 231452435) và thị trường chứng khoán Bombay (Reg. No. INF/INB011452431) và được quy định bởi Hội đồng thị trường chứng khoán Ấn Độ. KESI được đăng ký với SEBI tại Điều 1 Merchant Banker (Reg. No. INM 000011708) **US:** Maybank KESUSA là thành viên của/ và được cấp phép theo quy định của FINRA – Broker ID 27861. **UK:** Maybank KESL (Reg No 2377538) là đơn vị được cấp phép theo quy định của Cơ quan dịch vụ tài chính.

### Tuyên bố lợi ích

**Malaysia:** MKE và đại diện có thể giữ những vị trí hoặc có lợi ích quan trọng đối với những cổ phiếu được đề cập tại đây và có thể có những hoạt động khác như tạo lập thị trường hoặc có thể có những cam kết phát hành hoặc liên quan đến những cổ phiếu đó và cũng có thể thực hiện hoặc tìm kiếm những dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn và những dịch vụ khác hoặc có liên quan đến những công ty này.

**Singapore:** Vào ngày 20/8/2012, Maybank KERPL và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất cứ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

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

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

Vào ngày phát hành báo cáo, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

## NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

### Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

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

<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