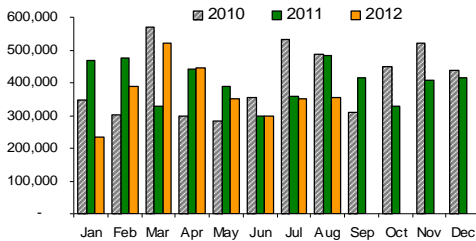
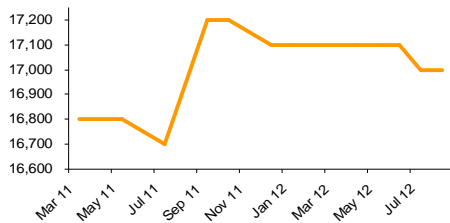


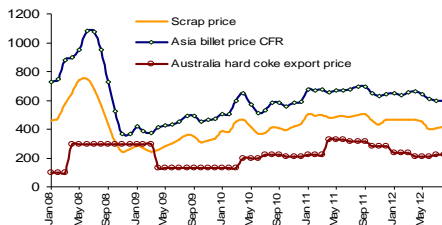
Nguyễn Trung Hòa  
 hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn  
 (84) 8 4455.5888 (ext 8088)

**Sản lượng thép tiêu thụ hàng tháng (tấn)**


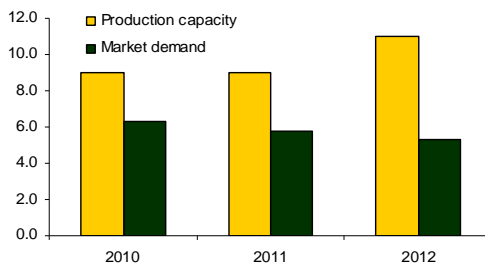
Nguồn: VSA

**Giá thép VnSteel Miền Nam (000/tấn)**


Nguồn: VSA (giá chưa bao gồm VAT)

**Giá thép phế và phôi thép (USD/tấn)**


Nguồn: Bloomberg

**Cung và cầu ngành thép (tấn/năm)**


Nguồn: VSA (Nhu cầu năm 2012 được ước tính)

**Các công ty thép tiêu biểu trong ngành**

Mã CP	Thị phần	PE (x)	FY12 PE (x)	FY12 PB (x)	Khuyến Nghị
HPG	13,6%	9,8	9,4	0,9	Mua
POM	15,6%	18,3	13,9	0,8	Giữ
TISCO	12,2%	na	na	na	na
VIS	5,3%	5,38	na	na	na
DNY	1,1%	5,12	na	na	na

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

# Thép Xây Dựng

## Sự Tái Cơ Cấu Ngành Đã Bắt Đầu

**Những khó khăn hiện tại của ngành.** Sự trì trệ của nền kinh tế trong thời gian qua đã tác động mạnh mẽ đến ngành thép xây dựng trong nước. Trong đó, thị trường tiêu thụ ế ẩm, sự cạnh tranh cao trong nội bộ ngành và với thép nhập khẩu từ Trung Quốc và gánh nặng chi phí tài chính lớn chính là những khó khăn chủ yếu ảnh hưởng mạnh đến hiệu quả hoạt động của ngành thép trong thời điểm hiện tại.

**Nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng giảm mạnh.** Theo Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), sản lượng thép xây dựng tiêu thụ trong 8T12 giảm 10% n/n xuống còn 2,9 triệu tấn, mức giảm mạnh nhất trong nhiều năm qua. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này bắt nguồn từ sự “đóng băng” của thị trường xây dựng bất động sản, thị trường tiêu thụ chính của sản phẩm thép xây dựng. Theo VSA, sản lượng tiêu thụ bình quân trong 8T12 chỉ đạt 360.000 tấn/tháng, thấp hơn 13,7% so với mức tiêu thụ 420.000 tấn/tháng để các nhà máy có thể duy trì sản xuất ổn định. Hơn nữa, theo dự báo của BMI thì thị trường xây dựng cả năm 2012 sẽ sụt giảm 0,1% so với năm trước. Do đó nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng được cho là vẫn sẽ tiếp tục ở mức thấp trong thời gian còn lại của năm.

**Sự cạnh tranh cao trong ngành.** VSA cho biết, năng lực sản xuất thép xây dựng trong nước hiện tại đã đạt mốc 11 triệu tấn/năm, vượt gấp đôi so với nhu cầu của nền kinh tế trong nước. Kết quả là các công ty thép không thuộc nhóm dẫn đầu phải cạnh tranh khốc liệt với nhau và buộc phải cắt giảm công suất hoạt động và giá bán. Vì vậy, giá bán thép trên thị trường đã giảm trung bình từ 2-4% tính từ đầu năm nay (theo báo cáo của VSA).

Theo VSA thì nhiều nhà máy cán thép hiện nay chỉ còn hoạt động cầm chừng ở mức 30-45% công suất thiết kế. Công ty Thép Việt Nam gần đây đã cắt giảm 3.000 nhân công để giảm công suất vận hành và nhiều công ty thép lớn khác như Miền Nam, Thái Nguyên, Phú Mỹ và Nhà Bè đã phải tạm dừng hoạt động trong nhiều ngày để giảm lượng thép tồn kho. Theo ước tính của chúng tôi thì lợi nhuận biên gộp sẽ giảm xuống chỉ còn 3-4% nếu như nhà máy chỉ vận hành ở công suất khoảng 40%. Điều này đã phần nào nói lên được bức tranh lợi nhuận của ngành thép Việt Nam trong năm nay sẽ như thế nào.

Ngoài ra, thép nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc cũng là mối đe dọa đối với ngành thép trong nước. Giá thép Trung Quốc bán tại Việt Nam hiện tại khoảng 560-600 USD/tấn, thấp hơn từ 14-20% so với giá thép được sản xuất trong nước. Tuy nhiên, điều đáng lo ngại nhất là việc Trung Quốc có thể đẩy mạnh xuất khẩu thép sang các nước trong khu vực để giải phóng bớt lượng thép tồn kho vốn đã tăng trên 20% trong 9 tháng qua. Vì vậy, điều này có thể sẽ cản trở sự hồi phục của giá thép trong nước trong mùa cao điểm sắp tới của ngành xây dựng vào cuối năm.

**Gánh nặng chi phí tài chính lớn.** Do đặc thù của ngành thép là ngành công nghiệp nặng vốn đòi hỏi lượng vốn lớn nên các công ty thép thường có hệ số sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao. Hệ số nợ ròng/VCSH của 5 công ty thép xây dựng tiêu biểu niêm yết trên sàn

chứng khoán (HPG, POM, TIS, VIS và DNY) tính đến ngày 30/6/2012 lên đến 1,9 lần, trong đó chỉ có HPG là có hệ số nợ/VCSH thấp ở mức 0,6 lần. Do đó, chi phí tài chính luôn là gánh nặng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này trong suốt thời gian qua. Tuy mặt bằng lãi suất đã giảm đi khá nhiều nhưng vẫn chưa thể giúp giảm đi gánh nặng chi phí tài chính ở các công ty trong ngành.

**Sự tái cơ cấu ngành là điều tất yếu sẽ xảy ra.** Mặc dù ngành thép xây dựng đang đối diện với sự dư thừa nguồn cung nhưng chúng tôi muốn lưu ý rằng phần lớn sự dư thừa nguồn cung này đến từ các công ty thép có công nghệ lạc hậu và hoạt động kém hiệu quả. Theo VSA thì hiện nay có trên 60% các nhà máy cán thép xây dựng sử dụng công nghệ lạc hậu và có sức cạnh tranh kém. Lợi nhuận biên gộp của những công ty này thường thấp hơn nhiều từ 5-10 điểm phần trăm so với các công ty đầu ngành như HPG. Vì vậy, sự tái cơ cấu lại ngành để loại bỏ các công ty kém hiệu quả là điều tất yếu sẽ xảy ra.

Những báo cáo gần đây đang cho thấy dường như quá trình tái cơ cấu lại ngành thép thật sự đang diễn ra. VSA cho biết ít nhất đã có 5 công ty giải thể trong năm nay. Con số này chắc chắn sẽ chưa dừng lại trong điều kiện thị trường tiếp tục khó khăn như hiện nay và việc các công ty đồng loạt cắt giảm công suất hoạt động như đã nêu trên là một tín hiệu rõ nét nhất cho sự tái cơ cấu của ngành. Chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu này sẽ giúp nâng thị phần của 5 công ty dẫn đầu trong ngành từ khoảng 60% hiện nay lên 80% tương tự như thị trường thép của các nước trong khu vực.

**Kỳ vọng tăng trưởng dài hạn.** Nhu cầu ngành thép Việt Nam đã giảm 10% trong 8T12 do sự hạ nhiệt nền kinh tế. Tuy vậy tăng trưởng GDP sẽ sớm hồi phục lại mục tiêu trung bình dài hạn 7% từ năm 2013. Cùng với nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng rất lớn; tốc độ đô thị hóa khoảng 3,4%/năm và nhu cầu xây dựng các cơ sở sản xuất công nghiệp của Việt Nam sẽ thúc đẩy ngành thép tăng trưởng trung bình khoảng 9%/năm trong giai đoạn 2012-2020. Những dự báo gần đây của BMI rằng ngành xây dựng trong nước sẽ tăng trưởng bình quân khoảng 6,5%/năm trong giai đoạn 2013-2016 càng củng cố quan điểm của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành thép xây dựng.

**Cơ hội tăng trưởng cho những công ty đầu ngành.** Chúng tôi cho rằng sự tái cơ cấu sắp tới của ngành thép xây dựng sẽ mở ra cơ hội tăng trưởng mới cho các công ty dẫn đầu trong ngành. Trong đó, chỉ có HPG ở phía bắc và POM ở phía nam là có nhiều ưu thế về quy mô và công nghệ so với nhóm còn lại. HPG có nhiều ưu điểm nổi trội với quy trình sản xuất khép kín sử dụng công nghệ lò cao hiện đại để luyện thép từ quặng sắt và than coke. Vì vậy, giá thành sản xuất của HPG thường thấp hơn từ 5-10% so với các công ty cùng ngành. Tương tự, POM sử dụng lò điện với công nghệ Consteel của Ý để luyện thép từ thép phế. Ưu điểm của công nghệ này là tiết kiệm điện được khoảng 30% so với các lò điện khác.

**Cổ phiếu khuyến nghị - HPG.** Trong ngành thép xây dựng, chúng tôi khuyến nghị mua vào với cổ phiếu HPG với mức giá mục tiêu 26.000 đồng/cp. Mặc dù chỉ số định giá của HPG ở hợp lý với PE dự phóng năm nay khoảng 9x. Nhưng nếu xét trong dài hạn, chúng tôi cho rằng HPG vẫn là cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt và phù hợp với khuyến nghị MUA vào nhờ lợi thế về chi phí so với các đối thủ cùng ngành như đã nêu trên. Hơn nữa, vị trí đầu ngành và năng lực sản xuất mở rộng thêm 77% trong năm 2013 sẽ đảm bảo sự tăng trưởng ổn định của HPG từ sự tái cơ cấu sắp tới của ngành. Lợi nhuận trong giai đoạn 2012-2016 của HPG cũng được dự báo tăng trưởng ở mức 20%/năm.

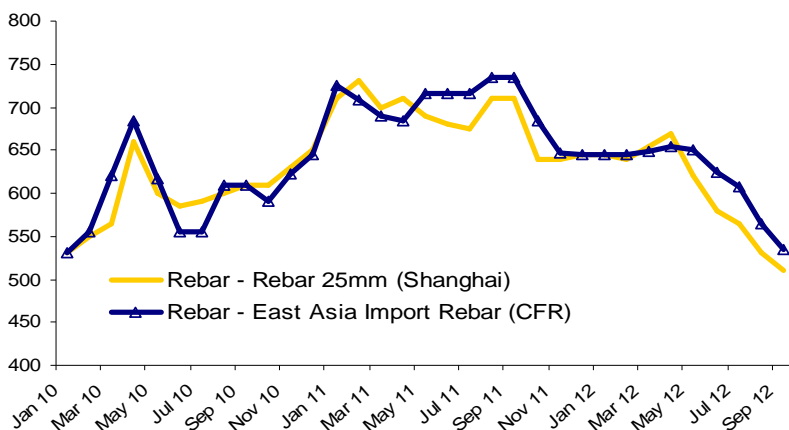
HPG gần đây cũng thông báo rằng công ty sẽ thanh toán cổ tức năm 2011 với tỷ lệ 20% bằng cổ phiếu. Khối lượng cổ phiếu dự kiến phát hành là 69,8 triệu cổ phiếu và nguồn phát hành được lấy từ lợi nhuận sau thuế chưa phân phối. Thời gian thực hiện dự kiến từ tháng 10 đến 12/2012. Như vậy vốn điều lệ của HPG sẽ đạt 4.190 tỷ đồng sau khi chia cổ tức. Ngoài ra, HPG cũng sẽ tiến hành tạm ứng cổ tức bằng tiền đợt 1 năm 2012 với mức 1.000 đồng/cổ phiếu (tương đương lợi tức cổ tức 5%) dự kiến trong tháng 11 năm nay.

**HPG – Bảng tóm tắt KQKD**

Năm tài khóa 31/12 (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	8.123	14.267	17.852	18.574	21.381
EBITDA	1.849	2.364	2.796	2.741	3.373
Lợi nhuận ròng	1.272	1.349	1.236	809	1.690
EPS	3.638	3.859	3.536	2.314	4.835
Tăng trưởng EPS (%)	48,9	6,1	-8,4	-34,6	108,9
Cổ tức/cổ phiếu	2.000	2.000	0	1.000	2.000
PER	6,0	5,6	6,2	9,4	4,5
EV/EBITDA (x)	7,2	5,6	4,8	4,9	4,0
Lợi tức (%)	9,2	9,2	0,0	4,6	9,2
P/BV(x)	0,9	1,1	0,9	0,9	0,8
Nợ ròng/VCSH (%)	55,4	70,6	72,3	79,8	81,9
ROE (%)	26,4	21,1	16,7	9,7	18,5
ROA (%)	12,4	9,1	7,1	4,3	8,4

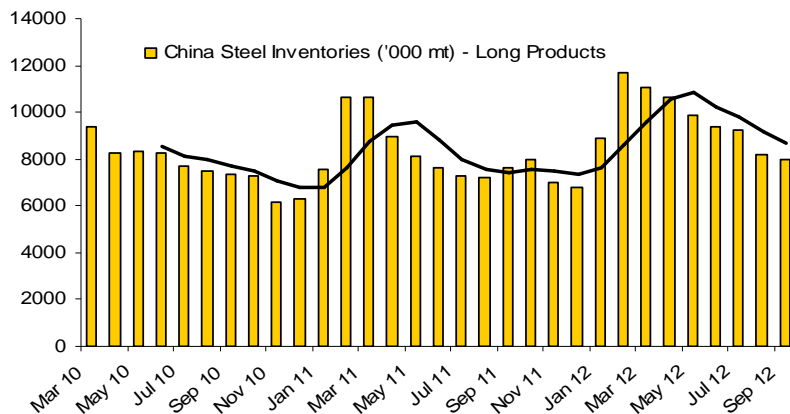
Nguồn: Maybank KE

**Giá thép thanh Trung Quốc xuất khẩu và giá nhập khẩu tại Đông Nam Á**



Nguồn: Bloomberg

**Hàng tồn kho thép xây dựng của Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg

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

THAM Mun Hon

Regional Strategist  
(852) 2268 0630 thammunhon@kimeng.com.hk

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 tjlaiw@maybank-ib.com  
▪ Oil & Gas  
▪ Automotive  
▪ Shipping

ONG Chee Ting

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

Mohshin Aziz

(603) 2297 8692 mohshin.aziz@maybank-ib.com  
▪ Aviation  
▪ Petrochem  
▪ Power

YIN Shao Yang, CPA

(603) 2297 8916 samuel.y@maybank-ib.com  
▪ Gaming – Regional  
▪ Media  
▪ Power

WONG Wei Sum, CFA

(603) 2297 8679 weisum@maybank-ib.com  
▪ Property & REITs

LEE Yen Ling

(603) 2297 8691 lee.yl@maybank-ib.com  
▪ Building Materials  
▪ Manufacturing  
▪ Technology

LEE Cheng Hooi Head of Retail

chenghooi.lee@maybank-ib.com  
▪ Technicals

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG Head of Research

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

Ivan CHEUNG

(852) 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk  
▪ Property  
▪ Industrial

Ivan LI

(852) 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk  
▪ Banking & Finance

Jacqueline Ko

(852) 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk  
▪ Consumer Staples

Andy POON

(852) 2268 0645 andypoon@kimeng.com.hk  
▪ Telecom & equipment

Alex YEUNG

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

Anita HWANG, CFA

(852) 2268 0142 anitahwang@kimeng.com.hk  
▪ Consumer Discretionaries  
▪ Special Situations

INDIA

Jigar SHAH Head of Research

(91) 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in  
▪ Oil & Gas  
▪ Automobile  
▪ Cement

Anubhav GUPTA

(91) 22 6623 2605 anubhav@kimeng.co.in  
▪ Metal & Mining  
▪ Capital goods  
▪ Property

Ganesh RAM

(91) 226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in  
▪ Telecom  
▪ Contractor

SINGAPORE

Stephanie WONG Head of Research

(65) 6432 1451 swong@maybank-ke.com.sg  
▪ Strategy  
▪ Small & Mid Caps

Gregory YAP

(65) 6432 1450 gyap@maybank-ke.com.sg  
▪ Technology & Manufacturing  
▪ Telcos - Regional

Wilson LIEW

(65) 6432 1454 wilsonliw@maybank-ke.com.sg  
▪ Hotel & Resort  
▪ Property & Construction

James KOH

(65) 6432 1431 jameskoh@maybank-ke.com.sg  
▪ Logistics  
▪ Resources  
▪ Consumer  
▪ Small & Mid Caps

YEAK Chee Keong, CFA

(65) 6433 5730 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg  
▪ Healthcare  
▪ Offshore & Marine

Alison FOK

(65) 6433 5745 alisonfok@maybank-ke.com.sg  
▪ Services  
▪ S-chips

Bernard CHIN

(65) 6433 5726 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@kimeng.co.id  
▪ Consumer  
▪ Strategy  
▪ Telcos

Lucky ARIESANDI, CFA

(62) 21 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id  
▪ Base metals  
▪ Coal  
▪ Oil & Gas

Rahmi MARINA

(62) 21 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id  
▪ Banking  
▪ Multifinance

Pandur ANUGRAH

(62) 21 2557 1137 panugrah@kimeng.co.id  
▪ Auto  
▪ Heavy equipment  
▪ Plantation  
▪ Toll road

Adi N. WICAKSONO

(62) 21 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id  
▪ Generalist

Anthony YUNUS

(62) 21 2557 1134 ayunus@kimeng.co.id  
▪ Cement  
▪ Infrastructure  
▪ Property

Arwani PRANADJAYA

(62) 21 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id  
▪ Technicals

PHILIPPINES

Luz LORENZO Head of Research

+63 2 849 8836 luz\_lorenzo@maybank-atrke.com  
▪ Strategy

Laura DY-LIACCO

(63) 2 849 8840 laura\_dyliacco@maybank-atrke.com  
▪ Utilities  
▪ Conglomerates  
▪ Telcos

Lovell SARREAL

(63) 2 849 8841 lovell\_sarreal@maybank-atrke.com  
▪ Consumer  
▪ Media  
▪ Cement

Kenneth NERECINA

(63) 2 849 8839 kenneth\_nerecina@maybank-atrke.com  
▪ Conglomerates  
▪ Property  
▪ Ports/ Logistics

Katherine TAN

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

Ramon ADVIENTO

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

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

THAILAND

Mayuree CHOWWIKRAN Head of Research

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

Maria BRENDA SANCHEZ LAPIZ Co-Head of 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 1430  
Andrew@maybank-ke.co.th

Suttatip PEERASUB

(66) 2658 6300 ext 1400 suttatip.p@maybank-ke.co.th  
▪ Media  
▪ Commerce

Sutthichai KUMWORACHAI

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

Termporn TANTIVIVAT

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

Woraphon WIROONSRI

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

Jaroonpan WATTANAWONG

(66) 2658 6300 ext 1404 jaroonpan.w@maybank-ke.co.th  
▪ Transportation  
▪ Small cap.

Suchot THIRAWANNARAT

(66) 2658 6300 ext 1550 suchot.t@maybank-ke.co.th  
▪ Automotive  
▪ Construction Materials  
▪ Soft commodity

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@kimeng.com.vn  
▪ Strategy

Nguyen Thi Ngan TUYEN

+84 844 55 58 88 x 8081 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn  
▪ Food and Beverage  
▪ Oil and Gas

Ngo Bich Van

+84 844 55 58 88 x 8084 van.ngo@kimeng.com.vn  
▪ Banking

Nguyen Quang DUY

+84 844 55 58 88 x 8082 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn  
▪ Rubber

Dang Thi Kim THOA

+84 844 55 58 88 x 8083 thoa.dang@kimeng.com.vn  
▪ Consumer

Nguyen Trung HOA

+84 844 55 58 88 x 8088 hoa.nguyen@kimeng.com.vn  
▪ Steel  
▪ Sugar  
▪ Macro

Trinh Thi Ngoc DIEP

+84 444 55 58 88 x 8208 diep.trinh@kimeng.com.vn  
▪ Technology  
▪ Utilities  
▪ Construction

## 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 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 và 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 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 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 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 quan 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.**



Stephanie Wong | CEO, Maybank Kim Eng Research

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư**

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

<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 10%
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -10% tới 10%
<b>BÁN</b>	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,  
 20<sup>th</sup> - 21<sup>st</sup> Floor,  
 Rama 1 Road Pathumwan,  
 Bangkok 10330, Thailand
- Tel: (66) 2 658 6817 (sales)  
 Tel: (66) 2 658 6801 (research)
- North Asia Sales Trading**  
 Eddie LAU  
 eddielau@kimeng.com.hk  
 Tel: (852) 2268 0800  
 US Toll Free: 1 866 598 2267
- London**  
**Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd**  
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill  
 London EC3R 8HY, UK
- Tel: (44) 20 7621 9298  
 Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828  
 Fax: (44) 20 7283 6674
- Indonesia**  
**PT Kim Eng Securities**  
 Plaza Bapindo  
 Citibank Tower 17<sup>th</sup> Floor  
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55  
 Jakarta 12190, Indonesia
- Tel: (62) 21 2557 1188  
 Fax: (62) 21 2557 1189
- Vietnam**  
*In association with*  
**Maybank Kim Eng 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

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