

# CTCP Gemadept (GMD VN)

Giá cổ phiếu: 29.600 VND

VHTT: 3.449 tỷ VND

Việt Nam

Giá mục tiêu: 33.800 VND

GTGD bq: 5,6 tỷ VND

Logistics

GIỮ

## HĐKD chính tăng trưởng tốt

- **KQKD 2014 tốt với DT tăng 18% n/n và LNST tăng mạnh 180% n/n.**
- **Duy trì đánh giá tích cực đối với HĐKD chính.**
- **Định giá không hấp dẫn với PB và PE kỳ vọng là 0,7 và 18 lần.**

### Tin tức/sự kiện

Năm 2014, GMD đạt 2.987 tỷ đồng doanh thu (DT) (+18,3% n/n) và 538,7 tỷ lợi nhuận sau thuế (LNST) (+180,3% n/n).

### Nhận định của MBKE

So với dự báo 2.898 và 548 tỷ đồng DT và LNST của chúng tôi, thì kết quả GMD đạt được trong 2014 gần như sát với kỳ vọng.

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi của GMD, bao gồm mảng khai thác cảng biển và hoạt động logistics. Với mức tăng trưởng khá tốt, lần lượt là 47,8% n/n và 9% n/n trong năm 2014, hiện DT từ cảng và logistics đóng góp hơn 36% và 62% cho tổng DT của GMD. Biên lợi nhuận từng mảng trong 2014 cũng có sự cải thiện.

Lợi nhuận 2014 tăng trưởng mạnh chủ yếu là nhờ GMD đã ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường (~570 tỷ đồng) từ việc chuyển nhượng 85% cổ phần tại toà nhà Gemadept Tower trong Q2/2014.

Cho 2015, chúng tôi dự báo DT của GMD sẽ tăng khoảng 10% n/n, đạt 3.288 tỷ đồng. Do không có khoản lợi nhuận bất thường lớn như 2014, lãi ròng 2015 ước đạt 194 tỷ đồng, giảm 64% n/n. Theo đó, EPS 2015 ước đạt 1.648 VND/cp, tương đương với mức PE kỳ vọng gần 18 lần, so với mức 8 lần bình quân ngành. Tuy nhiên, nếu xét theo chỉ tiêu PB, GMD chỉ đang giao dịch ở mức 0,7 lần, so với 1,6 lần của bình quân ngành.

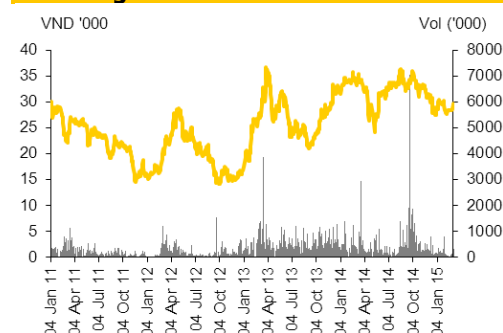
Mặc dù vậy, triển vọng trong 2-3 năm tới của GMD vẫn chưa thật sự rõ ràng khi mà hầu hết các dự án đầu tư lớn vẫn đang dở dang và khả năng sinh lợi vẫn còn chưa cụ thể.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015E
Doanh thu	2.382	2.580	2.525	2.987	3.298
EBITDA	438	573	423	1.091	510
Lợi nhuận ròng	6	104	192	539	194
EPS	55	893	1.634	4.638	1.648
Tăng trưởng EPS (%)	(97,1)	1,523,1	82,9	183,9	(64,5)
Cổ tức/cổ phiếu	-	600	1.000	1.500	1.000
PER	537,8	33,1	18,1	6,4	18,0
EV/EBITDA (x)	8,2	6,3	10,0	3,5	7,0
Lợi tức (%)	0,0	0,0	4,1	5,1	4,1
P/BV(x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Nợ ròng/VCSH (%)	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1
ROE (%)	0,2	2,4	4,3	11,5	3,9
ROA (%)	0,1	1,5	2,7	6,8	2,4

### Key Data

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND):	38.600 / 24.000
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	78,8
Số lượng cp phát hành (triệu cp):	116,1
Vốn hóa thị trường (tỷ VND):	3.449
Cổ đông lớn (%):	
ReCollection Pte.Ltd	12,3
Mutual Fund Elite	7,4
Deutsche Bank Aktiengesellschaft	6,7

### Biểu đồ giá



	1T	3T	6T	1-năm	YTD
Giá CP	6,1	-7,5	-11,1	-15,6	2,8
So với Index	0,5	-10,6	-5,1	-19,0	-6,3

### 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>

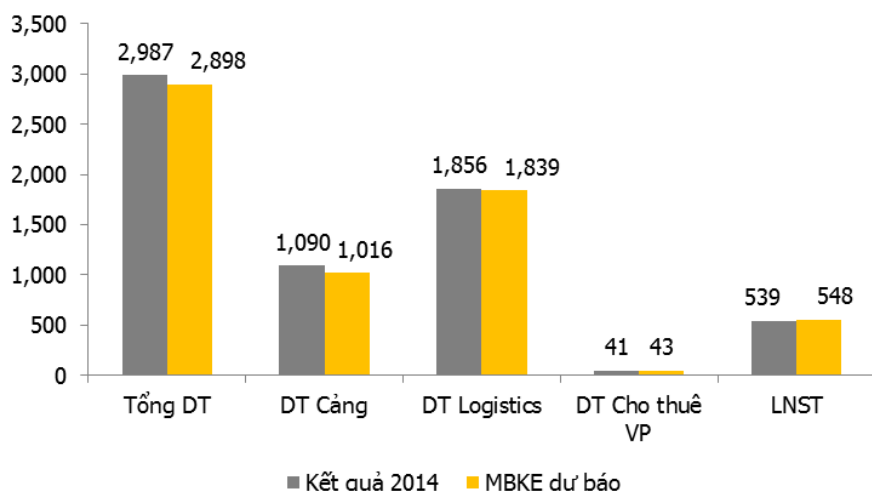
## 2014: HĐKD chính tăng trưởng tốt, kết quả sát kỳ vọng

**Doanh thu 2014 tăng 18,3% n/n, đạt 2.987 tỷ đồng**, chủ yếu nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi tăng trưởng khá tốt, bao gồm:

- (1) Hoạt động khai thác cảng biển tăng trưởng khá ấn tượng, gần 48% n/n.** Cảng mới của GMD là Nam Hải Đình Vũ đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2013, giúp nâng tổng công suất cảng của công ty lên 1,3 triệu TEU/năm, tăng hơn 60% so với trước đó. Với mức công suất hữu dụng đạt được là 60% ngay trong năm đầu đi vào hoạt động, cảng Nam Hải Đình Vũ đóng góp vai trò lớn trong kết quả tăng trưởng khá ấn tượng của mảng kinh doanh cảng trong 2014. Tổng sản lượng hàng thông qua cảng của GMD năm 2014 tăng khoảng 40% so với 2013. Nhờ đó, tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng hoạt động này đã gia tăng đáng kể từ mức 29,2% tổng DT trong 2013 lên 36,5% tổng DT trong 2014.
- (2) Hoạt động logistics tăng trưởng khá tốt, khoảng 9% n/n,** đạt 1.856 tỷ đồng, đóng góp khoảng 62,1% tổng DT của GMD trong 2014, so với mức 67,4% của 2013.
- (3) Ngược lại, doanh thu từ mảng cho thuê văn phòng trong 2014 giảm khoảng 52% n/n,** xuống còn 40,9 tỷ đồng. Nguyên nhân là do GMD đã hoàn tất việc chuyển nhượng 85% cổ phần của toà nhà Gemadept Tower cho Tập đoàn CJ (Hàn Quốc) hồi cuối Q2/2014. Do đó, kể từ Q3/2014, GMD không còn DT từ hoạt động cho thuê toà nhà này nữa. Tuy nhiên, DT từ mảng hoạt động này là không đáng kể, chỉ chiếm khoảng 3-4% tổng DT của GMD trong các năm trước và 1,4% tổng DT 2014.

So với dự báo của chúng tôi thì kết quả GMD đạt được trong 2014 gần như sát với kỳ vọng.

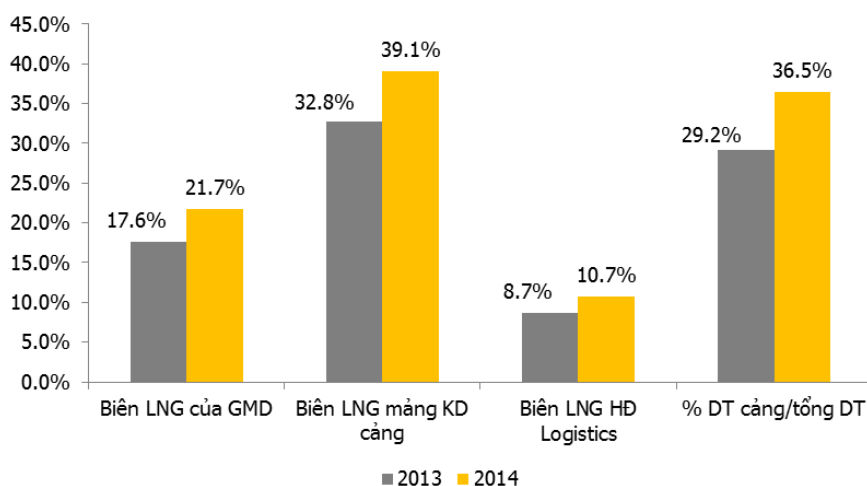
### Kết quả kinh doanh 2014 của GMD so với dự báo của MBKE



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

**Biên lợi nhuận gộp cải thiện.** Biên lợi nhuận gộp của từng mảng hoạt động kinh doanh chính của GMD trong 2014 đều có sự cải thiện so với 2013, đặc biệt là mảng kinh doanh cảng. Ngoài ra, cơ cấu doanh thu của công ty trong 2014 cũng có sự thay đổi theo hướng gia tăng tỷ trọng đóng góp của hoạt động khai thác cảng - mảng có biên lợi nhuận cao nhất, trên 30% và gấp 3 lần biên lợi nhuận gộp của hoạt động logistics. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp chung của GMD đã tăng từ mức 17,6% trong 2013 lên 21,7% trong 2014, giúp lợi nhuận gộp 2014 của công ty tăng đến 45,8% n/n, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng của doanh thu, đạt 648,5 tỷ đồng.

#### Biên lợi nhuận gộp của GMD trong 2013 và 2014



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

**Lãi ròng tăng mạnh hơn 180% n/n.** Thương vụ chuyển nhượng 85% cổ phần tại công ty con là Marproco (đơn vị sở hữu toà nhà Gemadept Tower) đã kết thúc vào cuối Q2/2014 giúp GMD ghi nhận được khoản lợi nhuận khoảng 570 tỷ đồng cho hoạt động tài chính trong năm 2014. Nhờ đó, thu nhập tài chính ròng 2014 đạt hơn 426 tỷ đồng, so với mức vốn vụn khoảng 100 triệu đồng trong 2013. Với khoản thu nhập bất thường lớn, lãi ròng 2014 của GMD tăng trưởng rất mạnh, tới 180,3% n/n, đạt 538,7 tỷ đồng.

**Vượt kế hoạch 2014.** So với kế hoạch 2.650 tỷ doanh thu và 600 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế đã được ĐHCĐ TN 2014 thông qua, GMD đã vượt gần 13% và 17% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận 2014.

#### Triển vọng 2015

**Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi** của GMD, bao gồm mảng khai thác cảng biển và hoạt động logistics. Trong đó, cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ tiếp tục là nhân tố chính tạo ra tăng trưởng cho GMD trong 2015. Do nằm ở khu vực cảng chiến lược, cảng này có nhiều thuận lợi. Chúng tôi kỳ vọng cảng Nam Hải Đình Vũ sẽ đạt mức toàn dụng trong 2015. Theo đó, doanh thu hoạt động cảng 2015 ước tăng 18,7% n/n. Chúng tôi thận trọng hơn đối với khả năng tăng trưởng của

mảng logistics với mức tăng trưởng kỳ vọng trong 2015 khoảng 8% n/n. Do vậy, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2015 của GMD ước đạt 10,4% n/n.

**Kỳ vọng có thu nhập bất thường, nhưng không lớn như trong 2014.**

GMD dự kiến sẽ tiếp tục chuyển nhượng 15% cổ phần còn lại của Marproco trong 2015. Chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ có thể hoàn tất trong năm 2015 với lợi nhuận ước tính khoảng 100 tỷ đồng. Do không có khoản lợi nhuận bất thường lớn như trong 2014 nên lãi ròng 2015 của GMD ước đạt 189 tỷ đồng, giảm gần 64% n/n.

**Khuyến nghị Nắm giữ**

EPS ước tính cho năm 2015 của GMD sẽ đạt 1.648 đồng/cp, tương đương với mức PE kỳ vọng khoảng 18 lần, so với bình quân ngành 8 lần. Tuy nhiên, nếu xét theo chỉ tiêu PB, GMD chỉ đang giao dịch ở mức 0,7 lần, so với 1,6 lần bình quân ngành.

Mặc dù vậy, theo chúng tôi, trong 2-3 năm tới, GMD khó có khả năng tạo ra tăng trưởng mạnh khi mà hầu hết các cảng sẽ hoạt động ở mức toàn dụng và các dự án đầu tư lớn vẫn đang dở dang, khả năng sinh lợi vẫn còn chưa cụ thể.

**Nói thêm về dự án trồng cao su tại Campuchia.** Đầu tháng 1/2015 vừa qua, GMD đã công bố thông tin về việc thành lập thêm một công ty con tại Campuchia để quản lý dự án trồng gần 9.773 ha cao su tại đây, với quy mô vốn gần 28 triệu USD. Như vậy, hiện GMD có 3 công ty con tại Campuchia cho kế hoạch đầu tư và khai thác 30.000 ha cao su.

Tính đến cuối năm 2014, tổng diện tích cao su thực tế mà GMD đã trồng được tại Campuchia là khoảng 8.000 ha. Chúng tôi cho rằng việc GMD thành lập công ty con thứ 3 gần đây thiên về hướng thực hiện lộ trình cam kết với Chính phủ Campuchia hơn là ý định triển khai mạnh hoạt động trồng cao su tại đây. Khả năng GMD sẽ chỉ trồng mới thêm khoảng 2.000 ha nữa trong 2015, nâng tổng diện tích cao su tại Campuchia lên 10.000 ha.

Sớm nhất thì phải đến cuối 2016 GMD mới có thể khai thác mỏ tại diện tích rừng cây được trồng từ 2011. Tuy nhiên, theo chúng tôi, khả năng cao là công ty sẽ lựa chọn phương án chuyển nhượng các dự án này thông qua việc bán các công ty con tương ứng. Việc này sẽ phù hợp hơn với xu hướng thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành của công ty trong thời gian qua.

<b>Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)</b>	<b>FY11A</b>	<b>FY12A</b>	<b>FY13A</b>	<b>FY14A</b>	<b>FY15E</b>
<b>Chỉ số định giá</b>					
P/E (x)	537,8	33,1	18,1	6,4	18,0
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/NTA(x)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Net dividend yield (%)	0,0	2,0	3,4	5,1	3,4
FCF yield (%)	(6,0)	0,4	(9,3)	1,4	8,7
EV/EBITDA (x)	8,2	6,3	10,0	3,5	7,0
EV/EBIT (x)	18,6	12,4	13,2	4,7	8,8
<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>2.382</b>	<b>2.580</b>	<b>2.525</b>	<b>2.987</b>	<b>3.298</b>
Giá vốn hàng bán	(1.993)	(2.125)	(2.080)	(2.338)	(2.639)
Khấu hao	246	282	103	282	103
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>389</b>	<b>456</b>	<b>445</b>	<b>649</b>	<b>659</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	(231)	(272)	(256)	(331)	(373)
<b>EBIT</b>	<b>192</b>	<b>292</b>	<b>321</b>	<b>809</b>	<b>407</b>
Chi phí tài chính ròng	(164)	(80)	0	427	(43)
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	13	7	1	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	23	37	16	(42)	21
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>30</b>	<b>148</b>	<b>206</b>	<b>702</b>	<b>264</b>
Thuế thu nhập	(15)	(34)	(2)	(131)	(58)
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	11	12	32	12
<b>LNST của CĐ công ty mẹ</b>	<b>6</b>	<b>104</b>	<b>192</b>	<b>539</b>	<b>194</b>
EBITDA	438	573	423	1.091	510
EPS	55	893	1.634	4.638	1.648
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.869</b>	<b>6.822</b>	<b>7.609</b>	<b>8.214</b>	<b>8.409</b>
Tài sản ngắn hạn	<b>2.550</b>	<b>2.512</b>	<b>2.300</b>	<b>2.905</b>	<b>3.316</b>
Tiền và tương đương tiền	516	545	470	923	1.192
Đầu tư tài chính ngắn hạn	670	543	553	617	617
Hàng tồn kho	86	88	113	88	97
Phải thu khách hàng	1.073	1.174	1.026	1.134	1.252
Khác	204	163	137	144	158
Tài sản dài hạn	<b>4.319</b>	<b>4.310</b>	<b>5.309</b>	<b>5.308</b>	<b>5.093</b>
Đầu tư dài hạn	1.734	1.647	1.517	1.488	1.488
Tài sản cố định ròng	1.996	1.977	2.990	3.271	3.334
Khác	18	118	249	246	271
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2.354</b>	<b>2.176</b>	<b>2.637</b>	<b>2.937</b>	<b>2.921</b>
Nợ ngắn hạn	<b>1.354</b>	<b>1.084</b>	<b>1.044</b>	<b>1.082</b>	<b>1.200</b>
Phải trả ngắn hạn	265	256	293	373	421
Vay ngắn hạn	681	492	515	329	362
Khác	407	337	235	380	418
Nợ dài hạn	<b>1.000</b>	<b>1.092</b>	<b>1.594</b>	<b>1.855</b>	<b>1.721</b>
Nợ dài hạn phải trả	686	760	1.269	1.558	1.409
Khác	314	332	325	297	312
<b>Nguồn vốn</b>	<b>4.266</b>	<b>4.394</b>	<b>4.484</b>	<b>4.898</b>	<b>5.107</b>
Vốn góp cổ đông	1.094	1.094	1.144	1.161	1.176
Các quỹ	136	161	178	210	248
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>229</b>	<b>238</b>	<b>436</b>	<b>338</b>	<b>364</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>					
<b>Dòng tiền hđ kinh doanh</b>	<b>-97</b>	<b>122</b>	<b>402</b>	<b>534</b>	<b>429</b>
Lợi nhuận ròng	334	207	192	539	194
Khấu hao	202	248	246	282	103
Thay đổi vốn hoạt động	-535	-222	-4	-104	-81
Khác	-98	-111	-32	-182	213
<b>Dòng tiền hđ đầu tư</b>	<b>-145</b>	<b>109</b>	<b>-816</b>	<b>-44</b>	<b>-150</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-108	-109	-726	-485	-150
Thay đổi trong đầu tư	-111	124	-128	426	-
Khác	73	94	39	15	-
<b>Dòng tiền hđ tài chính</b>	<b>210</b>	<b>-202</b>	<b>339</b>	<b>-38</b>	<b>-219</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	0	0	46	15	15
Thay đổi khoản nợ vay	216	-125	406	103	-116
Khác	-6	-	-	-	-
Cổ tức	0	-76	-113	-156	-118
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>-32</b>	<b>29</b>	<b>-76</b>	<b>452</b>	<b>60</b>

Kết thúc năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
<b>Các chỉ số chính</b>					
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>					
Doanh thu	10,9	8,3	(2,1)	18,3	10,4
Thu nhập	(0,7)	17,1	(2,4)	45,8	1,6
EBITDA	(29,1)	30,9	(26,2)	157,7	(53,3)
Lợi nhuận ròng	(97,0)	1,562,7	85,3	180,3	(64,0)
EPS	(97,1)	1,523,1	82,9	183,9	(64,5)
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,3	17,7	17,6	21,7	20,0
Tỷ suất EBIT	8,1	11,3	12,7	27,1	12,3
Tỷ suất EBITDA	18,4	22,2	16,8	36,5	15,5
Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,3	4,0	7,6	18,0	5,9
ROA	0,1	1,5	2,7	6,8	2,4
ROE	0,2	2,4	4,3	11,5	3,9
<b>Tình hình tài chính</b>					
Nợ vay/VCSH (%)	38,5	34,7	31,4	34,7	31,4
Nợ vay ròng/VCSH (%)	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1
Khả năng trả lãi vay (X)	7,0	2,7	2,8	7,5	2,9
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,0	0,2	0,3	1,6	0,5
Dòng tiền/lãi vay (X)	(0,2)	0,2	(0,7)	4,2	0,6
Dòng tiền/lãi&nợ vay NH (X)	(0,0)	0,0	(0,1)	1,0	0,2
Khả năng TT hiện hành (X)	1,9	2,3	2,1	2,6	2,7
Khả năng TT nhanh (X)	1,6	2,1	1,9	2,4	2,5
Tiền/(nợ) ròng (tỷ VND)	(180,8)	(163,6)	(761,1)	(347,7)	37,7
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	55	893	1.634	4.638	1.648
CFPS	3.450	6.177	(2.563)	6.177	(2.563)
BVPS	37.280	37.830	38.123	42.172	42.213
SPS	20.818	22.219	21.467	25.718	28.038
EBITDA/share	3.826	4.936	3.598	9.391	4.334
Cổ tức tiền mặt		600	1.000	1.500	1.000

## 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 đã 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 này 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 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 lập 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