



# Ngành dược phẩm

## Còn dư địa tăng trưởng cho Cty lớn

- Tổng chi tiêu thuốc cả nước 2014 tăng 5% n/n, thấp hơn mức bình quân 18%/năm giai đoạn 2006-2012.
- Kỳ vọng tăng trưởng trở lại ở mức 2 con số, trong đó các Cty lớn có nhiều dư địa để tăng trưởng.
- Định giá hấp dẫn so với khu vực.
- Khuyến nghị MUA: DHG, DMC, IMP.

### Tin tức/sự kiện

Theo Cục quản lý dược Việt Nam, tổng tiêu thụ tiền thuốc cả nước năm 2014 ước đạt 2.925 triệu USD, tăng 5% so với 2013.

### Nhận định của MBKE

Hơn 70% tổng chi tiêu thuốc cả nước được đóng góp từ hệ điều trị (ETC) thông qua hình thức đấu thầu. Tuy nhiên, quy định lựa chọn thuốc trúng thầu theo Thông tư 36/2013-TTLT-BYT-BTC (sửa đổi TT01/2012) lại theo tiêu chí ưu tiên "giá thấp". Chúng tôi cho rằng đây là nguyên nhân chính khiến mức tăng trưởng của tổng tiêu thụ thuốc cả nước chậm lại đáng kể trong 2013 và 2014, với mức tăng lần lượt chỉ 7% và 5%/năm, so với mức 18%/năm bình quân 2006-2012. Tại hội nghị trực tuyến "Tổng kết công tác 2014, bàn kế hoạch 2015" ngày 21/01/2015, Phó thủ tướng Vũ Đức Đam cho biết theo thống kê từ Cục Quản lý dược, Bộ Y tế và Bảo hiểm xã hội, với việc thực hiện đấu thầu theo hình thức mới từ 2013, tổng chi phí mua thuốc cho bệnh viện đã giảm 10-30% so với trước.

Kim ngạch nhập khẩu dược phẩm từ Ấn Độ 2014 tăng 7,8% n/n, đạt 267 triệu USD và vượt qua Pháp, vươn lên dẫn đầu các thị trường nhập khẩu dược phẩm của Việt Nam với tỷ trọng 13,1%.

Hệ điều trị vẫn đang là khó khăn đối với hầu hết các công ty dược trong nước có đầu tư cho chất lượng sản phẩm nên ít có lợi thế cạnh tranh về giá. Tuy nhiên, với các đặc điểm quy mô dân số khá lớn, tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khoẻ ngày càng được nâng cao, triển vọng chung của ngành dược vẫn được đánh giá khá lạc quan với tốc độ tăng trưởng bình quân cho 2015-2018 kỳ vọng ở mức 16,2%/năm (theo BMI). Theo đó, các công ty dược lớn, có hệ thống phân phối tốt vẫn còn khá nhiều dư địa cho tăng trưởng.

Trong số các doanh nghiệp dược niêm yết, chúng tôi kỳ vọng DHG, DMC, IMP sẽ đạt kết quả tích cực hơn từ 2015, chủ yếu nhờ: (1) kênh phân phối chính (trên 70% doanh thu) là hệ nhà thuốc (OTC) đã được phát triển tốt; (2) việc nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng từ GMP-WHO lên các tiêu chuẩn cao hơn như EU-GMP hoặc PIC/S hứa hẹn sẽ giải quyết được bài toán khó khăn của hệ điều trị cũng như đẩy mạnh cơ hội xuất khẩu.

Định giá cổ phiếu ngành dược Việt Nam đang tương đối hấp dẫn với PE bình quân dự báo cho 2015 và PB chỉ khoảng 11,3 và 1,8 lần, so với mức 23,8 và 5,8 lần trung bình của các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia).

### 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

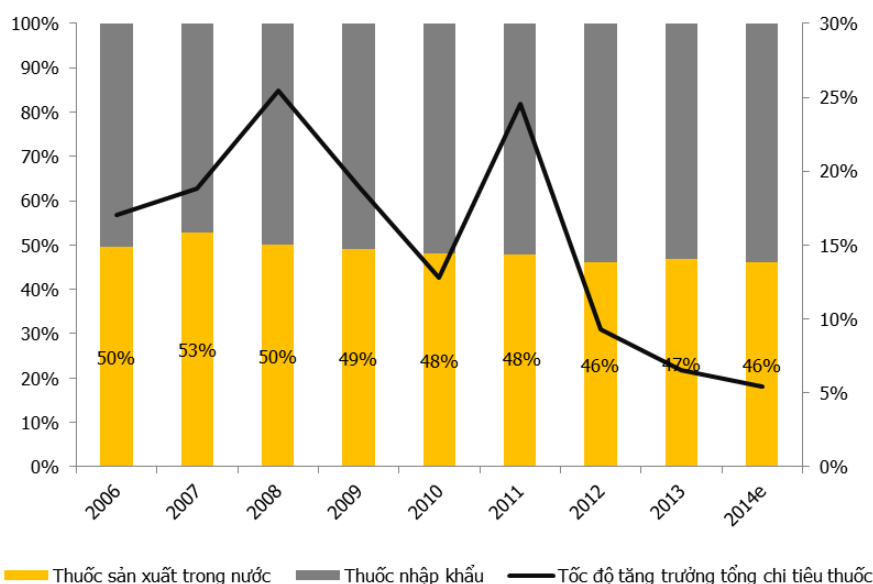
72 Lê Thánh Tôn, Quận 1, Tp.HCM, Việt Nam

(84) 844 555 888 | <http://maybank-kimeng.com.vn>

**Vẫn còn khá nhiều dư địa tăng trưởng cho các công ty dược phẩm trong nước có hệ thống phân phối tốt.**

**Giá trị thuốc sản xuất trong nước chỉ chiếm 1/2 tổng chi tiêu thuốc cả nước.** Theo phân loại của Tổ chức Y Tế Thế giới (WHO) và Hội nghị Thương mại & Phát triển Liên Hợp Quốc (UNCTAD), Việt Nam xếp thứ 3/4 về mức độ phát triển của ngành công nghiệp dược. Tức là chỉ dừng ở việc có nền công nghiệp dược nội địa, có sản xuất thuốc generic, xuất khẩu được một số sản phẩm so với mức độ cao nhất (mức độ 4) là sản xuất được hoạt chất và phát minh thuốc mới. Sản phẩm nội địa chủ yếu vẫn là thuốc generic, giá trị thấp và tập trung ở các dòng thuốc thông thường. Phân khúc các sản phẩm đặc trị còn kém phát triển bởi trình độ phát triển của ngành dược Việt Nam chưa cao. Do đó, sản xuất thuốc trong nước hầu như chỉ mới đáp ứng được phân nửa nhu cầu tiêu dùng, phần còn lại phải thông qua nhập khẩu.

**Tỷ lệ giá trị thuốc sản xuất trong nước của Việt Nam qua các năm**



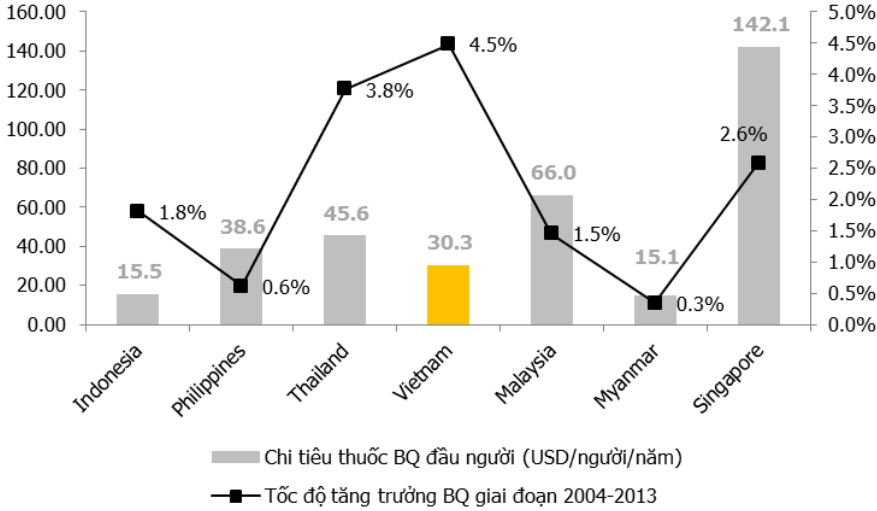
*Nguồn: Cục Quản lý dược*

**Chủ trương gia tăng tỷ lệ chi tiêu thuốc nội địa.** Ngày 10/01/2014, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành quyết định 68/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược quốc gia phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến 2020. Định hướng ưu tiên phát triển ngành dược nội địa lại một lần nữa được đề cập với mục tiêu đưa tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước trên tổng giá trị thuốc từ gần 50% như hiện tại lên 80% trong 2020. Trong đó thuốc từ dược liệu chiếm 30%. Dù thách thức là không nhỏ nhưng cũng có thể xem đây là cơ hội cho các công ty dược trong nước.

**Tiềm năng tăng trưởng.** Mặc dù thuộc nhóm 3 (nhóm nước có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất) trong số 17 các quốc gia có ngành công nghiệp dược đang phát triển trên thế giới (pharmerging countries) nhưng chi tiêu thuốc bình quân đầu người của Việt Nam hiện vẫn đang ở mức thấp, chỉ hơn 30USD/người/năm, so với 96USD của các nước đang phát triển và 186 USD của thế giới. Do vậy, với các đặc điểm quy mô dân số khá lớn, tăng nhanh

và ý thức bảo vệ sức khỏe của người dân ngày càng được nâng cao, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng cho các công ty dược phẩm trong nước có hệ thống phân phối tốt là vẫn còn tương đối nhiều.

**Chi tiêu thuốc bình quân đầu người (USD/người/năm)**

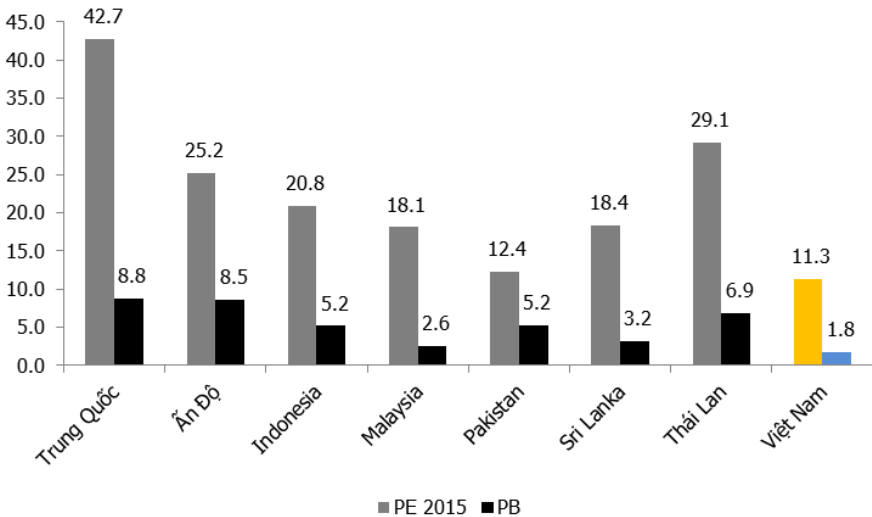


Nguồn: Euromonitor data

**Định giá hấp dẫn.**

Các cổ phiếu ngành dược Việt Nam đang giao dịch ở mức PE bình quân dự báo cho 2015 và PB chỉ khoảng 11,3 và 1,8 lần, hấp dẫn so với mức 23,8 và 5,8 lần trung bình của các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia). Cũng trong nhóm nước này, Việt Nam là nước có các chỉ số định giá ngành dược (PE 2015, PB) thấp nhất.

**Định giá ngành dược các TT Emerging Asia**



Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng dự báo

**Kết quả kinh doanh 2014 các công ty dược niêm yết**

Công ty	Doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (%)	LNST (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST (%)	Biên LN gộp (%)	Biên LN ròng (%)
DHG	3.913	15%	568 <sup>(*)</sup>	7%	54%	14%
TRA	1.651	-2%	146	-2%	43%	9%
DMC	1.486	4%	132	23%	29%	9%
IMP	897	7%	86	41%	47%	10%
DCL	711	5%	32	5%	34%	4%
OPC	612	9%	66	17%	51%	11%
SPM	558	26%	51	189%	24%	9%
PMC	363	2%	62	12%	45%	17%
PPP	108	7%	6	-217%	17%	6%
VMD	11.378	9%	30	38%	8%	0%
DHT	820	10%	26	-2%	16%	3%
DBT	523	-1%	11	3%	17%	2%
LDP	484	5%	19	5%	13%	4%
<b>Tổng</b>	<b>23.505</b>	<b>8%</b>	<b>1.234</b>	<b>8%</b>		

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

(\*): Tăng trưởng LNST của DHG đã loại trừ khoản thu nhập bất thường từ thương vụ Eugica trong 2013.

- VMD, DHT, DBT, LDP là các công ty chuyên phân phối dược phẩm
- TRA, OPC là các công ty chuyên sản xuất đồng dược
- Còn lại là các công ty chuyên sản xuất tân dược

**Ước tính KQKD Q1/15&2015 top 5 công ty sản xuất dược niêm yết**

Mã CP	Doanh thu (tỷ VND)				LNST (tỷ đồng)				EPS 2015	PE 2015
	Q1/15	% tăng trưởng	2015	% tăng trưởng	Q1/15	% tăng trưởng	2015	% tăng trưởng		
DHG	755,3	3,8	4.196,0	7,2	133,9	13,1	678,5	27,2	7.788	11,2
DMC	390,5	4,3	1.627,2	9,5	35,9	19,3	149,2	12,8	5.587	7,3
TRA	363,2	25,0	1.815,8	10,0	22,8	19,5	175,3	20,2	7.102	10,8
IMP	213,9	22,4	1.018,5	13,5	28,7	32,4	104,0	21,2	3.602	12,8
DCL	180,5	3,8	752,1	6,0	11,6	0,5	33,2	4,8	3.347	13,9

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

**Năm 2015: nhiều kỳ vọng hơn ở các công ty dược lớn.**

**DHG: Tăng trưởng DT chậm lại nhưng LN sẽ có đột biến – MUA, giá MT: 120.000 VND/cp (+37%).**

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 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. DHG đang giao dịch ở mức 11,2 lần PE 2015.

**DMC: Định giá rẻ - MUA, giá MT: 54.500 VND/cp (+34%).**

Kênh phân phối chính (chiếm ~70% doanh thu) của DMC vẫn là hệ OTC (nhà thuốc,...). Mặc dù áp lực cạnh tranh ngày càng cao, nhưng doanh thu OTC trong 2014 vẫn tăng trưởng tốt, gần 20% n/n. Theo chúng tôi, DMC có các lợi thế cạnh tranh nhất định về sản phẩm cũng như giá bán để duy trì tăng trưởng của mình.

Tuy nhiên, công ty vẫn đang bị giới hạn về năng lực sản xuất do các nhà máy sản xuất tân dược gần như đang hoạt động ở mức toàn dụng. Theo kế hoạch, nhà máy non-betalactam cũ (chiếm khoảng 70% tổng sản lượng sản xuất 2014 của DMC) sẽ tiếp tục được mở rộng, nâng công suất lên thêm khoảng 20% từ Q2/2015. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng DMC sẽ đạt được kết quả tích cực hơn kế hoạch của công ty trong 2015 với mức tăng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 10% và 12% n/n. Theo đó, EPS 2015 ước đạt 5.562 đồng/cp, tương đương mức 7,3 lần PE.

Triển vọng dài hạn của DMC vẫn khá lạc quan nhờ tiềm năng tăng trưởng tốt hơn khi có nhà máy mới với tiêu chuẩn chất lượng cao hơn cũng như vai trò hỗ trợ từ cổ đông lớn Abbott.

**IMP: Tiếp tục đẩy mạnh OTC-MUA, giá MT: 56.000 VND/cp (+23%)**

Việc thay đổi chiến lược bán hàng sang đẩy mạnh và phát triển kênh thương mại (OTC) đã là hướng đi phù hợp đối với IMP. Mặc dù doanh thu từ hệ điều trị sụt giảm rất mạnh trong 2013 và 2014, nhưng kênh thương mại vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh 35-40%/năm. Trong 2 tháng đầu năm 2015, doanh thu từ OTC tăng 42,4% n/n trong khi doanh thu từ hệ điều trị (ETC) vẫn giảm 52,5% n/n, giúp doanh thu 2T/15 của IMP tăng 33,8%. Hiện kênh OTC đang đóng góp đến hơn 87% doanh thu cho IMP, so với mức 65% của cùng kỳ năm trước.

Chúng tôi vẫn duy trì đánh giá tích cực đối với chiến lược kinh doanh của IMP cũng như tiềm năng từ đối tác chiến lược mới – CTCP Dược phẩm Pha No, đơn vị sở hữu hệ thống khoảng 40 nhà thuốc đạt chuẩn GPP mang thương hiệu Phano Pharmacy tại Tp.HCM. Xét về số lượng, mạng lưới hoạt động của Phano đang là một ưu thế.

Do vậy, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ đạt được kết quả kinh doanh lạc quan trong 2015 với mức tăng khoảng 15% và 20% n/n cho doanh thu và lợi nhuận. Theo đó, EPS 2015 ước đạt hơn 3.600 đồng/cp, tương đương với mức PE 12,8 lần.

Hai nhà máy mới của IMP tại Bình Dương đang được triển khai nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng từ GMP-WHO lên GMP-EU, dự kiến sẽ được cấp chứng nhận trong 2016. Khi đó, khả năng IMP sẽ gia tăng đáng kể các cơ hội trúng thầu vào bệnh viện cũng như các hợp đồng sản xuất nhượng quyền cho các đối tác lớn trên thế giới.

Room nước ngoài của cổ phiếu IMP được mở trở lại từ cuối 2014, với 1,9 triệu cổ phiếu tăng thêm nhờ các đợt phát hành ESOP và phát hành riêng lẻ tăng vốn trong năm. Với chuỗi mua ròng liên tiếp trong thời gian qua, giao dịch khối ngoại đã có ảnh hưởng tích cực đối với giá cổ phiếu IMP. Tỷ lệ room nước ngoài còn trống của IMP hiện nay là gần 4%, tương đương khoảng 1 triệu cổ phiếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng việc mua ròng của khối ngoại sẽ vẫn được tiếp tục trong thời gian tới.

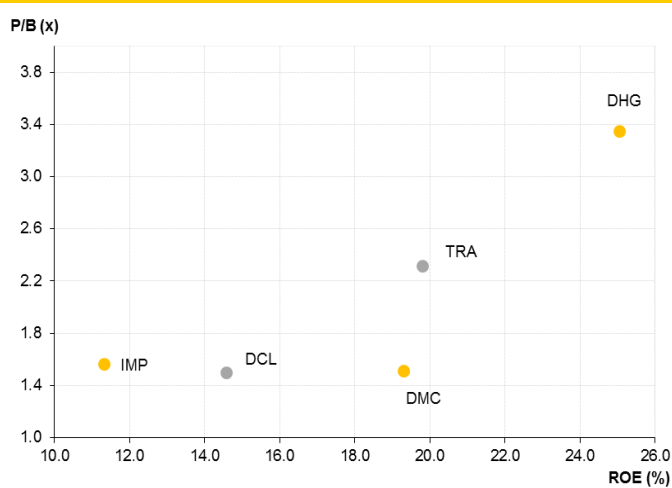
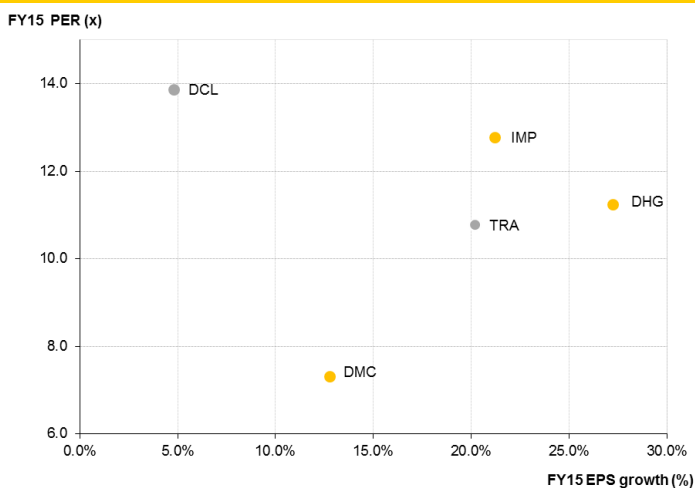
**Các công ty dược niêm yết**

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	PE (x)	PE 2015 (*) (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNR (%)	Nợ/VCSH (%)	Ghi chú
DHG	7.626	14,3	11,2	3,3	25,0	16,3	13,6	7,8	Sản xuất tân dược
TRA	1.826	12,5	10,8	2,3	19,8	13,1	8,8	4,4	Sản xuất đông dược
DMC	1.090	8,2	7,3	1,5	19,3	13,3	8,8	-	Sản xuất tân dược
OPC	723	10,1		1,9	17,5	12,3	10,7	7,6	Sản xuất đông dược
IMP	1.366	12,6	12,8	1,6	11,3	9,1	9,6	-	Sản xuất tân dược
PMC	446	7,3		2,5	36,0	27,6	16,8	-	Sản xuất tân dược
SPM	329	6,5		0,5	7,4	4,4	9,1	24,4	Sản xuất tân dược
DCL	460	10,8	13,9	1,5	14,6	6,8	5,9	89,9	Sản xuất tân dược
DHT	209	7,8		1,5	19,1	7,8	3,3	94,4	Phân phối
LDP	192	10,2		2,3	23,1	9,5	3,9	21,3	Phân phối
DBT	148	10,1		1,6	12,7	3,9	2,2	137,9	Phân phối
VMD	173	5,5		0,9	17,3	0,6	0,3	590,4	Phân phối
<b>Bình quân</b>	<b>1.216</b>	<b>9,7</b>	<b>11,3</b>	<b>1,8</b>	<b>18,6</b>	<b>10,4</b>	<b>7,8</b>	<b>81,5</b>	

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng  
 (\*): Maybank Kim Eng dự báo

**Dự báo tăng trưởng EPS & PE 2015 top 5 cty SX dược**

**P/B & ROE top 5 cty SX dược niêm yết**



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## 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 để những khuyến nghị hoặc quan điểm được đưa ra trong báo cáo này.

**Lưu ý**

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

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

**Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE**

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

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

**Áp dụng khuyến nghị đầu tư**

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



**Malaysia**

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

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

**Philippines**

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

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

**South Asia Sales  
Trading**

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

**Singapore**

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

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

**Hong Kong**

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

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

**Thailand**

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

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

**North Asia Sales  
Trading**

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

**London**

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

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

**Indonesia**

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

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

**Vietnam**

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

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

**New York**

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

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

**India**

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

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

**Saudi Arabia**

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

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