



Báo cáo chiến lược Q2/15

Q2/15: Cân bằng và phân hóa

- Kinh tế Q1/15 tăng trưởng ấn tượng; Lạm phát tiếp tục đứng dưới 1%; Rủi ro về tỷ giá vẫn còn tồn tại
- Dự báo KQKD của các công ty niêm yết 2015 lạc quan.
- Q1/15 trôi qua với sự tăng giảm bất thường; Dự báo Q2/15 nhiều khả năng duy trì sự cân bằng và tăng nhẹ, mức độ phân hóa sẽ mạnh hơn;
- Về trung hạn, định giá TTCK Việt Nam đang ở vùng hấp dẫn so với khu vực.

GDP Q1/15 tăng 6,03% so với cùng kỳ và là mức tăng cao nhất của Quý 1 trong năm năm trở lại đây thể hiện qua sản xuất công nghiệp và tiêu dùng tăng trưởng tốt. Trong khi đó, lạm phát cuối Q1/15 được kiểm chế ở mức dưới 1%. Tuy nhiên, rủi ro về tỷ giá vẫn tồn tại do đồng VND đang chịu áp lực điều chỉnh tỷ giá khi USD tiếp tục mạnh hơn trên thị trường ngoại hối quốc tế và thâm hụt thương mại Q1 khá lớn.

Chứng khoán Việt Nam khép lại Quý đầu tiên của 2015 với nhiều biến động mạnh bất thường. Tiếp nối sự hồi phục trong nửa cuối tháng 12/2014, hai tháng đầu năm 2015 là chuỗi đi lên ấn tượng rất ấn tượng của thị trường với mức tăng lần lượt 8,6% cho VN-Index và 6,0% cho HNX-Index.

Dù vậy tháng 3/2015 thật sự là một tháng giao dịch "đáng quên" với thị trường khi suy giảm mạnh và xóa gần sạch thành quả các chỉ số đạt được trong hai tháng trước đó (xem phân tích chi tiết hơn về sự suy giảm này ở trang sau).

Về trung hạn: Chúng tôi duy trì đánh giá lạc quan trong cả năm 2015 dựa trên nền tảng sự hồi phục vững chắc của kinh tế vĩ mô và sự cải thiện mạnh hơn trong tình hình sản xuất kinh doanh của phần lớn các nhóm ngành, các công ty đang niêm yết.

Về ngắn hạn Q2/2015: Sau một giai đoạn suy giảm có phần "thái quá" trong tháng 3, nhiều khả năng thị trường sẽ ghi nhận việc hồi phục trở lại trong giai đoạn tháng 4. Dù vậy với mức hoạt động không quá mạnh mẽ của dòng tiền đi kèm một số trở lực nhất định, chúng tôi nghiêng về một kịch bản "cân bằng" đi kèm với sự phân hóa mạnh giữa các nhóm ngành trong quý này.

Tính đến 31/03/2015

VN-Index: 551,13 ; +1,0%

HNX-Index: 82,3 ; -0,8%

Đánh giá triển vọng ngành

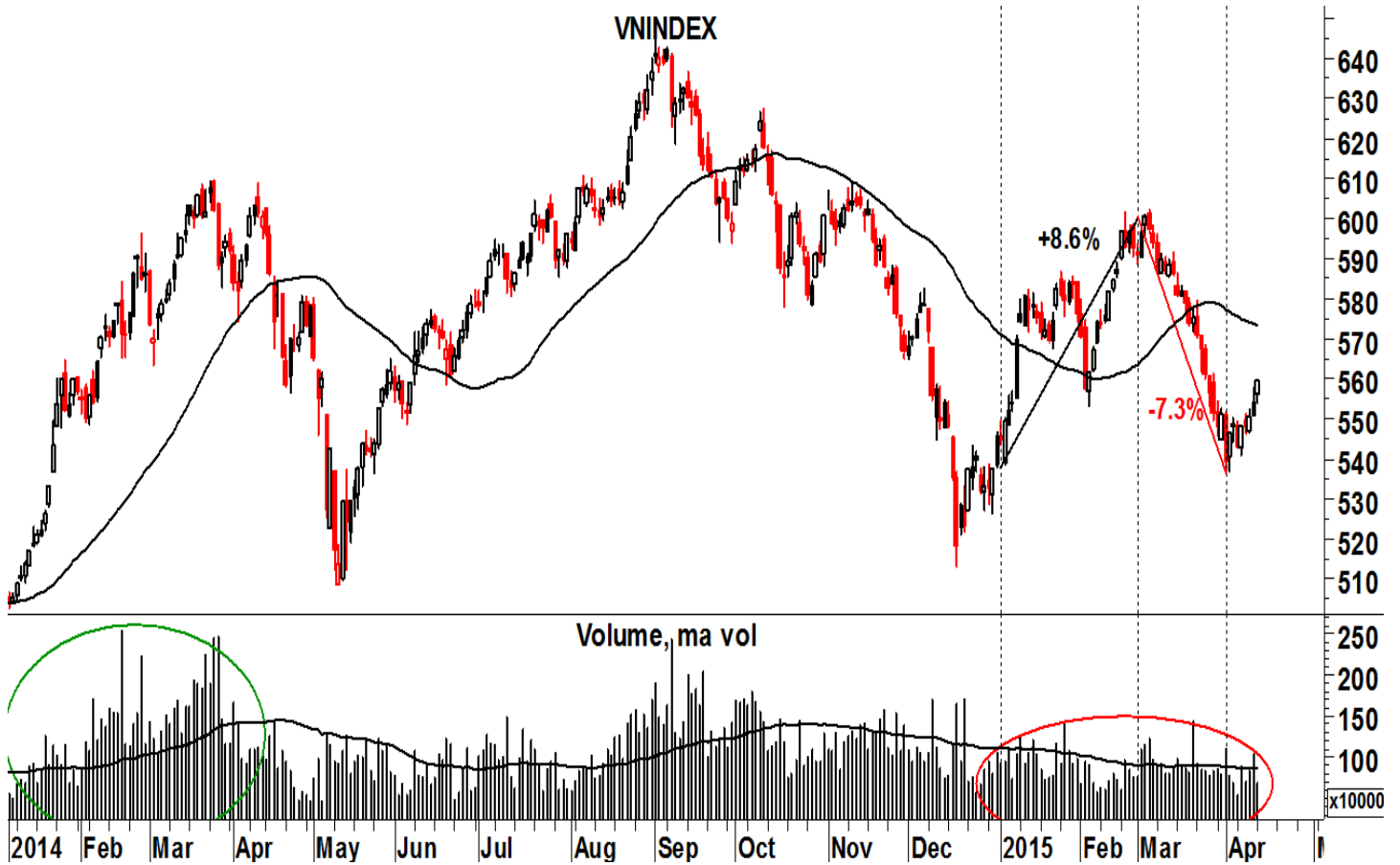
Tốt	Xây dựng, Hàng Tiêu dùng, Bất Động sản, Điện, Dược phẩm
Trung bình	Thủy sản, Nhựa, Dệt May, Dầu khí, vận tải biển
Chưa triển vọng	Ngân Hàng, Mía Đường, Cao su tự nhiên

Các khuyến nghị

Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	PE 2015	EPS CAGR2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY (%)
VNM	5.045	15,4	20,3	31,2	5,1	2,9
PPC	361	6,1	-13,9	17,6	1,3	3,7
DHG	339	14,9	27,3	27,2	3,5	3,3
DRC	234	11,5	20,3	13,5	3,2	n/a
VHC	167	8,9	16,2	21,2	2,0	0,0
BMP	165	9,8	13,0	21,4	1,8	2,5
NTP	130	9,6	16,3	23,1	1,9	4,5
CSM	123	7,9	16,0	19,9	2,0	3,0
VNS	103	7,5	25,1	25,8	1,8	4,8
SJD	66	6,5	4,0	18,5	1,4	6,6
IMP	62	14,0	15,2	12,6	1,5	5,3
DMC	53	7,2	15,3	19,3	1,5	4,5
FCN	49	7,6	8,4	19,4	1,2	7,3
CNG	39	7,4	-5,6	25,3	1,9	9,5
FMC	24	6,4	3,4	18,8	1,4	5,8
DHC	16	7,3	3,7	16,7	1,1	6,3
PBP	3	5,7	14,4	23,2	1,3	10,8

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

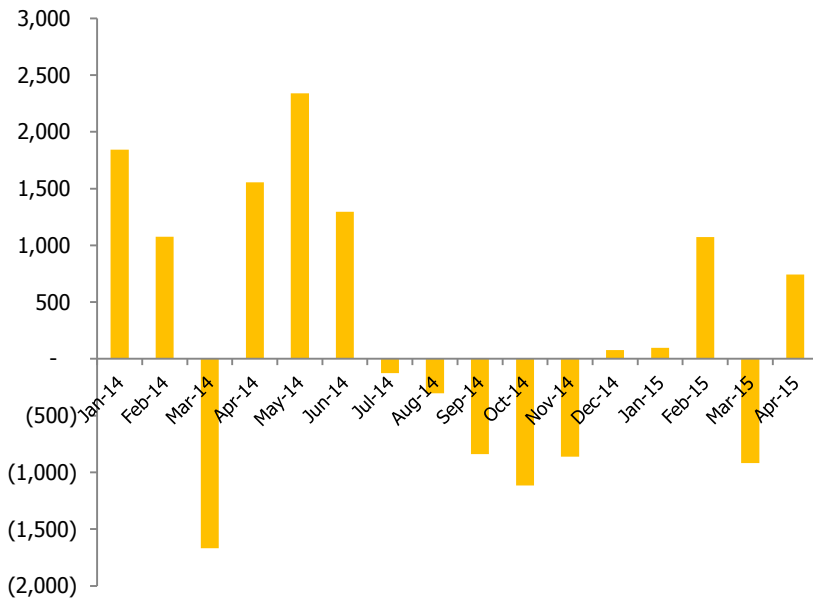
RetailResearch@maybank-kimeng.com.vn
 Lầu 4A-15+16, Vincom Center Đồng Khởi
 72 Lê Thánh Tôn, Quận 1, Tp.HCM, Việt Nam
 (84) 844 555 888 | <http://maybank-kimeng.com.vn>



Tính đến cuối Quý 1/2015, VN-Index gần như không có thay đổi, chỉ ghi nhận mức tăng rất khiêm tốn 1%, một kết quả tương đối thất vọng nếu so với những gì đã có được trong Quý 1 của ít nhất ba năm liên trước. Diễn biến thị trường trong Quý 1 chia ra hai giai đoạn rõ rệt: tăng tốt trong hai tháng đầu quý vàmất gần như toàn bộ thành quả trong tháng cuối cùng.

- **Tăng mạnh hai tháng đầu.** Tiếp nối đà hồi phục từ nửa cuối tháng 12/2014, hai tháng đầu năm 2015 thật sự là giai đoạn hừng khởi của thị trường với sự đi lên mạnh mẽ trên bình diện chung của cả hai sàn (VN-Index tăng 8,6%, HNX-Index tăng 6,0%). Kết quả tăng mạnh có được do nhận được sự đồng thuận về giao dịch của khối nội và khối ngoại. Thay đổi đáng kể nhất trong hai tháng này là việc các nhà đầu tư nước ngoài sau một giai đoạn liên tục bán ròng (từ tháng 7/2014) đã quay lại mua ròng (đặc biệt mạnh vào giai đoạn tháng 2/2015).
- **Và giảm mạnh tháng cuối quý.** Sự thay đổi đột ngột của khối ngoại cũng là nguyên nhân chính dẫn đến sự tuột dốc của thị trường trong tháng cuối cùng Quý 1. Điểm nhấn lớn nhất cho giai đoạn này là các quỹ ETFs có hoạt động lớn tại thị trường Việt Nam liên tục ghi nhận sự mất giá của các chứng chỉ quỹ, dẫn đến một đợt rút ròng "kỳ lục" vốn ra khỏi các quỹ này trong thời gian rất ngắn. Tác động bán mạnh từ ETFs đã có ảnh hưởng rất tiêu cực đến tâm lý thị trường và kết quả là cả hai sàn đều đánh mất gần như toàn bộ thành quả gầy dựng được trong hai tháng trước đó chỉ trong một tháng cuối cùng của quý.

Diễn biến mua/bán ròng của khối ngoại tại HSX



Nguồn: HSX, MBKE

Thanh khoản là điểm trừ lớn nhất. Nhìn đồ thị VN-Index, có thể dễ dàng nhận ra sự khác biệt lớn nhất của Quý 1 hiện nay và Quý 1/2014, đó là vấn đề thanh khoản. Dù điểm số có những lúc tăng giảm khác nhau, nhìn chung dòng tiền hoạt động trên thị trường quý vừa qua thường xuyên ở dưới mức trung bình. Có thể nói không quá lời, chính mức hoạt động yếu của dòng tiền đã khiến đà đi lên của thị trường không thể kéo dài và thậm chí đã giảm mạnh trở lại sau đó.

Có nhiều lý do để giải thích sự yếu kém của dòng tiền trên thị trường giai đoạn vừa qua. Đầu tiên cần khẳng định sự yếu đi của dòng tiền có nguyên nhân chính yếu đến từ khối nhà đầu tư trong nước. Các số liệu thống kê cho thấy khối ngoại chỉ giảm nhẹ cường độ giao dịch của mình khoảng 13% so với quý liền kề trước đó trong khi thanh khoản nói chung toàn thị trường sụt giảm đến 40%, dễ dàng nhận ra nguyên nhân chính của sự sụt giảm này do dòng tiền trong nước hoạt động yếu đi. Sự giảm hoạt động mạnh của khối nhà đầu tư trong nước do một số nguyên nhân chính sau: (1) Dòng tiền bị chia sẻ một phần với kênh đầu tư bất động sản, vốn đang sôi động lên đáng kể trong các tháng quá; (2) Chuẩn bị cho các đợt IPO lớn trong thời gian sắp tới; (3) Sử dụng cho các đợt phát hành thêm khá lớn của các công ty đang niêm yết.

Như vậy có thể thấy thị trường đã trải qua Quý 1/2015 với những kết quả tăng giảm mạnh bất thường trong bối cảnh dòng tiền hoạt động trên thị trường ở mức yếu. Chúng tôi cho rằng trong Quý 2/2015, tình trạng của thị trường sẽ trở nên cân bằng và ổn định hơn.

Ngắn hạn Quý 2/2015: Kỳ vọng hồi phục và ổn định hơn

Đứng ở góc độ kỹ thuật, khu vực 515-530 được xem là vùng hỗ trợ đáng tin cậy của VN-Index trong trung hạn và sẽ không hợp lý nếu VN-Index giảm về

dưới khu vực này trong bối cảnh nền kinh tế đang ngày một cải thiện như hiện nay.

Sau một tháng ba “rơi không phanh”, khả năng hồi phục trong ngắn hạn của thị trường là tương đối cao vì một số nguyên nhân sau:

- Áp lực bán rông của khối ngoại nhiều khả năng giảm (thậm chí quay lại mua rông).
- Định giá TTCK Việt Nam đang hấp dẫn so với các quốc gia trong khu vực.
- KQKD Q1/2015 được dự báo tiếp tục khả quan.

Dù vậy cũng cần nhìn nhận công bằng là dòng tiền trong ngắn hạn dành cho thị trường chứng khoán sẽ khó mạnh mẽ ngay lập tức. Dựa trên yếu tố chu kỳ, quý 2 thường cũng không phải là quý ghi nhận các biến động mạnh. Một kịch bản dao động ngang và đi lên nhẹ vì vậy sẽ có tính khả thi cao nhất.

Về hoạt động của khối ngoại. Suy đoán giảm bán rông (và thậm chí quay lại mua rông) của chúng tôi có liên quan chặt đến việc dự báo hoạt động của các quỹ ETFs trong thời gian tới. Trong tháng 3/2015, sự suy giảm của giá chứng chỉ quỹ các ETFs có phần “thái quá” khi thậm chí đã tạo ra các mức đáy thấp hơn vùng thấp nhất trong năm 2014 (đồ thị) trong khi VN-Index hoàn toàn chưa tạo ra điều này. Bước sang 2 tuần đầu của tháng 4, giá chứng chỉ quỹ của các ETFs bắt đầu tăng trở lại rất mạnh và chúng tôi tin rằng điều này sẽ còn tiếp diễn trong ít nhất 2-3 tuần tới để giá CCQ có thể quay lại phản ánh “hợp lý hơn” về chỉ số VN-Index.

Diễn biến giá CCQ Market Vectors ETF

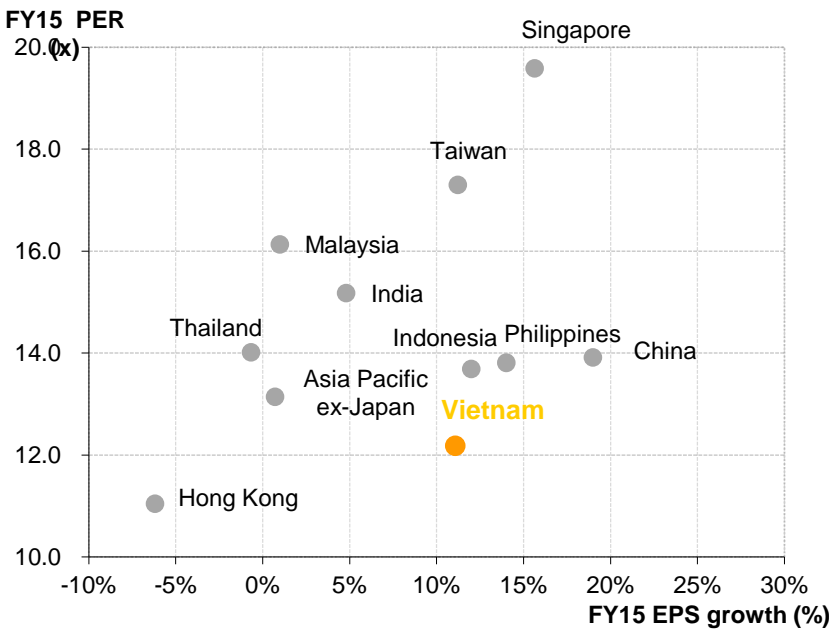


Nguồn: Bloomberg, MBKE

Thêm vào đó, chúng tôi tin rằng khả năng các quỹ đầu tư khác (ngoài ETFs) cũng sẽ sớm xem xét việc giải ngân trở lại mạnh hơn đối với thị trường chứng khoán Việt Nam do xét trong ngắn hạn định giá của thị trường đang ở vùng hấp dẫn so với các quốc gia khác trong khu vực Châu Á.

Định giá TTCK Việt Nam đang hấp dẫn. TTCK Việt Nam so sánh với các quốc gia khác trong khu vực vẫn được xem là điểm đến hấp dẫn dành cho dòng vốn ngoại khi định giá đang ở mức hấp dẫn đi kèm với tiềm năng tăng trưởng EPS vào loại cao và duy trì sự ổn định rất tốt về chính trị, xã hội. Sau một tháng 3 giảm mạnh, tương quan giữa TTCK Việt Nam và các quốc gia trong khu vực càng phản ánh rõ mức hấp dẫn của Việt Nam.

Tương quan TTCK Việt Nam so với khu vực



Nguồn: Bloomberg, MBKE

Dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2015 vẫn tiếp tục được duy trì với mức tăng khoảng 10% (chưa kể MSN do KQKD năm 2014 quá thấp, khoảng 40 tỷ đồng, và kỳ vọng sẽ phục hồi lại trong năm 2015 với lợi nhuận kỳ vọng tăng gấp 54 lần). Các công ty thuộc ngành Cao su tự nhiên và mía đường vẫn tiếp tục gặp khó khăn. Chúng tôi kỳ vọng ngành xây dựng, và hàng tiêu dùng sẽ thực sự bức phá và ngành điện, ngành dược và ngành thủy sản sẽ duy trì tăng trưởng cao. Do giá cao su tự nhiên giảm mạnh, các công ty ngành xăm lốp hiển nhiên được hưởng lợi tích cực, vì vậy các cổ phiếu của ngành này được kỳ vọng tăng giá trong năm nay. Các công ty ngành dầu khí vẫn được kỳ vọng có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2015. Tuy nhiên, biến số giá dầu vẫn là rủi ro của mọi dự báo cho ngành này. Mặc dù giá dầu giảm mạnh sẽ có lợi cho ngành vận tải, nhưng đối với các cổ phiếu vận tải biển đang niêm yết thì ảnh hưởng tích cực này không mấy rõ ràng do đa số đều khai thác đội tàu dưới hình thức cho thuê định hạn thay vì chạy tuyến. Chúng tôi vẫn chưa tăng đánh giá ngành Ngân hàng trong năm nay dù ngành này đã có nhiều bước tiến khả quan trong quá trình tái cấu trúc cũng như xử lý nợ xấu nhưng vẫn còn nhiều khó khăn phía trước và

tính minh bạch vẫn chưa cải thiện nhiều. Ngành Bất động sản sau nhiều năm thăng trầm hiện đã được chúng tôi đánh giá lạc quan hơn trong năm nay nhờ lãi suất và tín dụng cho bất động sản được cải thiện cũng như các chính sách hỗ trợ ngành tốt hơn.

KQKD Q1/15 ước tính một số công ty

Mã CP	Sàn GD	Name (Tên công ty)	Revenue (Doanh thu) VNDbn				Net profit (Lợi nhuận ròng) VNDbn				Dividend (cổ tức) VND	
			1Q15E	%YoY	FY15E	%YoY	1Q15E	%YoY	FY15E	%YoY	2014	KH 2015
BMP	HSX	CTCP Nhựa Bình Minh	591	15%	2.600	4%	93	11%	444	18%	3.500	2.000
BTP	HSX	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa Vũng Tàu	470	-29%	2.070	-2%	(70)	-260%	63	-53%	1.000	-
CHP	HNX	CTCP Thủy điện Miền Trung	172	52%	636	2%	65	158%	225	5%	900	1.200
CNG	HSX	CTCP Công Việt Nam	210	-10%	1.064	-6%	23	-10%	121	2%	3.500	3.000
CSM	HSX	CTCP Công nghiệp cao su Miền nam	738	8%	3.523	11%	55	-30%	387	17%	2.500	1.200
CTD	HSX	CTCP xây dựng Cotec	1.360	11%	8.769	15%	70	9%	370	13%	5.000	3.000
DCL	HSX	CTCP Dược phẩm Cửu Long	181	4%	752	6%	12	1%	33	5%	-	1.500
DCM	HSX	CTCP Phân Bón Dầu Khí Cà Mau	1.455	n/a	5.820	-5%	185	n/a	739	-10%	-	-
DHC	HSX	CTCP Đông Hải Bến Tre	143	38%	568	5%	12	32%	47	9%	1.500	1.000
DHG	HSX	CTCP Dược Hậu Giang	755	4%	4.196	7%	134	13%	678	27%	2.500	3.000
DMC	HSX	CTCP XNK Y tế Domesco	391	4%	1.627	10%	36	19%	149	13%	1.800	1.800
DPM	HSX	TCT Phân Bón & Hóa Chất Dầu Khí	2.259	-10%	8.605	-11%	361	-5%	1.354	24%	2.500	2.500
DPR	HSX	CTCP Cao Su Đồng Phú	110	-33%	815	237%	40	-13%	253	271%	3.000	2.500
DQC	HSX	CTCP Bóng Đèn Điện Quang	170	-19%	1.309	6%	20	-18%	161	-32%	500	2.000
DRC	HSX	CTCP Cao Su Đà Nẵng	750	12%	3.949	21%	80	-7%	409	25%	3.000	n/a
FCN	HSX	CTCP KT nền móng và CT ngầm FECON	274	31%	1.650	22%	28	11%	161	24%	1.000	1.000
FMC	HSX	CTCP Thực Phẩm Sao Ta	583	5%	3.687	27%	17	308%	79	26%	1.500	2.000
GMD	HSX	CTCP Gemadept	693	13%	3.298	10%	43	9%	194	-64%	1.500	1.000
HBC	HSX	CTCP XD và KD địa ốc Hoà Bình	708	15%	4.003	14%	25	1502%	126	77%	1.500	1.500
HRC	HSX	CTCP Cao Su Hòa Bình	53	17%	214	13%	21	6%	(5)	-47%	2.500	n/a
HVG	HSX	CTCP Hùng Vương	3.758	0%	19.957	33%	75	-30%	346	19%	1.000	1.000
IMP	HSX	CTCP Dược phẩm Imexpharm	214	22%	1.019	14%	29	32%	104	21%	2.500	2.500
JVC	HSX	CTCP TBYT Việt Nhật	274	118%	1.071	71%	20	82%	187	334%	1.500	1.500
KDC	HSX	CTCP Kinh Đô	965	17%	5.734	15%	53	62%	538	-1%	2.000	20.000
MWG	HSX	CTCP Thế Giới Di Động	4.032	15%	23.590	49%	169	2%	885	32%	-	-
NKG	HSX	CTCP Thép Nam Kim	1.158	-21%	6.565	13%	25	147%	112	47%	-	-
NTP	HNX	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	616	9%	3.287	9%	74	10%	415	28%	1.500	2.300
PBP	HNX	CTCP Bao bì Dầu khí Việt Nam	32	-15%	166	3%	3	2%	12	19%	2.000	2.000
PHR	HSX	CTCP Cao su Phước Hòa	251	-24%	1.377	-10%	37	-51%	175	-27%	2.000	2.000
PPC	HSX	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	2.194	1%	8.009	7%	142	-36%	757	-28%	2.000	2.000
PVD	HSX	CTCP Khoan và DV khoan dầu khí	3.457	20%	15.714	-20%	467	-20%	2.220	-8%	2.000	n/a
PVT	HSX	Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	1.449	8%	5.794	10%	57	14%	360	5%	2.500	2.500
SBA	HSX	CTCP Thủy điện Sông Ba	29	-38%	218	3%	5	-39%	80	22%	1.000	1.000
SJD	HSX	CTCP Thủy điện Cần Đơn	69	25%	419	7%	33	53%	199	9%	2.000	2.000
TRA	HSX	CTCP Traphaco	363	25%	1.816	10%	23	20%	175	20%	2.000	3.000
TRC	HSX	CTCP Cao su Tây Ninh	98	-30%	614	641%	22	-48%	30	-78%	3.000	2.500
VCG	HNX	Tổng CTCP XNK và XD Việt Nam	1.730	9%	9.135	9%	64	-	410	34%	600	700
VHC	HSX	CTCP Vinh Hoàn	1.389	20%	7.792	24%	47	20%	499	14%	-	-
VNM	HSX	CTCP Sữa Việt Nam	9.177	17%	41.773	19%	1.638	18%	7.408	22%	4.000	3.000
VNS	HSX	CTCP Ánh Dương Việt Nam	990	10%	4.491	19%	79	-1%	412	32%	2.000	2.000
VSC	HSX	CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	185	-7%	873	-2%	55	-7%	241	-3%	1.500	1.500
VSH	HSX	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	100	12%	410	-10%	57	18%	224	-14%	1.000	1.000



Kinh tế Vĩ mô

Q1/15: Thuận lợi

- Kinh tế Q1/15 tăng trưởng ấn tượng
- Lạm phát tiếp tục đứng dưới 1%
- Rủi ro về tỷ giá vẫn còn tồn tại

Tin tức sự kiện

GDP Q1/15 tăng 6,03% so với cùng kỳ và là mức tăng cao nhất của Quý 1 trong năm năm trở lại đây thể hiện qua sản xuất công nghiệp và tiêu dùng tăng trưởng tốt. Trong khi đó, lạm phát cuối Q1/15 được kiểm chế ở mức dưới 1%.

Nhận định của MBKE

GDP Q1/15. Tổng sản phẩm trong nước Q1/15 của Việt Nam tăng 6,03% so với cùng kỳ năm 2014, đây là mức tăng cao nhất của quý I trong 5 năm qua. Trong đó, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 8,35%, khu vực dịch vụ tăng 5,82%, thuế sản phẩm trừ trợ cấp sản phẩm tăng 4,47%, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,14%. Với tăng trưởng GDP Q1 thuận lợi, việc hoàn thành mục tiêu tăng trưởng 6,2% cho cả năm càng trở nên khả thi.

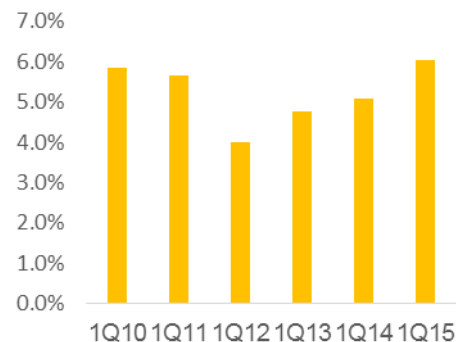
Ngành sản xuất tiếp tục tăng trưởng. Ngành sản xuất kết thúc Q1/15 tăng trưởng trọn vẹn khi PMI liên tục đứng trên 50 trong suốt 3 tháng của Q1/15. Trong khi đó chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) Q1/15 của tổng cục thống kê với ước tính tăng 9,1% n/n, cao hơn nhiều so với mức tăng 5,3% n/n của cùng kỳ năm trước và mức tăng 4,9% n/n của cùng kỳ năm 2013.

Tiêu dùng tiếp tục khởi sắc. Nhờ tín dụng cải thiện (+1,25%), doanh số bán lẻ và tiêu dùng 3 tháng đầu năm nhìn chung có sự khởi sắc đáng kể so với cùng kỳ năm 2014. Theo tổng cục thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 3 tháng đầu năm ước tính đạt 790,8 nghìn tỷ đồng, tăng 9,2% so với cùng kỳ năm trước (đã loại trừ yếu tố giá), cao hơn mức tăng 5,1% cùng kỳ năm 2014.

Lạm phát được kiểm soát dưới 1%. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước trong tháng 3 chỉ tăng 0,93 n/n. Việc giá dầu thấp (quanh 50 USD/thùng) cùng với giá nhiều loại hàng hóa khác duy trì ở mức thấp, đã góp phần tiết giảm chi phí đầu vào của sản xuất, giảm thiểu tác động đến lạm phát của yếu tố chi phí đẩy trong năm 2015. Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo CPI dưới 4% trong 2015.

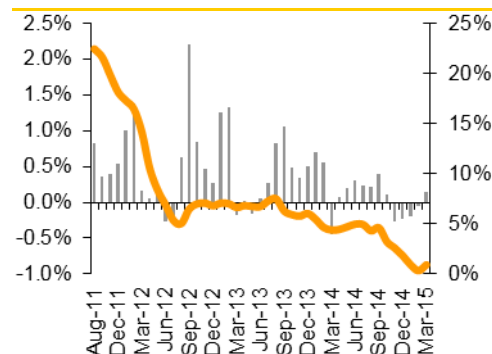
Rủi ro tỷ giá. Đồng USD đã tăng giá trên thị trường ngoại hối quốc tế chủ yếu là do: 1) kinh tế Mỹ hồi phục, FED dự kiến tăng lãi suất sau tháng 6/2015; 2) Đồng EURO mất giá do chính sách nới lỏng tiền tệ tại khu vực Eurozone. Trong nước, đồng VND đang chịu áp lực điều chỉnh tỷ giá khi USD tiếp tục mạnh hơn trên thị trường ngoại hối quốc tế và thâm hụt thương mại Q1 khá lớn.

Tăng trưởng GDP Q1 qua các năm



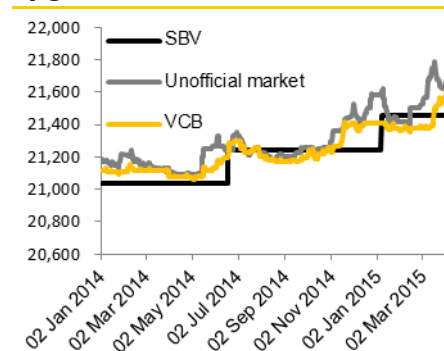
Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

CPI cả nước



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Tỷ giá

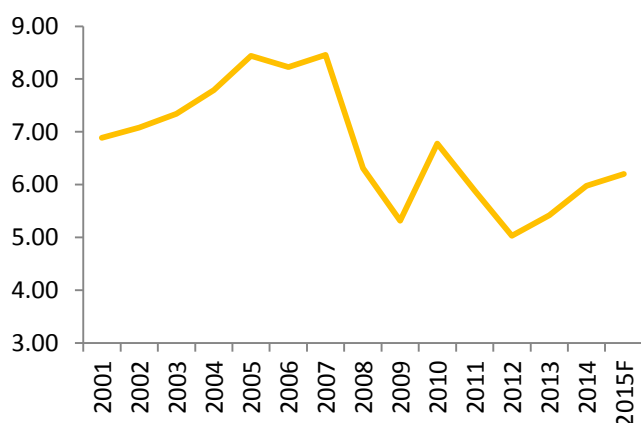


Nguồn: SBV, MBKE tổng hợp

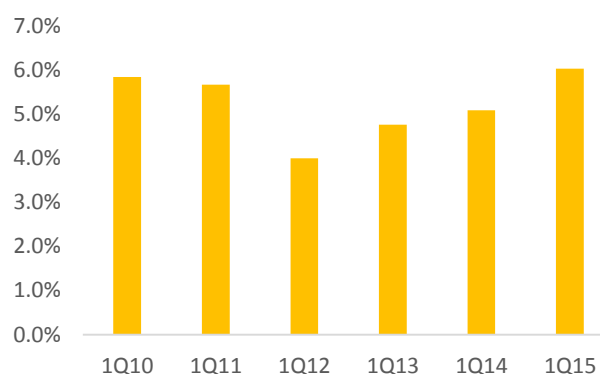
GDP Q1/15 tăng ấn tượng

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q1/15 của Việt Nam đạt mức tăng trưởng ấn tượng 6,03% so với cùng kỳ năm 2014, đây là mức tăng cao nhất của quý I trong 5 năm qua.

Tăng trưởng GDP theo năm (%)



Tăng trưởng GDP theo quý (%)

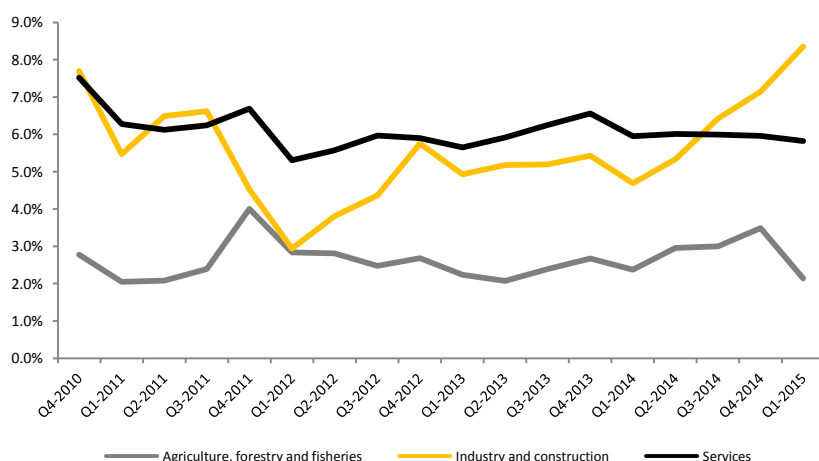


Nguồn: GSO, MBKE

Nguồn: GSO, MBKE

Mặc dù chưa thể kết luận khu vực kinh tế nào đã dẫn dắt tăng trưởng trong quý 1 do tổng cục thống kê đã có 1 số thay đổi trong cách tính, tuy nhiên theo cách tính mới thì khu vực công nghiệp và xây dựng có mức tăng trưởng cao nhất với +8,35%. Tiếp theo, khu vực dịch vụ tăng 5,82%, thuế sản phẩm trừ trợ cấp sản phẩm tăng 4,47%. Cuối cùng Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ tăng 2,14%.

Tăng trưởng theo khu vực kinh tế



Nguồn: GSO, MBKE

World Bank mới đây cũng đã nâng dự báo tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2015 lên 6% (vẫn còn thấp hơn mục tiêu của chính phủ là 6,2%). Ngoài ra, World Bank cũng đã nâng dự báo tăng trưởng của Việt Nam trong các năm 2016 và 2017 lên lần lượt là 6,2% và 6,5%.

Với tăng trưởng Q1/15 thuận lợi, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng tăng trưởng tốt trong các quý tiếp theo. Cả năm tăng trưởng GDP có thể đạt mức 6,2% nhờ cả tiêu dùng và sản xuất mở rộng.

Sản xuất tiếp tục mở rộng

Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) của HSBC và Markit Economics trong 3 tháng của Q1/15 liên tục đứng trên 50 điểm, cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng. Tuy nhiên, đà mở rộng phần nào chậm lại khi PMI tháng 3 chỉ đứng ở mức 50,7, giảm từ mức 51,7 so với tháng 2. Tháng 3 cũng là tháng thứ 19 liên tiếp, PMI đứng trên 50 điểm.

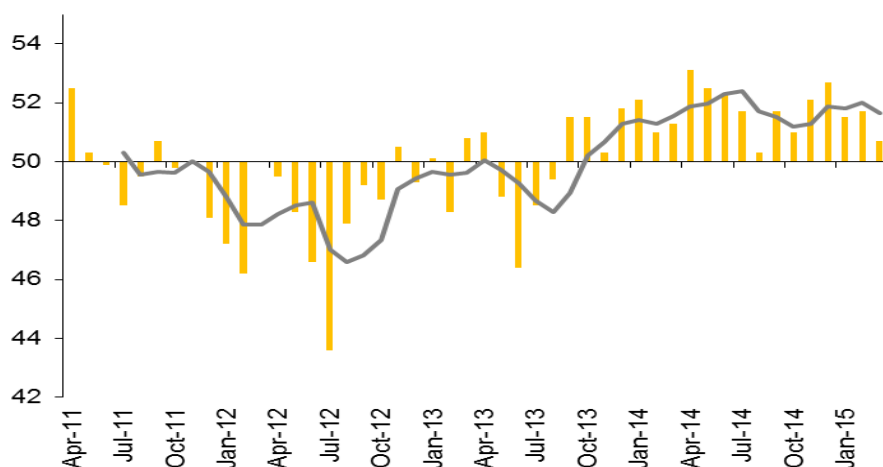
Trong quý 1, cả sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới tăng. Báo cáo chỉ ra rằng giá cả cạnh tranh vẫn là lợi thế giúp các công ty có được nhiều đơn đặt hàng xuất khẩu.

Đúng như kỳ vọng của chúng tôi, chi phí đầu vào 3 tháng đầu năm tiếp tục giảm đáng kể và đây là tháng thứ năm liên tiếp. Theo HSBC, chi phí đầu vào của các doanh nghiệp giảm là do giá dầu và các loại hàng hóa khác giảm.

Như vậy, ngành sản xuất kết thúc Q1/15 tăng trưởng trọn vẹn. Kết quả này tương đồng với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) Q1/15 của tổng cục thống kê với ước tính tăng 9,1% n/n, cao hơn nhiều so với mức tăng 5,3% n/n của cùng kỳ năm trước và mức tăng 4,9% n/n của cùng kỳ năm 2013.

Với giá nguyên liệu đầu vào thấp cộng với lãi suất cho vay đang trong xu hướng giảm sẽ tạo điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp mở rộng sản xuất trong những quý tiếp theo.

Chỉ số PMI – Việt Nam

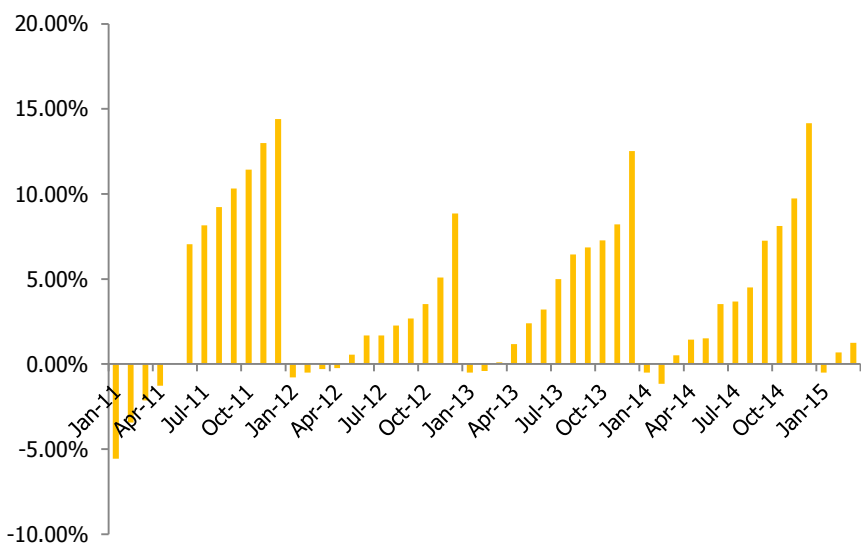


Nguồn: HSBC - Markit, MBKE

Tiêu dùng khởi sắc

Tăng trưởng tín dụng 3 tháng đầu năm tăng trưởng khá đi cùng với nhu cầu tiêu dùng khởi sắc. Theo tổng cục thống kê, tín dụng đối với nền kinh tế tính đến ngày 20/03/2015 tăng 1,25% so với tháng 12/2014 (cùng kỳ năm trước giảm 0,57%). Mặc dù còn khá sớm để nói về xu hướng tín dụng cả năm nhưng chúng tôi cho rằng đây là dữ liệu đáng lưu ý do đây là mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng nhất trong 4 năm trở lại đây.

Tăng trưởng tín dụng lũy kế qua các năm



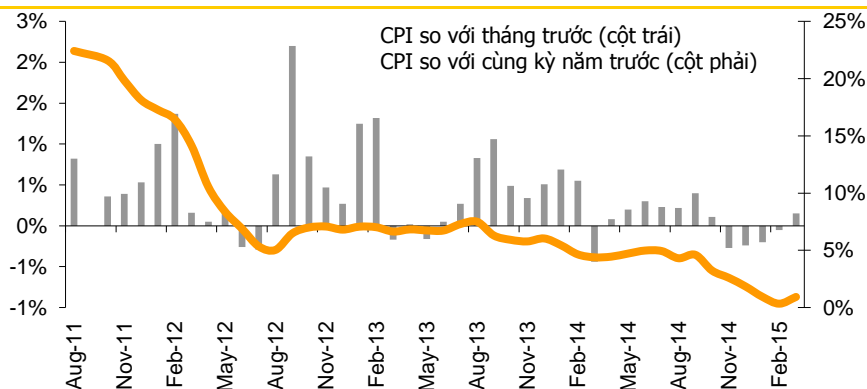
Nguồn: SBV, MBKE tổng hợp

Cùng với sự cải thiện của tín dụng, doanh số bán lẻ và tiêu dùng 3 tháng đầu năm nhìn chung có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm 2014. Theo tổng cục thống kê, tính chung 3 tháng đầu năm nay, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 790,8 nghìn tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm trước, loại trừ yếu tố giá tăng 9,2% (cao hơn mức tăng 5,1% của cùng kỳ năm 2014).

Lạm phát được kiểm soát dưới 1%.

Tăng trưởng kinh tế hồi phục nhưng không gây lạm phát. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước trong tháng 3 chỉ tăng 0,15% so với tháng trước và tăng 0,93 so với cùng kỳ 2014. Đây là tháng đầu tiên CPI tăng trở lại sau bốn tháng giảm liên tiếp trước đó do ảnh hưởng của giá xăng dầu giảm. Chỉ có 6 trên 11 nhóm hàng tăng điểm trong tháng 3.

CPI cả nước



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

So với cùng kỳ năm trước, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chiếm khoảng 40% rổ tính CPI tăng 2,83% n/n. Tuy nhiên, do giá xăng dầu được nhìn chung điều chỉnh giảm đã làm cho nhóm Nhà ở và Vật liệu xây dựng bao gồm tiền thuê nhà, Điện, nước và chất đốt (chiếm 10% rổ tính CPI) giảm

2,9% so với cùng kỳ 2014, nhóm giao thông (chiếm 8,87% rổ tính CPI) cũng đã giảm 15,15% so với cùng kỳ 2014.

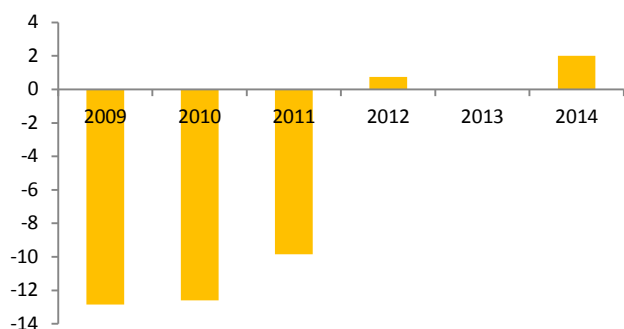
Mặc dù còn sớm để kết luận CPI sẽ tiếp tục tăng giá trong những tháng tới, nhưng việc một số các mặt hàng thiết yếu như điện, xăng và giá gas bán lẻ gần đây đã được điều chỉnh tăng trở lại sau thời gian dài điều chỉnh giảm trước đó, nhiều khả năng sẽ tác động gián tiếp đến các nhóm hàng còn lại trong các tháng tới khiến CPI Q2/15 nhiều khả năng sẽ bắt đầu tăng khá.

Rủi ro điều chỉnh tỷ giá

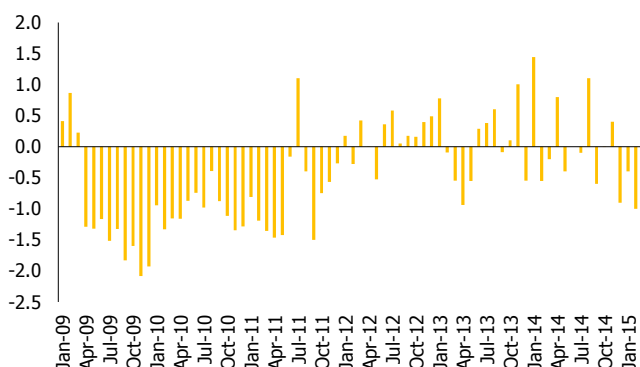
Việt Nam ước nhập siêu khoảng 1,8 tỷ USD trong Q1/15. Trong đó, Kim ngạch hàng hóa nhập khẩu đạt 37,5 tỷ USD, tăng 16,3% so với năm cùng kỳ 2014. Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu 3 tháng đầu năm đạt 35,7 tỷ USD, tăng 6,9% so với năm cùng kỳ 2014.

Khu vực có vốn đầu tư nước ngoài vẫn giữ vai trò chủ đạo trong xuất khẩu. Cụ thể khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt kim ngạch xuất khẩu 25,1 tỷ USD (gồm cả dầu thô), tăng 12,9% n/n, chiếm 70% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước đạt 10,6 tỷ USD, giảm 5,1% n/n.

Cán cân thương mại theo năm (tỷ USD)



Cán cân thương mại theo tháng (tỷ USD)



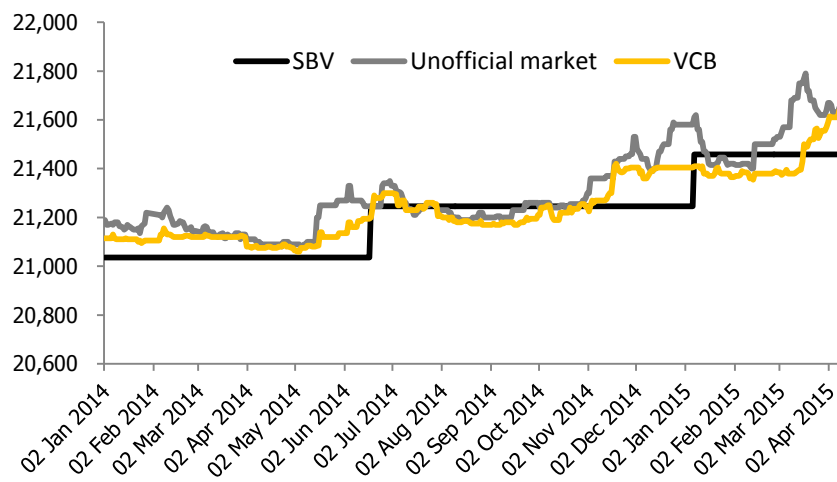
Nguồn: GSO, MBKE

Nguồn: GSO, MBKE

Nhìn chung xuất khẩu có phần tăng trưởng chậm lại do một số nguyên nhân. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu tăng chậm là do giá cả nguyên vật liệu giảm làm cho giá các mặt hàng xuất khẩu giảm. Ngoài ra, giá cả hàng hóa các nước xuất khẩu giảm do đồng USD mạnh lên gây áp lực cạnh tranh đối với các mặt hàng của Việt Nam.

Lưu ý, chính phủ vẫn duy trì mục tiêu ổn định tỷ giá (biên độ +/- 2%) trong năm 2015, tương tự những năm gần đây. NHNN đã phá giá 1% ngay đầu năm nhằm bình ổn thị trường ngoại hối, như vậy còn 1% dư địa điều chỉnh tỷ giá theo mục tiêu của chính phủ. Đồng USD tiếp tục mạnh trên thị trường ngoại hối quốc tế và thâm hụt thương mại sẽ tạo áp lực lên tỷ giá trong những tháng tiếp theo.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp



Ngành xây dựng

Điểm sáng xây dựng hạ tầng

- Giá trị XD công trình kỹ thuật dân dụng (công trình hạ tầng, công nghiệp) tăng 21,8%
- Khung pháp lý được hoàn thiện nhằm khuyến khích các nguồn vốn xã hội hoá tham gia xây dựng hạ tầng
- Duy trì nhận định Khả quan

Tin tức/sự kiện

Giá trị xây dựng quý 1/2015 đạt 138,1 nghìn tỷ, tăng 4,9% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, công trình nhà ở tăng 15,3%, công trình nhà không để ở tăng 11,6%, công trình kỹ thuật dân dụng tăng 21,8% và xây dựng chuyên dụng giảm 22,8%.

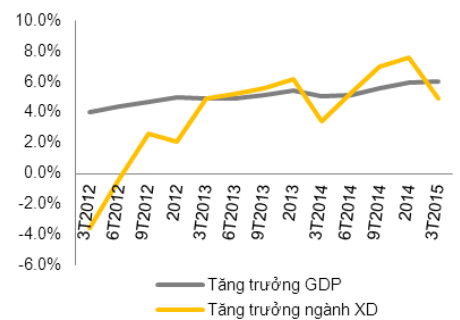
Việc ban hành Nghị định 15/2015/NĐ (hiệu lực từ 10/4/2015) về đầu tư đối tác công tư là bước tiến tích cực trong việc hoàn thiện khung pháp lý, khuyến khích sự tham gia của nguồn vốn xã hội hóa và tháo gỡ dần nút thắt về nguồn vốn cho các dự án hạ tầng ở Việt Nam. Nhu cầu xây dựng hạ tầng ở Việt Nam hiện rất lớn; chỉ tính riêng hạ tầng giao thông, hiện nay Bộ GTVT đang chỉ đạo nghiên cứu triển khai hơn 50 dự án, gồm 37 dự án đường bộ, 6 dự án hàng hải, 3 dự án đường thủy nội địa với tổng mức đầu tư hơn 160 nghìn tỷ đồng. Trong đó, vốn BOT 112.200 tỷ đồng và vốn ngân sách nhà nước khoảng 48 nghìn tỷ đồng.

Nhận định của MBKE

Chúng tôi duy trì nhận định KHẢ QUAN đối với triển vọng ngành xây dựng, đặc biệt là nhóm xây dựng hạ tầng, với nhu cầu phát triển hạ tầng ngày càng trở nên cấp bách và chuyển biến tích cực về chủ trương chính sách, khung pháp lý. Số liệu thống kê giá trị SX ngành trong quý 1/2015 tiếp tục cho thấy điểm sáng ở mảng công trình kỹ thuật dân dụng (đường sắt, đường bộ, đường thủy, công trình công ích, công trình công nghiệp) với tăng trưởng 21,8% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với các nhóm khác. Chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng của các công ty xây dựng tham gia lĩnh vực thi công hạ tầng như VCG, FCN, HUT và dự báo lợi nhuận của các công ty này đều đạt tăng trưởng hai con số trong quý 1/2015.

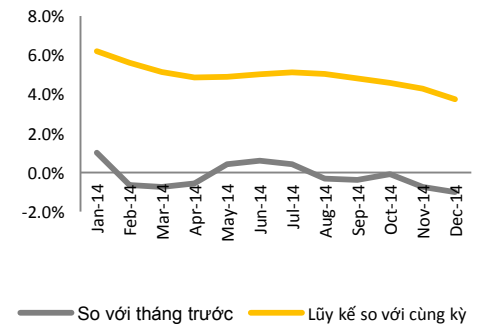
Ở mảng xây dựng dân dụng, mức tăng trưởng 15,3% so với cùng kỳ về giá trị sản xuất công trình nhà ở trong quý 1/2015 cho thấy đà tăng trưởng trở lại khi thị trường bất động sản thời gian gần đây có dấu hiệu hồi phục. Các công ty chuyên về xây dựng dân dụng như CTD, HBC trong thời gian qua đã liên tục thắng thầu và khởi công nhiều dự án nhà ở. Chúng tôi cũng kỳ vọng các công ty này ghi nhận tăng trưởng trong quý 1/2015. Dưới đây là dự báo KQKD quý 1/2015 và chỉ số tài chính của một số cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi gồm VCG, CTD, FCN, HBC. Trong số đó, FCN là cổ phiếu có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng 7,9x.

Tăng trưởng giá trị XD so với GDP



Nguồn: MBKE tổng hợp

Chỉ số giá VLXD



Nguồn: MBKE tổng hợp

Dự báo KQKD của một số công ty xây dựng niêm yết

Cổ phiếu	Vốn hoá TT (tỷ VND)	Doanh thu 1Q2015 (tỷ VND)	Thay đổi so với cùng kỳ	LNST 1Q2015 (tỷ VND)	Thay đổi so với cùng kỳ	P/E 2015 (x)	P/B (x)
VCG	5.742	1.730	9,0%	64,1	-	14,0	1,0
CTD	3.139	1.360	10,9%	69,8	8,8%	8,5	1,1
FCN	1.052	274	30,6%	28,2	11,2%	7,9	1,2
HBC	958	708	15,0%	24,5	1.502%	8,4	1,0

Nguồn: Maybank KE dự báo



Ngành điện

KQKD quý 1/2015 phân hoá

- Sản lượng điện cả nước Q1/15 tăng 11,8% n/n
- Việc áp dụng tỷ giá bán thay cho tỷ giá mua chuyển khoản theo Thông tư 200 có thể tác động ngắn hạn đến lợi nhuận của các công ty có khoản vay bằng ngoại tệ
- KQKD Q1/15 sẽ có sự phân hoá, trong đó dự báo NT2, SJD và CHP ghi nhận kết quả nổi trội.

Tin tức/sự kiện

Theo số liệu từ EVN, kết thúc quý 1/2015, sản lượng điện toàn hệ thống đạt 34,86 tỷ kWh, **tăng 11,82%** so với cùng kỳ. Trong đó, thủy điện đạt 10,96 tỷ kWh, nhiệt điện than đạt 11,88 tỷ kWh, nhiệt điện khí đạt 11,55 tỷ kWh, nhiệt điện dầu đạt 0,065 tỷ kWh, nhập khẩu đạt 0,41 tỷ kWh. Tình trạng khô hạn tiếp tục diễn ra, nhất là ở khu vực miền Trung Tây Nguyên, do đó dự kiến nguồn điện than và khí sẽ được huy động cao trong mùa khô.

Việc áp dụng chế độ kế toán doanh nghiệp theo Thông tư 200/2014/TT-BTC của Bộ Tài chính mới ban hành (có hiệu lực từ đầu năm 2015) có thể có tác động ngắn hạn đối với các công ty có khoản vay bằng ngoại tệ do quy định mới về tỷ giá áp dụng khi đánh giá lại khoản nợ bằng ngoại tệ là tỷ giá bán ngoại tệ, thay cho tỷ giá mua chuyển khoản trước đây.

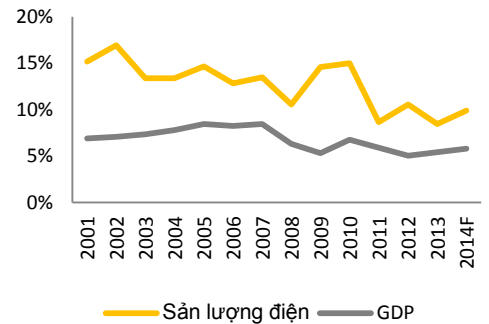
Nhận định của MBKE

Kết thúc năm 2014, đa số các công ty điện niêm yết ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tốt, nhờ (1) sản lượng tăng (ở các công ty nhiệt điện và một số công ty thủy điện ở miền Bắc và miền Nam); (2) ghi nhận thêm doanh thu do chênh lệch giá bán điện sau khi ký hợp đồng mua bán điện mới với EVN (NT2, VSH); (3) hiệu quả từ việc tham gia thị trường điện cạnh tranh (NBP, VSH, CHP, SBA).

Sang năm 2015, ngành điện dự báo tiếp tục ghi nhận tăng trưởng sản lượng cao, đáp ứng nhu cầu phụ tải của các ngành kinh tế trọng yếu như ngành công nghiệp chế tạo, xây dựng, ... Ngay trong quý 1/2015, sản lượng toàn ngành đã đạt tăng trưởng hai con số. Tuy nhiên, đối với nhóm công ty điện niêm yết, KQKD quý 1/2015 theo chúng tôi sẽ có sự phân hóa do rủi ro về thủy văn ở nhóm thủy điện và việc thay đổi tỷ giá áp dụng đối với các khoản nợ bằng ngoại tệ ở nhóm nhiệt điện.

Ở nhóm nhiệt điện, theo chúng tôi NT2 sẽ là công ty có KQKD quý 1/2015 nổi trội với hoạt động SXKD ổn định và lãi tỷ giá do đồng EUR giảm mạnh. Trong khi đó, lợi nhuận của PPC và nhất là BTP có thể phải ghi nhận lỗ tỷ giá do thay đổi tỷ giá áp dụng. Ở nhóm thủy điện, chúng tôi ước tính CHP và SJD sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận nhờ sản lượng tăng cao. Về định giá, SJD vẫn là cổ phiếu có định giá hấp dẫn nhất với P/E dự phóng 6,4x.

Tăng trưởng sản lượng điện vs GDP



Nguồn: MBKE tổng hợp

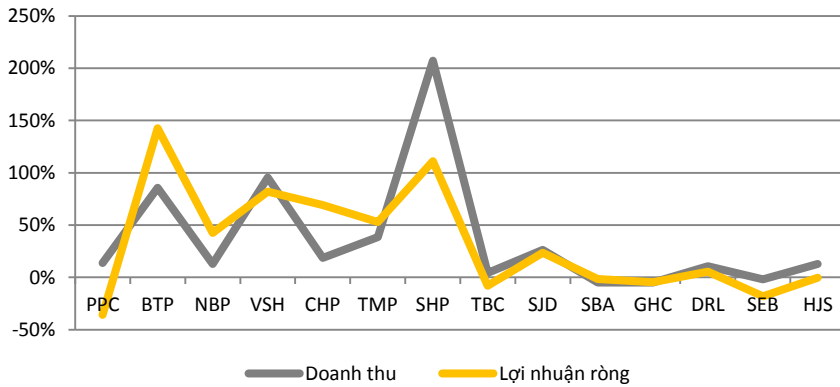
Nhìn lại KQKD 2014

Kết thúc năm 2014, như chúng tôi nhận định trong báo cáo chiến lược lần trước, đa số các công ty điện niêm yết đã ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tốt, nhờ một số yếu tố: (1) sản lượng tăng (ở các nhà máy nhiệt điện và một số nhà máy thủy điện ở miền Bắc và miền Nam); (2) ghi nhận thêm doanh thu do chênh lệch giá bán điện sau khi ký hợp đồng mua bán điện mới với EVN (NT2, VSH); (3) hiệu quả từ việc tham gia thị trường điện cạnh tranh (VSH, CHP, SBA).

Ở nhóm nhiệt điện, đối với BTP và NT2 động lực tăng trưởng chính là sản lượng tăng và ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá do tỷ giá KRW/VND (đối với BTP) và tỷ giá EUR/VND (đối với NT2) giảm so với cùng kỳ. Ở trường hợp của NBP, mặc dù sản lượng giảm so với cùng kỳ nhưng giá bán điện bình quân tăng do tham gia thị trường điện cạnh tranh với giá tốt đã giúp cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận và đẩy lợi nhuận tăng cao. Lợi nhuận của PPC giảm so với cùng kỳ do giá bán điện mới với phần giá cố định giảm (tác động làm giảm tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn 1-2 năm khi vẫn còn khấu hao) và lãi chênh lệch tỷ giá chỉ bằng một nửa năm 2013 (đồng Yên giảm ít hơn năm 2013).

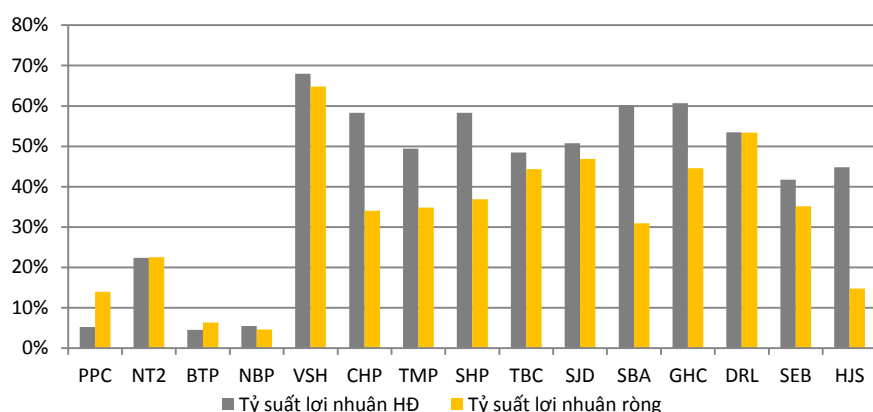
Ở nhóm thủy điện, các công ty ở miền Bắc và miền Nam vẫn đạt sản lượng cao hơn cùng kỳ năm trước như TBC, HJS, SJD, SHP. Trong khi đó, sản lượng của các công ty có địa bàn hoạt động ở miền Trung Tây Nguyên đều giảm gồm CHP, SBA, SEB, DRL, GHC do lượng nước về các hồ thấp.

Tăng trưởng doanh thu và LNST 2014



Nguồn: Công ty, Maybank KE tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận 2014



Nguồn: Công ty, Maybank KE tổng hợp

Dự báo quý 1/2015

Đối với nhóm nhiệt điện, điểm đáng lưu ý là lợi nhuận quý 1/2015 có thể chịu tác động từ việc thay đổi chế độ kế toán doanh nghiệp theo Thông tư 200/2014/TT-BTC (hiệu lực từ 2015). Theo đó, tỷ giá áp dụng đối với các khoản nợ bằng ngoại tệ là tỷ giá bán so với tỷ giá mua chuyển khoản áp dụng đến cuối năm 2014. Nếu áp dụng quy định mới này, theo chúng tôi ước tính chỉ có NT2 được lợi với khoản lãi tỷ giá ước tính khoảng 270 tỷ do tỷ giá bán EURVND cuối tháng 3/2015 giảm 8,8% so với cuối 2014. PPC và BTP ước tính sẽ phải ghi nhận lỗ tỷ giá do hiệu ứng kép từ việc (1): tỷ giá JPYVND và KRWVND tăng nhẹ so với cuối 2014; và (2) tỷ giá bán cao hơn tỷ giá mua chuyển khoản, nhất là đối với đồng KRW chênh lệch này là đáng kể. Chúng tôi ước tính PPC ghi nhận lỗ tỷ giá 108 tỷ (so với 99,6 tỷ trong cùng kỳ), trong khi BTP ghi nhận lỗ khoảng 130 tỷ (so với 6 tỷ lãi tỷ giá trong cùng kỳ) và có thể ăn mòn hết lợi nhuận từ SXKD. Tuy nhiên, chúng tôi cũng xin lưu ý rằng việc thay đổi tỷ giá áp dụng cho các khoản nợ bằng ngoại tệ sẽ chỉ có tác động ngắn hạn ngay sau khi áp dụng quy định mới; và nếu từ nay đến cuối năm xu hướng giảm của đồng JPY và KRW tiếp tục diễn ra như dự báo thì có thể bù đắp phần lỗ tỷ giá này.

Đối với nhóm thủy điện, tình hình thủy văn kém thuận lợi khiến một số công ty như VSH, SBA ghi nhận sản lượng giảm sút khá nhiều so với cùng kỳ. Tuy nhiên, cũng có một số công ty dự báo sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng tốt, điển hình như CHP với sản lượng tăng tới 56% so với cùng kỳ và SJD với sản lượng tăng 10% so với cùng kỳ (chưa tính sản lượng của hai nhà máy được sáp nhập là NLC và RHC).

Sản lượng điện quý 1/2015 của một số công ty

Cổ phiếu	Công suất (MW)	Sản lượng Q1/2015 (triệu kWh)	So với cùng kỳ	Ghi chú
BTP	388,9	330	-38%	
CHP	170,0	153,2	56%	
VSH	136,0	169,4	-30%	
SHP	122,5	63,2	4%	
SJD	95,0	57,6	10%	Chưa tính sản lượng của NLC và RHC
SBA	73,0	22,7	-38%	

Nguồn: Công ty, Maybank KE tổng hợp

Các công ty điện niêm yết

Cổ phiếu	Vốn hoá TT (tỷ VND)	ROE (%)	Nợ/VCSH (%)	P/E 2014 (x)	P/E 2015 (x)	P/B (x)
PPC	7.858	18,9	77,7	7,5	10,4	1,4
NT2	6.400	45,2	162,7	4,0	10,2	1,5
BTP	980	13,3	58,9	7,3	15,5	1,4
NBP	229	19,1	0	5,1	-	1,3
VSH	2.826	12,9	13,3	7,9	12,6	1,7
CHP	1.944	15,9	113,7	9,1	8,7	2,1
TMP	1.855	24,3	37,6	7,8	-	1,7
SHP	1.809	19,1	123,0	8,2	-	1,9
TBC	1.651	15,1	0	11,9	-	1,7
SJD	1.426	20,3	21,1	6,9	6,4	1,0
SBA	651	9,6	106,7	10,0	8,2	2,2
DRL	371	30,9	0	10,9	-	2,1
SEB	350	16,2	196,9	9,7	-	1,3
HJS	189	11,1	162,7	9,1	-	2,0
Trung bình		19,4	76,7	8,0	10,3	1,6

Nguồn: Maybank KE dự báo, Bloomberg



Ngành Bán lẻ & Tiêu dùng

Duy trì tăng trưởng

- Ước tính tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng Q1/15 tăng 10,6% n/n.
- Thu nhập dành cho chi tiêu bình quân đầu người tăng
- M&A vẫn tiếp tục

Tin tức/sự kiện

Tính chung 3 tháng đầu năm 2015, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 790,8 nghìn tỷ đồng, tăng 10,6% so với cùng kỳ năm trước, loại trừ yếu tố giá tăng 9,2% (cao hơn mức tăng 5,1% của cùng kỳ năm 2014).

Theo thông tư số 165/2014/TT-BTC, thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN tiếp tục giảm còn 40%, 30% và 0% từ 2016, 2017 và 2018. Điều này giúp tiêu thụ xe ô tô các tháng đầu năm 2015 tăng mạnh và kỳ vọng sẽ còn tiếp tục tăng trong các năm tới.

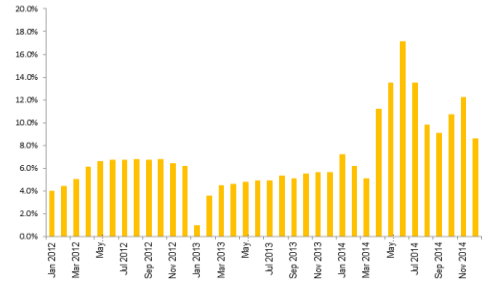
Nhận định của MBKE

Kỳ vọng chi tiêu của người dân sẽ gia tăng do mức thu nhập khả dụng được kỳ vọng gia tăng bình quân 6,1%/năm trong 2010-2015, ước tăng lên mức 1.044 USD trong 2015. Ngoài ra, cơ cấu dân số thuận lợi cũng là tiền đề để kỳ vọng chi tiêu tiêu dùng gia tăng. Việt Nam là nước đông dân số đứng thứ 3 trong ASEAN. Trong đó, lực lượng lao động ước tăng trưởng 1,2%/năm và đạt tới 96,6 triệu người năm 2020.

Theo số liệu của VAMA, tiêu thụ xe năm 2014 đạt 157.810 xe, tăng 43% so với năm 2013. Tính đến hết Q1/15, tổng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường đạt 48.707 xe; tăng hơn 62% n/n. Do đó, Các công ty hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh ô tô được kỳ vọng tăng trưởng vượt trội trong năm 2015.

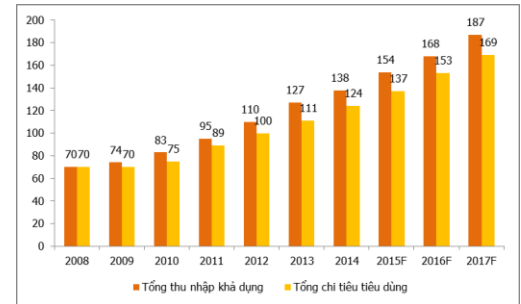
Định giá của các cổ phiếu trong ngành đã trở nên hấp dẫn hơn. Với kỳ vọng mức chi tiêu tiêu dùng gia tăng sẽ giúp cho các công ty trong ngành khôi phục và duy trì tăng trưởng doanh số trong năm 2015. Giá dầu giảm cùng với giá cả hàng hóa thế giới cũng giảm càng giúp tiết giảm chi phí cho các công ty trong ngành. Mức P/E bình quân trong ngành hiện đang ở mức 12,5 lần, hấp dẫn so với P/E của các nước trong khu vực hiện đang ở mức 31 lần.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa



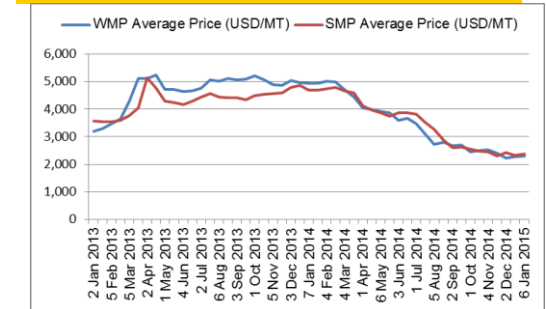
Nguồn: GSO

Tổng thu nhập khả dụng và tổng chi tiêu



Nguồn: EIU

Biến động giá sữa nguyên liệu



Nguồn: Global Dairy Trade

2015 M&A: ông lớn vào cuộc. Nếu như năm 2014 với hàng loạt thương vụ M&A đã tạo nên diện mạo mới cho ngành thì 2015, xu hướng này vẫn đang tiếp tục và kỳ vọng sẽ còn sôi động hơn. VinGroup tiếp tục chứng tỏ quyết tâm trở thành nhà bán lẻ hàng đầu ở Việt Nam thông qua đầu tư chuỗi siêu thị Vinatex Mart. Theo thống kê của Bộ Công Thương, cả nước hiện có hơn 700 siêu thị, 125 trung tâm thương mại, 8600 chợ truyền thống, trong đó chỉ có 4% số lượng siêu thị và 25% số TTTM được sở hữu và vận hành bởi nước ngoài. Với cam kết WTO sẽ mở cửa hoàn toàn từ tháng 1/2015, kỳ vọng sẽ càng có nhiều nhà bán lẻ nước ngoài tham gia vào thị trường tiềm năng ở Việt Nam. Do đó sẽ càng có nhiều thương vụ M&A đình đám cũng như mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng cao. Điều này giúp cho người tiêu dùng được lợi và càng có nhiều cơ sở để kỳ vọng doanh số bán lẻ gia tăng.

MWG. MWG đã lên KHKD với doanh thu và LNST 2015 lần lượt đạt 23.590 tỷ đồng và 886 tỷ đồng, tương ứng tăng 81% và 104% so với KH 2014. Ban điều hành MWG đặt KH như trên dựa trên tham vọng nâng thị phần lên 40% (hiện nay là 28%) thông qua việc gia tăng độ phủ của các cửa hàng ĐTĐĐ và điện máy với khoảng 120 cửa hàng mới, tăng 34% n/n. Dự báo Doanh thu và lợi nhuận Q1/15 của MWG đạt 4.032 tỷ đồng và 169 tỷ đồng, lần lượt tăng 15% và 2% so với cùng kỳ. EPS 2015 ước khoảng 7.905 đồng/cp, tương đương PE kỳ vọng là 13,7 lần, cao hơn trung bình ngành trong khu vực là 12 lần.

VNS Là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần tại tp.HCM với số lượng xe chiếm 44% tổng số xe tại đây, cộng với thị phần tại các thành phố khác như Đà Nẵng, Nha Trang đang mở rộng, chúng tôi lạc quan hoạt động dịch vụ taxi của VNS tiếp tục tăng trưởng tốt trong 2015. Trong bối cảnh giá xăng dầu đang giảm kỷ lục thì VNS cũng được hưởng lợi gián tiếp. Chi phí xăng là do lái xe chịu nên việc giảm giá xăng sẽ thúc đẩy lái xe di chuyển kiếm khách nhiều hơn, điều này kỳ vọng giúp gia tăng doanh thu và lợi nhuận cho Công ty. Bên cạnh đó, VNS vừa giảm giá cước 500 đồng/km để nâng cao tính cạnh tranh. Với thị phần và số lượng xe hiện tại, chúng tôi vẫn khả quan về tăng trưởng DT và LNST trong 2015, lần lượt đạt 4.466 tỷ và 359 tỷ, tăng 14% và 12% n/n. EPS 2015 ước đạt 6.353 đồng/cp và PE dự phóng là 7,1 lần, thấp hơn mức trung bình ngành là 10 lần.

DQC ĐHCĐ DQC vừa thông qua KH 2015. Theo đó, DQC đặt mục tiêu tổng DT đạt 1.260 tỷ, tăng 3% n/n và LNTT đạt 200 tỷ, bằng 65% kết quả 2014. Cổ tức dự kiến 2015 sẽ là 20% bằng tiền mặt hoặc cổ tức. Ngoài ra, do KQKD 2014 vượt mong đợi nên HĐQT sẽ tăng cổ tức 2014 (đã tạm ứng 20% bằng cổ phiếu ngày 15/1/2015) thêm 10% bằng cổ phiếu và 5% bằng tiền mặt. DQC cho biết trong Q1/2015, DT ước đạt 170 tỷ, giảm 19% n/n do không có nhiều hợp đồng xuất khẩu như cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng công ty mở rộng được thêm thị trường mới để duy trì DT xuất khẩu tương đương 2014. Chúng tôi giả định tăng trưởng đối với DT nội địa là 16% (tương đương CARG 2010-2014), theo đó tổng doanh thu ước đạt 1.309 tỷ, tăng 7% n/n. Dựa trên giả định chi phí lãi vay dự báo sẽ sụt giảm do tiền bị chiếm dụng bởi Cuba được thu hồi tốt giúp cải thiện vốn lưu động và giảm khoản vay ngắn hạn. Lợi nhuận sau thuế 2015 ước đạt

161 tỷ đồng, giảm 32% n/n. EPS 2015 dự báo sẽ đạt 7.195 đồng/cp tương ứng PE 7,6 lần, tương đương mức PE trung bình ngành. Ngoài ra, ở DQC vẫn còn tiềm ẩn rủi ro cạnh tranh trong mảng xuất khẩu trước sản phẩm giá rẻ từ Trung Quốc trên thị trường quốc tế.

VNM. Thị trường sữa Việt Nam tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 11% về lượng và 18% về giá trị trong 12 năm qua. Tiêu thụ bình quân đầu người năm 2012, theo khảo sát của Nielsen, ở Việt Nam là 15lít/năm, thấp hơn rất nhiều so với Thái Lan (34lít/năm), Trung Quốc (25/lít/năm) và Anh (112 lít/năm). Tiêu thụ sữa được dự báo tiếp tục tăng tốt. Nhu cầu sữa tính trên đầu người của Việt Nam được dự báo tăng trưởng 6%/năm về lượng và 13% về giá trị trong 5 năm tới. Ngoài ra, giá sữa nguyên liệu đã giảm hơn 50% trong năm qua giúp các công ty trong ngành cải thiện tỷ suất lợi nhuận biên lên mức cao. VNM hiện đang được định giá ở PE 2015 là 14 lần, hấp dẫn so với PE 30 lần của bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực. Ngoài ra, triển vọng tăng trưởng CAGR lợi nhuận trong 3 năm tới là 20% và ROE được duy trì ở mức cao hơn 30%.

Các công ty niêm yết trong ngành

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2014	PE 2015 (*)	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/VCSH
VNM	109.013	15,01	14,15	5,54	32,61	24,95	17,35	8,26
MWG	11.966	12,91	11,13	8,12	37,50	22,60	4,24	41,95
KDC	10.606	21,43	20,69	1,79	9,84	7,64	10,92	8,94
MSN	59.233	26,02	16,24	3,94	7,34	2,17	6,71	156,93
DQC	1.504	8,85	9,50	1,50	26,36	13,40	19,34	32,03
VNS	2.121	7,16	6,70	1,64	25,55	14,06	8,30	56,81
PNJ	3.629	11,32	9,47	2,80	18,54	8,38	2,64	97,86
HHS	2.053	7,61	14,70	1,56	21,83	12,81	9,54	-
SVC	532	8,19	10,17	0,71	6,98	1,92	0,66	107,45
TB		13,2	12,5	3,1	20,7	12,0	8,9	56,7

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng dự báo



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 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.

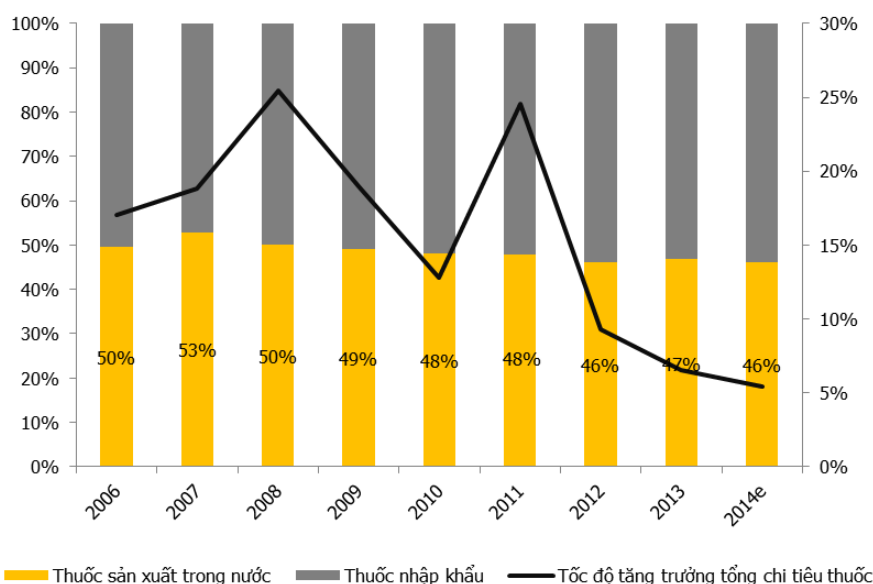
Trong số các doanh nghiệp dược niêm yết, chúng tôi kỳ vọng DHG, DMC, IMP sẽ đạt kết quả tích cực hơn từ 2015, chủ yếu nhờ: (1) kênh phân phối chính (trên 70% doanh thu) là hệ nhà thuốc (OTC) đã được phát triển tốt; (2) việc nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng từ GMP-WHO lên các tiêu chuẩn cao hơn như EU-GMP 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).

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



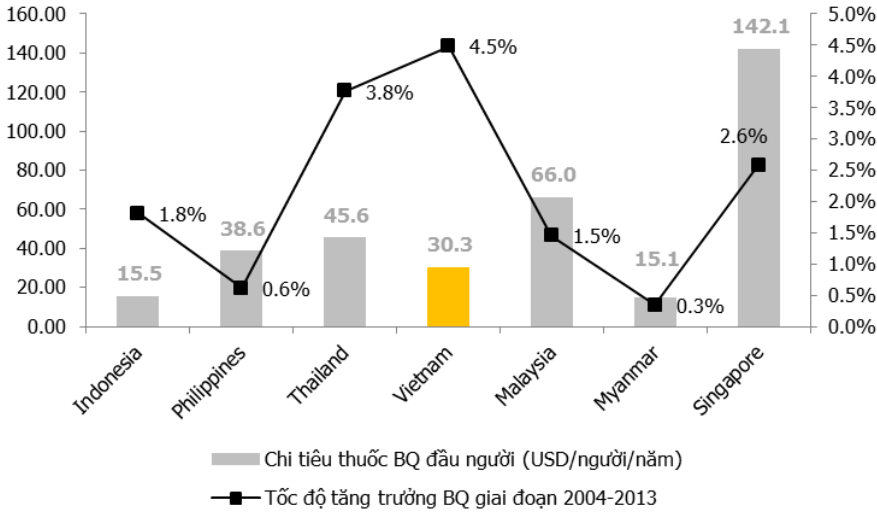
Nguồn: Cục Quản lý dược

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)

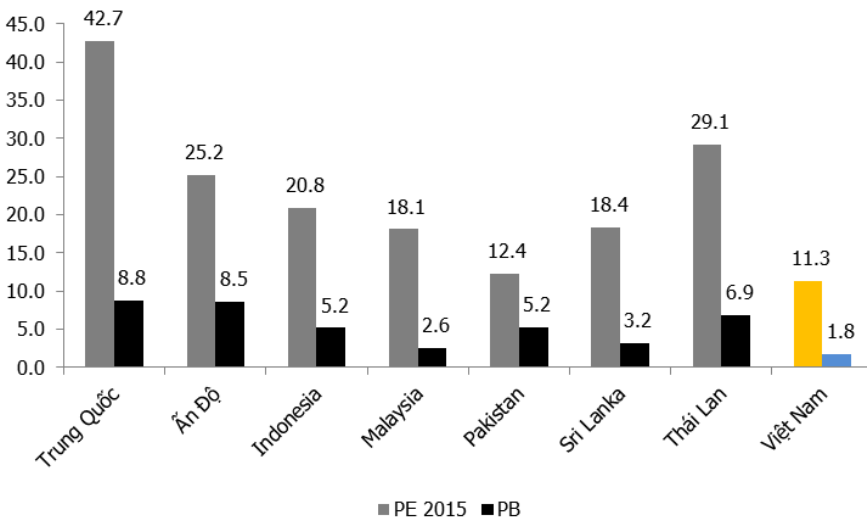


Nguồn: Euromonitor data

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 ^(*)	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%
Tổng	23.505	8%	1.234	8%		

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 đông 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 đổi 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.

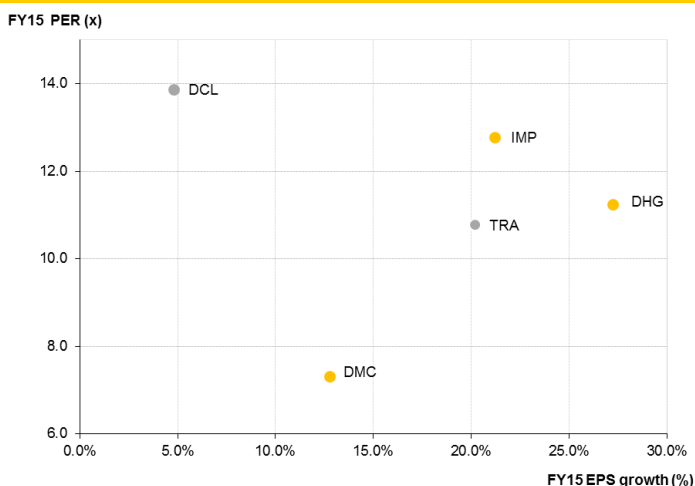
Room nước ngoài của cổ phiếu IMP được mở trở lại từ cuối 2014, với 1,9 triệu cổ phiếu tăng thêm nhờ các đợt phát hành ESOP và phát hành riêng lẻ tăng vốn trong năm. Với chuỗi mua ròng liên tiếp trong thời gian qua, giao dịch khối ngoại đã có ảnh hưởng tích cực đối với giá cổ phiếu IMP. Tỷ lệ room nước 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

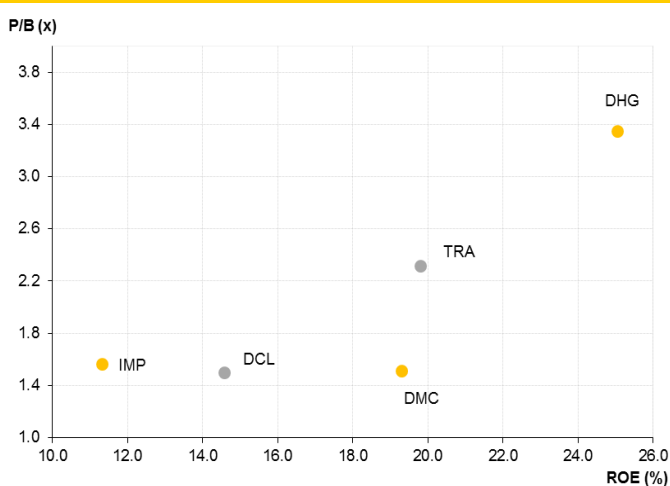
Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	PE (x)	PE 2015 (*) (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNR (%)	Nợ/VCSH (%)	Ghi chú
DHG	7.626	14,3	11,2	3,3	25,0	16,3	13,6	7,8	Sản xuất tân dược
TRA	1.826	12,5	10,8	2,3	19,8	13,1	8,8	4,4	Sản xuất đông dược
DMC	1.090	8,2	7,3	1,5	19,3	13,3	8,8	-	Sản xuất tân dược
OPC	723	10,1		1,9	17,5	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
Bình quân	1.216	9,7	11,3	1,8	18,6	10,4	7,8	81,5	

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



Ngành Săm lốp

Tiếp tục tăng trưởng

- Giá cao su thấp do dư cung trên thế giới
- Kỳ vọng tiêu thụ lốp radian tăng trưởng tốt
- Định giá hợp lý với P/E 2015 ở mức 8,7 lần

Tin tức sự kiện

Giá cao su, nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng 35% giá thành của các công ty sản lốp, giảm khoảng 28% so với cùng kỳ 2014, hiện đang giao dịch xấp xỉ 1.500 USD/tấn.

Nhận định của MBKE

Tiếp tục hưởng lợi từ giá cao su thấp. Giá mủ cao su tự nhiên, nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng 35% giá thành của các công ty sản lốp, hiện giá cao su SMR20 và RSS3 giảm khoảng 25% n/n và 28% n/n và chỉ giao dịch ở mức 1.390 USD và 1.570 USD/tấn. Giá cao su giảm là do hiện tượng dư cung trên thế giới và hiện tượng này được dự báo có thể kéo dài đến 2016. Ngoài ra, giá cao su tổng hợp, chiếm khoảng 20% giá thành, cũng giảm khoảng 14% n/n còn khoảng 2.6500 USD/tấn theo đà giảm của giá dầu thế giới.

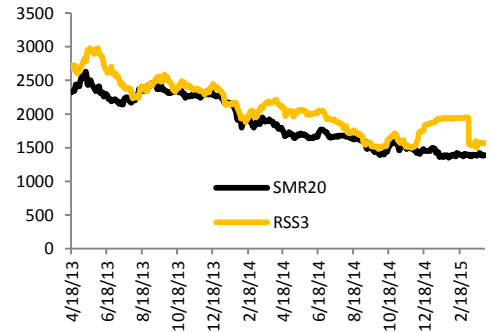
Kỳ vọng tiêu thụ lốp radian toàn thép tăng trưởng tốt. Hai công ty sản lốp trong ngành là DRC và CSM đã lần lượt vận hành 2 nhà máy lốp radian toàn thép mới với công suất giai đoạn 1 lần lượt là 300.000 và 350.000 chiếc lốp/năm. Năm 2015, DRC lên kế hoạch tiêu thụ 240.000 chiếc lốp, tăng 2 lần so 2014. Chúng tôi ước tính CSM có thể tiêu thụ khoảng 100.000 lốp trong 2015 (tăng từ 25.000 lốp trong 2014) sau khi đạt chứng nhận chất lượng quốc tế.

Tiêu thụ xe ô tô năm 2015 ước tăng 27% n/n. Theo số liệu của VAMA, tiêu thụ xe năm 2014 đạt 157.810 xe, tăng 43% so với năm 2013. Trong đó dòng xe ô tô con tăng 43% n/n, đạt hơn 100.000 xe và dòng xe tải tăng 42% n/n, đạt gần 57.371 xe. Vụ Công nghiệp nặng (Bộ Công Thương) dự báo tiêu thụ ô tô năm 2015 sẽ đạt 200.000 xe, tăng 27,3% n/n. Tính đến hết Q1/15, tổng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường đạt 48.707 xe; tăng hơn 62% n/n. Tiêu thụ xe tăng trưởng tốt sẽ dẫn đến nhu cầu tiêu thụ sản phẩm và các phụ tùng khác.

Cổ tức 2014 cao hơn kế hoạch. DRC sẽ chi trả cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu với tỷ lệ tương ứng là 30% mệnh giá (tương ứng lợi tức cổ tức là 5%) và 10% VĐL. CSM sẽ trình ĐHCĐ thông qua tỷ lệ chi trả cổ tức với tỷ lệ 35% trong đó dự kiến cổ tức tiền mặt là 25% mệnh giá (tương ứng lợi tức cổ tức 8,8%) và cổ tức bằng cổ phiếu là 10% vốn điều lệ, cao hơn mức mức kế hoạch là chỉ 12%.

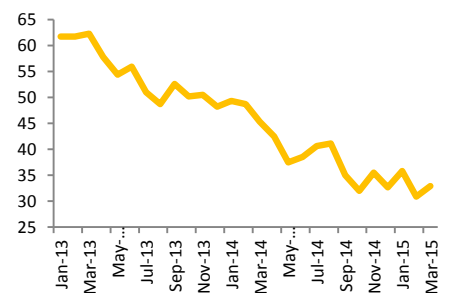
Định giá tương đối hợp lý. Các công ty sản lốp niêm yết đang được giao dịch tại P/E 2015 8,7 lần. Khuyến nghị **MUA** CSM, DRC

Giá giá mủ cao su quốc tế (USD/kg)



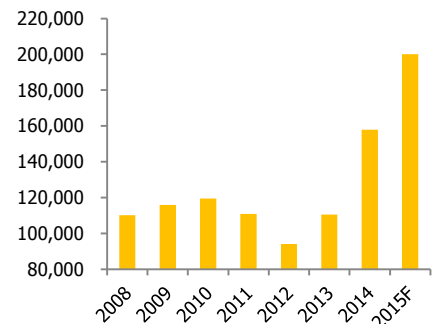
Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Giá giá mủ trong nước (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DPR, MBKE tổng hợp

Tiêu thụ xe trong nước



Nguồn: VAMA, MBKE tổng hợp

Tiêu thụ xe ô tô năm 2015 ước tăng 27% n/n.

Theo số liệu của VAMA, tiêu thụ xe năm 2014 đạt 157.810 xe, tăng 43% so với năm 2013. Trong đó dòng xe ô tô con tăng 43% n/n, đạt hơn 100.000 xe và dòng xe tải tăng 42% n/n, đạt gần 57.371 xe. Trong đó, doanh số bán hàng của xe lắp ráp trong nước tăng 13% n/n, trong khi xe nhập khẩu tăng 111% n/n so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng, tiêu thụ xe đặc biệt là các dòng xe nhập khẩu có thể sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới do lộ trình cắt giảm thuế nhập khẩu từ ASEAN. Theo thông tư số 165/2014/TT-BTC, thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN tiếp tục giảm còn 40%, 30% và 0% từ 2016, 2017 và 2018.

Vụ Công nghiệp nặng (Bộ Công Thương) dự báo tiêu thụ ô tô năm 2015 sẽ đạt 200.000 xe, tăng 27,3% n/n. Tính chung trong hai tháng đầu năm 2015, thị trường ô tô Việt Nam đã tiêu thụ được 32.308 xe, tăng 76% n/n. Tiêu thụ xe tăng trưởng tốt sẽ dẫn đến nhu cầu tiêu thụ xăm lốp và các phụ tùng khác.

Các công ty xăm lốp niêm yết

Mã CP	Vốn hóa (VNDb)	PER 2014	PER2015	PB	ROE (%)	ROA (%)	T12M Biên LNR (%)	Nợ/Vốn (%)
DRC	4.984	14,2	11,5	3,2	24,2	11,1	10,8	74,6
CSM	2.698	8,2	7	2,0	24,3	9,7	10,4	109,9
SRC	558	8,1	7,7	1,7	22,3	13,1	6,9	29,6
Trung bình	2.747	10,2	8,7	2,3	24,0	11,6	9,4	71,3

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

DRC – Triển vọng 2015 khả quan

Cổ tức tiền mặt và cổ phiếu 2014 tương ứng 30% mệnh giá và 10% VDL. ĐHCĐ cũng đã thông qua phương án chia cổ tức cho năm tài chính 2014 với cổ tức bằng tiền mặt là 30% mệnh giá (tương ứng lợi tức cổ tức 5%, tỷ lệ cổ tức/EPS là 71%) và cổ tức bằng cổ phiếu là 10% VDL. Tính đến thời điểm cuối Q4/14, DRC duy trì tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn là 380,5 tỷ đồng, tương đương (xấp xỉ 10.000 đồng/cp). Riêng LNST chưa phân phối cuối Q4/14 là 494 tỷ đồng (xấp xỉ 5.950 đồng/cp).

Tiêu thụ lốp radian đang tăng trưởng khá tốt. Cụ thể trong Q4/14, công ty ước tính tiêu thụ bình quân khoảng 12.000 lốp/tháng, tăng từ 4.700 chiếc lốp/tháng trong Q1/14. Trung bình trong năm 2014, DRC tiêu thụ xấp xỉ gần 10.000 chiếc lốp radian/tháng (111.000 lốp/năm). DRC tự tin có thể tiêu thụ được xấp xỉ 20.000 chiếc lốp/tháng (240.000 lốp/năm).

Dự kiến Q1/15 và kế hoạch Q2/15. DRC dự kiến tiêu thụ được khoảng 35.600 lốp radian toàn thếp. Lưu ý sản lượng tiêu thụ lốp trong Q1/15 chỉ xấp xỉ Q4/14 là do có các kỳ nghỉ lễ trong kỳ. Theo Nghị quyết HĐQT gần nhất, doanh thu thuần Q1/15 xấp xỉ khoảng 750 tỷ đồng, tăng 12 % so với cùng kỳ 2014. LNTT Q1/15 ước đạt 102 tỷ đồng, giảm 7% n/n (DRC chưa công bố BCTC chi tiết). Trong Q2/15, công ty đặt kế hoạch doanh thu 990 tỷ, tăng 14% n/n và LNTT 128 tỷ đồng, tăng 0,8% n/n.

Kế hoạch 2015 nhấn mạnh tăng trưởng tiêu thụ lốp radian toàn thép. ĐHCĐ đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2015 với Doanh thu tiêu thụ 3.910 tỷ đồng, tăng 16% n/n. Trong đó, doanh thu xuất khẩu ước đạt 25 triệu USD, tăng 40% n/n. Đáng lưu ý, DRC lên kế hoạch tiêu thụ 240.000 chiếc lốp radial toàn thép trong năm 2015 (Bình quân 20.000 chiếc lốp/tháng), tăng 109% so với cùng kỳ 2014; lốp Bias ước tiêu thụ được 800.000 chiếc tăng 3% n/n. Lợi nhuận trước thuế ước tính đạt 455 tỷ đồng, chỉ tăng 1% n/n. Theo giải thích của ban giám đốc về lý do lợi nhuận tăng chậm hơn doanh thu, lốp radian toàn thép vẫn còn đang lỗ do chi phí khấu hao và lãi vay (điểm hòa vốn lên đến 287.000 lốp trong khi tiêu thụ 2015 ước chỉ khoảng 240.000 lốp). Chúng tôi thận trọng dự báo DRC sẽ tiêu thụ được khoảng 220.000 chiếc lốp trong 2015.

Định giá. DRC đang được giao dịch tại P/E 2015 là 11,4 lần, tương đối cao hơn công ty cùng quy mô là CSM (7 lần). Tuy nhiên, cần lưu ý tiêu thụ lốp radian toàn thép của DRC đang có phần thuận lợi hơn của CSM. MUA (MT 66.000 đồng/cp)

CSM – Kỳ vọng tăng trưởng trong 2015

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ lốp radian tăng trưởng tốt trong 2015.

Tính đến Q4/14, chúng tôi ước tính CSM tiêu thụ bình quân khoảng 4.000 chiếc lốp radian toàn thép/tháng. CSM đã ký hợp đồng độc quyền phân phối sản phẩm lốp radian toàn thép với công ty US TIREX (Mỹ) với giá trị 57 triệu USD. Chúng tôi thận trọng ước tính CSM sẽ gia tăng được sản lượng tiêu thụ lốp radian toàn thép trong 2015 lên 100.000 lốp (hơn 8.300 lốp/tháng).

Kỳ vọng cổ tức tiền mặt cao hơn kế hoạch. Theo tài liệu ĐHCĐ 2015, CSM dự định chia cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu với tỷ lệ tương ứng 25% mệnh giá (2.500 đồng/cp) và 10% VDL, cao hơn tỷ lệ cổ tức theo kế hoạch là 12%. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/EPS tương ứng ở mức hợp lý là 52,3%. Ngoài ra, với LNST chưa phân phối của CSM (cuối 2014) đạt 476 tỷ đồng (khoảng 7.000 đồng/cp), CSM có đủ khả năng chia thêm cổ tức bằng cổ phiếu 10%.

Ước tính KQKD Q1/15 sơ bộ. Chúng tôi dự kiến trong Q1, CSM sẽ tiêu thụ được hơn 12.000 chiếc lốp radian toàn thép (bình quân khoảng hơn 4000 lốp radian/tháng). Mặc dù giá cao su đầu vào giảm khoảng 20%- 25% so với cùng kỳ nhưng chúng tôi dự kiến CSM sẽ chuyển lợi ích từ việc giá cao su giảm cho người tiêu dùng với giá bán bình quân (ASP) giảm khoảng 7% n/n - 8% n/n. Ngoài ra, nhà máy radian toàn thép đi vào hoạt động kể từ cuối Q2/14 làm tăng chi phí khấu hao và lãi vay. Do vậy, ước tính LNST Q1/15 giảm khoảng 30% n/n còn 55 tỷ đồng.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là 50.000 đồng, dựa trên P/E kỳ vọng 2015 là 8,7 lần, tương đối thấp hơn so với đối thủ trong nước cùng quy mô DRC là 11,4 lần. Cần lưu ý, ROE của CSM đạt 24,3% xấp xỉ ROE của DRC.



Ngành thủy sản

Ước XK Q1/15 giảm 23% n/n

- Tổng giá trị xuất khẩu thủy sản Q1/2015 ước đạt 1,06 tỷ USD, giảm 23% n/n.
- Kỳ vọng giá tôm cải thiện trong Q2/15.
- Kỳ vọng XK cá tra khởi sắc trong Q2/15 nhờ Brazil bỏ lệnh cấm
- Điều chỉnh tỷ giá (USD/VND) kỳ vọng tác động tích cực cho ngành.
- Doanh nghiệp XK có thị phần ổn định là lợi thế.

Tin tức/sự kiện

Theo thống kê của Hải quan, tổng giá trị XK thủy sản của cả nước từ tháng 1 đến giữa tháng 3/2015 đạt 1,061 tỷ USD, giảm 22% n/n. Trong đó, giá trị xuất khẩu tôm, cá tra, và cá ngừ trong 2 tháng đầu 2015 lần lượt giảm 30%, 18% và 13,5% n/n.

Nhận định của MBKE

Nguyên nhân là do trong Q1/2014, các nhà nhập khẩu tăng mua hàng dự trữ trong bối cảnh nguồn cung thiếu hụt trầm trọng, nhất là với mặt hàng tôm nên giá trị XK tăng đột biến. Bên cạnh đó, áp lực từ thuế chống bán phá giá cá tra POR9 cũng ảnh hưởng đến XK cá tra. Theo ước tính của VASEP, tổng giá trị XK thủy sản Q1/2015 sẽ đạt khoảng 1,27 tỷ USD, giảm 23% n/n. Xét riêng trong 2 tháng đầu năm 2015, nhiều doanh nghiệp lớn cũng có kết quả sụt giảm trong. Trong đó giảm mạnh nhất là Minh Phú (MPC) giảm 61% n/n. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra cũng công bố số liệu kém khả quan, ngoài trừ Vinh Hoàn (VHC) là có mức tăng trưởng dương 19% n/n nhờ được hưởng mức thuế chống bán phá giá POR9 và POR10 ở mức 0%.

Chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu tôm sẽ tăng trở lại trong các quý sau do nguồn cung tôm sẽ ở mức thấp sau khi các nước châu Á hết vụ thu hoạch. Bên cạnh đó, các quy định tỉ lệ mạ băng (lớp nước đóng băng trên bề mặt sản phẩm) là 10% và hàm lượng độ ẩm là 83% trong Nghị Định 36 được dời thời gian hiệu lực đến hết ngày 31/12/2015 giúp các DN cá tra tăng cạnh tranh về giá và cải thiện xuất khẩu. Thường nhu cầu thủy sản Q1 thấp và tăng dần từ cuối Q2 đến cuối năm do yếu tố mùa vụ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu thủy sản cải thiện trở lại trong các quý sau.

Tổng cục thủy sản đặt kế hoạch 2015 với kim ngạch xuất khẩu khoảng 8,5 tỷ USD, tăng 10,7% n/n.

Giá trị xk các công ty (Triệu USD)

CTy	2T/15	2T/14	Tăng trưởng
MINH PHU Co.	32,3	84,0	-61%
VINH HOAN Co.	31,7	26,7	19%
HUNG VUONG Co.	14,8	22,5	-34%
FIMEX VN	13,2	15,7	-16%
NAVICO	11,7	14,4	-19%
IDI CORP	11,4	13,6	-16%
AGIFISH	8,5	30,5	-72%

Nguồn: VASEP, MBKE

Thị trường xk cá tra 2T/2015 (Triệu USD)

Thị trường	2T/2015	Tỷ lệ	Tăng trưởng
Mỹ	48,8	21,7%	-20,9%
EU	40,0	17,8%	-26,4%
Mexico	21,9	9,8%	+31,3%
ASEAN	19,5	8,7%	-1,3%
TQ và HK	19,1	8,5%	+58,0%
Colombia	12,5	5,6%	+1,5%
Arập Xêut	7,0	3,1%	-1,9%
Canada	5,5	2,5%	+22,5%
Khác	50,0	22,3%	-41,8%
Tổng cộng	224,8	100%	-18,2%

Nguồn: VASEP, MBKE

Thị trường xk tôm 2T/2015 (Triệu USD)

Thị trường	2T/2015	Tỷ lệ	Tăng trưởng
Mỹ	68,9	19,8%	-61,6%
EU	64,6	18,5%	+4,5%
Nhật Bản	62,0	17,8%	-30,2%
TQ và HK	47,4	13,6%	+15,5%
Hàn Quốc	30,3	8,7%	-23,4%
Canada	16,1	4,6%	-5,2%
Australia	15,2	4,4%	-41,2%
ASEAN	8,9	2,6%	+36,0%
Đài Loan	8,2	2,4%	+15,6%
Nga	4,6	1,3%	+23,6%
Khác	21,9	6,3%	-15,3%
Tổng	348,6	100%	-29,9%

Nguồn: VASEP, MBKE

Kì vọng giá tôm cải thiện trong Q2/15.

Giá tôm trên thị trường thế giới từ đầu năm đến cuối tháng 3 đã giảm khoảng 10% n/n do nguồn cung tăng trong khi nhu cầu thấp hơn so với cùng kỳ. Ấn Độ, quốc gia xuất khẩu tôm đứng đầu vào thị trường Mỹ và đứng thứ tư vào thị trường Nhật trong 2014, đang vào mùa vụ và giải phóng hàng tồn kho nên làm tăng cung trên thị trường. Tuy nhiên, theo dự báo các doanh nghiệp xuất khẩu, sau khi lượng hàng tồn kho trên được tiêu thụ hết trong Q1/2015 thì tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ trở lại. Hơn nữa, nhu cầu thủy sản Q1 thường thấp nhất trong năm và sau đó tăng dần từ Q2 đến cuối năm. Do vậy, chúng tôi kì vọng giá tôm sẽ tăng trở lại trong Q2.

Kì vọng XK cá tra khởi sắc trong Q2/15 nhờ Brazil bỏ lệnh cấm.

Cuối tháng 3/2015, Bộ Nông nghiệp, Chăn nuôi và Cung ứng Thực phẩm Brazil (MAPA) đã cấp giấy phép nhập khẩu trở lại đối với thủy sản từ Việt Nam. Trước đó, từ tháng 9/2014, nước này đã ngừng nhập khẩu thủy sản Việt Nam do Việt Nam chậm gửi Kế hoạch khắc phục các khuyến cáo về phòng chống dịch bệnh khẩn cấp mà MAPA đưa ra sau khi thực hiện chuyển thanh tra thủy sản nuôi tại Việt Nam vào tháng 3/2013.

Đây là thông tin tích cực cho ngành cá tra Việt Nam do xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Brazil trong những năm gần đây luôn tăng trưởng mạnh và có mức tăng trưởng cao nhất so với Mỹ, EU và ASEAN. Tỷ trọng cá tra xuất khẩu vào Brazil đã tăng từ mức 4,5% trong 2011 lên mức 7% của 2014. Những rào cản về thuế chống bán phá giá cá tra vào thị trường Mỹ cũng như nhu cầu sụt giảm tại EU đã làm giảm sản lượng cũng như giá trị xuất khẩu của toàn ngành trong Q1/2015. Thay đó, Brazil là một trong những thị trường tiềm năng mà các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam đang mở rộng để bù đắp sự sụt giảm của các thị trường chủ lực.

Điều chỉnh tỷ giá (USD/VND) kì vọng tác động tích cực cho ngành.

Hầu hết các DN thủy sản Việt Nam đều xuất khẩu sang các thị trường tiêu thụ lớn của thế giới là EU, Mỹ, Nhật và phần lớn các hợp đồng xuất khẩu đều dưới đồng tiền USD. Hiện đồng USD đang lên giá so với hầu hết các loại tiền tệ khác như Euro, JPY... trong khi tỷ giá USD/VND không đổi. Điều này phần nào ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp đến sản lượng xuất khẩu của các DN thủy sản Việt Nam so với các nước đối thủ xuất khẩu thủy sản có tỷ giá thả nổi. Việc đồng tiền Euro, JPY bị mất giá so với USD cũng khiến cho nhu cầu nhập khẩu của các thị trường này giảm.

Do đó, nếu tỷ giá tăng tỷ thêm sẽ có lợi cho các DN xuất khẩu thủy sản. Hơn nữa, các công ty thủy sản thường vay bằng đồng USD để tài trợ vốn lưu động và lượng tiền vay đều thấp hơn so với doanh thu mang lại. Do vậy, sự điều chỉnh tăng tỉ giá USD/VND (nếu có) sẽ giúp doanh số cải thiện đồng thời mang lại một phần lãi từ chênh lệch tỉ giá, tăng lợi nhuận.

Doanh nghiệp có vùng nuôi riêng và thị phần xuất khẩu ổn định là lợi thế.

CTCP thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC) vẫn là doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô

sản xuất (vùng nuôi đạt tiêu chuẩn, hệ thống sản xuất và quản lý theo chuỗi giá trị) và thị trường xuất khẩu ổn định. Ngoài ra, CTCP thủy sản Sao Ta (FMC) được hưởng lợi từ giá tôm kì vọng duy trì ở mức cao.

VHC Mặc dù triển vọng xuất khẩu cá tra của Việt Nam không khả quan trong 2015 do chịu sức ép từ Nghị Định 36, thuế CBPG POR10 nhưng VHC được kì vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt. Trong khi các DN xuất khẩu cá tra khác bị đánh thuế CBPG POR10 cao hơn thì VHC vẫn ở mức 0%. Điều này giúp VHC đẩy mạnh được thị phần của mình tại Mỹ, nơi mà giá bán cá tra cao nhất so với các thị trường khác. Xét riêng trong 2 tháng đầu 2015, kim ngạch xuất khẩu cá tra của VHC tăng 19% n/n trong khi toàn ngành giảm 18% n/n. Cùng với kì vọng lạc quan về nhà máy Collagen đã bắt đầu hoạt động trong tháng 1/2015, chúng tôi ước tính DT và LNST 2015 của VHC khoảng 7.792 tỷ và 499 tỷ, tăng 24% n/n và 14% n/n.

FMC Với việc tôm Thái Lan sẽ hết được ưu đãi thuế quan vào EU từ năm 2014, tin tốt từ POR9 (mức thuế POR9 của FMC ở mức 0%), và sự thiếu hụt nguồn cung tôm trên thế giới chưa cải thiện nhiều là nhân tố chính giúp FMC mở rộng thị phần, tăng sản lượng cùng với kỳ vọng thu lợi từ việc giá tôm sẽ tiếp tục giữ ở mức cao trong thời gian tới. Ước tính KQKD 2015 của FMC với doanh thu và LNST đạt lần lượt là 3.687 tỷ và 79 tỷ, tăng 27% n/n và 26% n/n

Các công ty thủy sản niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2014	PE 2015 (*)	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/VCSH
HVG	3.879	9,3	8,8	1,5	16,2	4,0	2,5	201,1
VHC	3.715	8,6	7,4	2,0	25,4	12,1	6,7	112,3
FMC	524	7,4	6,6	1,3	18,7	6,1	2,0	175,9
IDI	804	4,6		0,7	16,3	5,2	4,6	167,3
TS4	149	7,3		0,5	9,4	2,6	2,4	173,7
AGF	529	7,3		0,6	8,6	3,2	2,6	107,6
VTF	1.380	9,0		1,4	16,1	9,6	3,5	34,2
AVF	48				4,0	(58,7)	(575,5)	282,3
AAM	124	14,0		0,5	3,4	3,0	2,0	7,6
TB	1.239	8,4	7,9	1,1	13,1	5,7	3,3	122,5

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

(): Maybank Kim Eng dự báo*



Ngành Cao su thiên nhiên

Kế hoạch 2015 thấp

- Giá cao su thấp nhưng đà giảm chững lại
- Kế hoạch cổ tức giảm so với năm trước
- Hoạt động thanh lý tiếp tục giữ LN không giảm sâu

Tin tức sự kiện

Giá cao su giảm 28% n/n xuống 1.500 USD/tấn. Nhưng đà giảm giá có dấu hiệu chững lại trong 2 tháng trở lại đây. Các doanh nghiệp cao su niêm yết đề ra kế hoạch kinh doanh và phân phối lợi nhuận 2015 thấp hơn năm trước.

Nhận định của MBKE

Giá mủ cao su vẫn duy trì ở mức thấp nhưng đà giảm đã chững lại. Giá cao su giảm 28% n/n xuống 1.500 USD/tấn. Nhưng đà giảm giá có dấu hiệu chững lại trong 2 tháng trở lại đây. Nguyên nhân có thể là do cây cao su bước vào mùa thay lá từ tháng 2 đến tháng 5 kìm hãm đà tăng nguồn cung cao su.

Kế hoạch kinh doanh 2015 thấp. Trước diễn biến giá cao su vẫn tiếp tục bất lợi, các công ty cao su thiên nhiên đã đề ra kế hoạch kinh doanh thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ. Kế hoạch DTT của các công ty giảm xấp xỉ 30% n/n. Trong đó, giá bán bình quân giảm xấp xỉ từ 18%-20% xuống chỉ còn 31-31,5 triệu đồng/tấn. Lưu ý, giá thành mỗi tấn cao su được đề ra ở mức 30 triệu đồng tấn.

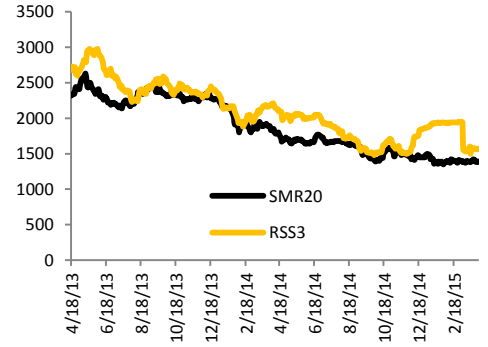
Kế hoạch cổ tức 2015 giảm so với cùng kỳ. Với lợi nhuận 2015 không mấy tích cực, các công ty cao su thiên nhiên lên kế hoạch cổ tức thấp hơn so với 2014. Cụ thể, PHR, TRC và DPR dự kiến chi trả cổ tức với tỷ lệ 20%, 25% và 20-25% mệnh giá, thấp hơn tương đối so với mức 20%(giảm từ 30%), 30%, 30% năm 2014. Với mức cổ tức như kế hoạch, lợi tức cổ tức 9,6%, 9,6% và 7,3%.

Hoạt động thanh lý tiếp tục giữ LN không giảm sâu. Hoạt động thanh lý vườn cây cao su là đóng góp không nhỏ vào LN của doanh nghiệp trong năm 2014. Trước tình hình giá cao su tiếp tục bất lợi trong 2015, các doanh nghiệp sẽ duy trì hoạt động thanh lý nhằm tái cơ cấu vườn cây. PHR lên kế hoạch thanh lý 1.035 ha cây cao su đóng góp khoảng 100 tỷ đồng LN. Chúng tôi ước tính DPR và TRC lần lượt thanh lý khoảng 450ha và 300 ha trong 2015, đóng góp khoảng 72 tỷ đồng và 48 tỷ đồng.

Triển vọng tăng trưởng sản lượng dài hạn khả quan. Đa số các công ty đã triển khai các dự án mở rộng diện tích. Những công ty đầu ngành như DPR, PHR đã hoàn thành xong việc trồng mới các vườn cây tại Campuchia với diện tích lần lượt là 6.500ha và 7.600ha. Phần lớn diện tích của cả hai công ty này sẽ được đưa vào khai thác kể từ 2016. Riêng TRC đã trồng được gần 50% diện tích vườn cây 6.157ha.

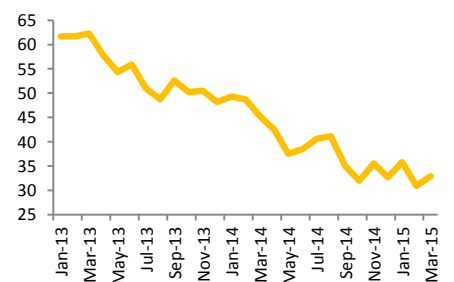
Định giá hợp lý. Các công ty cao su niêm yết đang được giao dịch hợp lý tại P/E 2014 7,3x, so với VN-Index hiện khoảng 13,4x. GIỮ

Giá giá mủ cao su quốc tế (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Giá giá mủ trong nước (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DPR, MBKE tổng hợp

DPR - Lợi tức cổ tức từ 5,9% đến 7,3%

Ước tính KQKD Q1/15. Chúng tôi ước tính doanh thu kinh doanh cao su Q1/15 ước giảm 33% n/n, còn xấp xỉ 110 tỷ đồng. Trong đó, sản lượng tiêu thụ Q1/2014 ước giảm nhẹ 6,3% n/n, còn 3.190 tấn. Giá bán bình quân trong Q1/15 ước giảm 29,3% n/n còn 33,5 triệu đồng/tấn. Lợi nhuận ước đạt hơn 40 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ 2014.

Lợi tức cổ tức từ 5,9% đến 7,3%. HĐQT đề xuất chi trả cổ tức 2015 với tỷ lệ 20%-25% mệnh giá, giảm từ mức 30% mệnh giá (3.000 đồng/cp) năm 2014. Nếu được ĐHCĐ thông qua, lợi tức cổ tức 2015 tương ứng là 5,9% - 7,3%. Tỷ lệ chi trả cổ tức tương ứng là 49%-61% tương đối hợp lý do nhu cầu đầu tư trong các năm tới không cao vì công ty đã hoàn thành dự án trồng 6.300 ha cao su Đồng Phú Kratie và hơn 75% dự án Đồng Phú – Đak Nông. Tính đến cuối 2014, tiền và tương đương tiền của DPR đạt 638,7 tỷ đồng, tương đương 13.800 đồng/cp.

Định giá hợp lý. Với mức giá hiện tại, DPR đang được định giá hợp lý tại PE 2015 là 8,3 lần. Khuyến nghị GIỮ

PHR – Lợi tức cổ tức 9,6%

Hoạt động thanh lý cây cao su đóng góp đáng kể vào LN của công ty trong 2015. Trong đó, giá bán bình quân (ASP) dự kiến cho 2015 là 31,5 triệu đồng/tấn, giảm 18,2% n/n. Sản lượng tiêu thụ 29.600 tấn, giảm 13,4% n/n. Giá thành cho mỗi tấn cao su theo kế hoạch là 30 triệu đồng/tấn. Trong năm nay PHR lên kế hoạch thanh lý 1.035 ha cây cao su đóng góp khoảng 100 tỷ đồng LN. Theo đó, công ty đặt kế hoạch lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ là 115,6 tỷ đồng giảm 66,4% n/n. Chúng tôi cho rằng, kế hoạch 2015 của công ty đặt ra cho 2015 là hợp lý do Giá cao trong nước và quốc tế vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện do hàng tồn kho quốc tế đang đứng ở mức cao (2,2-2,5 triệu tấn) trong khi nhu cầu tiêu thụ ảm đạm.

Lợi tức cổ tức 9,6%. ĐHCĐ cũng đã thông qua kế hoạch chia cổ tức 2015 với tỷ lệ 20% mệnh giá, tương ứng lợi tức cổ tức 9,6%. Lưu ý, cuối Q4/14 PHR có lượng tiền và tương đương tiền là 465 tỷ đồng (tương ứng 5.700 đồng/cp); LNST chưa phân phối là 483 tỷ đồng (5.900 đồng/cp).

Ước tính KQKD Q1/15. PHR chưa công bố KQSX KD Q1/15, tuy nhiên chúng tôi ước tính giá bán bình quân trong Q1/15 giảm khoảng 30% còn khoảng 33,5 triệu đồng /tấn. Với giá định sản lượng tiêu thụ xấp xỉ cùng kỳ năm 2014, đạt 7.488 tấn, doanh thu Q1/15 của PHR ước tính giảm 24% n/n còn khoảng 251 tỷ đồng. LNST Q1/15 ước tính giảm 51,3% n/n, còn khoảng 37 tỷ đồng.

Định giá hợp lý. DPR đang được giao dịch tại P/E 2015 6,3 lần. Khuyến nghị GIỮ

TRC – Vườn cây trẻ cho năng suất cao

Vườn cây trẻ cho năng suất cao. Lợi thế của TRC đó là công ty đang sở hữu vườn cây trẻ nhất trong các công ty thuộc Tập đoàn Cao Su Việt Nam (VRG) với độ tuổi trung bình là 18,5 (DPR 19,5 tuổi, PHR 23,5 tuổi). Chính vì vậy, năng suất vườn cây của TRC hiện duy trì ở mức 2.14 tấn/ha, cao nhất trong Tập đoàn.

Triển vọng dài hạn từ dự án mở rộng diện tích. TRC đang triển khai đầu tư vào dự án trồng 6.157 ha cao su tại Oddar Meanchey, Campuchia với tổng vốn đầu tư gần 65 triệu USD, tỷ lệ vốn tự có/vốn vay là 70/30. Hiện TRC đã trồng được gần 50% diện tích. Dự án này sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2018.

Dự kiến KQKD Q1/15. Kết quả kinh doanh Q1/15 của TRC tương tự các công ty trong ngành. Giá bán bình quân ước giảm khoảng 30% còn khoảng 33 đến 33,5 triệu đồng /tấn. Với giả định sản lượng tiêu thụ xấp xỉ cùng kỳ năm 2014, đạt 2.900 tấn, doanh thu Q1/15 của TRC ước tính giảm 24% n/n còn khoảng 101 tỷ đồng. LNST Q1/15 ước giảm 62,3% n/n còn 20 tỷ đồng.

Định giá hợp lý. Với mức giá hiện tại TRC đang được giao dịch tại P/E 2014 là 5,7x.

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

Khuyến nghị

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

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

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

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

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

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

Malaysia

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

Singapore

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

Thái Lan (Thailand)

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

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

Mỹ (US)

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

Anh (UK)

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

CÔNG BỐ THÔNG TIN

Công bố tổ chức hợp pháp

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

Tuyên bố lợi ích

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

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

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

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

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

NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

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

Lưu ý

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

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

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

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

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

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

Malaysia

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

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

Philippines

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

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

South Asia Sales Trading

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

Singapore

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

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

Hong Kong

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

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

Thailand

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

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

North Asia Sales Trading

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

London

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

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

Indonesia

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

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

Vietnam

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

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

New York

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

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

India

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

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

Saudi Arabia

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

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