

## Báo cáo chiến lược

# Q2/16 – Tích cực ngắn hạn

### Kinh tế vĩ mô - Điểm sáng FDI

Tăng trưởng GDP Q1/16 đạt 5,46%, tương đối thấp so với cùng kỳ 2015 (6,1%). Chỉ số IIP tính chung cả Q1/16 tăng 6,3%, thấp hơn mức 9,1% của cùng kỳ năm ngoái. PMI vẫn duy trì trên 50 trong 3 tháng đầu năm nhưng mức độ cải thiện có phần chững lại so với cùng kỳ. Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát với CPI tháng 3/2016 tăng 0,57% so với tháng trước và 1,7% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, điểm sáng của kinh tế vĩ mô trong Q1/16 là đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tăng trưởng tốt và là tiền đề thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2016. Theo tổng cục thống kê, vốn đăng ký của các dự án cấp mới và vốn cấp bổ sung từ đầu năm đến ngày 20/3/2016 đạt 4 tỷ USD, tăng 119% so với cùng kỳ. Vốn FDI thực hiện ước đạt 3,5 tỷ USD, tăng 14,8% so với cùng kỳ.

### Thị trường Q2/16 – tích cực trong ½ đầu quý

Trong 15 ngày đầu tháng 4 đã chứng kiến sự đi lên mạnh mẽ của VN-Index nói riêng và phần đông thị trường nói chung. Với các phân tích sẽ trình bày chi tiết dưới đây, chúng tôi cho rằng VN-Index nhiều khả năng sẽ trải qua ½ giai đoạn đầu Quý 2 (đến cuối tháng 4, đầu tháng 5) tương đối thuận lợi với việc duy trì thành công xu hướng tăng ngắn hạn. Vùng mục tiêu cao nhất của VN-Index trong nửa đầu quý 2 nhiều khả năng có thể đạt từ 605 đến 640 điểm (tương đương với mức tăng thêm từ 5% đến 11% tính từ mức hiện tại). Dù vậy sự khó khăn có thể sẽ đến trong khoảng thời gian còn lại sau đó của Quý 2, khó khăn có thể biểu hiện bằng việc xu hướng tăng bị đứt quãng hoặc thậm chí có thể xuất hiện pha điều chỉnh sâu.

### “Nới room” - chủ đề thúc đẩy thị trường

Sự “thất vọng” của NĐTNN khi nghị định 60 trước đó không thể giải quyết rõ ràng bài toán “nới room” đã phần nào được thể hiện qua động thái bán ròng của khối này suốt từ tháng 8/2015. Điều khá thú vị khi việc giảm bớt cường độ bán ròng và sau đó quay lại mua ròng của khối ngoại trong hai tháng vừa qua trùng hợp với việc gỡ bỏ thêm những nút thắt trong việc thực hiện nới room dành cho các công ty niêm yết. Trong ngắn hạn Quý 2 và trung hạn cả năm 2016, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá câu chuyện về “nới room” sẽ là một trong số “các điểm nhấn quan trọng nhất” tạo ra hiệu ứng theo hướng tích cực lên thị trường.

### Các DN được lợi từ giá cả hàng hóa giảm

Xu thế giá dầu thấp và khó có khả năng phục hồi nhanh, ít nhất là cho tới 2017, kéo theo giá cả nhiều hàng hóa vẫn duy trì ở mức thấp. Nhiều công ty sẽ được hưởng lợi nhờ giá nguyên liệu đầu vào thấp giúp cải thiện biên lợi nhuận. Ngoài ra, Với hệ thống hạ tầng còn thiếu và chưa đồng bộ, đầu tư phát triển hạ tầng được xem là lĩnh vực hấp dẫn trong dài hạn, thu hút sự tham gia của nhiều doanh nghiệp xây dựng. Triển vọng ngành thép dần tích cực hơn trong khi ngành được vẫn còn bỏ ngõ câu hỏi về việc “nới room ngoại”. Chúng tôi cho rằng những công ty có nền tảng cơ bản tốt, hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực nhiều tiềm năng tăng trưởng, tài sản lớn, và quản trị minh bạch luôn được các nhà đầu tư quan tâm.

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

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

# Kinh tế vĩ mô – cập nhật

## Q1/16

Chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP Q1/16 thấp hơn kỳ vọng tạo ra thách thức nhất định đối với mục tiêu tăng trưởng kinh tế cả năm là 6,6%. Một số tổ chức trong và ngoài nước đã hạ dự báo GDP của Việt Nam trong tháng 3. Cụ thể, HSBC Việt Nam đã hạ mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2016 của Việt Nam từ 6,7% xuống chỉ còn 6,3%. Nguyên nhân chủ yếu là do tăng trưởng GDP trong Q1/16 thấp hơn rất nhiều so với kỳ vọng trước đây. Ngoài ra, World Bank đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế của Việt Nam 2016 từ 6,5% xuống còn 6,2%.

### GDP Q1/16 - ảnh hưởng bởi nông nghiệp

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q1/16 tăng 5,46% so với cùng kỳ 2015, tương đối thấp so với cùng kỳ năm ngoái là 6,1%. Yếu tố thời tiết như hạn, mặn đã bắt đầu ảnh hưởng lên khu vực nông lâm nghiệp và thủy sản. Trong khi đó, ngành công nghiệp tăng chậm hơn so với cùng kỳ 2015.

### Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP)

Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) tháng 03/2016 ước tính tăng 6,3% so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng này thấp hơn so với tháng trước là 7,9% và so với cùng kỳ năm trước là 9,3%. Tính chung Q1/16, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 6,3% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn mức tăng của cùng kỳ năm 2015 (9,1%).

### Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI)

Tháng 03/2016 ghi nhận tháng thứ 4 liên tiếp trên 50 điểm cho thấy sản xuất tiếp tục mở rộng. Cụ thể, PMI tháng 3/2016 đứng ở mức 50,7 (từ mức 50,3 trong tháng hai). Số lượng đơn đặt hàng mới và số lượng đơn hàng xuất khẩu tăng nhanh. Theo đó, hoạt động mua hàng tăng để đáp ứng nhu cầu đơn đặt hàng tăng trong tháng. Nhìn chung 3 tháng đầu năm 2016, mức độ cải thiện có phần chững lại so với 3 tháng đầu năm 2015.

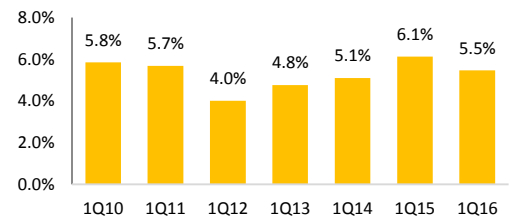
### Cầu tiêu dùng cải thiện thấp hơn so với cùng kỳ.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng Q1/16 tăng 7,9%, thấp hơn mức tăng 9,2% của cùng kỳ năm trước, do chỉ số giá bình quân Q1/16 cao hơn chỉ số giá của cùng kỳ năm 2015. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng vẫn còn khá sớm để nói về xu hướng tiêu dùng cả năm 2016.

### Xuất siêu 800 triệu USD trong Q1/16.

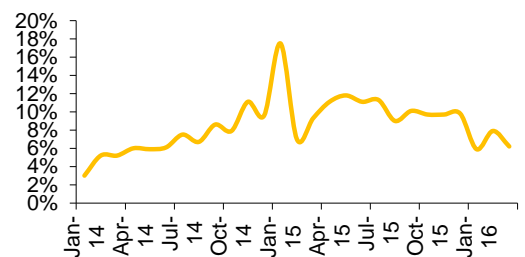
Việt Nam ước xuất siêu 800 triệu USD trong Q1/16 một phần do nhập khẩu chững lại. Trong đó kim ngạch hàng hóa xuất khẩu Q1/16 ước tính đạt 37,9 tỷ USD, tăng 4,1% so với cùng kỳ năm trước. Kim ngạch hàng hóa nhập khẩu Q1/16 ước tính đạt 37,1 tỷ USD, giảm 4,8% so với cùng kỳ năm trước. Khối FDI tiếp tục là động lực chính cho hoạt động thương mại quốc tế, lần lượt chiếm 71,5% kim ngạch xuất khẩu (27,1 tỷ USD) và 59,8% kim ngạch nhập khẩu (22,2 tỷ USD) cả nước. Đầu tư trực tiếp nước ngoài gia tăng sẽ tạo động lực cho hoạt động thương mại của cả nước trong trung và dài hạn.

### Tăng trưởng GDP cả nước (%)



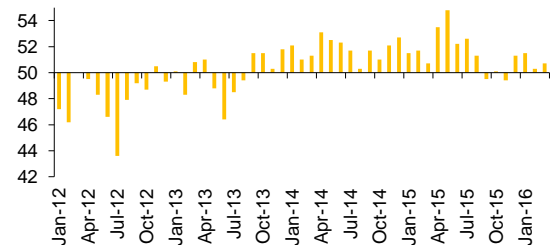
Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

### IIP và Tổng mức hàng hóa bán lẻ



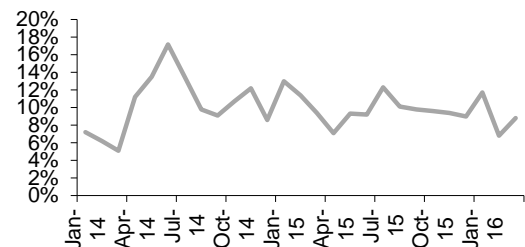
Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

### PMI theo tháng



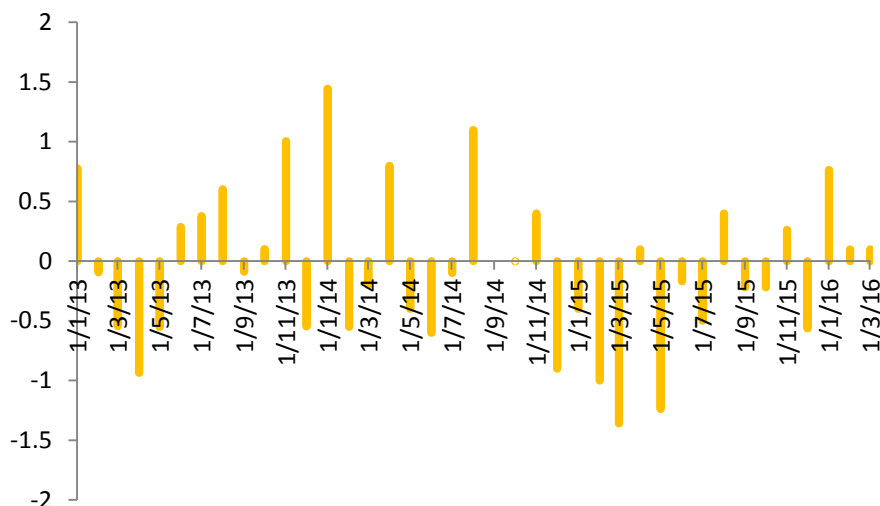
Nguồn: Markit Nikkei, MBKE tổng hợp

### Tăng trưởng tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

**Cán cân thương mại (tỷ USD)**

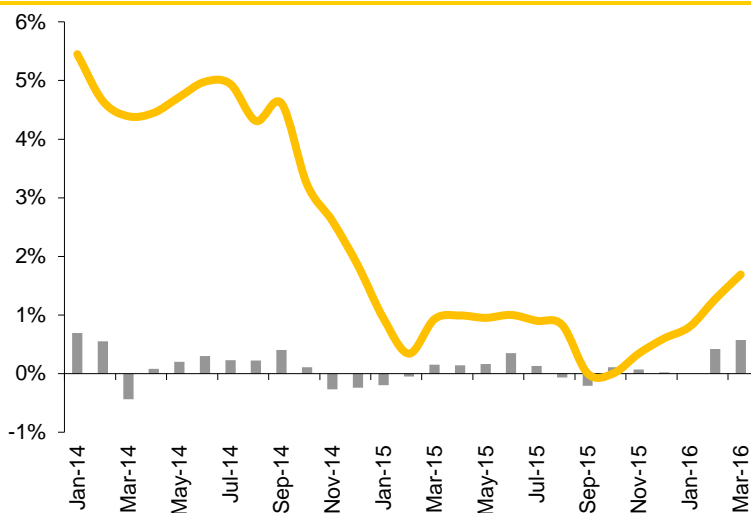


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

**Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát.**

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 3 tăng 0,57% so với tháng trước, và tăng 1,7% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu do tác động của giá dịch vụ y tế và dịch vụ giáo dục (2 nhóm chiếm xấp xỉ khoảng 10% rổ tính CPI) tăng. Trong đó, nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 24,34% do giá dịch vụ y tế được điều chỉnh tăng từ ngày 01/03/2016. Nhóm giáo dục tăng 0,66% do trong tháng có 6 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương điều chỉnh tăng học phí theo Nghị định số 86/2015/NĐ-CP. Ngoài 2 nhóm trên thì 9/11 nhóm hàng còn lại giảm giá. Chúng tôi cho rằng mục tiêu lạm phát dưới 5% cho cả năm 2016 là tương đối khả thi.

**Chỉ số CPI theo tháng và so với cùng kỳ**



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

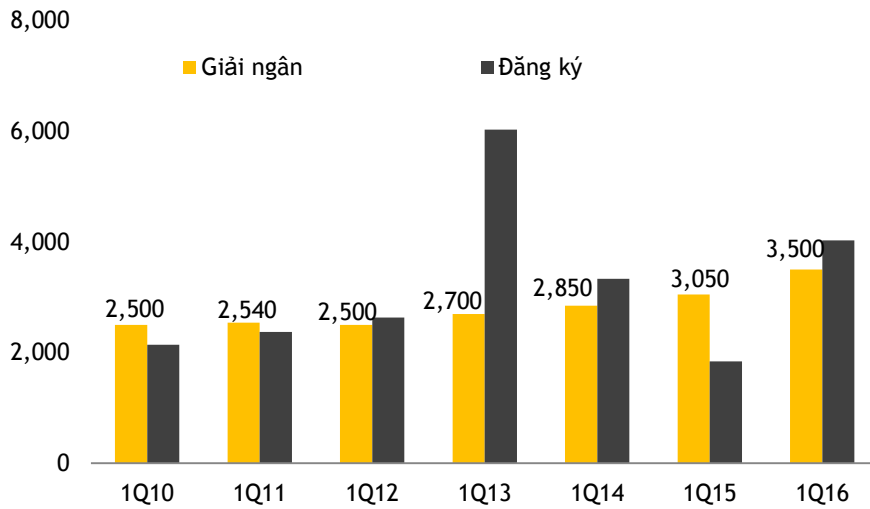
**FDI tiếp tục tạo điểm nhấn.**

Một trong những điểm sáng của kinh tế vĩ mô Q1/16 là đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tiếp tục tăng trưởng tốt và là tiền đề để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2016. Theo tổng cục thống kê, tổng vốn đăng ký của các dự án cấp mới và vốn cấp bổ sung từ đầu năm đến ngày 20/3/2016

6/01/2016

đạt 4 tỷ USD, tăng 119,1% so với cùng kỳ năm trước. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện ước tính đạt 3,5 tỷ USD, tăng 14,8% so với cùng kỳ năm 2015.

**FDI cả nước (triệu USD)**



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục dẫn đầu thu hút FDI với số vốn đăng ký đạt 2.908 triệu USD, chiếm 72,2% tổng vốn đăng ký; ngành hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 239,8 triệu USD, chiếm 6% tổng vốn FDI đăng ký; ngành nghệ thuật, vui chơi và giải trí đạt 212,2 triệu USD, chiếm 5,3%; các ngành còn lại đạt 666,3 triệu USD, chiếm 16,5%.

Khối FDI hiện dẫn đầu trong hoạt động thương mại quốc tế. Sự gia tăng đầu tư của nhóm này sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng thương mại trong trung và dài hạn.

## Nhận định thị trường

# Q2/16 – Hãy mạnh dạn trong nửa đầu quý 2

### Quý 1/2016: Đầu quý tồi tệ, giữa quý phục hồi, cuối quý điều chỉnh

Quý đầu tiên của năm 2016 đã trải qua với nhiều giai đoạn biến động đáng chú ý. Giai đoạn tháng đầu tiên của quý 1 thật sự là “nỗi kinh hoàng” của NĐT khi thị trường có bước “khởi động” vào loại kém nhất trong 5 năm trở lại đây.

Báo cáo chiến lược đầu tiên của năm 2016 được chúng tôi phát hành vào ngày 16/01 ([tham khảo tại đây](#)), thời điểm mà sự lao dốc của thị trường vẫn đang tiếp diễn ở cường độ cao. Chúng tôi đã đưa ra nhìn nhận về một “nửa đầu quý 1” nhiều rủi ro, và sự phục hồi ổn định cũng như phục hồi sẽ đến vào giai đoạn nửa sau của quý. Trong một chừng mực nào đó, nhận định này đã tương đối phù hợp với diễn biến của thị trường thời gian vừa qua.

Giai đoạn sau tết Âm Lịch chứng kiến sự hồi phục ấn tượng của thị trường và ở tháng cuối cùng của quý ghi nhận sự điều chỉnh trở lại.

Tính đến 17/04/2016

**VN-Index: 579,8 ; +0,13%**

**HNX-Index: 80,3 ; +0,43%**

### Nhận định Q2/2016: Tích cực trong nửa đầu quý

Những ngày đầu quý 2 đang diễn ra và trong 15 ngày đầu tháng 4 đã chứng kiến sự đi lên mạnh mẽ của VN-Index nói riêng và phần đông thị trường nói chung.

Với các phân tích sẽ trình bày chi tiết dưới đây, chúng tôi cho rằng VN-Index nhiều khả năng sẽ trải qua ½ giai đoạn đầu Quý 2 (đến cuối tháng 4, đầu tháng 5) tương đối thuận lợi với việc duy trì thành công xu hướng tăng ngắn hạn. Vùng mục tiêu cao nhất của VN-Index trong nửa đầu quý 2 nhiều khả năng có thể đạt từ 605 đến 640 điểm (tương đương với mức tăng thêm từ 5% đến 11% tính từ mức hiện tại). Dù vậy sự khó khăn có thể sẽ đến trong khoảng thời gian còn lại sau đó của Quý 2, khó khăn có thể biểu hiện bằng việc xu hướng tăng bị đứt quãng hoặc thậm chí có thể xuất hiện pha điều chỉnh sâu.

### Trung hạn cho cả năm 2016

Không có thay đổi trong nhìn nhận trung hạn của chúng tôi so với báo cáo chiến lược đã xuất bản đầu năm. Dù sẽ có nhiều trở lực và các “rủi ro hệ thống” khó đoán định, TTCK Việt Nam được chúng tôi dự báo sẽ vẫn có khả năng tăng trung bình 7-12% trong năm nay. Dự báo này được đưa ra dựa trên sự so sánh tương quan với thị trường các quốc gia trong khu vực, tiềm năng nội tại của nền kinh tế cũng như các góc nhìn về phân tích kỹ thuật trong trung hạn của thị trường.

## Nhìn lại Quý 1/2016: Đầu quý tồi tệ, giữa quý phục hồi, cuối quý điều chỉnh

Quý 1/2016 đã diễn ra với các gam màu tối sáng khá rõ nét ở những khoảng thời gian khác nhau. Dù tính đến hiện tại (15/4/2016), VN-Index gần như không ghi nhận biến động nào so với mức điểm đầu năm (+0,60%), nhưng không vì thế mà thị trường thiếu độ kịch tính trong hơn 3 tháng qua. Diễn biến thị trường trong Q1/2016 có thể chia thành ba giai đoạn khác nhau.

### Diễn biến của VN-Index trong Quý 1/2016



Nguồn: HOSE, MBKE tổng hợp

- Giai đoạn lao dốc mạnh (Đầu năm đến cuối tháng 1).** Đây là giai đoạn “thảm họa” thật sự của thị trường. Ở mức đỉnh điểm, ngày 22/1/2016 ghi nhận mức giá thấp nhất trong ngày tại 513,8 điểm, tương ứng với việc VN-Index để mất 11,3%(!) – một “kỳ lục ngược” thật sự tính từ năm 2010 đến nay. Nguyên nhân chính dẫn đến kết quả trên chính là sự “kết hợp” giữa việc mất điểm mạnh tại hầu hết các TTCK trên thế giới (đỉnh điểm của tháng 1 DJ để mất 9,5%, Shanghai mất 24,9%!), sự đi xuống mạnh của giá dầu (mức thấp nhất trong tháng 1 mất 28%) và tình trạng căng thẳng về tỷ giá tại Việt Nam. Tính riêng tại HSX, khối ngoại bán ròng mạnh trong tháng 1 với giá trị 1.309 tỷ đồng – mức bán ròng mạnh nhất trong tháng 1 kể từ năm 2013 đến nay.
- Giai đoạn hồi phục thật sự (Sau Tết Âm Lịch nửa đầu tháng 3).** Sự “đồng đều” trở lại của giá và thanh khoản thật sự bắt đầu từ giai đoạn sau Tết Âm Lịch. Xu hướng tăng rõ nét và đáng tin cậy hơn rất nhiều trong giai đoạn này. Nguyên nhân dẫn đến sự hồi phục lành mạnh hơn chính là sự tăng trở lại của phần lớn TTCK toàn cầu, sự hồi phục khá ngoạn mục của giá dầu và một số hàng hóa khác. Trực diện hơn với TTCK Việt Nam, việc khối ngoại trở lại mua ròng mạnh và “câu chuyện nói room” được hâm nóng cũng như kết quả kinh doanh khả quan của các doanh nghiệp chính là những điểm nhấn quan trọng giúp VN-Index tái lập thành công xu hướng tăng.

- **Giai đoạn điều chỉnh trong xu hướng tăng (Nửa cuối tháng 3).** Sau chuỗi tăng giá kéo dài ấn tượng và giúp VN-Index có thêm 13% giá trị, thị trường bước vào pha điều chỉnh đáng kể đầu tiên từ nửa cuối tháng 3. Pha điều chỉnh dù chỉ diễn ra trong nửa tháng nhưng ở mức độ khá quyết liệt và có những lúc “tường chùng” xu hướng tăng lớn hơn đã mất đi hiệu lực. Dù vậy kết quả bật tăng kịp thời tại vùng 560 điểm của VN-Index (và sau đó là chuỗi tăng kéo dài đến hiện tại) đã giúp kích bản tiêu cực hơn không xảy ra.

## Nhận định Q2/16: Hãy mạnh dạn trong nửa đầu Quý!

### Nửa đầu Quý 2/2016: Nhiều thuận lợi

15 ngày đầu của tháng 4 đã trôi qua và đây cũng là khoảng thời gian chứng kiến sự đi lên trở lại khá mạnh mẽ của VN-Index nói riêng và thị trường nói chung. Dù vẫn còn một số trở ngại cần vượt qua tại khu vực kháng cự quan trọng 580 điểm (sẽ phân tích kỹ hơn trong các phần kỹ thuật bên dưới), chúng tôi cho rằng NĐT có thể “mạnh dạn” trong việc giải ngân ở nửa đầu quý này.

Xét trong ngắn hạn nửa đầu Quý 2/2016, chúng tôi cho rằng có nhiều lý do để có thể tiếp tục lạc quan và tin vào khả năng VN-Index sẽ tiếp tục tìm đến những vùng giá cao hơn trong giai đoạn này.

Nhìn nhận này được chúng tôi đưa ra dựa trên một số lý do sau đây:

- Nhiều chờ đón từ “mùa đại hội cổ đông”;
- Khả năng tiếp tục duy trì mua ròng của khối ngoại;
- “Nới room” sẽ tiếp tục là chủ đề giúp thúc đẩy thị trường;
- Góc nhìn kỹ thuật ủng hộ xu hướng tăng tiếp tục mở rộng.

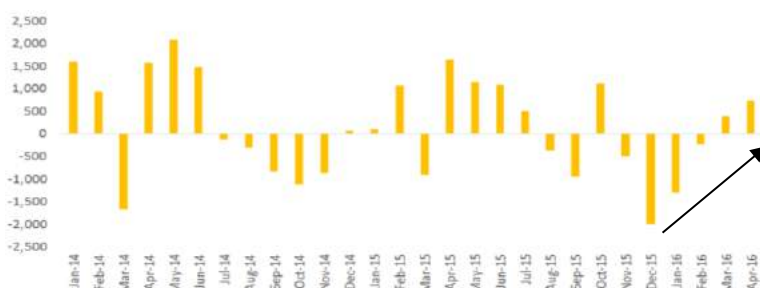
### “Mùa đại hội cổ đông”.

Khoảng thời gian tháng 4 và đầu tháng 5 chính là giai đoạn “cao điểm” nhất cho các hoạt động thường niên gặp gỡ cổ đông, NĐT của các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn và điều này có thể tạo ra tâm lý kỳ vọng cao khi các thông tin liên quan đến kết quả kinh doanh, kế hoạch cho năm 2016, cổ tức hay những thay đổi trong chiến lược kinh doanh của các công ty sẽ dần được lộ diện rõ nét.

### Khối ngoại đang “đào chiều” mua ròng.

Tính từ tháng 8/2015 đến trước tháng 3/2016, các NĐT nước ngoài đã bán ròng khá mạnh tay, hơn 4.232 tỷ đồng tính riêng tại HSX. Rõ ràng, hành động bán ra khá mạnh trong ngắn hạn của khối ngoại đã ảnh hưởng tiêu cực lên dòng tiền của thị trường, đặc biệt khi tâm lý nói chung của nhóm NĐT trong nước đang yếu ở thời điểm đó.

### Diễn biến mua bán ròng của khối ngoại thời gian qua



Nguồn: HSX, MBKE

15/4/2016

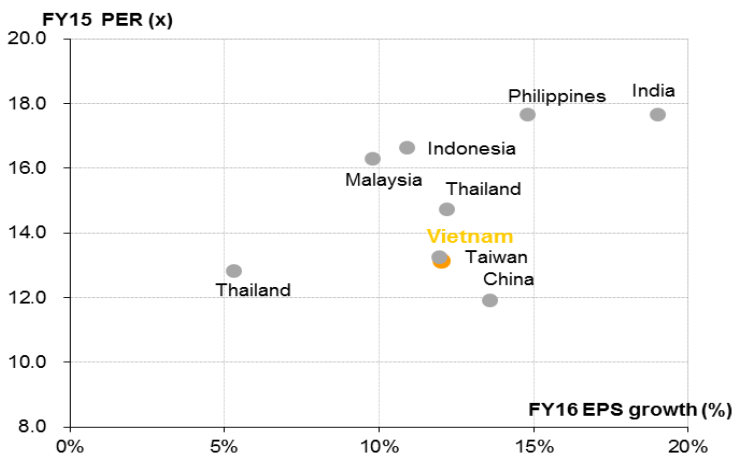


Dù vậy có thể thấy bắt đầu từ tháng 2/2016, cường độ bán ròng của khối ngoại đã được tiết chế rất nhiều và trong nửa đầu tháng 3 đã chứng kiến hoạt động mua ròng của các NĐTNN quay trở lại với cường độ tương đối và ghi nhận giá trị mua ròng đạt gần 400 tỷ đồng, đánh dấu tháng đầu tiên sau liên tục 4 tháng khối ngoại đã “đào chiều” trong hoạt động của mình.

Trong 15 ngày đầu của tháng 4, con số thống kê chung của HSX cho thấy kết quả quay lại bán ròng mạnh trở lại của khối ngoại hơn 1300 tỷ đồng (!) dù vậy điều này bị chi phối rất mạnh bởi vấn đề trái phiếu chuyển đổi của cá biệt cổ phiếu VIC. Nếu bỏ qua các giao dịch thỏa thuận liên quan đến vấn đề trái phiếu chuyển đổi của VIC, phần còn lại của thị trường ghi nhận kết quả mua ròng rất khả quan với giá trị đạt 730 tỷ đồng, gần gấp đôi so với con số của cả tháng 3 trong khi thời gian còn lại của tháng 4 là gần nửa tháng.

Lý do chính khiến chúng tôi tin tưởng vào khả năng khối ngoại mua ròng ngắn hạn đến từ các so sánh tương quan giữa TTCK Việt Nam và các quốc gia trong khu vực. PE dự phóng 2016 của VN vẫn ở mức hấp dẫn, đi kèm theo là tiềm năng tăng trưởng EPS vào loại khá. Việc tháo gỡ thêm các “nút thắt” liên quan đến vấn đề mở room khối ngoại được trình bày dưới đây cũng là nguyên nhân quan trọng khiến chúng tôi kỳ vọng vào kết quả mua ròng của khối ngoại trong thời gian tới.

**Tương quan PE và EPS năm 2016 các quốc gia khu vực**



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

**Nới room – Câu chuyện “cũ” đang được “hâm nóng”.**

Nghị định 60/2015/N-CP cho phép các công ty niêm yết (không thuộc các ngành nghề kinh doanh có điều kiện) được thay đổi tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài lên đến 100% tuy đã có hiệu lực từ đầu tháng 9/2015, nhưng vẫn chưa thực sự mở room đồng loạt cho tất cả các công ty vào thời điểm đó do vẫn còn hàng loạt các vướng mắc khiến đại đa số các doanh nghiệp niêm yết đều rất khó khăn trong việc thực hiện.

Rào cản được nhắc đến nhiều nhất liên quan đến vấn đề đối xử với các doanh nghiệp niêm yết khi có sở hữu trên 51% của khối ngoại như một pháp nhân công ty nước ngoài và phải tuân thủ Luật đầu tư, điều này khiến rất nhiều các doanh nghiệp dù có nhu cầu lớn về việc mở room vẫn không thể mạnh tay thực hiện vì có thể sẽ đối mặt với hàng loạt các rủi ro pháp lý phát sinh khi “bị xem” là công ty nước ngoài.

Vào cuối tháng 2 vừa qua, UBCKNN đã đưa ra Dự thảo quy định một số điều kiện đầu tư kinh doanh chứng khoán và Dự thảo đã làm sáng tỏ hơn một số vấn đề về hoạt động của các doanh nghiệp khi nới room. Việc quy định tư



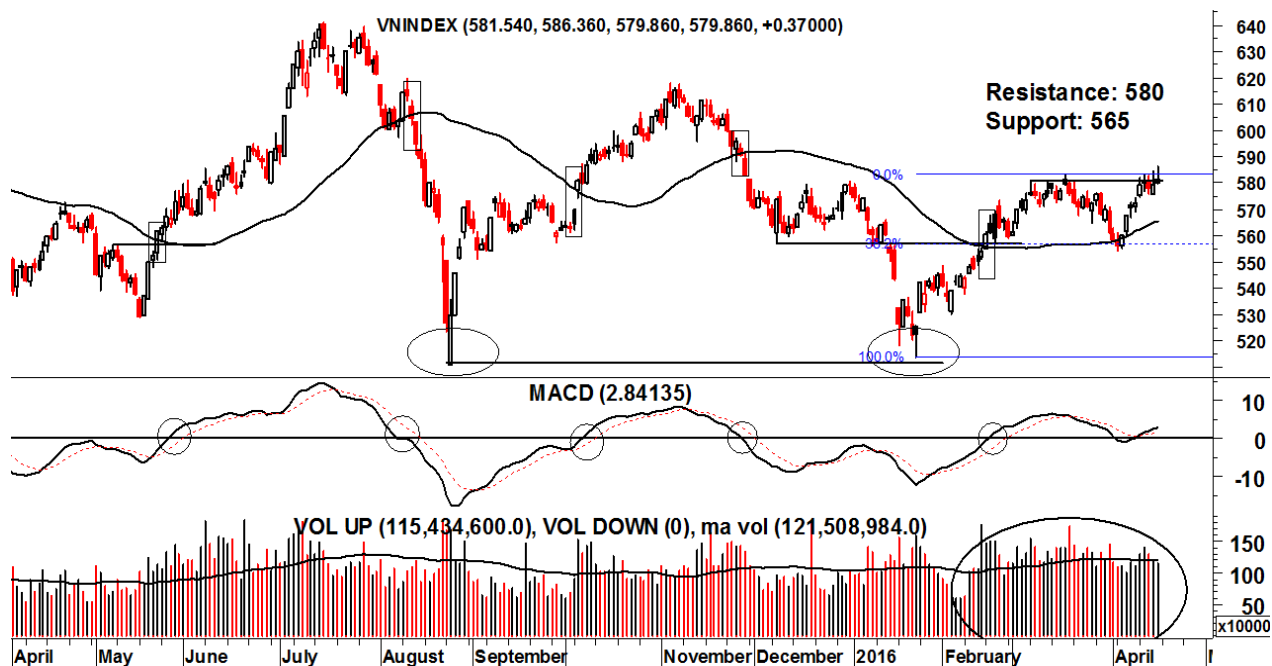
cách nhà đầu tư của tổ chức có vốn đầu tư nước ngoài vẫn phải tuân thủ theo Luật Đầu tư. Dự thảo lần này quy định rõ đối với tổ chức tiếp nhận vốn đầu tư nước ngoài đang niêm yết hoặc đang đăng ký giao dịch được dự thảo "coi các tổ chức đó như tổ chức trong nước nhưng chỉ trong các hoạt động đầu tư" và phù hợp với quy định tại Điều 23 của Luật Đầu tư.

Sau "phát súng" đầu tiên là SSI nới room ngoại lên 100% vào cuối năm 2015, câu chuyện nới room đã thật sự được "hâm nóng" trở lại trong giai đoạn gần Tết Âm Lịch khi EVE công bố tăng room ngoại lên 100 và tiếp sau đó là HHS và VHC. Một số các doanh nghiệp khác cũng "để lộ" ý định sẽ sớm đưa vấn đề nới room ra trình tại ĐHCĐ trong giai đoạn tới đây để thúc đẩy việc mở cửa cho khối ngoại tham gia vào công ty. Đặc biệt, VNM - cổ phiếu luôn được khối ngoại quan tâm và khó lòng sở hữu được nếu không phải trả một khoản "premium" so với thị trường- cũng vừa lấy ý kiến cổ đông để thay đổi giấy phép kinh doanh (rút bớt 7 ngành nghề trong giấy phép) trong tháng 2/2016. Đây được xem là thủ tục cần thiết để đẩy nhanh quá trình nới room của công ty này.

Thực tế, TTCK Việt Nam vẫn được phân loại là Thị trường cận biên (Frontier Market) và quy mô khá khiêm tốn so với các nước trong khu vực. Nỗ lực nới room được coi là động thái quan trọng để Việt Nam có thể thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài, tăng thanh khoản cho thị trường nhằm tiến đến mục tiêu là được phân loại là Thị Trường mới nổi (Emerging Market) theo chỉ số MSCI. Còn nhớ năm 2013, khi MSCI công bố sẽ xem xét Qatar và UAE là Thị trường mới nổi thì chỉ số index của hai thị trường này tăng gần 40% trong năm đó.

Trong ngắn hạn Quý 2 và trung hạn cả năm 2016, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá câu chuyện về "nới room" sẽ là một trong số "các điểm nhấn quan trọng nhất" tạo ra hiệu ứng theo hướng tích cực lên thị trường. Chúng tôi sẽ sớm có thêm một số chuyên đề riêng để đánh giá chi tiết hơn các công ty có cơ hội hưởng lợi nhiều nhất liên quan đến vấn đề này.

**Góc nhìn kỹ thuật ủng hộ xu hướng tăng tiếp diễn.**



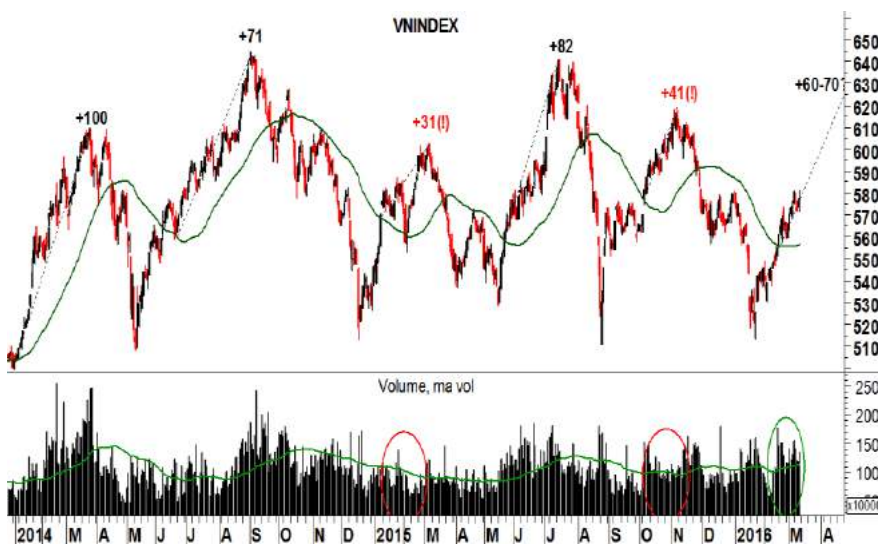
Chúng tôi đã quay lại với nhìn nhận VN-Index thiết lập trở lại xu hướng tăng kể từ giai đoạn đầu tháng 2 sau khi chỉ số này thành công cắt trở lại lên phía trên mức MA trung hạn và đi kèm với điều đó là tín hiệu ủng hộ từ mẫu

hình mở rộng của KLGD và MACD cho “xác nhận” nặng ký khi tăng vượt trở lại mức 0.

Đà tăng sau đó đã giúp VN-Index vươn lên khu vực 580 điểm trước khi bước vào pha điều chỉnh mạnh. Cần nhìn nhận pha điều chỉnh sau đó (nửa cuối tháng 3) vào giai đoạn đỉnh điểm nhất đã khiến chúng tôi có phần “dao động” khi đường giá có 2 phiên đã xâm phạm nhẹ mức MA trung hạn, KLGD có tuần lễ cuối tháng 3 rơi lại mức thu hẹp và MACD cũng cho tín hiệu nhiễu tại mức 0.

Dù vậy rất kịp thời sự tăng giá đã trở lại sau đó, giúp VN-Index bảo vệ thành công mức hỗ trợ tại MA trung hạn và MACD cũng xóa bỏ tín hiệu tiêu cực trước đó trong khi KLGD vận động trở lại mức trung bình.

Tính đến hiện tại, dù việc kiểm tra kháng cự 580 điểm vẫn chưa thành công, xác suất VN-Index vượt thành công ngưỡng kháng cự này để tiếp tục di chuyển theo xu hướng tăng vẫn được chúng tôi đánh giá cao.



Quan sát đồ thị của VN-Index bên trên có thể thấy tính từ năm 2014 đến nay, đường giá có 6 lần xác nhận xu hướng tăng với việc cắt thành công lên phía trên MA trung hạn (kể cả lần hiện tại). Ở 5 lần trước, khoảng thời gian tiếp tục tăng và số điểm tăng mà VN-Index “gặt hái” thêm được sau đó lần lượt là:

Bắt đầu	Kết thúc	Điểm số tăng thêm
02/01/14	24/03/14	100
09/06/14	03/09/14	71
09/01/15	05/03/15	31
21/05/15	27/07/15	82
05/10/15	06/11/15	41

Ở lần tăng giá hiện tại, mức “khởi động” của VN-Index khi vượt thành công MA trung hạn là 555 điểm vào ngày 19/2.

Một trong những yếu tố “quyết định” xu hướng tăng có thể kéo dài hay không, chính là vấn đề thanh khoản. Thông thường một xu hướng tăng sẽ “bền vững” hơn nếu có sự tham gia giao dịch của các dòng tiền lớn trên thị trường, điều này biểu hiện dưới hình thái của TA chính là việc KLGD phải có sự cải thiện và nên tăng cùng theo đà tăng của giá. Nhìn lại các lần tăng điểm vừa nêu, chính việc KLGD thấp (thậm chí là giảm lại) là nguyên nhân khiến 2 lần tăng giá của VN-Index chỉ đạt từ 31 đến 41 điểm (vùng quanh đồ volume).

Trong lần thiết lập xu hướng tăng hiện nay, KLGD đang lựa chọn thiết lập mẫu hình “tích cực hơn” khi có cải thiện rõ nét và thường xuyên nằm cao

hơn mức trung bình 50 ngày (ngưỡng mà chúng tôi dùng để bàn về sự mở rộng dòng tiền). Trừ khi thanh khoản suy yếu đột ngột trở lại về dưới ngưỡng trung bình 50 ngày, VN-Index sẽ ít có khả năng lựa chọn kịch bản kém nhất để thực thi.

**Với những đánh giá vừa nêu, chúng tôi cho rằng vùng điểm khả thi nhất cho con sóng tăng lần này của VN-Index có thể rơi vào khu vực 605 – 640 điểm (tương ứng mức tăng trung bình năm lần trước đó). Thời gian để duy trì xu hướng tăng có thể kéo dài đến cuối tháng 4 và nửa đầu tháng 5.**

**Nửa cuối Quý 2/2016: Rủi ro lớn hơn có thể xuất hiện**

Dù giữ đánh giá khá lạc quan cho giai đoạn nửa đầu quý 2, chúng tôi cảm thấy vẫn có nhiều lý do để thận trọng trong khoảng thời gian nửa cuối còn lại của quý. Một số lý do để cân nhắc sự thận trọng bao gồm:

- Yếu tố chu kỳ;
- Rủi ro tiềm ẩn từ thị trường chứng khoán toàn cầu;

**Yếu tố chu kỳ.** Về mặt yếu tố chu kỳ, quý 2 không phải là quý “thuận lợi” nếu nhìn lại những gì đã diễn ra trong quá khứ đối với VN-Index. Tính từ khi xu hướng tăng trung hạn của thị trường được tái lập từ năm 2012, có đến 3/4 năm VN-Index ghi nhận kết quả giảm, năm 2015 là năm duy nhất VN-Index tăng lên trong Quý 2 với mức tăng đạt 5,50%. Do chúng tôi đặt kỳ vọng vào khả năng tiếp tục tăng lên của VN-Index trong nửa đầu của quý này, nhiều khả năng nếu yếu tố chu kỳ vẫn tiếp diễn, VN-Index sẽ gặp khó khăn lớn hơn trong nửa còn lại của Quý 2, không loại trừ có thể là một pha điều chỉnh giảm khá lớn trở lại.



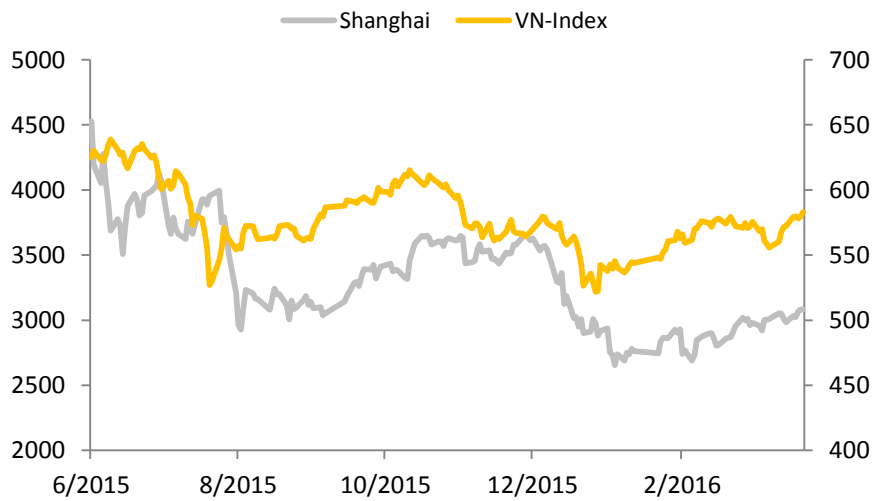
**Rủi ro tiềm ẩn từ chứng khoán toàn cầu.**

Theo Báo cáo Triển vọng kinh tế thế giới mới nhất, IMF dự báo kinh tế thế giới sẽ chỉ tăng trưởng 3,2% trong năm 2016 và 3,5% trong năm 2017. Quý 1 vừa qua, hoạt động SXCN của các nền kinh tế lớn đều có dấu hiệu chậm lại. Trong Q1/16, kết quả chỉ số PMI của Mỹ và khu vực EU tăng chậm lại so với cùng kỳ. PMI trung bình Q1/16 của Mỹ đạt 51,4 điểm, giảm 1,4 điểm so với Q4/15 và EU đạt 53,4 điểm, giảm 0,6 điểm so với Q4/15. Trong khi đó, chỉ số PMI của Nhật Bản giảm mạnh trong tháng 03/2016 (~49,1 điểm).

Những quan ngại về sức khỏe của nền kinh tế Trung Quốc – nền kinh tế lớn thứ hai thế giới vẫn đang ở mức cao và điều này tạo ra rủi ro đáng kể cho TTCK toàn cầu (đĩ nhiên Việt Nam không phải là ngoại lệ). Hàng loạt dự báo của các định chế tài chính lớn trên thế giới đều cho rằng áp lực dành cho nền kinh tế Trung Quốc sẽ còn lớn hơn trong năm 2016 với tốc độ tăng trưởng giảm mạnh và điều đó có tác động mạnh lên triển vọng kinh tế toàn cầu.

Đối với TTCK Trung Quốc, với quy mô ngày một lớn hơn, ảnh hưởng từ TTCK Trung Quốc đến các thị trường khác sẽ có mức tương quan chặt chẽ hơn trong thời gian tới. Nhìn lại diễn biến trong 6 tháng cuối năm 2015 và hai tuần đầu tiên của năm 2016, có thể thấy VN-Index đang có mối tương quan rất chặt với các diễn biến tại TTCK Trung Quốc, đặc biệt là các giai đoạn suy giảm.

**Tương quan giữa Shanghai và VN-Index trong thời gian qua**



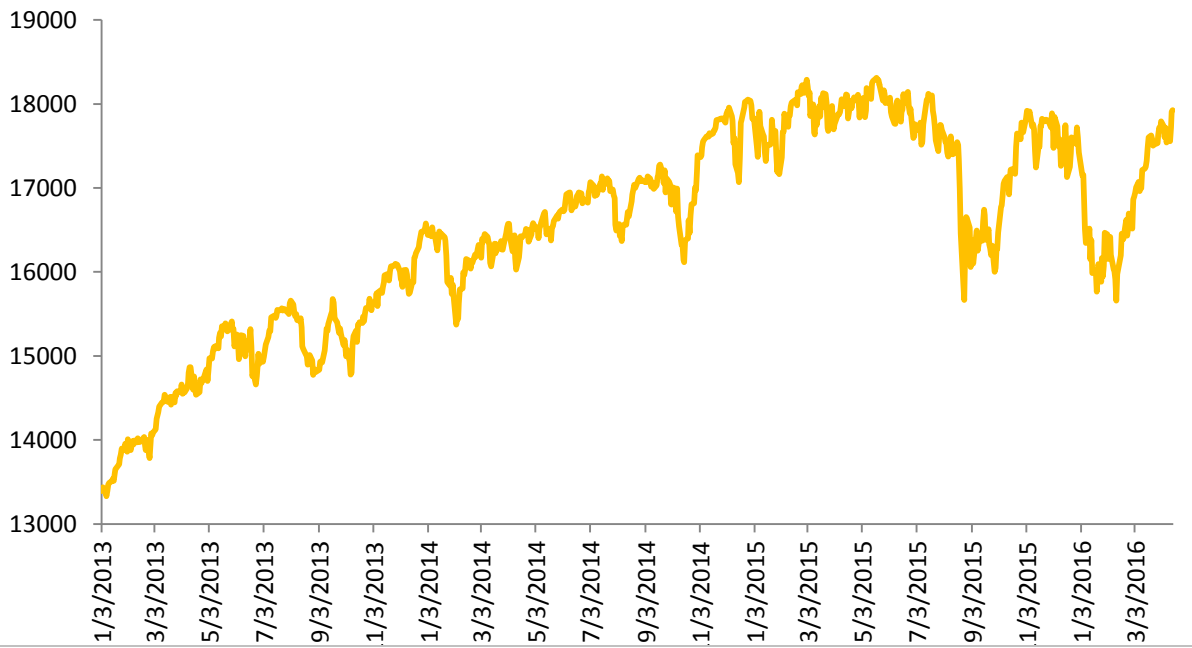
Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Dù TTCK Trung Quốc đã có diễn biến “bình ổn hơn” kể từ đầu tháng 2 đến nay, chúng tôi tiếp tục cho rằng đây sẽ là ẩn số lớn nhất có khả năng tác động đến triển vọng của TTCK Việt Nam trong năm 2016 do mối tương quan giữa Shanghai và VN-Index vẫn là khá chặt chẽ kể từ tháng 7/2015 đến nay. Việc theo dõi chặt diễn biến của Shanghai trong giai đoạn tới chắc chắn vẫn là điều nên làm.

Đối với Hoa Kỳ - nền kinh tế lớn nhất thế giới, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) đang tỏ ra thận trọng hơn trong lộ trình nâng lãi suất điều hành. Biên bản cuộc họp FOMC được công bố vào ngày 6/4/2016 cho thấy sẽ chỉ có 2 lần nâng lãi suất (so với mức 4 lần FED dự kiến cuối 2015) diễn ra trong năm 2016 với mức tăng mỗi lần khoảng 0,25%. Về lý thuyết nếu FED tăng lãi suất, với mức lợi tức cao hơn cũng như độ rủi ro ít hơn, các tài sản tại Mỹ sẽ thu hút nguồn đầu tư tài chính đổ ngược trở về Mỹ. Thị trường các quốc gia mới nổi nhìn chung sẽ còn chịu tác động tiêu cực từ vấn đề này dù hiệu ứng sẽ dần giảm xuống do độ kỳ vọng đã phản ánh tương đối vào giá.

Do sự thận trọng hơn của FED trong giai đoạn gần đây và đồng thời với đó là sự hồi phục đáng kể của giá dầu (cũng như giá cả nhiều hàng hóa cơ bản khác), TTCK Hoa Kỳ mà đại diện là chỉ số DJ đang có sự hồi phục trở lại khá tốt. Dù vậy sau một giai đoạn tăng mạnh, DJ hiện đang đối diện với vùng giá cao nhất trong lịch sử của mình, khu vực 18.000 điểm. Khả năng xuất hiện điều chỉnh hoặc chí ít là những rung lắc sẽ là điều cần tính đến trong Quý 2/2016.

Diễn biến Dow Jones



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

## Ngành thép

# Triển vọng dân tích cực hơn

### Áp thuế tự vệ tạm thời đối với phôi thép và thép dài nhập khẩu từ 22/03/2016

Kết luận sơ bộ từ Cục Quản lý Cạnh tranh cho thấy ngành thép trong nước đang chịu nhiều khó khăn từ áp lực cạnh tranh của thép nhập khẩu giá thấp trong thời gian qua. Cụ thể, trong năm 2015, mặc dù nhu cầu trong nước vẫn gia tăng nhưng: (i) sản xuất phôi thép cả nước chỉ đạt mức 50% công suất thiết kế, giảm so với mức 60% của 2014; và (ii) tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng nội địa chỉ bằng 1/4 so với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ cả nước. Với diễn biến hiện tại của ngành thép Trung Quốc, nếu không có biện pháp phòng vệ thương mại, khả năng lượng phôi thép nhập khẩu vào Việt Nam trong 2016 sẽ tiếp tục gia tăng, thậm chí có thể lên tới mức 4-5 triệu tấn, tương đương với tổng sản lượng cả nước trong 2015.

Do vậy, Bộ Công thương đã ra quyết định số 862/QĐ-BCT ngày 7/3/2016 về việc áp thuế tự vệ tạm thời, không quá 200 ngày (từ ngày 22/03/2016) đối với các sản phẩm phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam. Theo đó, mức thuế nhập khẩu mới cho phôi thép và thép dài lần lượt là 23,3% và 14,2%, so với mức 10% và 0-5% trước đó. Đây rõ ràng là thông tin tích cực cho các DN sản xuất thép trong nước, tuy nhiên, chỉ mang ý nghĩa hỗ trợ nhất định trong thời gian ngắn. Các DN có quy mô nhỏ vốn đang khó khăn cần có những giải pháp dài hạn khác để hồi phục trong thời gian tới.

### Nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng mạnh

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), trong Q1/16, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng cả nước tăng mạnh 56,2% n/n, đạt hơn 2 triệu tấn. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ống thép và các sản phẩm tôn mạ cũng đạt mức cao, lần lượt là 45,9% n/n và 45,2% n/n, đạt hơn 410 và 642 ngàn tấn. Thị trường bất động sản ấm lên và sự gia tăng các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng là những yếu tố chính thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh.

### Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện

Giá quặng sắt thế giới đã tăng gần 34%, tính từ đầu năm đến nay (*xem hình bên*). Thị trường nguyên liệu thép hồi phục trong thời gian gần đây được xem là yếu tố tích cực cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp thép trong nước, nhờ 2 tác động: (i) kéo theo giá bán trong nước tăng; và (ii) hưởng lợi từ tồn kho nguyên liệu giá thấp trước đó. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất thép trong nước sẽ được mở rộng trong Q1/16 này.

Ngoài ra, giá bán trong nước cải thiện còn nhờ nhu cầu thực tế tăng do thị trường bước vào mùa xây dựng. Tâm lý đầu cơ do tác động bởi Quyết định áp thuế tự vệ tạm thời đối với phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam trong thời gian qua cũng góp phần làm tăng giá bán.

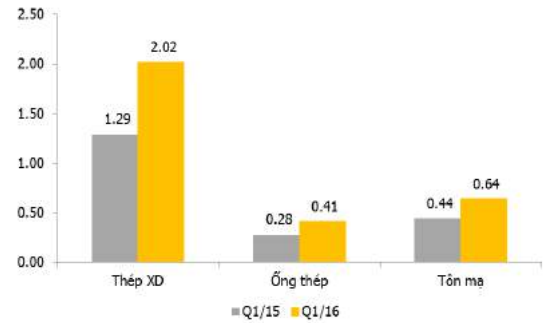
### KQKD kỳ vọng tốt hơn – HPG, HSG định giá vẫn rẻ

Sản lượng bán hàng tăng mạnh, cùng với việc biên lợi nhuận gộp khả năng được cải thiện giúp chúng tôi đưa ra kỳ vọng lạc quan cho kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép trong Q1/16 này.

PE bình quân của các công ty thép niêm yết hiện đang ở mức 20 lần. Tuy nhiên, các công ty đầu ngành như HPG và HSG chỉ đang giao dịch ở mức PE kỳ vọng 6-7 lần, tương đối hấp dẫn.

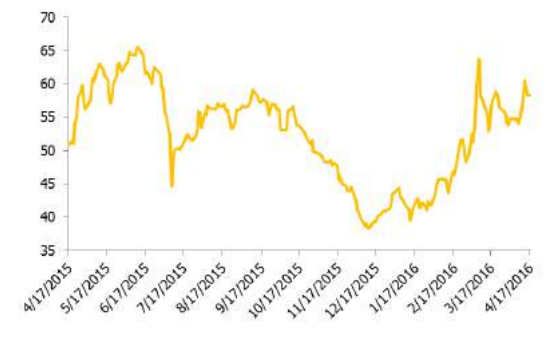
Nguyễn Thị Sony Trà Mi  
mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn  
(84) 844 55 58 88 (x8084)

### Sản lượng bán hàng Q1/16 tăng mạnh (triệu tấn)



Nguồn: VSA

### Diễn biến giá quặng sắt (62% Fe) (USD/tấn)



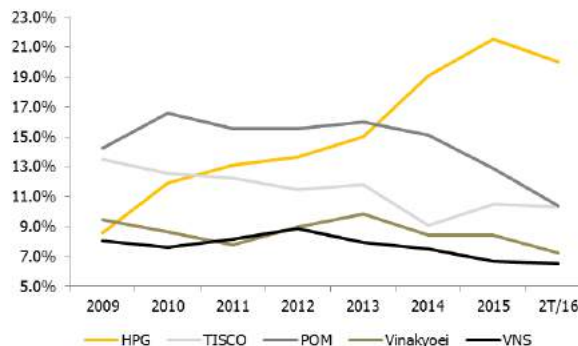
Nguồn: Bloomberg

## CTCP TẬP ĐOÀN HOÀ PHÁT (HPG)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

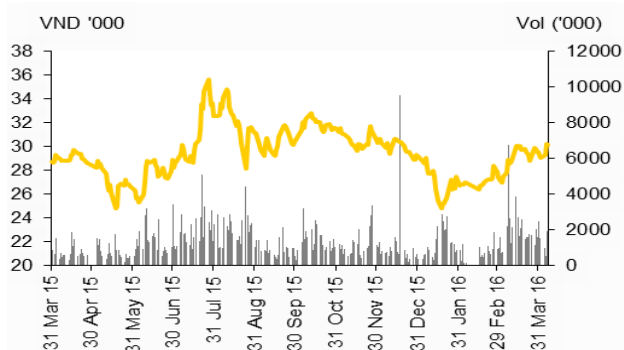
- Ước tính lợi nhuận sau thuế Q1/16 đạt khoảng 900 tỷ đồng, tương đương kết quả của Q4/15 và tăng 40% so với cùng kỳ năm trước. Nhìn chung, kết quả này là tương đối tốt trong bối cảnh: (1) Dây chuyền sản xuất thép xây dựng đã hoạt động hết công suất khoảng một năm nay nên không có tăng trưởng về sản lượng; và (2) Phân khúc thép xây dựng hiện nay đang đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt.
- Kế hoạch năm 2016 được đặt ra là khá dè dặt, với mức tăng trưởng doanh thu chỉ khoảng 2% n/n, lên 28.000 tỷ đồng. Kế hoạch lợi nhuận sau thuế 2016 ở mức 3.200 tỷ đồng, giảm 9% n/n. Lưu ý, HPG vẫn thường thận trọng trong việc đặt kế hoạch kinh doanh trong các năm qua.

### HPG dẫn đầu thị phần thép xây dựng



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Triển vọng ngành đang dần tích cực hơn. Là doanh nghiệp đầu ngành, với các lợi thế về quy mô, giá thành và hệ thống phân phối, HPG có khả năng được hưởng lợi nhiều nhất từ sự gia tăng nhu cầu tiêu thụ cả nước và mở rộng thị phần.
- Khả năng sinh lợi cao.
- Công nghệ sản xuất khép kín (từ quặng sắt) giúp công ty hạn chế được rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào hơn việc sử dụng thép phế.
- Giai đoạn 3 khu liên hợp gang thép Hoà Phát với công suất 720.000 tấn/năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động toàn bộ từ tháng 4 trở đi, giúp tăng tổng công suất sản xuất thép dài của HPG lên khoảng 2 triệu tấn/năm. Ngoài ra, công ty cũng dự kiến mở rộng công suất sản xuất ống thép.
- Định giá rẻ với PE kỳ vọng khoảng hơn 6 lần.

#### Tiêu cực

- E ngại về chiến lược mở rộng sang mảng kinh doanh mới là chăn nuôi và sản xuất thức ăn chăn nuôi. Do đây vốn là ngành kinh doanh có áp lực cạnh tranh cao và sắp tới sẽ còn phải loại bỏ dần các rào cản thương mại khi gia nhập TPP.

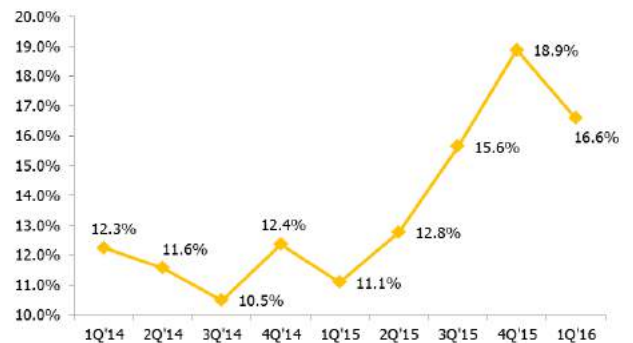


## CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

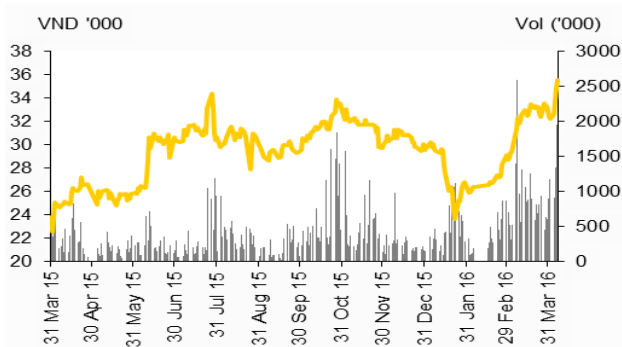
- **LNST Q2/NĐTC 2015-16 ước tăng mạnh đến 261,8% n/n**, đạt 418 tỷ đồng. Sản lượng bán hàng trong kỳ vẫn tốt, với mức tăng 24% n/n, đạt gần 319 ngàn tấn. Tuy nhiên, doanh thu vẫn giảm nhẹ 5,5% n/n, xuống còn 4.116 tỷ đồng, chủ yếu do giá bán bình quân giảm so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng, khả năng lợi nhuận tăng mạnh vẫn là nhờ biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện.
- **Khả năng cao sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận cả năm.** Với 605 tỷ LNST (+152% n/n) ước đạt được trong 6 tháng đầu niên độ 2015-16, HSG đã hoàn thành gần 92% kế hoạch lãi ròng 660 tỷ đồng (+1% n/n) cho cả năm. Kế hoạch 14.280 tỷ đồng doanh thu (-18% n/n) nhìn chung cũng được bám sát. Doanh thu 6T/2015-16 ước đạt 8.029 tỷ đồng (-8% n/n), tương đương hơn 56% kế hoạch cả năm.

### Biên lợi nhuận gộp mở rộng



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Nhu cầu tiêu thụ trong nước vẫn trong xu hướng tăng. Là doanh nghiệp đầu ngành, với lợi thế về quy mô và hệ thống phân phối đang được mở rộng, tăng trưởng doanh thu từ thị trường nội địa nhìn chung vẫn khá lạc quan.
- Tiềm năng từ hoạt động xuất khẩu, đặc biệt là sau khi TPP có hiệu lực.
- Biên lợi nhuận gộp mở rộng chủ yếu nhờ quản trị hàng tồn kho tốt và cải thiện quy trình sản xuất khép kín.
- Điểm cộng cổ tức. NĐTC 2014-15, HSG trả cổ tức 75% mệnh giá. Trong đó, cổ tức tiền mặt tối đa 25% (tương đương 2.500 đồng/cp và tỷ suất cổ tức tiền mặt gần 7%), 50% còn lại chia bằng cổ phiếu.
- Định giá rẻ với PE kỳ vọng khoảng hơn 7 lần.

#### Tiêu cực

- Rủi ro biến động tỷ giá và giá nguyên vật liệu đầu vào do HSG vẫn phụ thuộc vào nguồn thép cán nóng (HRC) nhập khẩu.
- Rủi ro từ việc các thị trường xuất khẩu sử dụng các biện pháp bảo hộ thương mại như đánh thuế chống bán phá giá,... do xuất khẩu đang đóng góp khoảng 40% doanh thu cho HSG.

# Ngành tiêu dùng

## Giữ vững đà tăng trưởng

### Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng

Tính chung 3 tháng đầu năm 2016, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 859,6 nghìn tỷ đồng, tăng 9,1% so với cùng kỳ năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 7,9% (thấp hơn mức tăng 9,2% của cùng kỳ năm 2015).

Theo số liệu của VAMA, tiêu thụ xe năm 2015 đạt 244.914 xe, tăng 55% so với năm 2014. Trong hai tháng đầu năm 2016, thị trường ô tô có dấu hiệu chững lại, nhưng tháng 3 đã có sự đột biến về sản lượng tiêu thụ, tăng 112% so với tháng trước và tăng 51% so với cùng kỳ năm trước. Điều này giúp xóa tan đi những hoài nghi về tốc độ tăng trưởng doanh số tiêu thụ xe ô tô trong năm 2016. Tính đến hết Q1/16, tổng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường đạt 59.685 xe; tăng 23% n/n. Do đó, các công ty hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh ô tô được kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ được tốc độ tăng trưởng tích cực.

### Thu nhập dành cho chi tiêu đầu người tăng

Kỳ vọng chi tiêu của người dân sẽ gia tăng. Theo Euromonitor dự báo chi tiêu tiêu dùng sẽ tăng 47% từ nay đến năm 2019. 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.

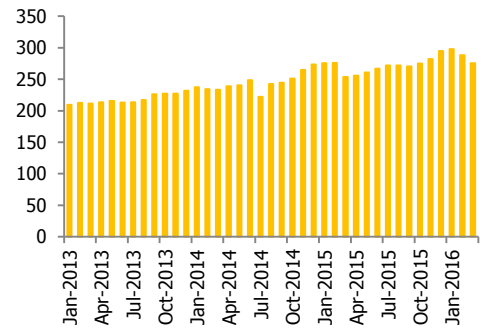
### M&A tiếp tục sôi nổi

Năm 2015 hoạt động M&A tăng 40% n/n, với tổng giá trị đạt 4,3 tỷ USD và vượt qua kỷ lục 4,2 tỷ USD vào năm 2012. Rất nhiều thương vụ M&A lớn đã được công bố gần đây. Nhà máy bia lâu đời nhất của Thái – Boon Rawd đã rót 1,1 tỷ USD vào tập đoàn Masan. Hãng hàng không lớn nhất Nhật Bản – ANA Holdings đã đồng ý chi 109 triệu USD để mua cổ phần của Vietnam’s Airlines. Việt Nam đang có nhiều thay đổi trong Luật Đầu tư để quá trình mua lại các công ty trong nước diễn ra nhanh chóng và minh bạch hơn, điển hình như ban hành quy định cho phép NĐT nước ngoài có thể đầu tư vào 18 ngành như: tiêu dùng, bất động sản, vận tải, xây dựng, sản xuất... Các hiệp định FTAs bắt đầu có hiệu lực từ 2016 và môi trường đầu tư ngày càng cải thiện 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.

### Định giá của các cổ phiếu trong ngành

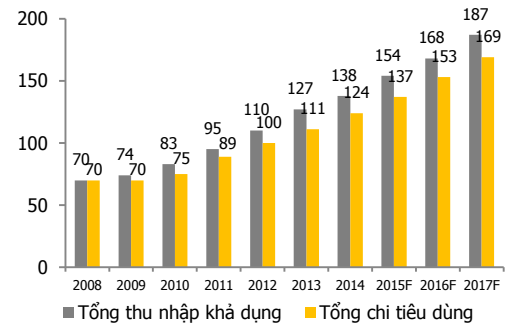
Định giá của các cổ phiếu trong ngành đã trở nên hấp dẫn hơn. Với kỳ vọng mức chi tiêu tiêu dùng gia tăng sẽ giúp cho các công ty trong ngành khôi phục và duy trì tăng trưởng doanh số trong năm 2015. Giá dầu giảm cùng với giá cả hàng hóa thể giới cũng giảm càng giúp tiết giảm chi phí cho các công ty trong ngành. Mức P/E bình quân trong ngành hiện đang ở mức 13,2 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



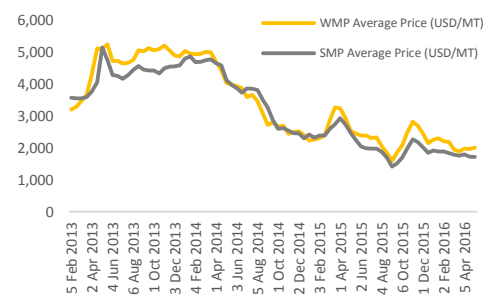
Nguồn: GSO

### Tổng thu nhập khả dụng và tổng chi tiêu



Nguồn: EIU

### Biến động giá sữa nguyên liệu



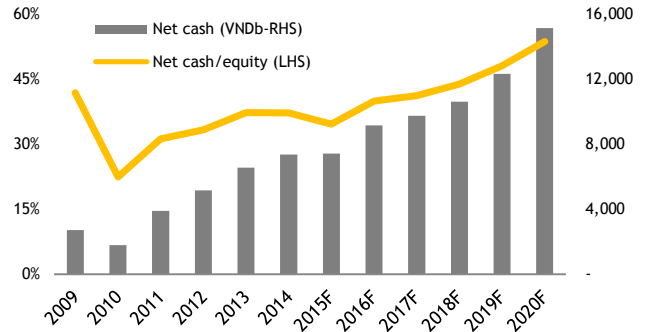
Nguồn: Global Dairy Trade

# CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM)

## Cập nhật KQKD

- Lợi nhuận sau thuế năm 2015 đạt 7.773,4 tỷ đồng, tăng 28,1% n/n trên doanh thu tăng 14,3% n/n đạt 40.080 tỷ đồng. VNM được hưởng lợi từ giá nguyên liệu sữa đầu vào (70% nhập khẩu) giảm mạnh từ giữa 2014 giúp lợi nhuận gộp biên của công ty liên tục được cải thiện, từ mức 32,5% trong năm 2014 lên 40,6% trong 2015.
- VNM vẫn là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành sữa, chiếm 56% thị phần dù mức độ cạnh tranh trong ngành ngày càng khốc liệt. Đây cũng là nguyên nhân làm cho tỷ lệ CPBH&QL/DT của công ty tăng 6 điểm % n/n lên 18,7% để giữ thị phần.
- Hệ thống phân phối rộng khắp với hơn 250 nhà phân phối và 200.000 điểm bán lẻ khắp cả nước. VNM đang tập trung phát triển đàn bò, hoàn thiện chuỗi cung ứng và giảm phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng biên của VNM trong 3 năm tới duy trì ở mức 17-18%, cao gấp đôi mức bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực.

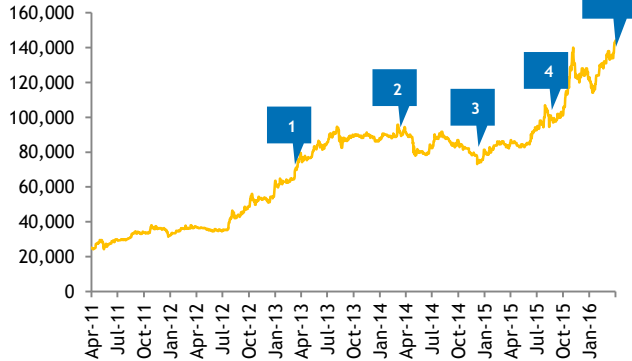
## Vị thế tiền mặt ròng qua nhiều năm



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Biến động giá

### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Vận hành nhà máy mới giúp đáp ứng nhu cầu và tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2011-13, đặc biệt là doanh thu xuất khẩu.
- Lợi nhuận giảm lần đầu tiên sau quá trình phát triển mạnh mẽ từ năm 2005-13.
- Biên lợi nhuận được cải thiện trong Quý 4/2014 và kéo dài đến năm 2015 nhờ chi phí đầu vào giảm.
- Kỳ vọng nới room cho nhà đầu tư nước ngoài.
- VNM rất tích cực trong việc thực hiện các biện pháp khác nhau để nâng lên giới hạn sở hữu nước ngoài của công ty.

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- VNM đã xin ý kiến cổ đông về việc thay đổi giấy phép kinh doanh (rút bớt 7 ngành nghề). Việc này được xem là động thái cần thiết để đẩy nhanh quá trình mở room khối ngoại
- SCIC (sở hữu 43% VNM) đã thông báo sẽ thoái vốn khỏi VNM là cơ hội để nhà đầu tư nước ngoài tham gia sở hữu VNM khi công ty được tăng room.
- Định giá 18x PE 2016, khá thấp so với PE khu vực hiện đang 23x. Kỳ vọng cổ tức cao do đã hoàn thành việc đầu tư các nhà máy xong

### Tiêu cực

- Thủ tục nới room cho nhà đầu tư nước ngoài kéo dài ngoài dự kiến và SCIC chậm trễ trong việc thoái vốn
- Giá cả sữa nguyên liệu đầu vào có thể tăng nhanh mà VNM không thể chuyển hết qua người tiêu dùng

### CTCP TẬP ĐOÀN MASAN (MSN)

- Lợi nhuận sau thuế 2015 tăng 37% n/n đạt 1.478 tỷ đồng trong khi doanh thu tăng 90% đạt 30.628 tỷ đồng. DT tăng mạnh nhờ đóng góp từ mảng tiêu dùng, đặc biệt là DT mảng chuỗi giá trị dinh dưỡng được hợp nhất từ tháng 4/2015.
- KHKD 2016 với DT từ 42-45 ngàn tỷ đồng, tăng 37-47% n/n. LNST dành cho cổ đông đạt 1.900-2.000 tỷ đồng, tăng 29-35%.
- Kế hoạch đầu tư TSCĐ trong 2016 từ 2.200-2.400 tỷ đồng (không bao gồm các thương vụ M&A tiềm năng)
- Thương vụ 1,1 tỷ USD với tập đoàn Singha kỳ vọng sẽ mang lại nhiều lợi nhuận và sức mạnh hợp lực giữa 2 tập đoàn lớn
- Tháng 3/2016, MSN đã mua 14% Vissan
- MSN đang giao dịch ở 12,6 lần EV/EBITDA (2016) và P/E ở mức 26,5 lần

### CTCP ÁNH DƯƠNG VIỆT NAM (VNS)

- Doanh thu thuần 2015 tăng 13% n/n, đạt 4.252 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lãi gộp giảm 1,5 điểm % xuống còn 15,2% chủ yếu do chi phí nhân công tăng 29% và chi phí khấu hao tăng 17% n/n do công ty đầu tư thêm nhiều xe mới. Tuy vậy, nhờ khoản doanh thu đột biến từ thanh lý xe cũ, tăng 63% n/n, giúp lợi nhuận ròng của VNS tăng 5%, đạt 329 tỷ đồng.
- Về KHKD 2016, VNS đặt mục tiêu tổng DT đạt 4.325 tỷ đồng, tăng 1,7% n/n và LNTT đạt 330 tỷ, bằng 77% kết quả 2015.
- 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 2016.
- VNS hiện đang giao dịch với PE là 5,4 lần.

### CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG)

- KHKD 2016 với doanh thu và LNST 2016 lần lượt là 34.166 tỷ đồng và 1.388 tỷ đồng, tương ứng tăng 35% n/n và 29% n/n. MWG mở thêm 100 cửa hàng thegioioidong và 50 cửa hàng DienmayXanh trong năm 2016.
- Doanh thu hai tháng đầu năm là 6.842 tỷ đồng (+78% n/n), gồm 4.960 tỷ đồng của thegioioidong.com (+56% n/n) và 1.882 tỷ đồng của DienmayXanh.com (+186% n/n). Lợi nhuận của MWG đã đạt 296 tỷ đồng (+79% n/n) và hoàn thành 21% kế hoạch năm 2016. Mức tăng trưởng rất cao này đến chủ yếu từ việc mở mới cửa hàng mới, với số lượng cửa hàng gần như đã nhân đôi so với cùng kỳ.
- Với 684 cửa hàng đang hoạt động, MWG sẽ không quá khó khăn trong việc cán đích kế hoạch lợi nhuận năm 2016.
- Hiện MWG đang giao dịch với PE là 10 lần.

### CTCP BÓNG ĐÈN ĐIỆN QUANG (DQC)

- KHKD 2016 đặt DT đạt 1.100 tỷ, tăng 1,6% n/n và LNTT đạt 215 tỷ, bằng 86% kết quả 2015.
- Cổ tức dự kiến 2016 sẽ là 30% bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu. Thông qua mức cổ tức 2015 từ mức kế hoạch là 20% lên 35%, trong đó tiền mặt là 25% và 10% bằng cổ phiếu (đã tạm ứng 15% bằng tiền mặt tháng 8/2015).
- Q1/2016, DT ước đạt 230 tỷ, tăng 35% n/n do doanh thu nội địa có tốc độ tăng trưởng tốt trong quý vừa qua. Với kết quả này, DQC đã hoàn thành 20% kế hoạch doanh thu và 24% kế hoạch LNTT.
- DQC tiến hành đầu tư xây dựng nhà máy Khu công nghệ cao với tổng vốn đầu tư 587 tỷ đồng với công suất là 40 triệu sản phẩm/năm được chia thành 2 giai đoạn. Dự kiến giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động vào tháng 3/2017 với công suất dự tính đạt 60% tổng công suất thiết kế. Giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động từ năm 2020.
- DQC đang giao dịch tại PE theo kế hoạch là 10,4 lần. ROE của công ty đạt 19,8% trong khi đó công ty gần như không có vay nợ.
- 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.

# Ngành dược phẩm

## Nới room: Vẫn là câu hỏi lớn?

### Luật dược (sửa đổi) được thông qua

Ngày 06/04/2016 vừa qua, Quốc hội đã thông qua Luật dược (sửa đổi). Luật này sẽ bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/01/2017. Đối với các công ty sản xuất và kinh doanh dược phẩm, không nhiều thay đổi đối với các quy định có liên quan. Đáng chú ý, điều 7 - chương II của luật này có quy định mới về việc không chào thầu các thuốc nhập khẩu thuộc danh mục do Bộ Y tế ban hành trên cơ sở nhóm tiêu chí kỹ thuật khi thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp. Theo đó, có thể hiểu là các loại thuốc được sản xuất trong nước sẽ được ưu tiên sử dụng trong các cơ sở y tế công lập. Đây có thể được xem là một tín hiệu tích cực cho các công ty dược nội địa - vốn đã và đang gặp khó khăn trong khâu đấu thầu vào bệnh viện trong thời gian qua do áp lực cạnh tranh với các thuốc giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ,... Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đang chờ đợi thực tế việc triển khai các hướng dẫn cụ thể hơn cho các yêu cầu về điều trị, đơn giá và khả năng cung cấp được đề cập trong quy định này.

### Nới room ngành dược - Vẫn là câu hỏi lớn?

Giá cổ phiếu 4 công ty dược nội địa niêm yết có vốn hoá lớn nhất là DHG, TRA, DMC và IMP đã tăng bình quân gần 45% từ đầu năm đến nay. Đây là mức tăng ấn tượng so với thị trường chung (VN-Index giảm 0,2%). Trong đó, dẫn đầu là DMC và DHG với mức tăng hơn 80% và 38%. Theo chúng tôi, tâm lý kỳ vọng của thị trường vào khả năng bỏ trần quy định 49% đối với tỷ lệ sở hữu của nước ngoài cùng với việc thoái vốn của SCIC là chất xúc tác quan trọng cho biến động giá của các cp này trong thời gian qua.

Nếu VNM trước đây cũng được xem là khoản đầu tư dài hạn của SCIC và gần đây trở thành tâm điểm của thị trường về câu chuyện "nới room khỏi ngoại và SCIC thoái vốn"; thì DHG, DMC cũng có thể được kỳ vọng tương tự do đây cũng là các cổ phiếu ưa thích của nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, theo quy định hiện hành, dược phẩm hiện đang là một trong những mặt hàng mà nhà đầu tư nước ngoài không được thực hiện quyền phân phối tại Việt Nam. Do vậy, DMC dự kiến sẽ trình ĐHCĐ sắp tới thông qua việc điều chỉnh loại bỏ các ngành nghề kinh doanh chi tiết có liên quan đến phân phối dược phẩm; tiến tới trình UBCK Nhà nước thông qua quyết định không hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty. Nếu loại bỏ mảng phân phối, khả năng các công ty dược niêm yết có thể bỏ được trần sở hữu nước ngoài. Tuy nhiên, theo chúng tôi, với các công ty dược nội địa lớn như DHG, DMC, phân phối dược xem là một khâu quan trọng trong chuỗi giá trị của doanh nghiệp. Ngoài ra, sản xuất và kinh doanh dược vẫn đang thuộc danh sách các ngành nghề kinh doanh có điều kiện.

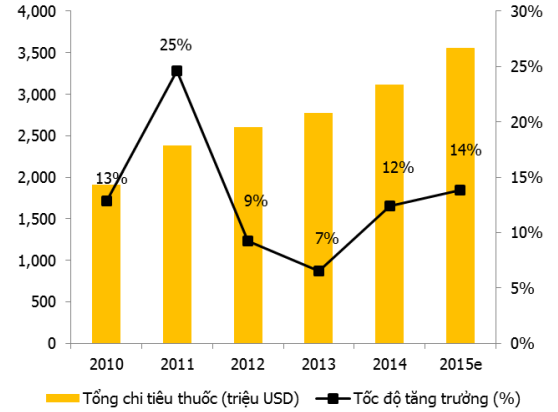
### Triển vọng dài hạn

Về dài hạn, triển vọng chung của ngành dược Việt Nam vẫn được đánh giá khá lạc quan với tỷ lệ tăng trưởng tổng chi tiêu thuốc cả nước kỳ vọng ở mức hai con số.

Định giá cổ phiếu ngành dược Việt Nam đang tương đối hấp dẫn với PE kỳ vọng và PB bình quân chỉ khoảng 11,3 lần và 1,9 lần; so với mức 24 lần và 5 lần trung bình của các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia).

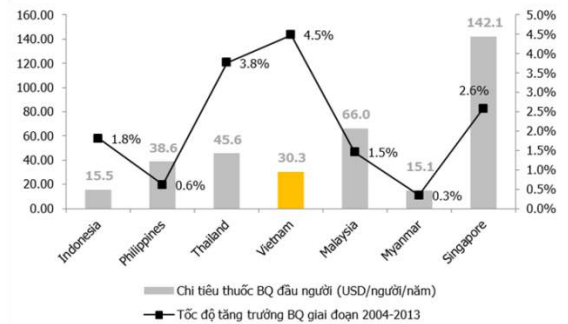
Nguyễn Thị Sony Trà Mi  
mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn  
(84) 844 55 58 88 (x8084)

### Tổng chi tiêu thuốc của Việt Nam (tỷ USD)



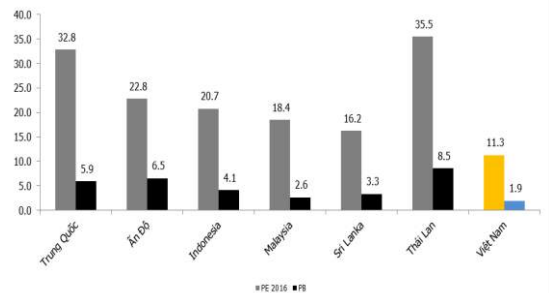
Nguồn: Cục Quản lý Dược

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



Nguồn: Euromonitor data

### Định giá ngành dược các TT Emerging Asia



Nguồn: Bloomberg

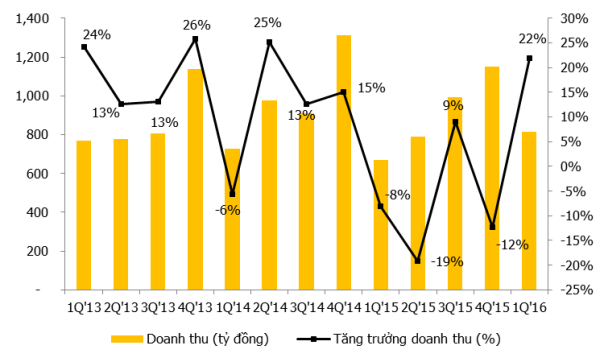


## CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

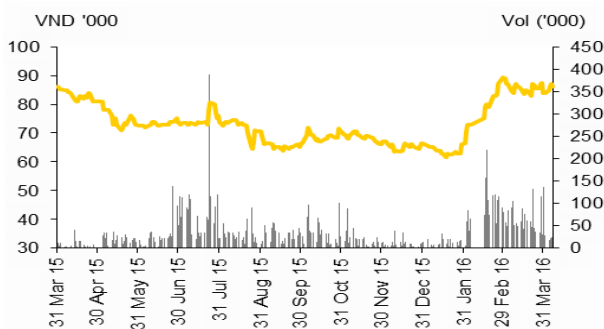
- **Q1/16 tăng trưởng tốt.** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 21,9% n/n và 35,4% n/n, đạt 815,4 và 151,7 tỷ đồng. LNST tăng mạnh hơn doanh thu chủ yếu là nhờ biên lợi nhuận hoạt động (EBIT margin) cải thiện và thuế suất thuế TNDN bình quân giảm. Nhà máy mới của DHG đang được hưởng ưu đãi thuế suất 0%.
- **Kế hoạch 2016 tăng nhẹ** với 3.733 tỷ đồng doanh thu thuần (+3,5% n/n) và 750 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (+6,9% n/n). Đây là kế hoạch dự kiến để trình ĐHCĐ thường niên 2016 (dự kiến tổ chức vào 28/04/2016) thông qua và tương đối sát với số dự báo trước đây của chúng tôi. Với kết quả đạt được trong Q1/16 trên, DHG khả năng đã hoàn thành được 22% và 23% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm.

### Doanh thu tăng trở lại trong Q1/16



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Tâm lý kỳ vọng của thị trường vào khả năng bỏ trần tỷ lệ sở hữu của nước ngoài tại công ty, cùng với đó là việc thoái vốn của SCIC.
- Hệ thống phân phối lớn mạnh khắp cả nước với hơn 1.400 nhân viên kinh doanh tiếp xúc trực tiếp với 25.000 khách hàng vừa được tái cơ cấu kỳ vọng phát huy hiệu quả trong thời gian tới.
- DHG còn nhiều dư địa cho tăng trưởng. Nhà máy Non-betalactam mới chỉ đang khai thác ở mức 45% công suất thiết kế. Nhà máy Betalactam mới dự kiến đi vào hoạt động trong Q3/16. Cả 2 nhà máy được hưởng ưu đãi thuế trong 15 năm, trong đó, thuế suất cho 4 năm đầu là 0%.
- Dự án nhà máy thuốc gói sủi bột theo tiêu chuẩn PIC/s đang được triển khai và kỳ vọng hoàn tất trong 2018. Nhờ tiêu chuẩn chất lượng cao hơn, cơ hội trúng thầu vào bệnh viện cũng như đẩy mạnh xuất khẩu cho các sản phẩm được sản xuất theo tiêu chuẩn PIC/s này sẽ cao hơn.
- Định giá 11x PE 2016, tương đương bình quân ngành trong nước nhưng thấp hơn đáng kể so với mức 24 lần trung bình các thị trường dược mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia) và 13 lần bình quân lịch sử 3 năm gần nhất của DHG.

#### Tiêu cực

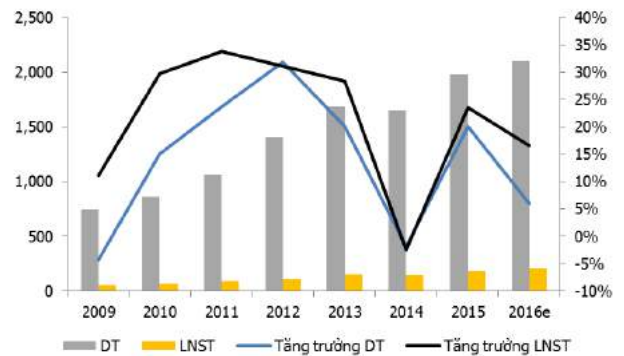
- Việc gia tăng mức trần tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cho các công ty dược nói chung và DHG nói riêng không được thông qua.

## CTCP TRAPHACO (TRA)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

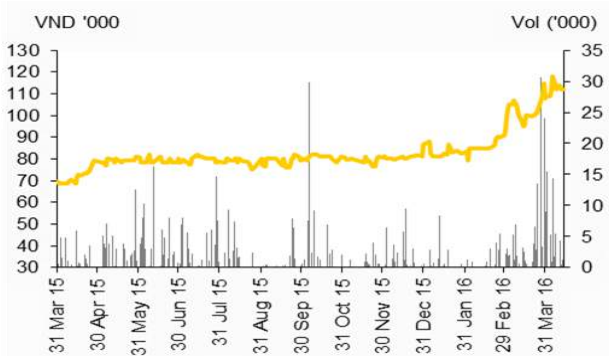
- **Kế hoạch 2016.** TRA đặt kế hoạch doanh thu tăng 6% n/n, lên mức 2.100 tỷ đồng. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế được kỳ vọng ở mức cao hơn (khả năng là nhờ biên lợi nhuận sẽ tiếp tục được cải thiện), khoảng 16,6% n/n, lên 210 tỷ đồng.
- Nhờ hiệu quả từ chính sách bán hàng mới, TRA đạt kết quả khả quan trong năm 2015 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 20% n/n và 23,5% n/n, đạt 1.981,5 và 180,1 tỷ đồng.

### DT và LNST qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Cổ phiếu thưởng cho năm 2015, tỷ lệ 40% dự kiến phát hành trong Q2/16. Ngoài ra, TRA còn có kế hoạch thưởng cổ phiếu tỷ lệ 20%/năm trong năm 2018 và 2020.
- Tiềm năng từ xu hướng gia tăng sử dụng các sản phẩm đông dược.
- Hệ thống phân phối đang được mở rộng. Hiện TRA đang trực tiếp bán hàng đến 20.000 nhà thuốc, tương đương 50% tổng số nhà thuốc trên khắp cả nước.
- Nhà máy mới có công suất lớn gấp 5 lần nhà máy cũ Hoàng Liệt đang trong giai đoạn xây dựng. Nhờ đó, trong tương lai, TRA có nhiều dư địa về năng lực sản xuất để phục vụ cho nhu cầu tăng trưởng.
- Định giá 14x PE 2016, so với mức 11,3 lần bình quân trong nước và 24 lần trung bình các thị trường được mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia).

#### Tiêu cực

- Áp lực cạnh tranh trong phân khúc đông dược ngày càng trở nên gay gắt hơn.
- Mekong Capital đang nắm 25% cổ phần của TRA và có khả năng thoái vốn trong 2016 do đến hạn đóng quỹ.

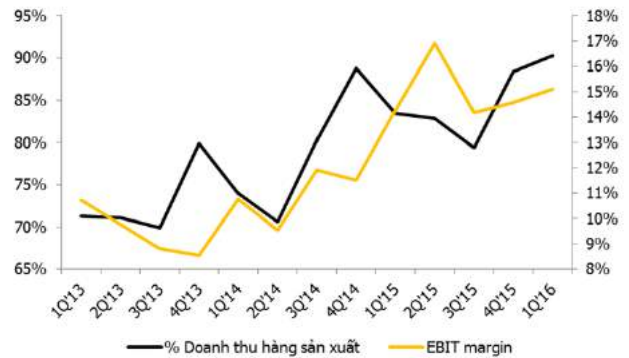


# CTCP XUẤT NHẬP KHẨU DOMESCO (DMC)

## Cập nhật kết quả kinh doanh

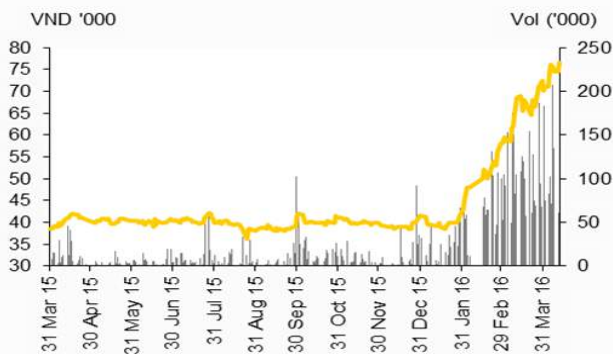
- **Q1/16 tăng trưởng tốt.** Doanh thu tăng 7,7% n/n, đạt 279,6 tỷ đồng, chủ yếu nhờ hàng sản xuất tăng. Tỷ trọng đóng góp DT của hàng sản xuất đã tăng lên mức 90% trong Q1/16, so với mức 83% của Q1/15. Đây cũng là mức cao nhất từ trước đến nay. Việc cơ cấu lại danh mục hàng hoá tiếp tục giúp mở rộng biên lợi nhuận hoạt động (EBIT margin) của công ty, từ 14,3% trong Q1/15 lên mức 15,1% trong Q1/16. Ngoài ra, thu nhập tài chính và thu nhập khác cũng cao hơn so với cùng kỳ. Nhờ vậy, lãi ròng Q1/16 đạt được mức tăng trưởng cao hơn đáng kể so với DT, với mức tăng 28% n/n, lên 35,2 tỷ đồng.
- **Kế hoạch 2016.** DMC sẽ trình ĐH thông qua kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng cho năm 2016 ở mức gần 15% n/n và 9% n/n, lên 1.415 và 155 tỷ đồng. Kế hoạch này hiện đang cao hơn khoảng 2-3% so với dự báo trước đây của chúng tôi.

## DT hàng sản xuất và EBIT margin



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Biến động giá



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- Kỳ vọng bỏ trần tỷ lệ sở hữu của nước ngoài: DMC dự kiến sẽ trình ĐHCĐ sắp tới thông qua việc điều chỉnh loại bỏ các ngành nghề kinh doanh chi tiết có liên quan đến phân phối dược phẩm; tiến tới trình UBCK Nhà nước thông qua quyết định không hạn chế tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại công ty.
- Tiềm năng phát triển từ hợp tác với cổ đông lớn nhất là CFR - Tập đoàn dược của Chile, được Abbott mua lại trong 2014. CFR hiện đang sở hữu gần 46% và muốn gia tăng sở hữu để nắm quyền kiểm soát tại DMC. Do vậy, nếu việc nới room được thông qua, cơ hội để CFR thực hiện kế hoạch này sẽ cao hơn và khả năng SCIC sẽ thoái vốn đầu tư tại công ty này (gần 35% cổ phần DMC).
- Hiệu quả hoạt động liên tục được cải thiện.
- Định giá 13x PE 2016, so với mức 11,3 lần bình quân trong nước và 24 lần trung bình các thị trường dược mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia).

### Tiêu cực

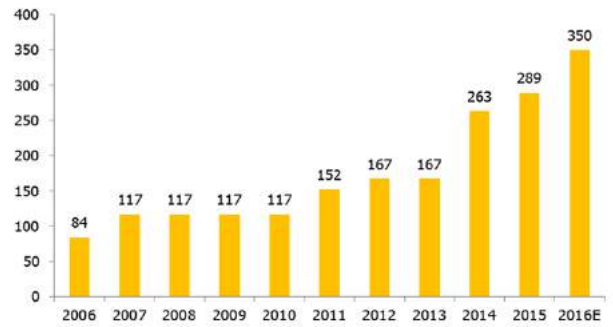
- Việc gia tăng mức trần tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài cho các công ty dược phẩm nói chung và DMC nói riêng không được thông qua.

# CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (IMP)

## Cập nhật kết quả kinh doanh

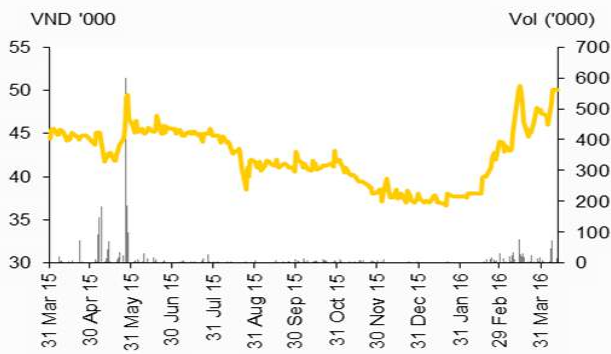
- Kế hoạch 2016 tăng nhẹ với 1.100 tỷ doanh thu (+8,6% n/n) và 140 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (trước khi trích 10% cho quỹ KHCN) (+6,9% n/n). Kế hoạch này sẽ được trình ĐHCĐ thường niên 2016 sắp tới thông qua.
- Năm 2015, IMP đạt 964,3 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 7,5% n/n. Lợi nhuận sau thuế tăng tương ứng doanh thu, khoảng 7,6% n/n, lên 92,3 tỷ đồng. Kênh OTC (chủ yếu là nhà thuốc, phòng khám) tiếp tục giữ vai trò là kênh phân phối chính (gần 87% doanh thu hàng sản xuất) của IMP trong 2015, với mức tăng trưởng 19,6% n/n.

## Vốn điều lệ IMP từ 2006-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Biến động giá



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- Room nước ngoài có thể sẽ lại được mở ra trong thời gian tới nếu IMP thực hiện kế hoạch phát hành riêng lẻ/chào bán ra công chúng 6 triệu cổ phiếu (~20% VDL) và phát hành ESOP 5% VDL. Tuy nhiên, kế hoạch tăng vốn này còn phải được ĐHCĐ thường niên 2016 (dự kiến tổ chức vào 26/04/2016) tới đây thông qua.
- Kênh OTC được phát triển trong 2 năm vừa qua kỳ vọng sẽ tiếp tục đem lại những đóng góp tích cực cho kết quả doanh thu của công ty.
- Công ty đang trong quá trình nâng cấp nhà máy ở Bình Dương lên tiêu chuẩn chất lượng cao hơn, GMP-EU. Với tiêu chuẩn chất lượng này, sản phẩm của IMP sẽ có nhiều cơ hội thắng thầu vào bệnh viện hơn cũng như gia tăng cơ hội xuất khẩu và hợp tác sản xuất nhượng quyền với các hãng dược lớn trên thế giới.
- Định giá gần 13x PE 2016 (chưa tính toán tác động pha loãng từ kế hoạch phát hành tăng vốn trong 2016), so với mức 11,3 lần bình quân trong nước và 24 lần trung bình các thị trường dược mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia).

### Tiêu cực

- Rủi ro pha loãng lớn từ kế hoạch phát hành riêng lẻ và ESOP.

## Nhóm xây dựng hạ tầng

# Triển vọng tích cực trong dài hạn

### Đầu tư phát triển hạ tầng - tiềm năng hấp dẫn

Với hệ thống hạ tầng giao thông còn thiếu và chưa đồng bộ, đầu tư phát triển hạ tầng giao thông được xem là lĩnh vực hấp dẫn trong dài hạn, thu hút sự tham gia của nhiều doanh nghiệp xây dựng. Có thể nhận thấy rõ tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của lĩnh vực này đến từ: **(1)** nhu cầu phát triển với vốn đầu tư lớn; **(2)** nguồn vốn ngân sách chỉ đáp ứng được phần nhỏ vốn đầu tư, dẫn đến nhu cầu đẩy mạnh thu hút đầu tư theo hình thức PPP (hiện phổ biến là các dự án BOT/BT); **(3)** nguồn thu từ khai thác các dự án BOT (như thu phí giao thông) có lộ trình tăng để đảm bảo khả năng thu hồi vốn và tỷ suất lợi nhuận hợp lý. Trong năm 2016, việc tăng mức thu phí tại các trạm BOT theo Thông tư 159/2013/TT-BTC được xem là yếu tố cải thiện lợi nhuận của các công ty trong lĩnh vực này. Có thể kể tên một số công ty niêm yết như CII, CTI, HTI, được kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận cao hơn từ thu phí giao thông, cũng như sẽ triển khai thêm các dự án BOT trong tương lai. Ngoài ra, một số công ty trong ngành vốn chuyên về xây dựng dân dụng và xây dựng công nghiệp cũng bắt đầu hướng sang lĩnh vực xây dựng hạ tầng như CTD, FCN.

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

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

### Nhu cầu phát triển hạ tầng giao thông rất lớn

Theo Quy hoạch phát triển mạng đường bộ cao tốc đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 do Thủ tướng mới phê duyệt ngày 01/03/2016, mạng đường bộ cao tốc Việt Nam được quy hoạch gồm 21 tuyến với tổng chiều dài 6.411km. Trong đó, 2.703km dự kiến đầu tư xây dựng từ nay đến 2020 với vốn đầu tư 342,6 nghìn tỷ đồng. Con số này cho thấy nhu cầu đầu tư phát triển hạ tầng giao thông ở Việt Nam là rất lớn trong trung và dài hạn để có thể bắt kịp với sự phát triển kinh tế xã hội của đất nước.

### Đầu tư theo hình thức PPP được đẩy mạnh

Trong tình hình nguồn vốn ngân sách đầu tư hạ tầng giao thông hạn chế do cân đối thu chi ngân sách còn nhiều khó khăn, nguồn vốn đầu tư theo hình thức PPP (hợp tác công tư) được kỳ vọng là dòng chảy chính trong năm nay và trong tương lai. Riêng trong năm nay, Bộ GTVT có khoảng 23 dự án lớn đầu tư theo hình thức PPP với tổng mức đầu tư gần 40 nghìn tỷ đồng dự kiến khởi công hoặc lựa chọn nhà đầu tư.

### Tăng mức thu phí tại các trạm BOT

Từ đầu năm 2016, các trạm thu phí BOT trên toàn quốc đồng loạt điều chỉnh tăng mức thu phí giao thông bình quân 20-30% so với trước đây. Việc điều chỉnh này được thực hiện theo Thông tư 159/2013/TT-BTC do Bộ Tài chính ban hành từ ngày 14/11/2013, trong đó có qui định cụ thể biểu khung mức thu phí đường bộ với độ chênh khoảng 3,5 lần giữa mức tối thiểu và mức tối đa. Theo lộ trình áp dụng, từ năm 2016, mức thu tối đa trong khung qui định được áp dụng, trong khi trước đó năm 2014-2015, mức thu tối đa không quá 2,5 đến 3 lần mức thu tối thiểu khung.

## Đánh giá một số công ty xây dựng hạ tầng

Chúng tôi xem xét một số công ty trong nhóm ngành đầu tư phát triển hạ tầng, gồm CII, CTI, HTI và HUT. Trong số đó, đáng chú ý có CTI và HTI, là hai công ty mà chúng tôi nhận thấy có sức bật rõ nét trong năm 2015 vừa qua và kỳ vọng sẽ duy trì được đà tăng trưởng trong năm nay. Giá cổ phiếu của nhóm này từ đầu năm tới nay biến động cùng chiều với kết quả tăng trưởng/giảm sút lợi nhuận của từng công ty. Đối với cổ phiếu CTI và HTI mà chúng tôi lưu ý, mặc dù giá cổ phiếu đã tăng khá nhiều từ đầu năm, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng giá vẫn còn với định giá ở mức khá hấp dẫn (P/E kỳ vọng khoảng 8x) so với các công ty cùng ngành.

Lưu ý rằng, đối với nhóm công ty đầu tư phát triển hạ tầng theo hình thức BTO/BT, việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao là khá phổ biến do vốn vay được huy động cho từng dự án riêng lẻ. Trong thời gian đầu tư phát triển dự án, chi phí lãi vay được vốn hóa nên mặc dù tỷ lệ nợ/VCSH có thể ở mức cao nhưng khả năng chi trả lãi vay vẫn ở mức an toàn.

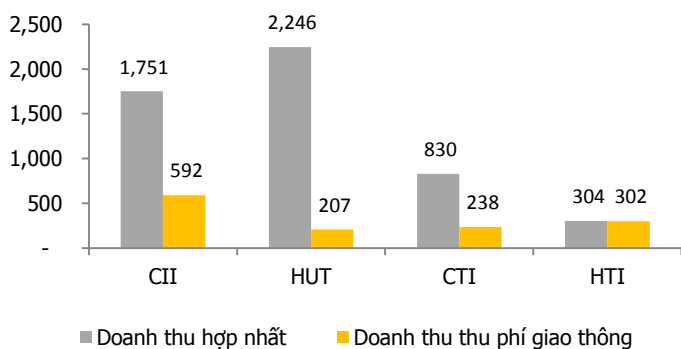
Ngoài ra, hoạt động thu phí giao thông đường bộ là lĩnh vực được ưu đãi thuế TNDN với mức thuế suất 10%. Thông thường, các công ty được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu kể từ khi có lãi và giảm 50% thuế suất trong 9 năm tiếp theo.

### So sánh một số chỉ số

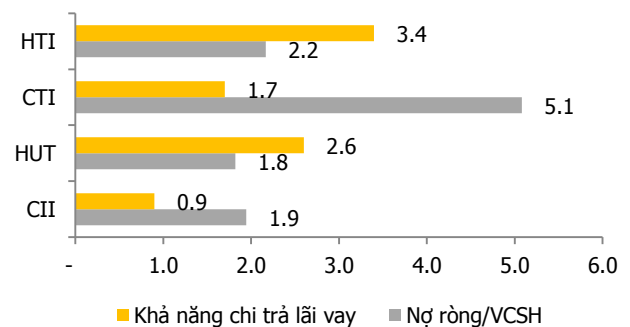
Công ty	Vốn ĐL (tỷ VND)	DT thuần 2015	% tăng/giảm	LN ròng 2015	% tăng/giảm	P/E 2015	P/E kỳ vọng	P/B	ROA	ROE	Biến động giá cp (*)
CII	2.281	1.751	-32,8%	625	60,9%	9,6	7,3	1,7	5,2%	19,4%	15,7%
HUT	1.284	2.246	-18,7%	180	-30,2%	7,0	-	0,7	2,7%	10,5%	-14,2%
CTI	330	830	14,9%	68	37,4%	11,9	7,6	1,8	2,4%	15,7%	21,0%
HTI	250	304	69,1%	58	57,9%	8,0	8,0	1,2	4,6%	15,6%	24,0%

Nguồn: Công ty, MBKE

### Tỷ trọng doanh thu thu phí năm 2015



### Tỷ lệ đòn bẩy tài chính



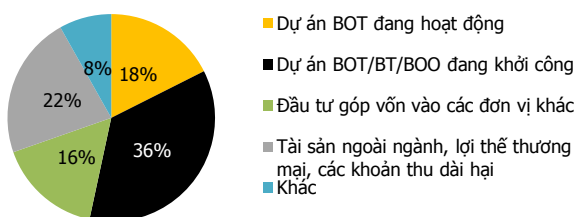
Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

# CTCP ĐẦU TƯ HẠ TẦNG KỸ THUẬT HỒ CHÍ MINH (CII)

## Vị thế doanh nghiệp

- Công ty niêm yết có doanh thu từ hoạt động thu phí giao thông cao nhất Việt Nam (570 tỷ VND trong năm 2015, so với doanh thu 200-300 tỷ VND của các công ty cùng ngành khác như IJC, HTI và CTI).
- Đối tác đầu tư chiến lược giúp nâng cao vị thế: Goldman Sachs (\$40 triệu cổ phiếu chuyển đổi – đã chuyển đổi một phần), Ayala (\$16 triệu cổ phiếu), và Metro Pacific Tollways (\$32 triệu cổ phiếu, \$62 triệu trái phiếu).
- Một nửa tài sản dài hạn đang được đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng hiện tại và tương lai; phần còn lại chủ yếu là các tài sản tài chính và phi cốt lõi.

### Phân bổ tài sản dài hạn (chiếm 70% tổng tài sản)

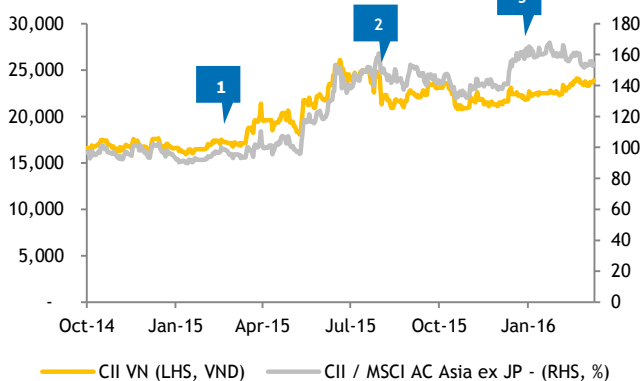


## Chỉ số tài chính

- ROIC trong lĩnh vực BOT cầu đường, theo ước tính, ở mức trung bình 15% trong 5 năm qua, cao hơn một chút so với WACC hiện tại.
- Khấu hao (theo % doanh thu thu phí giao thông) là lý do chính của sự thay đổi biên lợi nhuận và ROIC.
- Đòn bẩy cao (tỷ lệ nợ/VCSH ròng 1,8 lần) do công ty dựa trên mô hình xoay vòng vốn vay.
- Hệ số khả năng thanh toán lãi vay ròng chỉ ở mức trung bình 1,2x trong ba năm qua, dẫn đến lợi nhuận cốt lõi thấp.
- Nhìn chung ROE (dựa trên lợi nhuận cốt lõi) khá thấp, mặc dù ROIC trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng (gồm lĩnh vực cung cấp nước) khá cao.

## Biến động giá

### Giao dịch của các cổ đông lớn là yếu tố chủ chốt



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

1. Lợi nhuận ròng Q1/2015 đạt 75% kế hoạch lợi nhuận đề ra cho năm 2015, nhờ vào khoản thu nhập tài chính đáng kể.
2. Nhóm nhà đầu tư nước ngoài AMA FUND HOLDING LTD và AQUAMARINE HOLDINGS LTD (thuộc cùng công ty mẹ) thuộc đảo quốc Cayman đã bán tổng cộng 14,6tr cp.
3. Master Fund Holdings Ltd thuộc đảo quốc Cayman đã mua vào 14,3 triệu cổ phiếu CII.

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- Giai đoạn 2 dự án BOT mở rộng tuyến tránh QL1A đoạn qua thành phố Phan Rang-Tháp Chàm với vốn đầu tư \$101 triệu dự kiến hoàn thành trong năm 2016 và có thể làm tăng doanh thu, dựa trên tiến độ của giai đoạn 1.
- 2 dự án BOT trong năm 2018-2019 (2 dự án mở rộng) với dòng tiền tiềm năng và ROE ở mức 12-14%
- Lĩnh vực công trình hạ tầng ghi nhận doanh thu tăng 3,6 lần từ năm 2013 đến năm 2015 và đạt biên lợi nhuận gộp 48% trong năm 2015. Đây có thể là động lực tăng lợi nhuận chính nếu đà tăng trưởng được duy trì.
- ROIC của lĩnh vực cung cấp nước (thông qua SII) ước tính đạt khoảng 30% trong năm 2015, cũng có thể sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.

### Tiêu cực

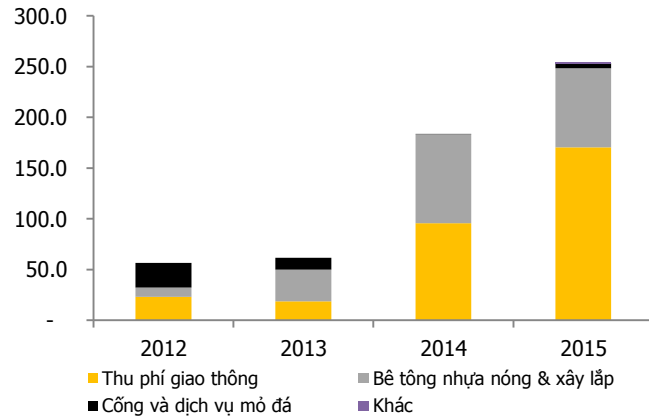
- Lĩnh vực cốt lõi BOT phụ thuộc nhiều vào mô hình xoay vòng vốn vay để tăng tốc độ hoàn vốn và tăng tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR), giải thích cho chỉ số đòn bẩy cao và có thể gây phản tác dụng.
- Cơ cấu cổ đông phức tạp và tần suất giao dịch cao của các cổ đông lớn/cổ đông nội bộ.
- Một lượng vốn lớn chôn chân trong những lĩnh vực phi cốt lõi/không kiểm soát đường như chưa tạo ra lợi nhuận cao.
- Rủi ro pha loãng từ các cổ đông chiến lược.

## CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN CƯỜNG THUẬN IDICO (CTI)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- CTI hiện đang thu phí ở hai dự án (tỉnh lộ 16 và Km 1841+912 QL1) với đóng góp 30% vào doanh thu hợp nhất và tới 67% vào lợi nhuận gộp năm 2015.
- Doanh thu thu phí giao thông năm 2015 tăng 83% so với năm 2014 do trạm thu phí QL1 bắt đầu hoạt động từ giữa năm 2014.
- Đòn bẩy tài chính cao so với các công ty cùng ngành với tỷ lệ nợ ròng/VCSH cuối năm 2015 là 508%. Chi phí lãi vay năm 2015 tăng 55% so với năm 2014, tuy vậy khả năng chi trả lãi vay vẫn ở mức khá an toàn 1,7x. Tuy nhiên, lưu ý hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh ở mức thấp: 0,5x và 0,4x.
- Kế hoạch SXKD 2016 đã được ĐHCĐ thông qua với doanh thu 1.045 tỷ và LNST 107 tỷ, tăng 26% và 57% so với năm 2016

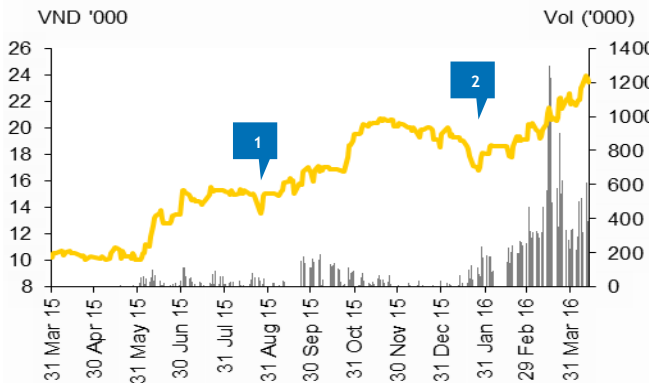
### Tỷ trọng lợi nhuận gộp



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá

#### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Lợi nhuận 6 tháng 2015 tăng đột biến
- Lợi nhuận Q4/2015 gấp gần 6 lần cùng kỳ năm 2014

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Trong năm 2016, CTI đưa hai trạm thu phí mới vào khai thác, gồm Trạm T1 Quốc lộ 91 sau khi hoàn thành dự án BOT đầu tư cải tạo nâng cấp QL91 (đã hoạt động từ 02/04/2016) và Trạm T2 (trên QL91B) dự kiến trong tháng 7/2016, sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và LN từ thu phí giao thông.
- Hưởng lợi từ việc điều chỉnh tăng mức thu phí tại các trạm BOT trong năm 2016 theo lộ trình qui định tại Thông tư 159/2013-TT/BTC do Bộ Tài chính ban hành.
- P/E kỳ vọng khoảng 8x (dựa trên kế hoạch LNST 2016). Lợi suất cổ tức khoảng 7%

#### Tiêu cực

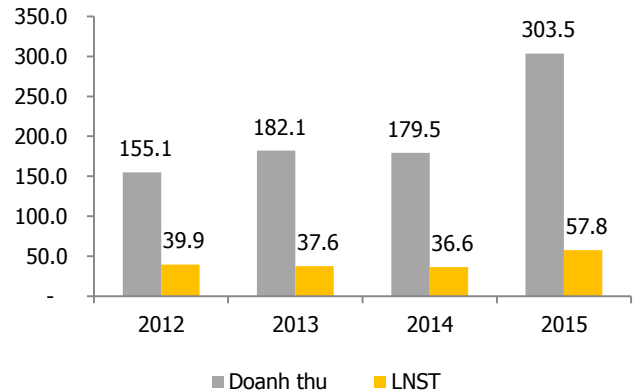
- Rủi ro pha loãng từ kế hoạch phát hành riêng lẻ 10 triệu cổ phiếu mới được thông qua tại ĐHCĐ năm 2016

## CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG IDICO (HTI)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- HTI ghi nhận tăng trưởng cao trong năm 2015 sau mấy năm không có đột biến về kết quả SXKD. Doanh thu 2015 tăng 69,1% và LNST tăng 57,9% so với năm 2014.
- Tăng trưởng năm 2015 đến từ việc tăng mức thu phí tại trạm An Sương An Lạc trên tuyến QL1A mà công ty đang khai thác từ 1/1/2015 và đưa vào hoạt động Trạm thu phí phụ tại giao lộ QL1 – Hương lộ 2 kể từ 15/7/2015.
- So với một số công ty khác, tỷ trọng đóng góp từ hoạt động thu phí ở HTI là cao nhất, hơn 90% doanh thu. Do đó, HTI là công ty được hưởng lợi nhiều nhất từ ưu đãi thuế đối với hoạt động thu phí giao thông (thuế suất 10% và hiện vẫn đang được giảm 50% thuế).
- Đặt kế hoạch SXKD năm 2016 với doanh thu 376 tỷ, tăng 24% so với năm 2015 và LNST 58 tỷ, xấp xỉ năm 2015.

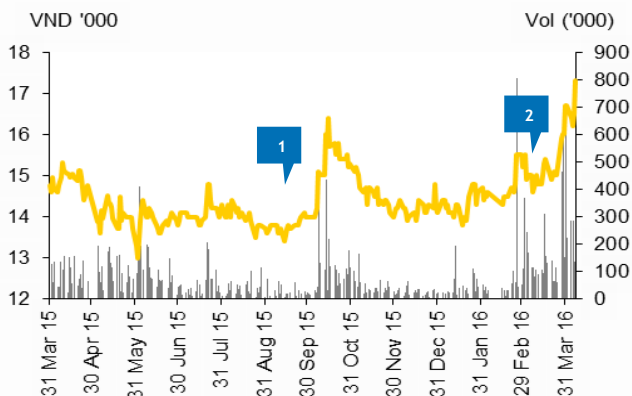
### Doanh thu và LNST



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá

#### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Lợi nhuận 6 tháng 2015 tăng 73% so với cùng kỳ
- KQKD năm 2015 tăng trưởng cao

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Trong năm 2016, triển khai dự án BOT cải tạo mở rộng QL1 từ nút giao An Lạc đến giáp ranh tỉnh Long An với mức đầu tư dự kiến 1.989 tỷ.
- Phương án hoàn vốn của dự án này gồm: (1) lắp thêm trạm thu phí phụ 2; (2) tăng mức thu phí tại trạm An Sương An Lạc vào 2019, 2024 và 2029 với mức tăng bình quân 25%/lần; (3) kéo dài thời gian thu phí tại các trạm.
- P/E kỳ vọng 8,0x. Lợi suất cổ tức khoảng 6,8%.

#### Tiêu cực

- Kế hoạch lợi nhuận 2016 đặt xấp xỉ năm 2015 trong khi doanh thu dự kiến tăng 24% có thể là do chi phí lãi vay tăng (không còn được vốn hoá khi hoàn thành giai đoạn đầu tư)

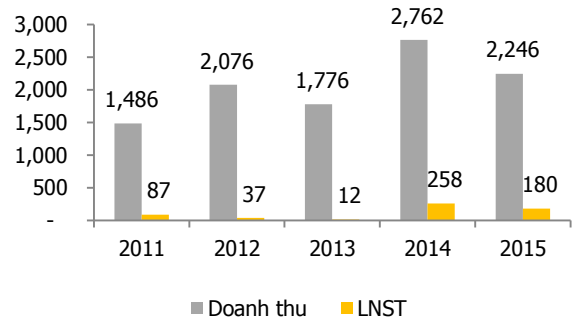


## CTCP TASCO (HUT)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- HUT đầu tư phát triển các dự án BOT và BT trên địa bàn các tỉnh miền Bắc và Trung Bộ (Thái Bình, Nam Định, Hải Phòng, Hà Nội), trong đó có 3 dự án BOT đang thực hiện thu phí giao thông và 2 dự án đang triển khai.
- KQKD 2015 kém hơn so với năm 2014 với doanh thu hợp nhất giảm 18,7% và lợi nhuận ròng giảm 30,2%, chủ yếu do giá trị xây lắp của dự án BOT ghi nhận năm 2015 thấp trong năm 2014. Riêng doanh thu thu phí đã tăng gấp đôi so với năm 2014, đạt 207 tỷ.
- Tỷ lệ nợ ròng/VCSH cuối năm 2015 là 182%, thấp hơn so với CII, CTI, HTI. Các chỉ số tài chính khác ở mức an toàn với khả năng chi trả lãi vay 2,6x và hệ số thanh toán hiện hành 2,7x.

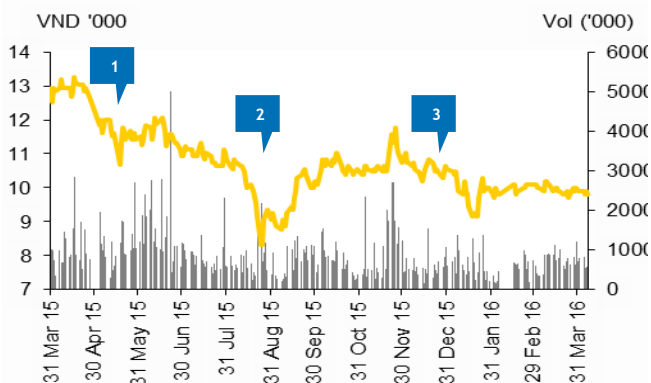
### Doanh thu và LNST



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá

#### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Phát hành riêng lẻ 20 triệu cổ phiếu
- Phát hành 500 tỷ trái phiếu chuyển đổi
- ĐHCD bất thường thông qua kế hoạch phát hành tăng vốn từ 1.284 tỷ lên 2.682,9 tỷ

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Mức phí tại các trạm thu phí của HUT đều tăng từ 01/01/2016; ví dụ, mức phí đối với các loại phương tiện ở trạm BOT Quảng Bình tăng 50% so với mức phí năm 2015.
- Dự án BOO thu phí tự động không dùng ETC đã được thử nghiệm tại 3 trạm và dự kiến sẽ triển khai ở 35 trạm thu phí trên QL1 và QL14 trong năm 2016. Công ty sẽ được hưởng phần trăm trên doanh số từng trạm. Dự án này kỳ vọng sẽ giúp tăng nguồn doanh thu ổn định trong dài hạn.

#### Tiêu cực

- Rủi ro pha loãng đáng kể sau khi phát hành 500 tỷ trái phiếu chuyển đổi trong năm 2015 và kế hoạch phát hành tăng vốn điều lệ từ 1.284 tỷ lên 2.682,9 tỷ trong năm nay.

## Nhóm nhiệt điện

# Tiếp tục hưởng lợi do tình hình hạn hán kéo dài

### Nhiệt điện tiếp tục được huy động ở mức cao

Đợt El Nino kéo dài kỷ lục từ năm 2014 đến nay đã khiến đa số các nhà máy thủy điện gặp khó khăn trong hoạt động sản xuất kinh doanh; do đó nguồn cung nhiệt điện được huy động tối đa. Kết quả hoạt động SXKD của các công ty nhiệt điện niêm yết trong hai năm qua đã phản ánh thực tế này với sản lượng tăng cao trong hai năm qua, nhất là BTP và NT2 với địa bàn hoạt động ở miền Nam, nơi nguồn cung còn thiếu hụt. Sang năm 2016, nguồn nhiệt điện kỳ vọng tiếp tục được huy động ở mức cao, đặc biệt là trong mùa khô năm nay do: (1) tình hình hạn hán chưa có dấu hiệu cải thiện; (2) nhu cầu phụ tải điện tăng cao hơn các năm trước. Tuy nhiên, cũng xin lưu ý rằng câu chuyện có thể sẽ khác vào các tháng cuối năm khi đợt El Nino kỷ lục kéo dài từ năm 2014 đến nay được dự báo có thể kết thúc vào thời điểm cuối năm và được thay thế bằng hiện tượng thời tiết trái ngược là La Nina. Từ đầu năm 2016 đến nay, giá cổ phiếu của hai công ty nhiệt điện BTP và NT2 đã tăng mạnh với kỳ vọng được hưởng lợi từ đợt hạn hán đang diễn ra và định giá của hai cổ phiếu này đã đạt mức khá cao với P/E kỳ vọng 9-10x. Trong khi đó, cổ phiếu PPC đang được định giá thấp hơn với P/E kỳ vọng 7,5x.

### Nhu cầu phụ tải điện cao so với các năm trước

Theo thông tin từ EVN, nhu cầu phụ tải trong quý 1/2016 đã tăng trưởng 13,08%, cao hơn 2% so với kế hoạch. Sản lượng điện toàn hệ thống đạt 40,9 tỷ kWh, tăng 14,25% so với cùng kỳ năm 2015. Đây là mức tăng trưởng cao so với mức tăng của các năm trước ( bình quân tăng hơn 10%/năm trong giai đoạn 2011-2015), cho thấy áp lực đối với nguồn cung ngày càng lớn. Sang quý 2/2016, EVN cũng dự kiến tăng trưởng phụ tải cao, đạt khoảng 13% so với cùng kỳ.

### Tình hình hạn hán chưa có dấu hiệu cải thiện

Tình hình hạn hán nghiêm trọng tiếp tục diễn ra, đặc biệt là tại khu vực miền Trung Tây Nguyên và miền Nam khiến lưu lượng nước về các hồ thủy điện thấp hơn đáng kể so với trung bình nhiều năm. Theo dự báo của Trung tâm khí tượng thủy văn, đợt El Nino kéo dài kỷ lục từ 2014 đến nay có thể sắp kết thúc, tuy nhiên tình hình khô hạn và xâm nhập mặn tại Nam Trung Bộ, Tây Nguyên và Nam Bộ chưa có dấu hiệu cải thiện và có thể kéo dài tới tháng 9/2016. Hiện tượng thời tiết trái ngược với El Nino là La Nina, được dự báo có thể sẽ xảy ra vào cuối năm nay. Đợt La Nina gần đây nhất diễn ra vào giai đoạn 2010-2012.

### Thiếu hụt ở miền Trung và miền Nam

Miền Trung và miền Nam, vốn là địa bàn còn thiếu hụt nguồn cung và phụ thuộc một phần vào sản lượng truyền tải từ miền Bắc. Như trong quý 1/2016, sản lượng truyền tải từ miền Bắc chiếm 13,5% nhu cầu phụ tải ở miền Trung và miền Nam. Do vậy, khi nguồn cung thủy điện hạn chế, thường các nhà máy nhiệt điện ở khu vực miền Nam được huy động với hiệu suất hoạt động cao. Điều này lý do mà sản lượng điện của BTP và NT2 trong năm 2015 tăng cao (22,5% và 15,5% so với năm trước).

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

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

## So sánh một số chỉ số

Công ty	Vốn ĐL (tỷ VND)	DT thuần 2016 (tỷ VND)	% tăng/ giảm	LN ròng 2016 (tỷ VND)	% tăng/ giảm	P/E 2015	P/E kỳ vọng	P/B	ROA	ROE	Biến động giá cp (*)
BTP	604,9	1.886	3,0%	113	18,0%	12,5	10,6	1,0	4,8%	9,1%	56,4%
NT2	2.739,2	6.642	-1,3%	1.033	-9,5%	8,3	9,2	1,9	9,5%	25,3%	28,6%
PPC	3.262,4	7.826	2,1%	825	47,0%	10,5	7,5	1,0	5,1%	9,9%	1,6%

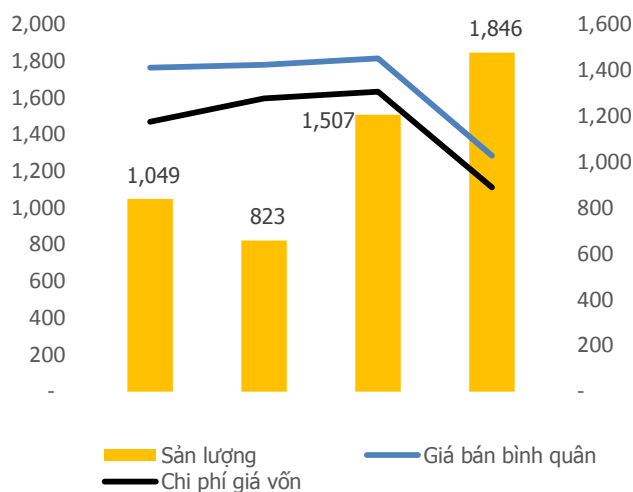
Nguồn: Công ty, MBKE

## CTCP NHIỆT ĐIỆN BÀ RỊA (BTP)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Sản lượng điện sản xuất năm 2015 đã tăng 22,5% so với năm 2014, đạt 1.846 triệu kWh. Với sản lượng này, BTP cũng đã vượt 43% kế hoạch năm 2015.
- Giá bán điện bình quân 2015 giảm khoảng 29% so với năm 2014 theo đà giảm của giá khí đầu vào, khiến doanh thu giảm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận hoạt động cải thiện rõ rệt giúp lợi nhuận hoạt động tăng 54% so với 2014.
- Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2016 chưa được công bố; tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng năm nay sản lượng điện của BTP vẫn cao do nhu cầu phụ tải dự báo duy trì ở mức cao hơn các năm trước và tình hình hạn hán ở miền Nam vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện.
- P/E kỳ vọng 10,6x với dự báo lợi nhuận 2016 tăng khoảng 18% so với năm 2015.

### Chỉ số tài chính



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá

#### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Ổ ròng trong 6 tháng đầu năm 2015 do lỗi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện
- Lợi nhuận Q4/2015 tăng đột biến nhờ sản lượng tăng cao

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Nhu cầu phụ tải điện tiếp tục tăng cao trong khi nguồn cung từ thủy điện gặp khó khăn do tình hình hạn hán kéo dài sẽ là yếu tố thuận lợi cho hoạt động SXKD của nhóm nhiệt điện.
- Giá khí đầu hiện nay được xác định theo giá thị trường và đang ở mức thấp, cùng với chi phí khấu hao đã hết, là điểm cộng giúp chi phí sản xuất của BTP thấp hơn tương đối so với các nhà máy nhiệt điện khác trong hệ thống. Tuy nhiên, lưu ý BTP là nhà máy chạy dịch vụ phụ trợ nên không tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh.

#### Tiêu cực

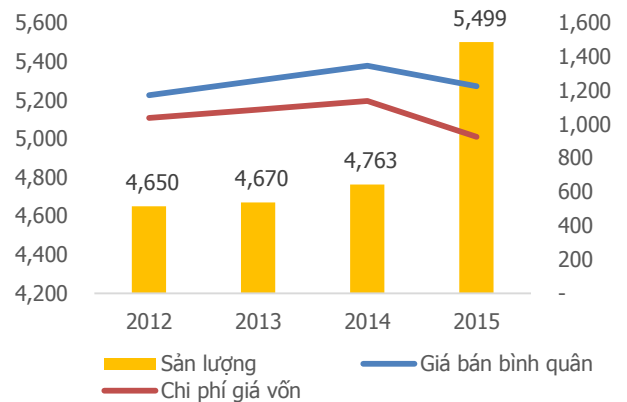
- Với dư nợ vay dài hạn 29,98 triệu KRW, BTP vẫn chịu rủi ro biến động tỷ giá đồng KRW. Trong Q1/2016, tỷ giá KRW/VND đã tăng 8,5%, ước tính BTP ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 49 tỷ.

## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- NT2 là nhà máy nhiệt điện khí mới nhất và hiện đại nhất cả nước với công suất 750MW. Sản lượng điện năm 2015 đạt 5.499,5 triệu kWh, tăng 15,5% so với năm 2014 và đạt mức cao nhất kể từ khi đưa vào hoạt động từ năm 2011.
- Doanh thu 2015 tăng nhẹ 5% so với 2014 do giá bán điện bình quân đạt khoảng 1.224 đồng/kWh, giảm 9% so với 2014 do giá khí đầu vào giảm.
- Giá bán điện của NT2 đã ký trong vòng 10 năm với EVN (từ 2014 đến 2024) và được xác định theo US\$. Biên lợi nhuận hoạt động duy trì ở tỷ lệ 22,2% - 22,3% trong hai năm 2014 – 2015, cao hơn so với các công ty nhiệt điện niêm yết khác như BTP, PPC.
- Kế hoạch SXKD 2016 với sản lượng 4.450 triệu kWh, doanh thu 6.003,5 tỷ đồng, LNST 727,6 tỷ đồng là khá thận trọng.
- P/E kỳ vọng 9,2x với dự báo LNST 2016 đạt 1.033 tỷ, giảm 9% so với năm 2015.

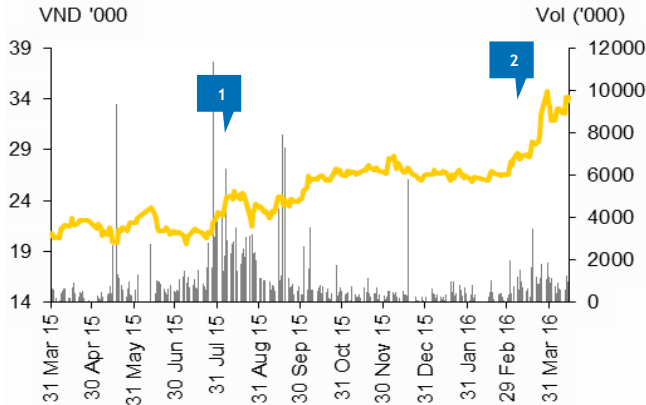
### Chỉ số tài chính



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá

#### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- LNST 6 tháng 2015 gấp 6 lần cùng kỳ; Vinacomin Power bán 12,8 triệu cổ phiếu
- Tin lợi nhuận hoạt động Q1/2016 tăng tốt

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- Năm 2016 tiếp tục được đánh giá là thuận lợi cho sản xuất nhiệt điện trong điều kiện hạn hán vẫn tiếp diễn. Hai tháng đầu năm 2016, sản lượng điện của NT2 đạt 841 triệu kWh, tăng 6,8% so với cùng kỳ năm trước.
- Công ty sắp trả cổ tức năm 2015 với tỷ lệ 4% bằng cổ phiếu và 13% bằng tiền mặt. Ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 20/4/2016. Trước đó, công ty đã tạm ứng 9% cổ tức bằng tiền mặt năm 2015.

#### Tiêu cực

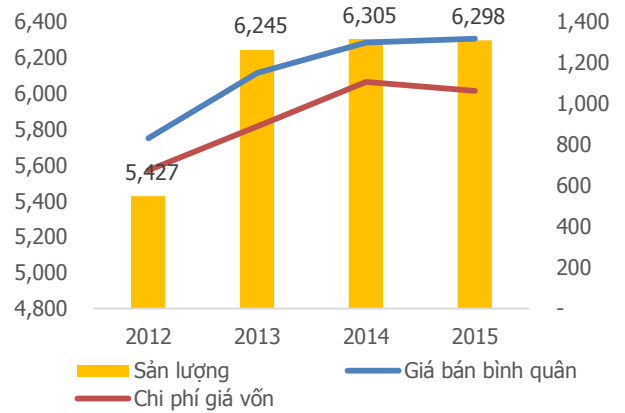
- Tương tự các công ty nhiệt điện khác, NT2 cũng có dư nợ vay dài hạn bằng ngoại tệ với 123,6 triệu US\$ và 112,9 triệu EUR và chịu rủi ro biến động tỷ giá. Trong Q1/2016, ước tính lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện mà công ty ghi nhận là khoảng 23 tỷ do EUR tăng 1,8% và US\$ giảm 1% so với VND.

# CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (PPC)

## Cập nhật kết quả kinh doanh

- Năm 2015, sản lượng điện sản xuất đạt 6.298 triệu kWh, xấp xỉ sản lượng năm 2014. Điểm tích cực là lợi nhuận từ hoạt động SXKD cốt lõi đạt 860 tỷ, tăng 120% so với năm 2014 với biên lợi nhuận hoạt động đạt 11,2%, so với 5,2% trong năm 2014.
- LNST 2015 ghi nhận 560,7 tỷ, giảm 46% so với năm 2014 do lỗ tỷ giá 283 tỷ và dự phòng tài chính 325 tỷ cho toàn bộ khoản lỗ tỷ giá trong thời gian đầu tư chưa phân bổ ở CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh mà PPC nắm giữ 16%.
- P/E kỳ vọng 7,5x với dự báo lợi nhuận ròng 2016 tăng 47% so với năm 2015, đạt 825 tỷ (giả định biên lợi nhuận hoạt động tăng lên đạt 13,1% và đồng JPY tăng 10% so với VND)

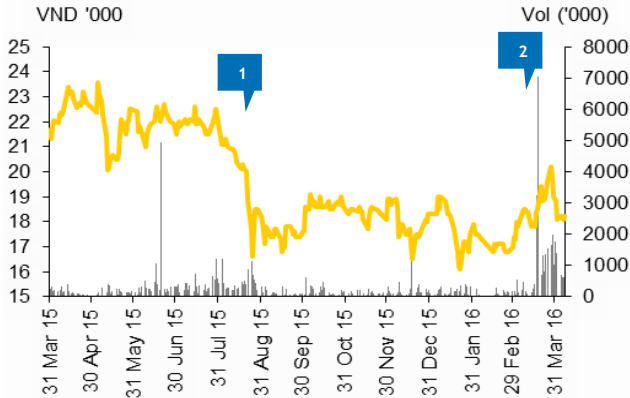
## Chỉ số tài chính



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Biến động giá

### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Trận lũ lịch sử tại tỉnh Quảng Ninh, được cho là ảnh hưởng tới nguồn cung than cho hoạt động sản xuất của công ty
- VNM ETF loại PPC khỏi danh mục, bán 9,2 triệu cổ phiếu PPC

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- Sản lượng và giá bán điện 2016 dự báo ổn định so với năm trước do
- Biên lợi nhuận hoạt động năm dự báo tăng 2% so với 2015 lên 13% nhờ chi phí khấu hao giảm đáng kể xuống còn khoảng 60 tỷ so với hơn 400 tỷ trong năm 2015.
- Đóng góp tích cực từ khoản đầu tư vào hai nhà máy nhiệt điện Hải Phòng và nhiệt điện Quảng Ninh trong năm nay do không còn rủi ro từ khoản lỗ đáng kể về chênh lệch tỷ giá trong thời gian đầu tư

### Tiêu cực

- Rủi ro biến động tỷ giá do còn dư nợ vay dài hạn bằng đồng JPY khoảng 22,3 tỷ JPY trong khi đồng JPY đã tăng hơn 9% so với VND kể từ đầu năm. Trong Q1/2015, ước tính ghi nhận 257 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện do đồng JPY tăng giá.

# Ngành sảm lốp

## Tiêu thụ ô tô 2015 tăng mạnh

Theo số liệu của VAMA, sản lượng tiêu thụ ô tô của các thành viên VAMA đạt tốc độ tăng trưởng kép 44,3%/năm trong giai đoạn 2012-2015. Thị trường ô tô tiếp tục tăng trưởng tốt khi đã tiêu thụ được 59.685 xe trong 3 tháng đầu năm 2016, tăng 23% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, tiêu thụ xe lắp ráp trong nước tăng 55% trong khi xe nhập khẩu giảm 36% so với cùng kỳ năm ngoái. VAMA kỳ vọng năm 2016 sẽ tiêu thụ được 260.000 xe, tăng 10% so với 2015. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ ô tô tăng sẽ kích thích tiêu thụ sảm lốp tại phân khúc lắp ráp mới và thay thế trong tương lai.

## Kỳ vọng tiêu thụ lốp radial cải thiện trong 2016

Các doanh nghiệp sản xuất ô tô trong nước gồm TMT và Thaco bắt đầu sản xuất ô tô tải hạng nặng với công suất thiết kế lần lượt là 20.000 xe và 5.000 xe, tương đương với số lốp radial tiêu thụ vào khoảng 250.000 đến 300.000 lốp radial/năm. Nếu hoạt động ở 50% công suất trong 2016, nhu cầu tiêu thụ lốp radial sẽ tăng thêm 120.000-150.000 lốp, qua đó tạo cơ hội cho các doanh nghiệp sản xuất lốp radial trong nước.

## Thận trọng đề ra kế hoạch kinh doanh 2016

CSM và DRC khá thận trọng trong kế hoạch kinh doanh năm 2016. Cụ thể DRC đề ra kế hoạch LNTT 502 tỷ đồng, giảm nhẹ 6% so với thực hiện 2015. Trong khi đó, CSM đề ra kế hoạch lợi nhuận trước thuế là 330 tỷ đồng, giảm 11% so với thực hiện năm 2015. Chúng tôi cho rằng Giá cao su đang có dấu hiệu hồi phục cùng sự gia tăng cạnh tranh từ lốp xe Trung Quốc gây áp lực lên giá bán cũng như biên lợi nhuận của các công ty trong ngành. Kết thúc Q1/16, LNTT của DRC ước giảm 2,9% so với cùng kỳ, còn 109 tỷ đồng, hoàn thành 21,7% kế hoạch LNTT.

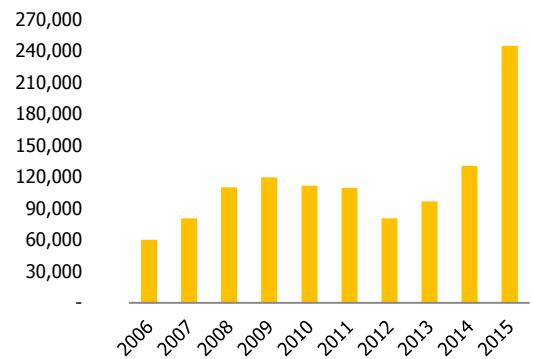
## Khả năng chi trả cổ tức

Các công ty cao su sảm lốp có lịch sử chi trả cổ tức khá tốt. DRC chi mức chi trả 30% tiền mặt (~ lợi tức 6,4%) và 10% cổ phiếu trong khi CSM chi trả cổ tức với tỷ lệ 25% tiền mặt (~ lợi tức cổ tức 7,7%) và 10% cổ phiếu cho năm 2014. Phân tích báo cáo tài chính cho thấy các công ty có khả năng duy trì mức chi trả cổ tức cao cho năm 2015.

## Rủi ro

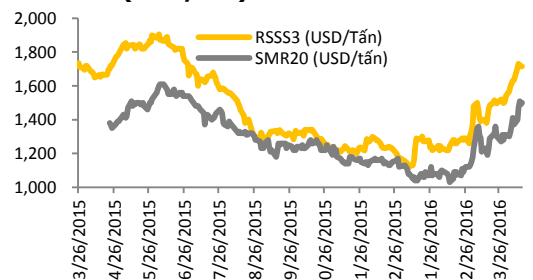
Chúng tôi lo ngại biên lợi nhuận của các công ty sảm lốp đang đứng trước áp lực thu hẹp do: 1) Giá cao su thiên nhiên đầu vào, chiếm khoảng 35% giá thành sản phẩm, có dấu hiệu tăng trở lại do tình hình thời tiết không thuận lợi khiến nguồn cung bị gián đoạn (tăng xấp xỉ 50% kể từ đầu năm). 2) cạnh tranh từ các sản phẩm sảm lốp có nguồn gốc Trung Quốc ngày càng gia tăng.

Sản lượng Tiêu thụ ô tô (chiếc)



Nguồn: VAMA, Maybank Kim Eng

Giá cao su (USD/tấn)



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

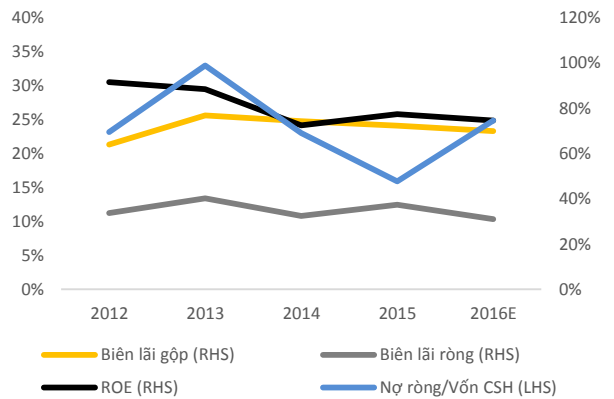


# CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (DRC)

## Cập nhật KQKD

- DRC đã công bố Nghị quyết HĐQT số 32/NQ-DRC-HĐQT báo cáo KQKD sơ bộ Q1/16 với doanh thu giảm 2,1% so với cùng kỳ 2015, còn 783 tỷ đồng. Giá bán sản phẩm bình quân chịu áp lực giảm nhằm duy trì lợi thế cạnh tranh. Sản lượng tiêu thụ lốp radian toàn thép Q1/16 đạt 49.167 chiếc, tăng 39% so với cùng kỳ 2015. LNTT Q1/16 giảm 2,9% so với cùng kỳ, còn 109 tỷ đồng.
- Trước đó, DRC đã công bố nghị quyết HĐQT số 31/NQ-DRC-HĐQT về việc thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2016. Theo đó, kế hoạch tổng doanh thu 2016 là 3.778 tỷ đồng, tăng 7,6% so với thực hiện 2015. Công ty đề ra kế hoạch LNTT 502 tỷ đồng, giảm nhẹ 6% so với thực hiện 2015.

## Chỉ số tài chính



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Biến động giá

### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- DRC đang triển khai kế hoạch đầu tư nhà máy lốp xe tải radian giai đoạn 2 nâng công suất gấp đôi lên 600.000 chiếc lốp/năm với tổng mức đầu tư là 704,1 tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động vào cuối 2017.
- Đáng lưu ý TMT và Thaco đã khánh thành các nhà máy sản xuất ô tô hạng nặng với công suất thiết kế lần lượt là 20.000 xe và 5.000 xe. Nếu hoạt động tại 50% công suất trong 2016, nhu cầu tiêu thụ lốp radial sẽ tăng thêm 120.000-150.000 lốp.
- DRC có lịch sử chi trả cổ tức khá tốt. Năm 2014, công ty chi mức chi trả 30% tiền mặt (~ lợi tức 6,4%) và 10% cổ phiếu. Tính đến thời điểm cuối Q4/15, LNST chưa phân phối đạt 461 tỷ đồng, tương đương 50% vốn điều lệ. Tiền và tương đương tiền đạt 240 tỷ đồng, tương đương 26% vốn điều lệ.

### Tiêu cực

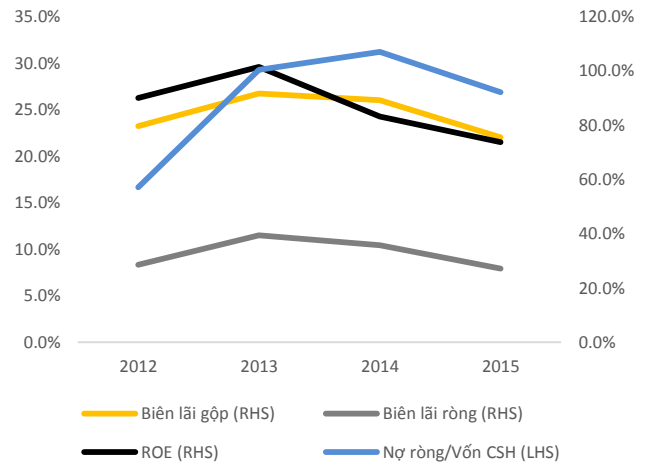
- Giá cao su đang có dấu hiệu tăng trở lại do nguồn cung bị gián đoạn bởi hiện tượng thời tiết.
- Chịu sự cạnh tranh từ các sản phẩm xuất xứ Trung Quốc

## CTCP CAO SU MIỀN NAM (CSM)

### Cập nhật kết quả kinh doanh

- Lũy kế cả năm 2015, CSM đạt doanh thu thuần là 3.636 tỷ đồng, tăng 14% so với năm 2014, vượt kế hoạch năm 2%, do có đóng góp của việc chuyển nhượng Bất Động Sản đầu tư (420 tỷ đồng). Nếu loại trừ doanh thu từ Bất động sản thì DTT năm 2015 chỉ tăng 1,2% so với 2014. LNTT chỉ đạt 371 tỷ đồng, giảm 12,7% so với năm 2014, hoàn thành kế hoạch LN đã đặt ra. Nếu loại trừ khoản thu nhập từ BDS lợi nhuận LNTT giảm 28,7% n/n còn 303,5 tỷ đồng.
- Công ty đã đề ra kế hoạch Doanh thu SXCN 2016 là 3.400 tỷ đồng, tăng 5% so với thực hiện năm 2015. Lợi nhuận trước thuế theo kế hoạch ước đạt 330 tỷ đồng, giảm 11% so với thực hiện năm 2015.

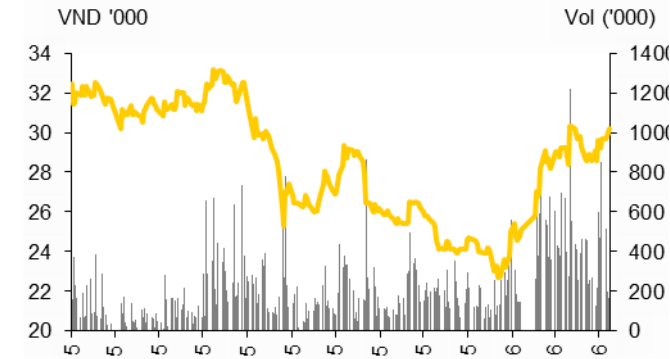
### Chỉ số tài chính



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Biến động giá

#### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

#### Tích cực

- CSM sẽ hưởng lợi từ việc sản lượng tiêu thụ ô tô tăng nhanh trong các năm gần đây. Theo số liệu của VAMA, sản lượng tiêu thụ ô tô của các thành viên VAMA đạt tốc độ tăng trưởng kép 44,3%/năm trong giai đoạn 2012-2015. VAMA kỳ vọng năm 2016 sẽ tiêu thụ được 260.000 xe, tăng 10% so với 2015. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ ô tô tăng sẽ kích thích tiêu thụ sắt thép tại phân khúc lắp ráp mới và thay thế trong tương lai.
- CSM trong những năm gần đây có tỷ lệ cổ tức khá tốt. CSM chi trả cổ tức với tỷ lệ 25% tiền mặt (~ lợi tức cổ tức 7,7%) và 10% cổ phiếu cho năm 2014. Tính đến Q4/15, LNST chưa phân phối đạt 309 tỷ đồng, tương đương 42% vốn điều lệ cho thấy khả năng duy trì cổ tức cao của CSM trong cho năm 2015. Lưu ý rằng, CSM đã chi trả cổ tức đợt 1 2015 với tỷ lệ 15% mệnh giá (1.500 đồng/cp) vào tháng 12/2015.
- Công ty đang triển khai nhanh dự án sản xuất 500.000 lốp bán thép dựa trên nhà máy radian toàn thép hiện có. Dự kiến dự án này sẽ đi vào hoạt động thương mại vào năm 2017 nhằm đáp ứng nhu cầu tăng lên.

#### Tiêu cực

- Giá cao su đang có dấu hiệu tăng trở lại do nguồn cung bị gián đoạn bởi hiện tượng thời tiết.
- Chịu sự cạnh tranh từ các sản phẩm xuất sứ Trung Quốc.

# Ngành dệt may

## Xuất khẩu dệt may tăng

Xuất khẩu dệt may cả nước tăng trưởng khá cao và đều đặn trong 5 năm trở lại đây. Xuất khẩu dệt may đạt tỷ lệ tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2010 -2015. Trong đó, Xuất khẩu sang các thị trường TPP, chiếm 70% tỷ trọng xuất khẩu dệt may cả nước, có sự tăng trưởng mạnh trong 2015. Cụ thể, trong năm 2015, xuất khẩu dệt may sang Mỹ đạt 10,9 tỷ USD, tăng 11,7% so với 2014. Xuất khẩu sang Châu Âu và Nhật Bản lần lượt tăng 4% và 6,3% so với 2014, đạt 3,4 tỷ USD, và 2,8 tỷ USD.

## Phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu đầu vào

Ngành dệt may Việt Nam chủ yếu tập trung vào mảng cắt – may trong chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu. Năng lực cung cấp trọn gói yếu dẫn đến giá trị gia tăng thấp. Theo thống kê của tập đoàn dệt may Việt Nam thì tính đến cuối năm 2013, cả nước có gần 6.000 công ty dệt may, trong đó, có doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực may chiếm 70%, kể đến là dệt với 17%, còn lại là sợi nhuộm và nguyên phụ liệu. Ngoài ra, tỷ lệ nội địa hóa rất thấp. Theo thống kê của hiệp hội dệt may, Việt Nam chỉ mới tự chủ được 2% nguyên liệu bông và 12,5% nguyên liệu vải.

## Hưởng lợi từ TPP

Là thành viên của Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP), Việt Nam sẽ được cắt giảm 1000 dòng thuế xuất khẩu từ 17% - 20% xuống còn 0% theo lộ trình. Thuế xuất khẩu vào Mỹ, thị trường chiếm 47% thị phần xuất khẩu của Việt Nam, sẽ giảm từ 17,5% xuống còn 0%.

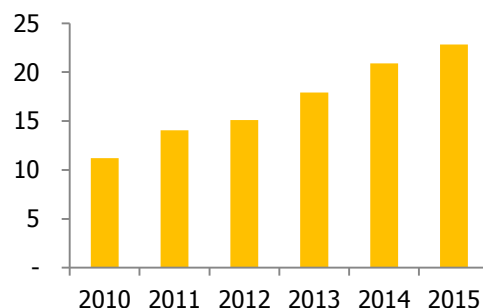
## Nguyên tắc xuất sứ “Yarn forward” – thách thức không nhỏ

Ngành dệt may gặp thách thức với điều kiện từ sợi trở đi do việc tự chủ nguyên liệu là rất thấp. Việt Nam sẽ phải tăng cường nhập khẩu sợi từ các nước thành viên TPP sau khi TPP chính thức có hiệu lực. Hiện tại TCM là đơn vị duy nhất đáp ứng được yêu cầu “yarn forward”, với năng lực sản xuất sợi hiện tại (21.000 tấn/năm) TCM không những đáp ứng được nhu cầu sợi cho sản xuất mà còn cung cấp sợi cho các doanh nghiệp dệt may khác.

## Kỳ vọng cải thiện trong 2016

Các doanh nghiệp dệt may đề ra kế hoạch kinh doanh 2016 với mức lợi nhuận tăng trưởng nhẹ. Cụ thể, TCM đề ra kế hoạch LNST 2016 là 160 tỷ đồng, tăng nhẹ 3,8% so với 2015. STK sau năm 2015 kinh doanh khá ảm đạm đã đặt kế hoạch kinh doanh với sự tăng trưởng mạnh mẽ. Cụ thể doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 1.645 tỷ đồng và 127,1 tỷ đồng, tăng 59% và 78% so với thực hiện 2015 với kỳ vọng về sự hồi phục của các thị trường xuất khẩu truyền thống như Thái Lan và Thổ Nhĩ Kỳ.

Giá trị xuất khẩu hàng dệt may (tỷ USD)



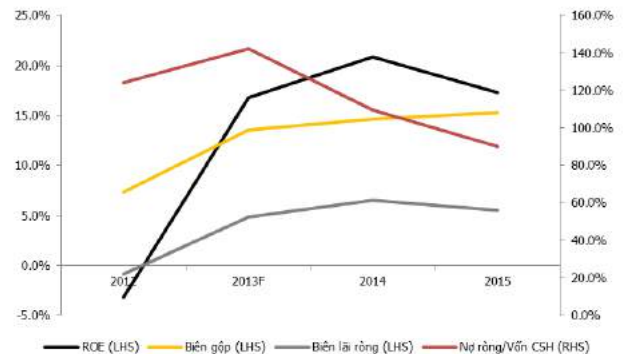
Nguồn: GSO, Maybank Kim Eng

# CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM)

## Cập nhật kết quả kinh doanh

- Theo ban lãnh đạo công ty, Doanh thu thuần Q1/16 sơ bộ ước tăng 30% so với cùng kỳ đạt 37 triệu USD. LNTT Q1/16 của công ty mẹ ước đạt khoảng 1,8 triệu USD tỷ đồng tuy nhiên sau khi trừ các khoản lỗ từ công ty con tại Vĩnh Long, LNTT hợp nhất có thể giảm còn khoảng 830.000 USD, giảm khoảng 45% so với cùng kỳ.
- Đại hội cổ đông 2016 đã thông qua kế hoạch kinh doanh 2016 với Doanh thu 2016 ước đạt 3.263 tỷ đồng, tăng 16,9% so với thực hiện 2015 chủ yếu là đóng góp của nhà máy mới. Trong đó, công ty kỳ vọng doanh thu sản phẩm may tăng 28,2% so với cùng kỳ lên 100 triệu USD. Công ty dự báo, chi phí tài chính có thể tăng khoảng 45 tỷ đồng (2 triệu USD). LNST theo kế hoạch ước đạt 160 tỷ đồng, tăng 3,8% so với thực hiện 2015.

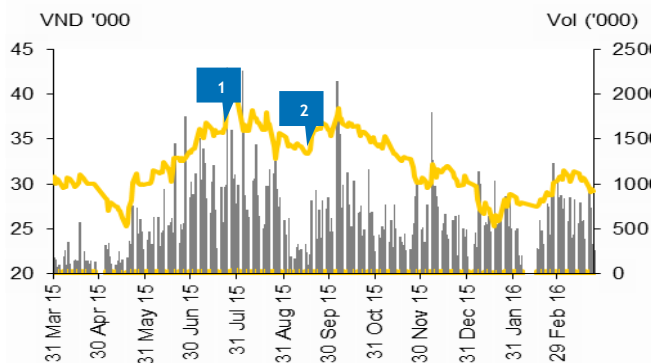
## Chỉ số tài chính



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

## Biến động giá

### Biến động theo các sự kiện của công ty



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

- Nghị định 60/2015/NĐ-CP về việc nới room khối ngoại
- Vận hành nhà máy mới tại Vĩnh Long

## Các yếu tố có thể ảnh hưởng giá

### Tích cực

- Mô hình kinh doanh khép kín từ Sợi (21 nghìn tấn/năm), dệt (7 triệu m/năm), đan (7.000 tấn/năm), nhuộm (10 triệu m/năm), may (24 triệu sản phẩm/năm).
- Là công ty duy nhất đáp ứng điều kiện "yarn forward" hưởng lợi nhờ TPP (có hiệu lực từ 2018) và VN-EU FTAs. TCM là doanh nghiệp duy nhất đáp ứng điều kiện từ sợi trở đi của TPP.
- Nhà máy Vĩnh Long mới vừa được đưa vào hoạt động vào tháng 9/2015 tăng 33% công suất may lên 24 triệu sản phẩm/năm.
- Định giá. TCM đang giao dịch tại P/E 2015 xấp xỉ khoảng 9 lần so với trung bình ngành là 9,9 lần. ROE 18,1% vs ngành là 17,7%, nợ/vốn CSH là 130% vs ngành 92%

### Tiêu cực

- Khả năng nới room cho nhà đầu tư nước ngoài thấp. Ban lãnh đạo cho biết do công ty có đăng ký ngành nghề kinh doanh có điều kiện như bất động sản và mảng bán lẻ nên TCM không có dự định nới room trong năm 2016.
- Chi phí khấu hao nhà máy mới tại Vĩnh Long bắt đầu được ghi nhận từ đầu 2016.
- Nhu cầu tiêu thụ sợi đang giảm, công ty cho biết sẽ gia tăng sử dụng sợi cho sản xuất nội bộ
- Trích lập quỹ khen thưởng & phúc lợi khá cao là 25%.





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

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

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

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác. Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này. MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành. Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc 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 mà được thực hiện bởi MKE được phân phối tại Mỹ ("US") tới các nhà đầu tư tổ chức chủ yếu tại Mỹ (được quy định tại điều 15a-6 bởi Luật thị trường chứng khoán năm 1934 đã được sửa đổi) chỉ bởi Maybank Kim Eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA"), công ty môi giới đăng ký tại Mỹ (đăng ký tại Điều 15 của Luật thị trường chứng khoán sửa đổi năm 1934). Tất cả mọi trách nhiệm của việc phân phối báo cáo này của Maybank KESUSA tại Mỹ sẽ được thực hiện bởi Maybank KESUSA. Tất cả những kết quả giao dịch của các cá nhân và tổ chức tại Mỹ sẽ được thực hiện thông qua công ty môi giới đã đăng ký tại Mỹ. Báo cáo này sẽ không được hướng dẫn cho nhà đầu tư nếu MKE bị cấm hoặc bị giới hạn cung cấp cho nhà đầu tư bởi bất kỳ quy định hoặc điều luật nào tại các lãnh thổ. Nhà đầu tư nên chấp thuận trước khi đọc báo cáo mà Maybank KESUSA được phép cung cấp những công cụ nghiên cứu về đầu tư được quy định bởi những quy định và điều luật.

**Anh (UK)**

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

**CÔNG BỐ THÔNG TIN**

**Công bố tổ chức hợp pháp**

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

**Tuyên bố lợi ích**

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

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

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

**Hong Kong:** KESHK có thể có lợi ích tài chính liên qua đến tổ chức phát hành hoặc tổ chức niêm yết mọi 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.

MKE có thể, trong vòng ba năm vừa qua, cung cấp dịch vụ quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành chứng khoán ra công chúng cho, hoặc hiện có thể đang tạo lập thị trường sơ cấp trong việc phát hành của, bất kỳ hoặc toàn bộ tổ chức được đề cập trong báo cáo này hoặc có thể đang hoặc đã cung cấp trong vòng 12 tháng trước, dịch vụ tư vấn hoặc dịch vụ đầu tư lớn về khoản đầu tư có liên quan hoặc việc đầu tư có liên quan và có thể được các công ty được đề cập trong báo cáo này chi trả cho các dịch vụ mà MKE đã cung cấp.

**NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC**

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

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

**Lưu ý**

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

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

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

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

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

**Áp dụng khuyến nghị đầu tư**

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



**Malaysia**

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

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

**Philippines**

**Maybank ATR Kim Eng Securities Inc.**  
17/F, Tower One & Exchange Plaza  
Ayala Triangle, Ayala Avenue  
Makati City, Philippines 1200  
  
Tel: (63) 2 849 8888  
Fax: (63) 2 848 5738

**South Asia Sales Trading**

Kevin Foy  
Regional Head Sales Trading  
kevinfoy@maybank-ke.com.sg  
Tel: (65) 6336-5157  
US Toll Free: 1-866-406-7447

**Malaysia**  
Rommel Jacob  
rommeljacob@maybank-ib.com  
Tel: (603) 2717 5152

**Indonesia**  
Harianto Liong  
harianto.liong@maybank-ke.co.id  
Tel: (62) 21 2557 1177

**New York**  
Andrew Dacey  
adacey@maybank-keusa.com  
Tel: (212) 688 2956

**Vietnam**  
Tien Nguyen  
thuytien.nguyen@maybank-kimeng.com.vn  
Tel: (84) 44 555 888 x8079

**Singapore**

**Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd**  
**Maybank Kim Eng Research Pte Ltd**  
50 North Canal Road  
Singapore 059304  
  
Tel: (65) 6336 9090

**Hong Kong**  
**Kim Eng Securities (HK) Ltd**  
Level 30,  
Three Pacific Place,  
1 Queen's Road East,  
Hong Kong  
  
Tel: (852) 2268 0800  
Fax: (852) 2877 0104

**Thailand**  
**Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited**  
999/9 The Offices at Central World,  
20<sup>th</sup> - 21<sup>st</sup> Floor,  
Rama 1 Road Pathumwan,  
Bangkok 10330, Thailand  
  
Tel: (66) 2 658 6817 (sales)  
Tel: (66) 2 658 6801 (research)

**North Asia Sales Trading**

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

**Thailand**  
Tanasak Krishnaseni  
Tanasak.K@maybank-ke.co.th  
Tel: (66)2 658 6820

**India**  
Manish Modi  
manish@maybank-ke.co.in  
Tel: (91)-22-6623-2601

**Philippines**  
Keith Roy  
keith\_roy@maybank-atrke.com  
Tel: (63) 2 848-5288

**London**

**Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd**  
5<sup>th</sup> Floor, Aldermary House  
10-15 Queen Street  
London EC4N 1TX, UK  
  
Tel: (44) 20 7332 0221  
Fax: (44) 20 7332 0302

**Indonesia**  
**PT Maybank Kim Eng Securities Plaza Bapindo**  
Citibank Tower 17<sup>th</sup> Floor  
Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55  
Jakarta 12190, Indonesia  
  
Tel: (62) 21 2557 1188  
Fax: (62) 21 2557 1189

**Vietnam**  
**Maybank Kim Eng Securities Limited**  
4A-15+16 Floor Vincom Center Dong Khoi, 72 Le Thanh Ton St. District 1  
Ho Chi Minh City, Vietnam  
  
Tel : (84) 844 555 888  
Fax : (84) 8 38 271 030

**New York**

**Maybank Kim Eng Securities USA Inc**  
777 Third Avenue, 21st Floor  
New York, NY 10017, U.S.A.  
  
Tel: (212) 688 8886  
Fax: (212) 688 3500

**India**  
**Kim Eng Securities India Pvt Ltd**  
2nd Floor, The International 16,  
Maharishi Karve Road,  
Churchgate Station,  
Mumbai City - 400 020, India  
  
Tel: (91) 22 6623 2600  
Fax: (91) 22 6623 2604

**Saudi Arabia**  
*In association with*  
**Anfaal Capital**  
Villa 47, Tujjar Jeddah  
Prince Mohammed bin Abdulaziz  
Street P.O. Box 126575  
Jeddah 21352  
  
Tel: (966) 2 6068686  
Fax: (966) 26068787