

Báo cáo chiến lược

Triển vọng thị trường ngắn hạn:

Ảnh hưởng từ hành xử của khối ngoại

Tháng 8 và nửa đầu tháng 9: Trung tính

TTCK Việt Nam trải qua tháng 8 và hơn nửa tháng 9 (đến ngày 18/9) trong trạng thái trung tính. Chuỗi tăng ấn tượng kéo dài từ giai đoạn sau tết âm lịch đến đỉnh điểm vào giai đoạn tháng 7 (VN-Index tạo mức cao nhất tính đến hiện tại của năm 2016 tại 675,12 điểm vào ngày 12/7), từ sau thời điểm đó VN-Index bắt đầu chuyển trạng thái sang một pha điều chỉnh và tích lũy kéo dài cho đến hiện tại. Kết quả giảm nhẹ 0,15% của VN-Index tính từ đầu tháng 8 đến nay (và -1,61 % đối với HNX-Index) phần nào phản ánh cho trạng thái trung tính của thị trường.

Vĩ mô tháng 8: Không có nhiều đột biến

Nhìn chung số liệu tháng 8 không có nhiều đột biến. Nổi bật có thể kể đến sản xuất công nghiệp IIP, cán cân thương mại tiếp tục lạc quan và FDI tăng trưởng ổn định. Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng còn chậm nhưng chủ yếu là do tính mùa vụ như chúng tôi đã nêu trong các báo cáo trước. Bên cạnh đó, CPI chỉ tăng nhẹ so với tháng trước. Tác động của các số liệu vĩ mô lên thị trường hầu như không đáng kể. **Cần nhắc lại, mặc dù tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm khá thấp nhưng chính phủ vẫn duy trì mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% cho cả năm 2016. Cho cả năm 2016, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP ở mức 6,3%-6,5%. Đây là một thách thức khá lớn nhưng vẫn có thể đạt được với những lý do được nêu ở trang dưới.**

Triển vọng ngắn hạn: Ảnh hưởng từ khối ngoại

Dù chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (khoảng 20%), không thể phủ nhận các giao dịch của khối ngoại luôn được thị trường quan tâm và sẽ có thể tạo ra những ảnh hưởng lớn đến triển vọng của thị trường. Khả trùng hợp, giai đoạn từ đầu tháng 8 đến hiện tại cũng là thời điểm bán ròng "mạnh tay" nhất của khối ngoại kể từ đầu năm 2016 đến nay. Giá trị bán ròng tính riêng tại HSX từ đầu tháng 8 đến nay ghi nhận hơn 5000 tỷ đồng (!). Trường hợp VN-Index (và thị trường nói chung) muốn mau chóng quay lại với xu hướng tăng mạnh mẽ như các tháng trước đó, yếu tố khối ngoại quay lại mua ròng (hay chí ít là hoạt động cân bằng) sẽ là điều kiện quan trọng cần xảy ra.

Kỳ vọng gì cho giai đoạn nửa cuối T9 + T10?

Báo cáo này được phát hành ngay sau khi các quỹ ETFs đã tiến hành xong việc cơ cấu danh mục định kỳ của mình trong Quý 3 và các bước di chuyển của thị trường trong ngắn hạn, dù là tăng hay giảm đều được kỳ vọng sẽ được diễn ra quyết liệt hơn sau hơn một tuần lễ giao dịch có phần cầm chừng của thị trường vì những lo ngại từ kỳ cơ cấu danh mục ETFs.

Triển vọng ngắn hạn của thị trường có thể xảy ra theo hai kịch bản: (1) Ở kịch bản tích cực, VN-Index sẽ bật tăng trở lại khi kiểm tra khu vực hỗ trợ vùng 645 điểm và tiếp tục di chuyển trong kênh giá tăng trung hạn với vùng giá đỉnh ngắn hạn kỳ vọng có thể tiếp cận khu vực 700 điểm hoặc (2) Ở kịch bản kém lạc quan hơn, việc xâm phạm hỗ trợ 645 điểm sẽ xảy ra và trạng thái đi xuống trong ngắn hạn có thể khiến VN-Index quay về khu vực 620 điểm và dao động tích lũy sau đó trong vùng 620 – 675 điểm

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH | KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

Trang

▪ Nhận định thị trường	3
▪ Kinh tế vĩ mô	10
▪ Ngành dược	17
▪ Ngành xây dựng	18
▪ Ngành tiêu dùng	20
▪ Ngành ô tô	22

Nhận định thị trường

Triển vọng ngắn hạn:

Ảnh hưởng từ hành xử của khối ngoại

Tháng 8 và nửa đầu tháng 9: Trung tính

TTCK Việt Nam trải qua tháng 8 và hơn nửa tháng 9 (đến ngày 18/9) trong trạng thái trung tính. Chuỗi tăng ấn tượng kéo dài từ giai đoạn sau tết âm lịch đến đỉnh điểm vào giai đoạn tháng 7 (VN-Index tạo mức cao nhất tính đến hiện tại của năm 2016 tại 675,12 điểm vào ngày 12/7), từ sau thời điểm đó VN-Index bắt đầu chuyển trạng thái sang một pha điều chỉnh và tích lũy kéo dài cho đến hiện tại.

Kết quả giảm nhẹ 0,15% của VN-Index tính từ đầu tháng 8 đến nay (và -1,61% đối với HNX-Index) phần nào phản ánh cho trạng thái trung tính của thị trường.

Triển vọng ngắn hạn: Ảnh hưởng từ khối ngoại

Dù chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (khoảng 20%), không thể phủ nhận các giao dịch của khối ngoại luôn được thị trường quan tâm và sẽ có thể tạo ra những ảnh hưởng lớn đến triển vọng của thị trường. Khả trùng hợp, giai đoạn từ đầu tháng 8 đến hiện tại cũng là thời điểm bán ròng "mạnh tay" nhất của khối ngoại kể từ đầu năm 2016 đến nay. Giá trị bán ròng tính riêng tại HSX từ đầu tháng 8 đến nay ghi nhận hơn 5000 tỷ đồng (!).

Trường hợp VN-Index (và thị trường nói chung) muốn mau chóng quay lại với xu hướng tăng mạnh mẽ như các tháng trước đó, yếu tố khối ngoại quay lại mua ròng (hay chí ít là hoạt động cân bằng) sẽ là điều kiện quan trọng cần xảy ra. Và nếu cường độ bán ròng của khối ngoại vẫn duy trì mạnh như hiện nay, lẽ dĩ nhiên cần suy nghĩ nhiều hơn đến các kịch bản xấu hơn cả trạng thái tích lũy hiện nay của thị trường.

FED sẽ không vội nâng lãi suất trong tháng 9?

Báo cáo này của chúng tôi được đưa ra rất gần với thời điểm công bố quyết định lãi suất của Cục dự trữ Liên Bang Mỹ (FED) trong tháng 9 (tối thứ 4, 21/9, giờ Việt Nam). Những đánh giá gần nhất cho thấy xác suất cho khả năng FED quyết định tăng lãi suất trong cuộc họp này vẫn ở mức thấp (dù có nhích tăng so với một số đánh giá ở tháng trước đó). Phần lớn hơn các dự báo cho rằng điều này có thể xảy ra trong kỳ họp cuối cùng của năm 2016 vào tháng 12, sau khi bầu cử Tổng Thống tại Hoa Kỳ chính thức có kết quả.

Trường hợp nếu không có bất ngờ xảy ra (FED giữ nguyên lãi suất trong kỳ họp tháng 9), chúng tôi nhìn nhận đây là thông tin "tốt lành" trong ngắn hạn dành cho TTCK Việt Nam, ít nhất về mặt tâm lý. Dù vậy, ở một kịch bản ngược lại, điều này có thể tạo ra "cú sốc" không nhỏ.

Và những yếu tố khác cần lưu tâm

Bên cạnh "biến số" về khối ngoại và động thái của FED, giai đoạn cuối năm của thị trường cũng bị chi phối bởi một số những yếu tố khác. Trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi muốn lưu ý thêm một số góc nhìn về:

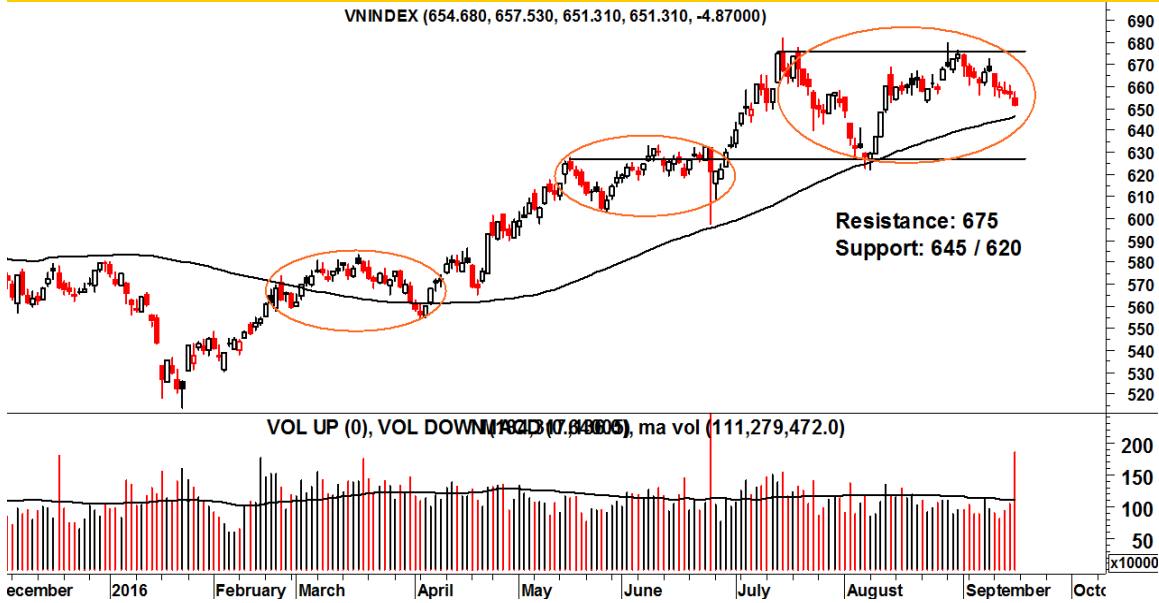
- (1) Các nhìn nhận về mặt kỹ thuật của chỉ số;
- (2) Khả năng gia tăng các chính sách kích cầu kinh tế;
- (3) Tương quan định giá của Việt Nam với một số quốc gia.

Nguyễn Thanh Lâm
 thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
 (84) 844 55 58 88 (x8086)

Tháng 8 và nửa đầu tháng 9: Trung tính

Có thể nhìn nhận kể từ khi VN-Index tạo lập vùng đỉnh cao nhất (675,12) tính đến hiện tại của năm 2016 vào ngày 13/7, chỉ số này đã bước vào pha điều chỉnh và sau đó là tích lũy đáng kể nhất tính từ đầu năm 2016 đến nay (cả về thời gian và mức độ điều chỉnh).

Diễn biến của VN-Index từ đầu năm 2016 đến nay



Nguồn: HSX, MBKE tổng hợp

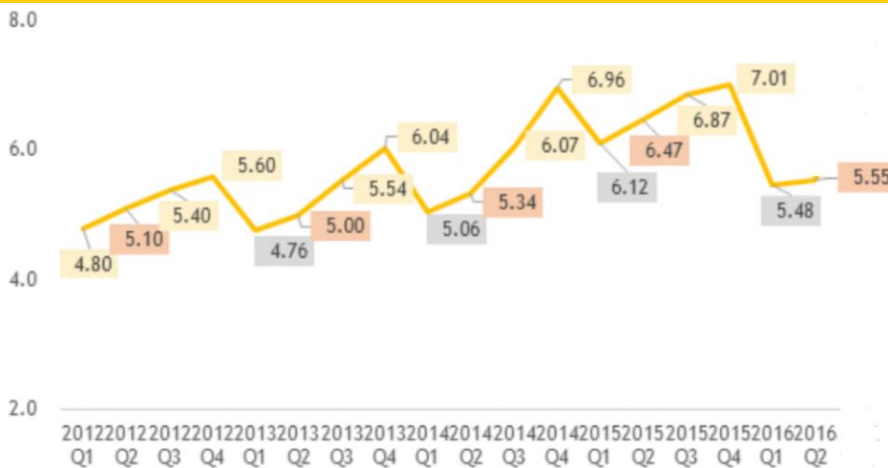
Có một số lý do có thể phân nào giải thích sự "chững lại" của thị trường, trong đó nổi bật theo chúng tôi bao gồm:

- (1) Kết quả kinh tế có phần "dưới kỳ vọng";
- (2) Động thái bán rông mạnh của khối ngoại;
- (3) Sự tương quan với chứng khoán toàn cầu.

Kết quả kinh tế nửa đầu 2016: GDP tạo ra lo lắng

Số liệu GDP công bố vào cuối tháng 6/2016 cho thấy GDP chỉ tăng 5,57% trong quý 2/2016, cao hơn không đáng kể so với quý 1/2016 và cùng kỳ giai đoạn 2012-2014. Trong 6 tháng đầu năm 2016, tốc độ tăng GDP cũng chỉ đạt 5,52%, thấp hơn 0,72 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm 2015.

GDP Việt Nam qua các quý



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Có nhiều nguyên nhân mang tính “thời điểm” đã được chỉ ra để lý giải cho sự tăng trưởng dưới kỳ vọng trong nửa đầu năm 2016 như: (1) Điều kiện thời tiết không thuận lợi đã ảnh hưởng lớn đến mảng nông nghiệp, đặc biệt tại khu vực phía Nam; (2) Ngành khai khoáng (đặc biệt là dầu khí) bị ảnh hưởng do giá năng lượng giảm mạnh khiến các hoạt động khai thác, thăm dò đều bị chững lại...

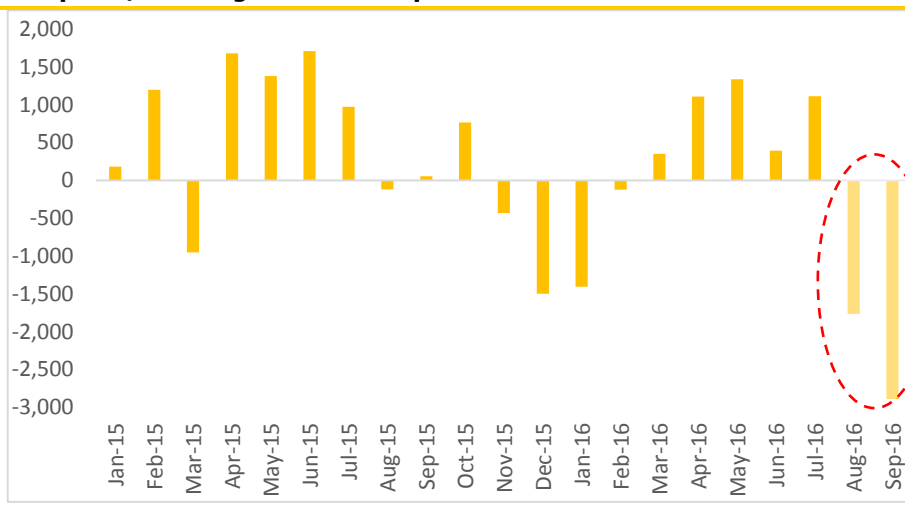
Xét từ đầu năm 2016 đến cuối tháng 6/2016 (thời điểm công bố các chỉ số quan trọng nửa đầu năm của kinh tế Việt Nam) VN-Index đã ghi nhận mức tăng xấp xỉ 10%, và thứ vị hơn chỉ số này chỉ trong vòn vện nửa đầu tháng 7 và đã tiếp tục đi lên thêm gần 7%, một sự đi lên “hơi khó lý giải” nếu đặt trong tương quan những báo cáo có phần dưới kỳ vọng về kinh tế vĩ mô. Do đó sự điều chỉnh lại sau đó của VN-Index nói riêng và TTCK Việt Nam nói chung, theo chúng tôi là diễn biến tương đối hợp lý để phần nào phản ánh những thông số vĩ mô được công bố trước đó.

Trong giai đoạn các tháng còn lại của năm 2016, góc nhìn của chúng tôi không quá bi quan về bức tranh kinh tế vĩ mô (thậm chí có phần lạc quan), dù vậy một lần nữa, pha điều chỉnh hiện nay của VN-Index theo chúng tôi là tương đối phù hợp để phản ánh những thông số tính đến hiện tại của kinh tế Việt Nam. Những kỳ vọng cho vĩ mô giai đoạn cuối năm sẽ được trình bày chi tiết hơn trong các phần tiếp theo của báo cáo.

Khối ngoại bán ròng mạnh: Nguyên nhân trực tiếp quan trọng nhất

Dù chỉ chiếm một phần không quá lớn trong tổng giá trị giao dịch hàng ngày của TTCK Việt Nam (15-20%), các hoạt động mua bán của khối ngoại luôn được NĐT trong nước quan tâm và xem như một dạng “chỉ báo tâm lý” của thị trường. Hãy khoan bàn đến lý do khối ngoại tiến hành bán ròng mạnh trong giai đoạn hai tháng gần đây, những số liệu thống kê sẽ cho chúng ta bức tranh rõ nét về ảnh hưởng của hoạt động bán ròng này lên thị trường.

Giá trị mua/bán ròng của NĐTNN tại HSX



Nguồn: HSX, MBKE

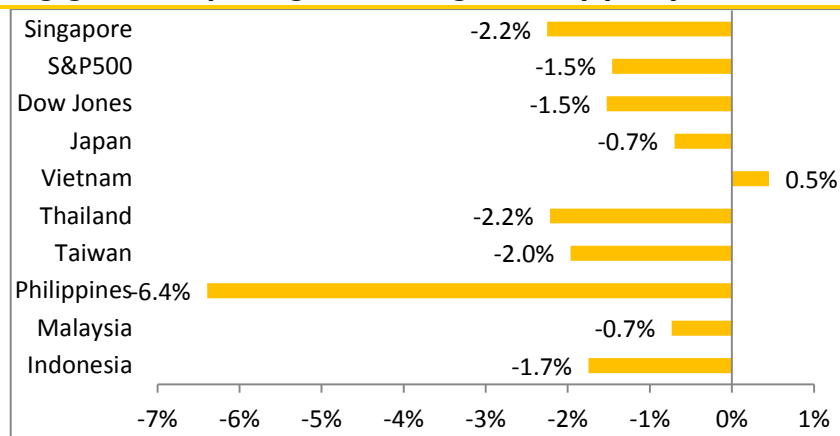
Trước hết cần nhìn nhận, năm 2016 không phải là năm mà các NĐTNN thật sự quyết liệt trong hoạt động mua vào của mình. Số liệu thống kê cũng cho thấy trước giai đoạn tháng 8, hoạt động mua bán của khối ngoại chỉ dừng lại ở mức “cân bằng”. Mức cân bằng này đã bị phá vỡ khi tính từ đầu tháng 8, khối ngoại bắt đầu gia tăng rất mạnh cường độ bán ròng của mình, chỉ trong vòn vện chưa đến 2 tháng, giá trị bán ròng tính riêng tại HSX đã lên trên 5.000 tỷ đồng và sẽ không

quá lời nếu cho rằng đây chính là nguyên nhân trực tiếp nhất khiến thị trường rơi vào pha điều chỉnh và tích lũy đáng kể nhất tính từ đầu năm 2016 đến nay. Câu hỏi quan trọng hơn cho triển vọng ngắn hạn sắp tới của thị trường sẽ liên quan đến việc khối ngoại có mau chóng giảm bớt cường độ bán ròng hay không?

Tương quan với chứng khoán toàn cầu

Giai đoạn từ đầu tháng 8 đến hiện tại cũng là khoảng thời gian không tích cực của chứng khoán toàn cầu. Các số liệu thống kê có thể phản ánh rõ điều chúng tôi muốn đề cập. Sự tương quan giữa các thị trường chứng khoán toàn cầu cũng là diễn biến có ảnh hưởng nhất định đến TTCK Việt Nam trong ngắn hạn gần hai tháng qua.

Tăng/giảm các thị trường từ đầu tháng 8 đến nay (18/9)



Nguồn: Bloomberg, MBKE

Kỳ vọng gì cho giai đoạn nửa cuối T9 + T10?

Báo cáo này được phát hành ngay sau khi các quỹ ETFs đã tiến hành xong việc cơ cấu danh mục định kỳ của mình trong Quý 3 và các bước di chuyển của thị trường trong ngắn hạn, dù là tăng hay giảm đều được kỳ vọng sẽ được diễn ra quyết liệt hơn sau hơn một tuần lễ giao dịch có phần cầm chừng của thị trường vì những lo ngại từ kỳ cơ cấu danh mục ETFs.

Triển vọng ngắn hạn của thị trường có thể xảy ra theo hai kịch bản: (1) Ở kịch bản tích cực, VN-Index sẽ bật tăng trở lại khi kiểm tra khu vực hỗ trợ vùng 645 điểm và tiếp tục di chuyển trong kênh giá tăng trung hạn với vùng giá đỉnh ngắn hạn kỳ vọng có thể tiếp cận khu vực 700 điểm hoặc (2) Ở kịch bản tiêu cực, việc xâm phạm hỗ trợ 645 điểm sẽ xảy ra và trạng thái đi xuống trong ngắn hạn có thể khiến VN-Index quay về khu vực 620 điểm và dao động tích lũy sau đó trong vùng 620 – 675 điểm.

Kết quả lựa chọn kịch bản nào của VN-Index sẽ dựa trên một số góc nhìn về:

- (1) Góc nhìn kỹ thuật;
- (2) Khả năng thực hiện kích cầu của nền kinh tế (xem phần kinh tế vĩ mô)
- (3) Động thái điều hành lãi suất của FED;
- (4) Tương quan định giá TTCK Việt Nam;

Về góc nhìn kỹ thuật ngắn hạn: Thử thách hỗ trợ

Trước hết cần nhìn nhận 2016 là một năm khá thành công của VN-Index (và thị trường nói chung) khi chỉ số này đã thành công trong việc duy trì xu hướng tăng khá đều kéo dài suốt từ đầu năm đến nay. Đã không có những “con sóng xuống”

mãnh liệt (ít ra là đến hiện tại) như những gì đã từng xảy ra trong hai năm 2014 và 2015 trước đó.

Góc nhìn kỹ thuật của VN-Index



Nguồn: HSX, MBKE tổng hợp

Nhìn vào đồ thị của VN-Index, có thể thấy về chủ đạo, đường giá đã di chuyển tuân theo kênh giá tăng được thiết lập từ đầu năm và nhìn chung các nguyên tắc cần thiết để bảo lưu nhìn nhận xu hướng tăng trung hạn của VN-Index vẫn còn khá đầy đủ.

Rủi ro ngắn hạn dù vậy có lớn hơn, khi trong đoạn tăng lên gần đây nhất VN-Index chỉ kịp tạo ra một “đỉnh chủ đạo” liền sau ngang bằng với vùng đỉnh đã có trước đó vào giữa tháng 7, dù vậy bản thân riêng điều này không khiến chúng tôi cảm thấy quá lo lắng. Như đã lưu ý, giai đoạn tăng lên nửa đầu tháng 7 theo chúng tôi có phần “đáng ngạc nhiên” và xét dưới góc độ kỹ thuật, VN-Index vào thời điểm nay đã vượt ra khỏi phạm vi ảnh hưởng của kênh giá tăng, một kết quả cho thấy sự tăng lên có phần “thái quá” và vượt khỏi những gì chỉ số này đang vận hành từ đầu năm 2016. Thực chất sự điều chỉnh trở lại của VN-Index trong lần “thử đỉnh” 675 vào giai đoạn cuối tháng 8 vừa qua có vẻ do VN-Index đã quay trở lại để tuân theo các quy luật ảnh hưởng từ kênh giá tăng hiện có (đường giá đã dội lại khi tiếp xúc cạnh trên của kênh giá tăng vào thời điểm này).

Mối quan tâm lớn hơn của chúng tôi vào lúc này liên quan đến việc liệu pha suy giảm hiện tại của VN-Index sẽ phản ứng ra sao khi tiếp cận vùng cạnh dưới của kênh giá tăng và cũng trùng hợp là vùng di chuyển của MA trung hạn, khu vực 645 điểm. Sẽ có ba trường hợp về mặt kỹ thuật có thể xảy ra:

- **Một kết quả tích cực**, bật tăng và bảo toàn thành công vùng cạnh dưới kênh giá tăng, khu vực 645 điểm (tính đến hiện tại), sẽ giúp tăng xác suất VN-Index kết thúc pha giảm điểm kéo dài suốt từ đầu tháng 9 đến nay và quan trọng hơn, sẽ tái khẳng định tính hiệu lực của kênh giá tăng đang có. Trong trường hợp VN-Index lựa chọn kịch bản này, đường giá sẽ

di chuyển khá tích cực trong giai đoạn cuối tháng 9 và tháng 10 với vùng đỉnh kỳ vọng có thể tiếp cận gần khu vực 700 điểm (vùng cạnh trên của kênh giá tăng vào giai đoạn nửa cuối tháng 10).

- **Dù vậy ở một kịch bản kém lạc quan hơn**, nếu VN-Index xâm phạm khu vực 645 điểm, tầm ảnh hưởng từ kênh giá tăng hiện tại sẽ mất tác dụng (tạm thời hoặc mãi mãi). Nếu điều vừa nêu xảy ra, VN-Index được nhìn nhận sẽ có xác suất lớn hơn di chuyển theo pha điều chỉnh và tích lũy có từ nửa cuối tháng 7, vùng giá mà VN-Index có thể quay lại để kiểm tra lúc này sẽ là khu vực 620 điểm (biên dưới của vùng tích lũy). Trong kịch bản này, VN-Index được hy vọng sẽ bảo vệ thành công khu vực 620 điểm, giai đoạn cuối tháng 9 và tháng 10 khi đó sẽ chứng kiến VN-Index tiếp tục tích lũy trong vùng giá 620 – 675 điểm.
- **Và kịch bản tiêu cực nhất**. Nếu VN-Index xâm phạm luôn khu vực 620 điểm, trạng thái ngắn hạn của chỉ số sẽ không còn là tích lũy mà chuyển hẳn sang một xu hướng giảm ngắn hạn, mục tiêu thoái lui khi đó của VN-Index sẽ có thể ở khu vực 600 điểm hoặc thấp hơn. Chúng tôi cho rằng kịch bản này chỉ có thể xảy ra khi thị trường “hội tụ” đủ các yếu tố xấu như: Khối ngoại duy trì cường độ bán ròng mạnh, FED có quyết định tăng lãi suất ngay trong tháng 9 và các TTCK toàn cầu có pha điều chỉnh mạnh. Nhìn chung chúng tôi không đánh giá cao xác suất xảy ra kịch bản này, nhưng sự thận trọng là điều luôn cần thiết.

Khả năng gia tăng các chính sách kích cầu nền kinh tế

Như chúng tôi đã lưu ý ở phần đầu báo cáo, tăng trưởng GDP 6 tháng có dấu hiệu chững lại; tính chung 6 tháng GDP tăng 5,52%, thấp hơn nhiều so với mức tăng cùng kỳ năm 2015 là 6,47%. Điều này, dù đã tạo ra “sự chững lại” nhất định của TTCK Việt Nam trong giai đoạn hai tháng qua, lại có thể tạo ra sức bật cho các tháng còn lại của năm 2016 nếu chính phủ quyết định tăng cường thêm các biện pháp kích thích. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế đã được Quốc hội đề ra là 6,7% thì 6 tháng cuối năm tăng trưởng GDP phải đạt 7,6%, cao hơn trên 2 điểm phần trăm so với 6 tháng đầu năm. (xem thêm phần kinh tế vĩ mô)

Điều hành lãi suất của FED: Khả năng khó thay đổi lãi suất trong tháng 9

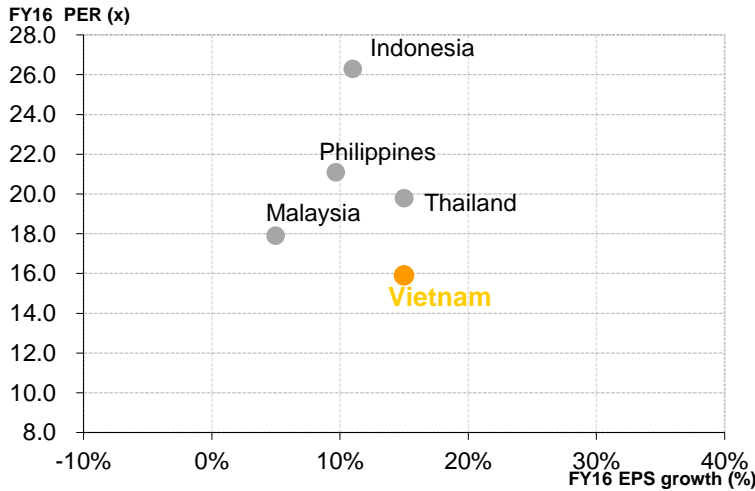
Báo cáo này của chúng tôi được đưa ra rất gần với thời điểm công bố quyết định lãi suất của Cục dự trữ Liên Bang Mỹ (FED) trong tháng 9 (tối thứ 4, 21/9, giờ Việt Nam). Những đánh giá gần nhất cho thấy xác suất cho khả năng FED quyết định tăng lãi suất trong cuộc họp này vẫn ở mức thấp (dù có nhích tăng so với một số đánh giá ở tháng trước đó). Phần lớn hơn các dự báo cho rằng điều này có thể xảy ra trong kỳ họp cuối cùng của năm 2016 và tháng 12, sau khi bầu cử Tổng Thống tại Hoa Kỳ chính thức có kết quả.

Trường hợp nếu không có bất ngờ xảy ra (FED giữ nguyên lãi suất trong kỳ họp tháng 9), chúng tôi nhìn nhận đây là thông tin “tốt lành” trong ngắn hạn dành cho TTCK Việt Nam, ít nhất về mặt tâm lý. Dù vậy, ở một kịch bản ngược lại, điều này có thể tạo ra “cú sốc” không nhỏ và khiến thị trường lựa chọn các kịch bản “tồi tệ hơn” trên bình diện phân tích kỹ thuật đã nêu.

Tương quan định giá TTCK Việt Nam: Có còn hấp dẫn?

Xét về tương quan định giá của TTCK Việt Nam so với các quốc gia lân cận trong khu vực, vị trí của Việt Nam vẫn tạo ra điểm nhấn hấp dẫn nhất định nhưng độ hấp dẫn có vẻ đã giảm hơn so với các lần xem xét trước đó của chúng tôi.

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



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Có thể thấy trong nhóm “ASEAN – 5” (không tính Singapore), TTCK tại nhóm này đang duy trì mức PE dự phóng trung bình cho 2016 quanh ngưỡng 22 trong khi thông số này dành cho TTCK Việt Nam khoảng gần 16 lần. Tại lần thống kê gần đây của chúng tôi trong báo cáo vào tháng 7, con số này chỉ là 14 lần và khoảng cách định giá vào lúc đó tạo ra sự hấp dẫn lớn hơn cho TTCK Việt Nam so với phần còn lại. Dù mức hấp dẫn có giảm hơn, thực tế là định giá dựa trên PE dự phóng trung bình cho năm 2016 của Việt Nam vẫn tạo ra lợi thế.

Lẽ dĩ nhiên sẽ có “một chút khập khiễng” nếu đánh đồng TTCK Việt Nam (vốn dĩ vẫn đang nằm ở nhóm thị trường cận biên) so với các TTCK lớn hơn (đa phần trong nhóm thị trường mới nổi). Dù vậy ngay cả khi đưa vào mức chiết khấu khoảng 20%, sẽ vẫn là “phải chăng” nếu kỳ vọng PE của TTCK Việt Nam có thể tăng lên và xoay quanh mức 18, tương đương với kỳ vọng tăng trưởng về mặt điểm số thêm khoảng 12,5%. Xét ở mức điểm hiện tại của VN-Index là 651 điểm, “kỳ vọng phải chăng” trong trung hạn (với mức tăng 12,5%) sẽ tương đương với điểm số...730 điểm.

Với một mức định giá PE vào loại “trung bình thấp” đi kèm với tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp niêm yết ở mức cao trung khu vực, sẽ không quá đáng khi cho rằng Việt Nam vẫn còn là điểm sáng thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài trong thời gian tới.

Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô Tháng 8/2016

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH
KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

Vĩ mô tháng 8: Không có nhiều đột biến

Nhìn chung số liệu tháng 8 không có nhiều đột biến. Nổi bật có thể kể đến sản xuất công nghiệp IIP, cán cân thương mại tiếp tục lạc quan và FDI tăng trưởng ổn định. Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng còn chậm nhưng chủ yếu là do tính mùa vụ như chúng tôi đã nêu trong các báo cáo trước. Bên cạnh đó, CPI chỉ tăng nhẹ so với tháng trước. Tác động của các số liệu vĩ mô lên thị trường hầu như không đáng kể. **Cần nhắc lại, mặc dù tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm khá thấp nhưng chính phủ vẫn duy trì mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% cho cả năm 2016. Cho cả năm 2016, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP ở mức 6,3%-6,5%. Đây là một thách thức khá lớn nhưng vẫn có thể đạt được với những lý do được nêu ở trang dưới.**

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 7,3% so với cùng kỳ dẫn dắt bởi ngành công nghiệp chế biến chế tạo

IIP tháng 8 cao hơn mức 7,2% của tháng 7 chủ yếu do ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng nhanh hơn đạt 10,6%, cao hơn kỳ vọng bất chấp tháng 7 âm lịch là mùa thấp điểm trong năm. Ngành khai khoáng tiếp tục giảm 5,1%. Bên cạnh đó, PMI tháng 8 khá cao 52,5, cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng.

Thương mại quốc tế tiếp tục thặng dư, xuất khẩu vẫn tăng 5,5% kể từ đầu năm.

Xuất khẩu tháng 8 ước đạt 15,2 tỷ USD, tăng 5,6% so với cùng kỳ. Lũy kế 8 tháng, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 112,2 tỷ USD, tăng 5,5% so với cùng kỳ trong khi xuất khẩu của các nước khác trong khu vực đã chững lại. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch 24,6 tỷ USD (chiếm 22% kim ngạch xuất khẩu cả nước), tăng 13% so với cùng kỳ. EU và Trung Quốc đứng thứ 2 và 3 với kim ngạch 21,9 tỷ USD, tăng 8,8% và 12,6 tỷ USD, tăng 15,0% N/N. Xuất khẩu sang các nước ASEAN giảm 10% còn 11,1 tỷ USD chủ yếu do giá trị xuất khẩu dầu giảm mạnh.

FDI tiếp tục ổn định với 9,8 tỷ USD đã được giải ngân kể từ đầu năm

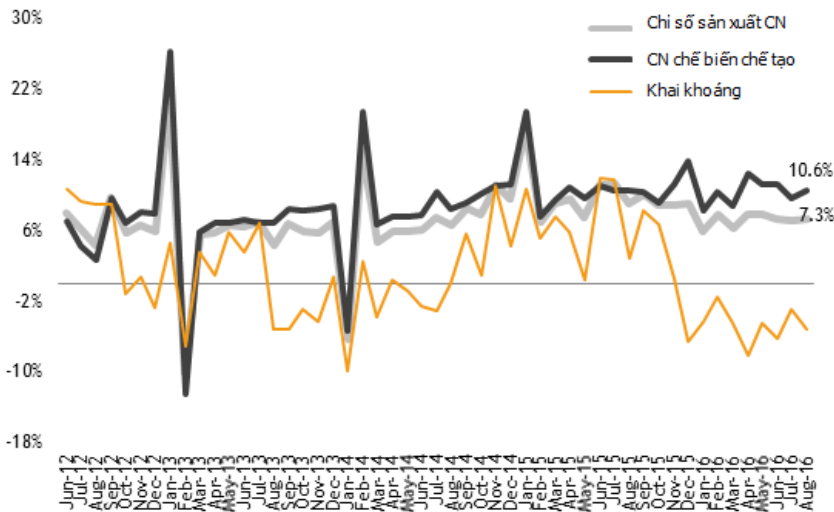
Mặc dù FDI đăng ký tăng chậm lại ở mức 7,7% từ mức tăng 100% nửa đầu 2016, FDI giải ngân vẫn tăng trưởng ấn tượng 15,3% so với cùng kỳ. Tăng trưởng FDI đăng ký tăng chậm chủ yếu là do 2 dự án lớn đăng ký vào tháng 7 2015 (dự án bất động sản 1,2 tỷ USD của Denver Power) và tháng 8 2015 (3 tỷ USD đăng ký thêm của Samsung Display Vietnam).

Trương Quang Bình
binh.truong@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88 (x8087)

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 8/2016 tăng 7,3% so với cùng kỳ dẫn dắt bởi ngành công nghiệp chế biến chế tạo.

IIP tháng 8 cao hơn mức 7,2% của tháng 7 chủ yếu do ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng nhanh hơn đạt 10,6%, cao hơn kỳ vọng bất chấp tháng 7 âm lịch là mùa thấp điểm trong năm. Ngành khai khoáng tiếp tục giảm 5,1%.

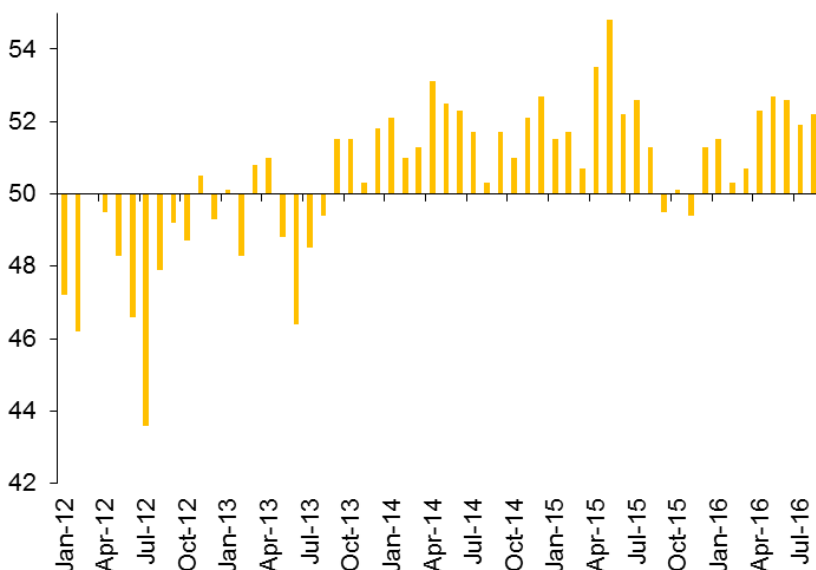
IIP với ngành chế biến chế tạo tăng 10,6%, cao hơn mức 9,7% tháng trước



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Bên cạnh đó, điều kiện kinh doanh tháng 8 tiếp tục cải thiện, PMI duy trì ở mức khá cao với 52,2 điểm (từ mức 51,9 điểm tháng 7) cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng trong tháng 8. Đây là tháng thứ 9 liên tiếp chỉ số này đứng trên 50 điểm. Mặc dù sản lượng và số lượng đơn hàng mới tăng chậm lại nhưng số việc làm và tồn kho hàng mua tăng nhanh hơn.

PMI duy trì trên 50 điểm 9 tháng liên tiếp



Nguồn: Markit Nikkei, MBKE tổng hợp

Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 7,3% so với cùng kỳ

Mức tăng này thấp hơn mức 7,4% trong tháng 7, kéo thêm chuỗi tăng chậm từ tháng 6. Tuy nhiên, như chúng tôi đã đề cập nhiều lần, Q3 và đặc biệt tháng 8 là mùa thấp điểm trong chi tiêu mua sắm. Chúng tôi kỳ vọng chỉ tiêu này sẽ cải thiện vào tháng tới.

Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng chậm lại



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

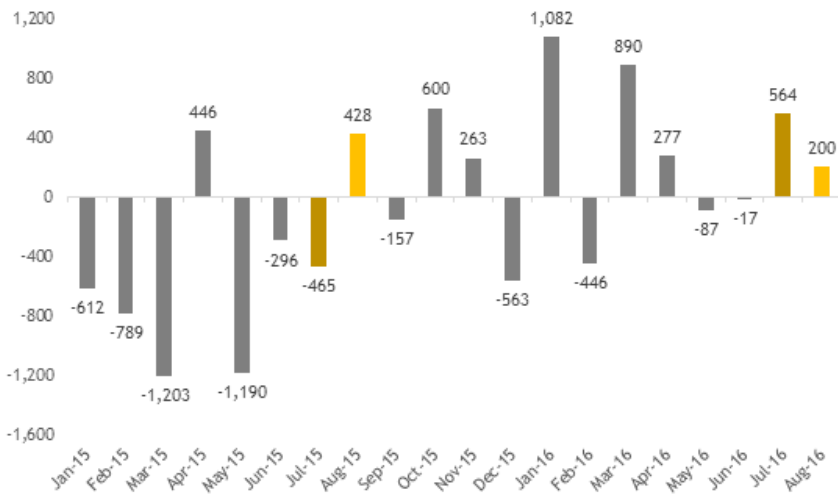
Thương mại quốc tế tiếp tục thặng dư, xuất khẩu vẫn tăng 5,5% kể từ đầu năm

Xuất khẩu và nhập khẩu thực hiện tháng Bảy lần lượt đạt 14,91 tỷ USD và 14,34 tỷ USD (Tổng cục Hải Quan) so với 14,7 tỷ và 14,6 tỷ đồng được GSO công bố trước đó. Do vậy, thặng dư thương mại tháng 7 lên tới 564 triệu USD thay vì 100 triệu USD.

Xuất khẩu tháng 8 ước đạt 15,2 tỷ USD, tăng 5,6% so với cùng kỳ. Lũy kế 8 tháng, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 112,2 tỷ USD, tăng 5,5% so với cùng kỳ trong khi xuất khẩu của các nước khác trong khu vực đã chững lại. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch 24,6 tỷ USD (chiếm 22% kim ngạch xuất khẩu cả nước), tăng 13% so với cùng kỳ. EU và Trung Quốc đứng thứ 2 và 3 với kim ngạch 21,9 tỷ USD, tăng 8,8% và 12,6 tỷ USD, tăng 15,0% N/N. Xuất khẩu sang các nước ASEAN giảm 10% còn 11,1 tỷ USD chủ yếu do giá trị xuất khẩu dầu giảm mạnh.

Tính từ đầu năm đến nay, thặng dư thương mại đạt 2,46 tỷ USD, so với mức 3,7 tỷ USD thâm hụt cùng kỳ năm trước, đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định thị trường ngoại hối. Đồng Việt Nam tăng 0,93% so với USD. Tại thị trường chợ đen, VND thậm chí tăng 1,3%. Chênh lệch giữa 2 thị trường hầu như không đáng kể.

Cán cân thương mại thặng dư (tỷ USD)

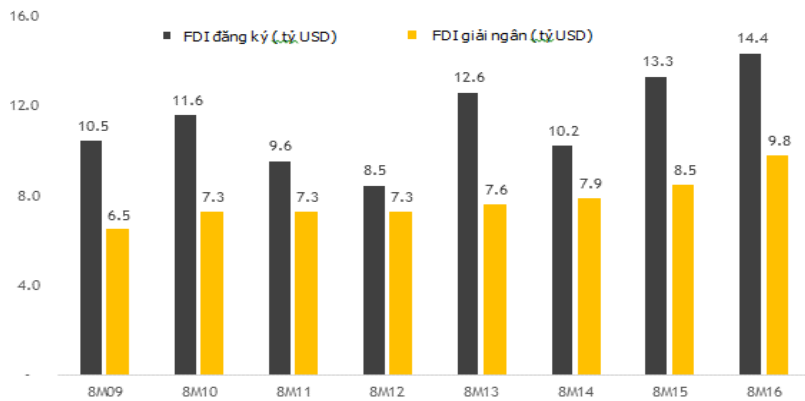


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

FDI tiếp tục tạo điểm nhấn

FDI tiếp tục ổn định với 9,8 tỷ USD đã được giải ngân kể từ đầu năm: mặc dù FDI đăng ký tăng chậm lại ở mức 7,7% từ mức tăng 100% nửa đầu 2016, FDI giải ngân vẫn tăng trưởng ấn tượng 15,3% so với cùng kỳ. Tăng trưởng FDI đăng ký tăng chậm chủ yếu là do 2 dự án lớn đăng ký vào tháng 7 2015 (dự án bất động sản 1,2 tỷ USD của Denver Power) và tháng 8 2015 (3 tỷ USD đăng ký thêm của Samsung Display Vietnam).

FDI tiếp tục tăng trưởng ổn định, trong đó khoảng 2/3 vào lĩnh vực chế biến chế tạo (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.

CPI tháng 8 tăng 2,57% so với cùng kỳ, điều chỉnh dự báo cả năm xuống 4,1% (từ mức 4.3%)

Đáng chú ý, theo lộ trình đã được công bố trước đó của Bộ Y tế (về 3 bước điều

chính tăng giá dịch vụ y tế, viện phí trong bệnh viện công trong tháng 8, tháng 10 và tháng 11 năm 2016), nhóm thuốc và dịch vụ y tế tăng 6,18% so với tháng trước. Nhóm giáo dục cũng tăng 0,47% do học sinh đã bắt đầu trở lại trường học sau kỳ nghỉ hè.

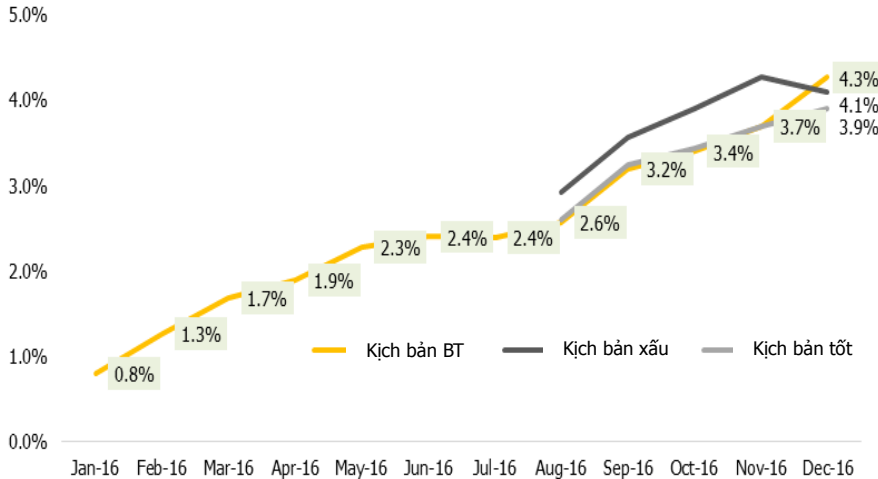
Bên cạnh đó, nhóm chiếm tỷ trọng lớn nhất trong rổ tính CPI – nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tiếp tục giảm (giảm 0,14% t/t trong tháng 8, giảm 0,05% t/t trong tháng 7) sau khi tăng mạnh trong tháng 5 (+0,36% t/t) và tháng 6 (+0,21% t/t) do hiệu ứng El Nino ảnh hưởng xấu đến thời tiết đã không còn. Nhóm giao thông vận tải giảm mạnh nhất 1,97% do giá giá bán lẻ xăng dầu trong tháng 7 và tháng 8 giảm.

Chúng tôi dự báo CPI tháng 9/2016 có thể tăng 0,35% so với tháng trước vì những lý do sau:

- (1) Đợt điều chỉnh tăng giá bán lẻ xăng dầu gần đây là 4,6% lên 15.370 đồng/lít vào ngày 19/8/2016 vẫn chưa được phản ánh vào kết quả CPI tháng 8. Hiệu ứng của đợt tăng giá này sẽ được phản ánh trong CPI tháng 9.
- (2) Học phí vẫn còn khả năng tăng do học kỳ mới bắt đầu vào tháng đầu tháng 9.
- (3) Giá lương thực và thực phẩm thường tăng trong các năm trước vào mùa tựu trường sau kỳ nghỉ hè dài, nhất là khi giá các mặt hàng này đã giảm 2 tháng liền trước.

So với cùng kỳ, chúng tôi ước tính lạm phát tháng 9 sẽ tăng 3,2%.

Hình: CPI tháng 8 dưới mức dự kiến, điều chỉnh giảm dự báo CPI cả năm xuống 4,1% (từ 4,3%)



Nguồn: GSO, MKE

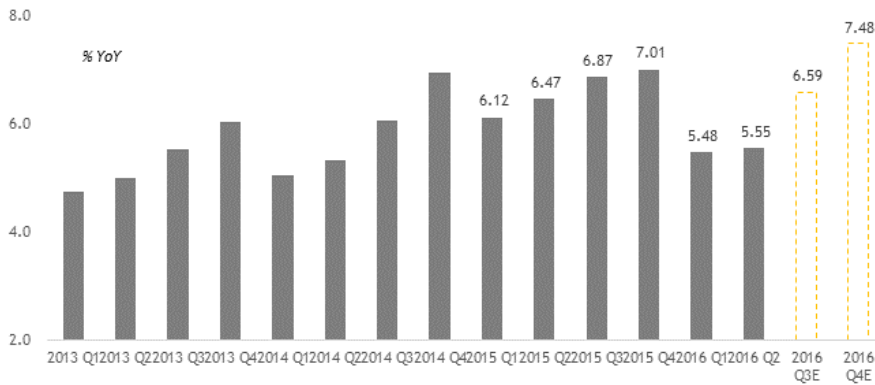
Mặc dù lạm phát tháng 8, 2,57%, thấp hơn ước tính của chúng tôi (2,7%), các yếu tố dẫn dắt (dịch vụ y tế và giáo dục) đã được dự báo trước nên không mang yếu tố bất ngờ.

Cho cả năm 2016, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP ở mức 6,3%-6,5%.

Mặc dù tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm khá thấp nhưng chính phủ vẫn duy trì mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7% cho cả năm 2016. Trong cuộc họp gần nhất vào cuối tháng 8, chính phủ cũng thừa nhận mục tiêu này khá thách thức. Chúng tôi cũng đồng tình với quan điểm này và dự báo tăng trưởng GDP ở mức khoảng 6,3-6,5% sẽ: 1) lành mạnh với tăng trưởng tín dụng chỉ ở mức vừa phải nhằm tạo sự cân bằng cho hệ thống ngân hàng.

Tăng trưởng tín dụng được dự báo khoảng 18%-20% cho năm nay. 2) phù hợp và bền vững hơn với lưu ý rằng năm ngoái tăng vượt mục tiêu có thể là do hiệu ứng trước cuộc bầu cử.

Tăng trưởng GDP được dự báo đạt 6,6% trong Q3 và 7,5% trong Q4/16



Nguồn: GSO, MBKE dự phóng

Một số lý do chúng tôi nghĩ rằng tăng trưởng GDP sẽ vào khoảng 6,4-6,5% là:

1. Tăng trưởng tín dụng đã tăng từ 17,5% so với cùng kỳ từ cuối tháng 5 lên 18% vào cuối tháng 8 [và nhiều khả năng sẽ tăng lên 20% vào cuối năm theo mục tiêu của NHNN]. Cung tín dụng được dự báo tiếp tục tăng vào các tháng cuối năm trong điều kiện ngân sách hạn hẹp và chỉ còn vài tháng nữa là kết thúc 2016. Q4 thông thường là quý cao điểm nhất của năm với tổng cầu tăng cao đáng kể vào cuối năm.
2. Sức ép từ lạm phát và thị trường ngoại hối khá thấp sẽ tạo điều kiện cho các chính sách kích thích tăng trưởng kinh tế, ít nhất là trong ngắn hạn. Lạm phát chỉ ở mức 2,57% n/n trong tháng 8 và VNĐ đã tăng giá so với USD khoảng 1% so với đầu năm, nhờ 2,5 tỷ USD thặng dư thương mại 8T2016.
3. Hiện tượng El Nino đã ảnh hưởng đến nông nghiệp trong Q2/16 đã kết thúc. Tăng trưởng GDP ngành nông nghiệp sẽ trở lại vùng bình thường từ 2 đến 2,5% thay vì chỉ 0,3% trong Q2/2016. Ngoài ra, sự sụt giảm của ngành khai khoáng sẽ thấp hơn so với mức 3% trong Q2/2016. Chúng tôi thấy rằng IIP ngành khai khoáng bình quân chỉ khoảng -4% trong 2 tháng đầu Q3 từ mức khoảng 6,3% trong 2 tháng đầu Q2.
4. Ngành sản xuất, xây dựng và dịch vụ, tương đối nhạy cảm với tín dụng sẽ hưởng lợi nhờ xu hướng tăng nhanh hơn của tín dụng vào cuối năm, qua đó tiếp tục xu hướng tăng nhanh trong Q2/16 lần lượt là 11,9%, 8% và 6,5%.

Trong điều kiện xấu nhất, dự báo GDP lần lượt cho Q3/16 và Q4/16 và cả năm 2016 sẽ là 6,4% và 7,1% và 6,3%. Trong điều kiện tốt hơn sẽ là 6,8%, 7,7% và 6,5%.

Tăng trưởng GDP được dự báo đạt 6,6% trong Q3 và 7,5% trong Q4/16

Giá 2010							TH bình thường			TH xấu			TH tốt		
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	FY16E	3Q16E	4Q16E	FY16E	3Q16E	4Q16E	FY16E
	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY
Nông, lâm, ngư nghiệp	2.1%	2.3%	1.7%	3.2%	-1.2%	0.3%	1.5%	2.2%	0.96%	1.5%	1.8%	0.84%	2.1%	2.4%	1.14%
Nông nghiệp	1.5%	1.8%	1.9%	2.6%	-2.7%	0.0%	1.0%	1.8%	0.41%	1.0%	1.5%	0.32%	1.6%	2.0%	0.61%
Lâm nghiệp	6.0%	9.9%	6.1%	8.6%	7.0%	7.6%	6.0%	8.0%	7.17%	6.0%	7.0%	6.85%	6.5%	8.0%	7.31%
Thủy sản	3.4%	3.3%	0.5%	4.4%	3.0%	0.2%	2.3%	2.3%	1.87%	2.0%	2.0%	1.69%	2.5%	2.5%	1.99%
Công nghiệp	8.3%	10.2%	10.2%	9.6%	6.7%	7.4%	9.1%	10.9%	8.85%	8.8%	10.2%	8.55%	9.2%	11.3%	9.02%
Khai khoáng	6.7%	9.9%	7.3%	4.0%	-1.2%	-3.0%	1.0%	6.0%	1.58%	0.5%	5.0%	1.09%	1.0%	6.0%	1.58%
Sân xuất, chế tạo	9.5%	10.4%	10.2%	11.9%	7.9%	11.9%	11.4%	12.6%	11.16%	11.3%	12.1%	10.99%	11.8%	13.2%	11.44%
Điện, khí đốt	11.9%	10.6%	9.7%	13.0%	13.1%	10.4%	10.0%	13.3%	11.81%	9.5%	12.5%	11.41%	10.3%	14.0%	12.12%
Cung cấp và xử lý nước	7.4%	6.8%	5.9%	9.4%	10.0%	6.6%	6.0%	10.0%	8.08%	6.0%	10.0%	8.08%	6.0%	10.5%	8.23%
Xây dựng	4.4%	10.1%	14.4%	11.6%	9.9%	8.0%	12.0%	13.0%	11.22%	11.5%	12.5%	10.90%	11.5%	13.5%	11.28%
Dịch vụ	5.8%	5.9%	6.7%	6.6%	6.1%	6.5%	6.7%	6.8%	6.59%	6.5%	6.7%	6.50%	6.8%	6.9%	6.63%
Thuế sản phẩm	4.5%	6.4%	5.5%	5.6%	6.5%	6.7%	5.8%	6.2%	6.28%	5.8%	6.0%	6.21%	6.0%	6.3%	6.34%
Tổng	6.03%	6.55%	6.86%	7.01%	5.48%	5.55%	6.59%	7.48%	6.42%	6.40%	7.12%	6.26%	6.77%	7.67%	6.53%

Nguồn: GSO, MBKE dự phóng

Ngành dược phẩm

Nới room: Quyết định trước tiên thuộc về doanh nghiệp

Bỏ FOL: DMC đã tiên phong và thành công

Trước đây, ngành dược dường như không được thị trường kỳ vọng nhiều về chuyện nới room ngoại, do các ràng buộc về ngành nghề kinh doanh (NNKD) và điều khoản liên quan đến phân phối dược phẩm trong cam kết giữa Việt Nam với WTO. Tuy nhiên, DMC đã là công ty tiên phong và thành công trong việc nâng giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) từ 49% lên 100%. Chúng tôi đề cao nỗ lực này của DMC.

Quyết định tăng FOL trước tiên thuộc về DN

Sau DMC, thị trường dường như đang tiếp tục kỳ vọng các công ty dược niêm yết còn lại sẽ tăng FOL. Không loại trừ khả năng này, tuy nhiên, quyết định nới room trước tiên thuộc về chính công ty, chủ yếu là HĐQT và các cổ đông (CĐ) lớn. Theo Thông tư 123 (tháng 9/2015 của SSC), việc tăng FOL được xét duyệt theo từng DN và trước khi đề xuất để SSC thông qua, thì: (i) HĐQT (trong trường hợp DN (không thuộc NNKD có điều kiện) muốn tăng FOL lên 100%) hoặc (ii) CĐ công ty (nếu HĐQT chỉ dự kiến một tỷ lệ FOL mới bất kỳ trong khoảng 49%-100%) phải thông qua quyết định này. Trong trường hợp (ii), chúng tôi cho rằng chỉ cần tỷ lệ 51% CĐ đồng ý tại ĐHCĐ (có thể triệu tập ĐHCĐ bất thường trong năm nay hoặc chờ đến ĐHCĐTN năm sau), thì việc tăng FOL sẽ được thông qua.

Không giống như DMC, có CĐ lớn nhất là CFR International SPA (đã được Abbott mua lại từ 2014) quyết tâm trong việc này, các CĐ lớn nhất tại các công ty dược khác (đại diện cho đa số thành viên HĐQT), là DN nhà nước (SCIC như tại DHG (43,42%), TRA (35,67%)) hoặc DN có tỷ lệ sở hữu nhà nước cao (như Vinapharm ở IMP (23,75%)) chưa tỏ ra chú trọng việc nới room tại các DN này. Theo đó, nếu dự đoán, sau DMC, IMP có thể sẽ là DN kế tiếp nới room do IMP sẽ ít phải đối mặt với sự phản đối của các CĐ nhà nước hơn. Tuy nhiên IMP cho biết hiện công ty vẫn chưa có kế hoạch nào để xúc tiến việc tăng FOL.

Tăng FOL - Lợi ích và rủi ro

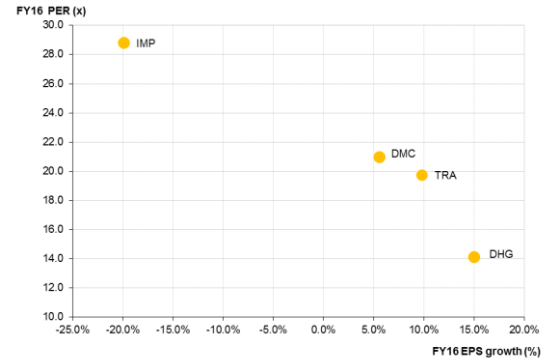
FOL tăng, trên hết sẽ có ý nghĩa tích cực về mặt cải thiện giao dịch cho NĐT nước ngoài, nhưng hầu như chưa có ảnh hưởng đáng kể nào đến các yếu tố cơ bản của ngành cũng như từng DN. Ngoại trừ những tiềm năng dài hạn hơn có thể đến từ các đối tác chiến lược mới hoặc CĐ lớn khi họ có thể gia tăng sở hữu đến tỷ lệ chi phối công ty (như trường hợp của DMC); bao gồm việc hợp tác mở rộng danh mục sản phẩm cũng như thị trường tiêu thụ; nâng cao năng lực sản xuất và quản lý, cải tiến trình độ công nghệ, tiêu chuẩn chất lượng... Tuy nhiên, việc này có thể dẫn đến việc lo ngại các DN dược trong nước sẽ bị thôn tóm bởi nước ngoài. Đối với top 4 công ty sản xuất dược niêm yết lớn nhất (tính theo quy mô doanh số), việc này chỉ xảy ra khi nhà nước thoái vốn khỏi các DN này. Tính đến hiện tại, DHG, TRA và DMC vẫn thuộc danh sách đầu tư và nắm giữ dài hạn của SCIC. Vinapharm cũng chưa có kế hoạch thoái vốn khỏi IMP.

Định giá ngành dược Việt Nam vẫn tương đối rẻ

Mặc dù các cp dược đã tăng giá mạnh so với đầu năm (DHG +65%, TRA +79%, DMC +191%, IMP +65%,...) nhưng PE bình quân của ngành dược Việt Nam hiện nay chỉ đang ở mức 15 lần, so với mức 30 lần của khu vực.

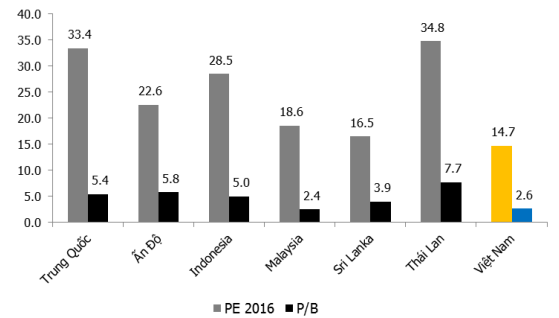
Nguyễn Thị Sony Trà Mi
mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88 (x8084)

PE và tốc độ tăng trưởng EPS dự báo cho 2016 của 4 công ty sản xuất dược niêm yết lớn nhất



Nguồn: Maybank Kim Eng

Định giá ngành dược các TT Emerging Asia



Nguồn: Maybank Kim Eng, Bloomberg

Ngành xây dựng

Giữ vững đà tăng trưởng

Giữ vững đà tăng trưởng

Trong 6 tháng đầu năm 2016, ngành xây dựng đã ghi nhận tăng trưởng 8,8%, mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2010. Cùng với ngành công nghiệp, xây dựng là ngành đóng góp lớn vào tăng trưởng GDP trong 6 tháng đầu năm. Tăng trưởng chung của ngành cũng phần nào được minh chứng qua tăng trưởng lợi nhuận của nhiều công ty trong ngành. Đà tăng trưởng kỳ vọng sẽ được duy trì trong quý 3/2016, thể hiện: **(1)** ở phía cung, tiêu thụ các loại VLXD (xi măng, sắt thép) tiếp tục tăng trong tháng 7 & 8/2016; **(2)** ở phía cầu, các công ty BĐS tiếp tục đầu tư và khởi công nhiều dự án; và **(3)** Chính phủ đẩy nhanh việc giải ngân vốn đầu tư XDCB vốn diễn ra chậm trong các tháng đầu năm.

Nhu cầu XD tăng, thể hiện ở sức tiêu thụ VLXD

Trong hai tháng 7 & 8, sản lượng tiêu thụ VLXD (xi măng, sắt thép) tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ. Cụ thể, sản lượng thép tiêu thụ tăng 27,3% và 38,7% so với cùng kỳ trong tháng 7 và tháng 8/2016; lũy kế hai tháng tăng 32,9% so với cùng kỳ. Sản lượng xi măng tiêu thụ cũng tăng 11% trong tháng 8 sau khi giảm nhẹ 1,7% trong tháng 7; lũy kế hai tháng Q3/2016 tăng 4,3% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng mức tiêu thụ các loại VLXD thể hiện nhu cầu xây dựng trong hai tháng vừa qua tiếp tục tăng. Tăng trưởng nhiều khả năng tiếp tục được duy trì trong các tháng cuối năm là mùa cao điểm của ngành xây dựng.

Thị trường BĐS khá sôi động với nhiều dự án lớn

Thị trường BĐS trong các tháng vừa qua ghi nhận số lượng giao dịch tăng trưởng ổn định, lượng tồn kho giảm và dư nợ tín dụng tăng. Các chủ đầu tư BĐS liên tục triển khai các dự án cả trong Nam và ngoài Bắc. Nhờ đó, số hợp đồng và giá trị HĐ mà các công ty xây dựng ký được trong thời gian qua tăng đột biến, điển hình là CTD và HBC. Giá trị hợp đồng CTD ký được từ đầu năm đến nay đạt con số kỷ lục gần 24.000 tỷ; trong đó gồm nhiều hợp đồng có giá trị lớn với chủ đầu tư VIC. Tương tự, HBC cũng ký được hơn 11.000 tỷ giá trị hợp đồng; đồng thời công ty mới ký hợp đồng hợp tác chiến lược với Sun Group, một trong những Tập đoàn BĐS lớn với nhiều dự án du lịch nghỉ dưỡng và giải trí đang được đồng loạt triển khai.

Đầu tư công kỳ vọng tăng tốc

Tổng vốn đầu tư xây dựng cơ bản giải ngân qua hệ thống Kho bạc Nhà nước trong 8 tháng đầu năm mới đạt 42,9% kế hoạch năm 2016, thấp hơn so với cùng kỳ 3 năm trước. Do đó, Chính phủ đã yêu cầu các bộ ngành địa phương đẩy nhanh việc đền bù, GPMB, đấu thầu để bảo đảm tiến độ thi công các công trình dự án, và chỉ đạo các chủ đầu tư nghiệm thu khối lượng, hoàn thiện hồ sơ thanh toán. Riêng trong hai tháng 7 & 8/2016, tỷ lệ giải ngân đã được cải thiện, vượt lên bằng 50% của 6 tháng đầu năm. Theo đó, kỳ vọng các công ty XD tham gia các dự án đầu tư công sẽ ghi nhận KQKD tốt hơn trong các tháng cuối năm.

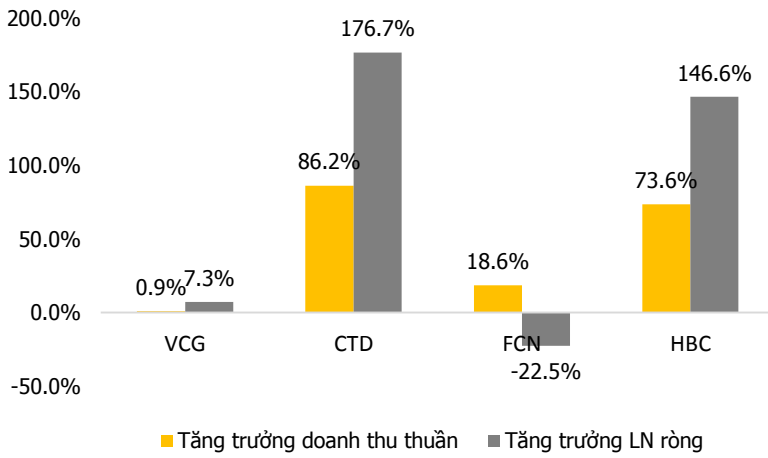
Trịnh Thị Ngọc Điệp
diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88 (x8208)

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

(84) 844 555 444

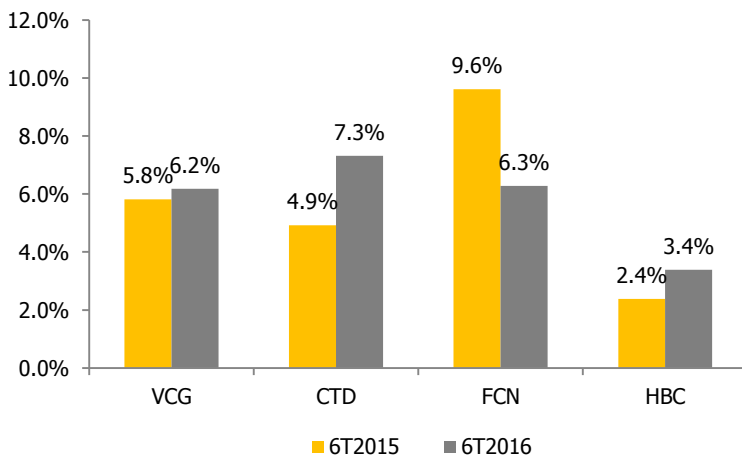
retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

Tăng trưởng doanh thu & LN ròng 6T2016



Nguồn: Công ty, MBKE

Biên lợi nhuận ròng 6T2016 so với cùng kỳ



Nguồn: Công ty, MBKE

Chỉ số tài chính

Công ty	Vốn hoá TT (tỷ VND)	Dự báo doanh thu 2016	% tăng/giảm	Dự báo LN ròng 2016	% tăng/giảm	P/E dự phóng (x)	P/B (x)	ROA (%)	ROE (%)	Nợ ròng/VCSH (%)
CTD	12.528	21.742	59,1%	1.079	62,0%	12,6	2,1	10,5	23,1	TM ròng
VCG	7.597	8.730	8,8%	475	21,5%	16,0	1,1	1,8	5,5	55,3
HBC	2.597	7.459	46,9%	263	215,4%	11,0	1,9	1,3	8,1	75,7
FCN	953	1.905	14,7%	154	8,2%	6,5	1,1	5,5	18,8	145,8

Nguồn: Công ty, MBKE

Ngành Tiêu dùng

Kỳ vọng chi tiêu gia tăng

Giữ vững đà tăng trưởng

Kinh tế ổn định và tăng trưởng sẽ giúp làm tăng thu nhập hộ gia đình, từ đó kỳ vọng chi tiêu cho tiêu dùng tiếp tục gia tăng. Dù năm 2015 có khoảng 17,6% hộ gia đình ở VN vẫn đang ở mức thấp (<1.000USD), BMI vẫn dự báo lạc quan trong 5 năm tới sẽ có thêm hơn 6 triệu hộ gia đình gia nhập nhóm thu nhập 5.000-10.000 USD. Bên cạnh đó, Euromonitor cũng dự báo chi tiêu tiêu dùng sẽ tăng 47% từ nay đến năm 2019.

Cơ cấu dân số thuận lợi

Cơ cấu dân số thuận lợi 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. BMI ước tính hơn 49% dân số Việt Nam dưới 30 tuổi. Đây là điều kiện lý tưởng để các công ty trong ngành tiêu tập trung vào vào phân khúc thị trường bình dân. Tốc độ đô thị hóa nhanh chóng góp phần tạo cơ hội cho các sản phẩm tiêu dùng phù hợp với lối sống hiện đại, nhất là các mặt hàng tiêu dùng nhanh (FMCG)

Tổng mức bán lẻ hàng hóa tháng 8 tăng 7,3%

Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 8/2016 tăng 7,3% so với cùng kỳ. Mức tăng này thấp hơn mức 7,4% trong tháng 7, nối dài thêm chuỗi tăng chậm từ tháng 6. Tuy nhiên, Q3 và đặc biệt tháng 8 là mùa thấp điểm trong chi tiêu mua sắm. Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu này sẽ cải thiện vào tháng tới, nhất là các tháng cuối năm cũng là dịp nhiều lễ tết.

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 2016. Giá đầu 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 13,4 lần, hấp dẫn so với P/E của các nước trong khu vực hiện đang ở mức 31 lần.

M&A tiếp tục sôi nổi

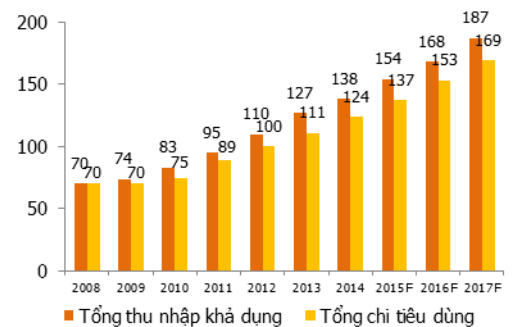
Việt Nam đang có nhiều thay đổi trong Luật Đầu tư cũng như những văn bản dưới luật, hướng dẫn cụ thể để quá trình mua lại các công ty trong nước diễn ra nhanh chóng và minh bạch hơn. Đi kèm với việc nới room của các công ty niêm yết, thoái vốn nhà nước ngày càng tích cực hơn càng làm cho hoạt động M&A diễn ra sôi nổi. Dự báo trong giai đoạn 2014-2020, giá trị các thương vụ M&A có thể lên đến 20 tỷ USD.

Nguyễn Thị Ngân Tuyền
tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88 (x8081)

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

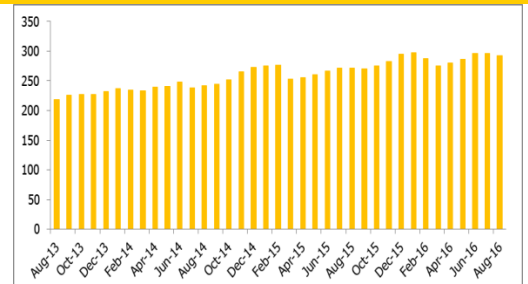
(84) 844 555 444
retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

Tổng thu nhập khả dụng và tổng chi tiêu



Nguồn: EIU

Tổng mức bán lẻ hàng hóa



Nguồn: GSO

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. Nửa đầu năm 2016 cũng có tất nhiều thương vụ M&A lớn đã được công bố. Singha 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. Tập đoàn Kido đã bán xong 20% còn lại của mảng bánh kẹo cho Mondelez và đang có kế hoạch thu tóm Vocarimex và TAC. Thị trường bán lẻ đã chứng kiến việc các nhà đầu tư Thái Central Group thu tóm chuỗi bán lẻ Big C Việt Nam và Nguyễn Kim với giá trị thương vụ lên đến 1,14 tỷ USD; TCC holding bỏ ra 695 triệu USD mua lại Metro Cash & Carry.

Bên cạnh đó, việc thoái vốn nhà nước khỏi các ông lớn như Sabeco, Habeco, Vinamilk, Mobiphone càng giúp tăng thêm minh bạch cho các công ty và tạo môi trường cạnh tranh khốc liệt.

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.

Chỉ tiêu cơ bản một số công ty niêm yết trong ngành

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2014	PE 2015 (*)	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/VCSH
VNM	206,106	22,8	20,7	9,0	37,1	31,6	19,4	8,8
MWG	19,864	12,4	10,0	6,4	57,9	24,2	4,2	82,7
KDC	7,486	5,8	19,5	1,4	4,5	3,5	167,8	2,8
MSN	49,145	21,1	15,2	3,1	13,8	3,1	4,8	131,4
DQC	2,518	12,7	10,7	2,1	18,5	13,1	19,1	0,0
VNS	2,348	10,4	9,5	1,5	20,0	11,4	7,7	62,4
PNJ	6,830	14,1	11,4	4,6	17,8	9,0	2,0	90,5
DGW	536	7,6	6,5	0,9	22,0	8,1	2,5	73,3
TB		13,4	12,9	3,6	23,9	13,0	28,4	56,5

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

Ngành Ô tô

Tiêu thụ Ô tô con tiếp tục tăng trưởng tốt

Tài gặp khó, ô tô con duy trì tăng trưởng tốt

Năm 2016, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp kinh doanh ô tô tài không còn đạt mức tăng trưởng mạnh như năm 2015 do nhu cầu tiêu thụ xe tài nhằm đáp ứng chính sách thắt chặt tài trọng năm 2014 đã được giải quyết thể hiện qua kết quả kinh doanh âm đậm của các doanh nghiệp kinh doanh ô tô tài. Trong khi đó, các doanh nghiệp phân phối ô tô con vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan do các chính sách giảm thuế mới như thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc từ ASEAN và thuế tiêu thụ đặc biệt khiến giá bán có xu hướng giảm. Ngoài ra, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp và khá ổn định đã kích thích tiêu dùng trong nước nói chung và hoạt động mua sắm ô tô nói riêng. Theo VAMA, tổng sản lượng ô tô tiêu thụ cả nước bảy tháng đầu năm đã tăng 32% so với cùng kỳ lên 163.863 chiếc. Trong đó, sản lượng ô tô tiêu thụ của các thành viên VAMA tăng 37% so với cùng kỳ lên 147.785 chiếc.

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

Giảm thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc từ ASEAN

Theo lộ trình giảm thuế ô tô nhập khẩu từ ASEAN, từ 1/1/2017, thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc từ khu vực Asean về Việt Nam sẽ giảm xuống còn 30%, từ mức 40% hiện nay. Năm 2018, thuế nhập khẩu từ khu vực này tiếp tục giảm về mức 0%, ước tính giá bán ô tô nhập khẩu từ ASEAN tại thời điểm năm 2018 sẽ rẻ hơn trong ô tô lắp ráp trong nước khoảng 20%. Như vậy, ô tô nhập khẩu từ ASEAN sẽ có lợi thế cạnh tranh hơn là xe sản xuất, lắp ráp trong nước.

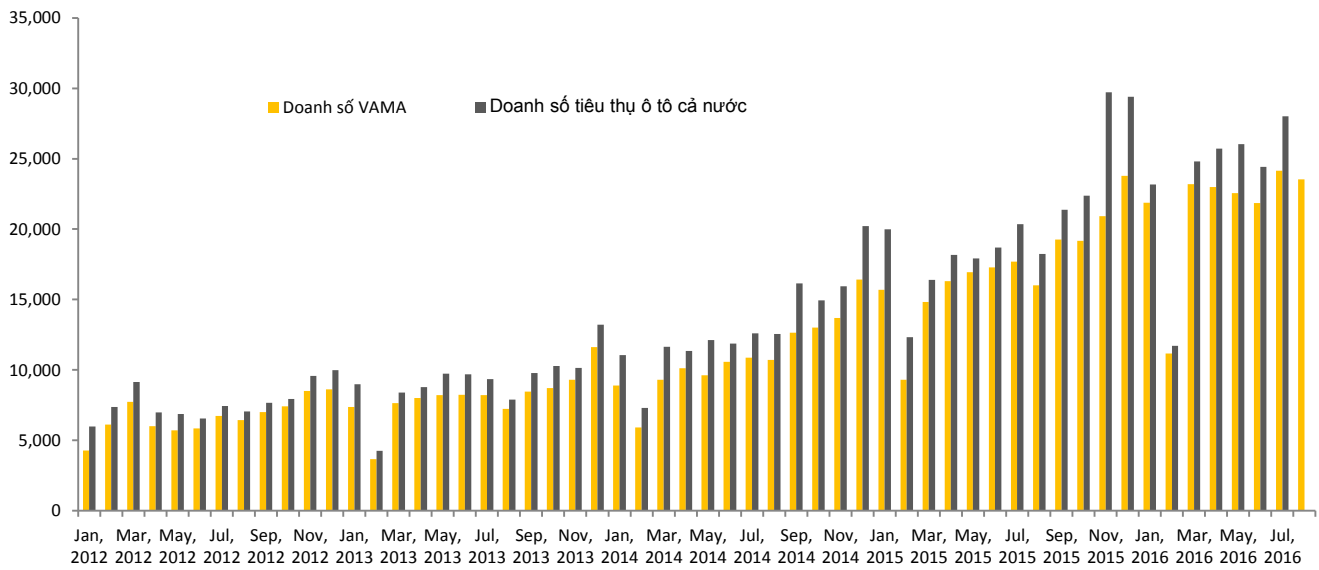
Giảm thuế nhập khẩu và thuế tiêu thụ đặc biệt

Từ ngày 1/7/2016, thuế suất thuế tiêu thụ đặc biệt đối với mặt hàng ô tô chở người dưới 10 chỗ ngồi có dung tích xi lanh từ 1.500 cm³ trở xuống được giảm từ mức 45% trước đây xuống còn 40% hiện nay và sau đó giảm tiếp còn 35% từ ngày 1/1/2018 theo Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Thuế giá trị gia tăng, Luật Thuế tiêu thụ đặc biệt và Luật Quản lý thuế chính thức có hiệu lực (xem trang kế). Việc giảm thuế suất thuế tiêu thụ đặc biệt giảm sẽ kéo theo giá bán giảm tương tự, kích thích tiêu thụ ô tô.

Kết quả kinh doanh 6T2016 phân hóa

PE lũy kế bình quân ngành ô tô hiện khoảng 8 lần. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, triển vọng của các doanh nghiệp kinh doanh ô tô khá phân hóa. Ngoài ra, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp ô tô phân hóa khá rõ nét. Các doanh nghiệp kinh doanh ô tô tài đang gặp khó khăn liên quan đến lực cầu chững lại. LNST 6 tháng đầu năm 2016 của HHS, TMT và HTL lần lượt giảm 76% n/n, 66% n/n, 36,4% n/n còn 82 tỷ, 47,6 tỷ và 39,6 tỷ đồng chủ yếu là doanh số bán xe giảm khiến doanh thu thuần giảm mạnh. Trong khi đó, các doanh nghiệp phân phối ô tô con báo cáo kết quả khá ấn tượng. Ngoại trừ SVC (do chi phí BH & QLDN tăng), LNST 6 tháng đầu năm 2016 của HAX, ST8 lần lượt tăng gấp 2 lần và 39,3% so với cùng kỳ đạt 33,4 tỷ đồng, và 33,3 tỷ đồng.

Tiêu thụ ô tô cả nước



Nguồn: Công ty, MBKE

Một số điều chỉnh thuế Tiêu thụ đặc biệt

	Điều chỉnh #1 Thuế TTĐB 70/2014/QH13	Điều chỉnh #2 106/2016/QH13 Thuế TTĐB	
Thông qua	26/11/2014	6/4/2016	
Có hiệu lực	1/1/2016	1/7/2016	
		Từ 1/7/2016 - 31/12/2017	Từ 1/1/2018
Xe dưới 24 chỗ ngồi a) Xe dưới 10 chỗ ngồi			
- Dung tích xi lanh không quá 1.500 cm ³	45	40	35
- Dung tích xi lanh trên 1.500 cm ³ đến 2.000 cm ³	45	45	40
- Dung tích xi lanh trên 2.000 cm ³ đến 2.500 cm ³	50	50	50
- Dung tích xi lanh trên 2.500 cm ³ đến 3.000 cm ³	50	55	60
- Dung tích xi lanh trên 3.000 cm ³ đến 4.000 cm ³	60	90	90
- Dung tích xi lanh trên 4.000 cm ³ đến 5.000 cm ³	60	110	110
- Dung tích xi lanh trên 5.000 cm ³ đến 6.000 cm ³	60	130	130
- Dung tích xi lanh trên 6.000 cm ³	60	150	150
b) Xe từ 10 đến 16 chỗ ngồi	30	15	15
c) Xe trên 16 chỗ ngồi đến 24 chỗ ngồi	15	10	10
Xe bán tải			
- Dung tích xi lanh không quá 2.500 cm ³	15	15	15
- Dung tích xi lanh trên 2.500 cm ³ đến 3.000 cm ³	15	20	20
- Dung tích xi lanh trên 3.000 cm ³	15	25	25

Nguồn: Công ty, MBKE

Chi số tài chính

Công ty	Vốn hoá TT (tỷ VND)	P/E (x)	P/B (x)	ROA (%)	ROE (%)	Nợ ròng/VCSH (%)	Lợi tức cổ tức (%)
HHS	1.219,2	4,3	0,4	8,6	9,8	(39,7)	17,2
TMT	861,6	8,8	2,2	4,3	22,7	290,0	na
HTL	790,8	7,0	3,7	25,6	58,5	(11,3)	9,6
SVC	1.198,8	11,9	1,5	3,6	12,8	50,8	2,9
HAX	336,8	7,1	2,1	9,0	33,9	95,5	na
ST8	514,4	8,6	1,6	14,6	19,2	(40,2)	14,1
Trung bình		8,0	1,9	11,0	26,1	57,5	10,9

Nguồn: Công ty, MBKE

(603) 2297 8767 chongling.c@maybank-ib.com

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

Khuyến nghị

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

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

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

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác. Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này. MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành. Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc 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 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 mới tiềm năng được định nghĩa bởi những quy định trong điều 16.5(a) của Quy định về Đạo đức nghề nghiệp cá nhân tại Hong Kong được cấp phép và đăng ký với Ủy ban thị trường cổ phiếu và tương lai.

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

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 lặp lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

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

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

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

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

Stockbroking Business:
 Level 8, Tower C, Dataran Maybank,
 No.1, Jalan Maarof
 59000 Kuala Lumpur
 Tel: (603) 2297 8888
 Fax: (603) 2282 5136
- Singapore**
Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
 50 North Canal Road
 Singapore 059304
 Tel: (65) 6336 9090
- London**
Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd
 5th Floor, Aldermay House
 10-15 Queen Street
 London EC4N 1TX, UK
 Tel: (44) 20 7332 0221
 Fax: (44) 20 7332 0302
- 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
- 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
- Indonesia**
PT Maybank Kim Eng Securities
 Plaza Bapindo
 Citibank Tower 17th Floor
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
 Jakarta 12190, Indonesia
 Tel: (62) 21 2557 1188
 Fax: (62) 21 2557 1189
- 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
- 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
- Thailand**
Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand
 Tel: (66) 2 658 6817 (sales)
 Tel: (66) 2 658 6801 (research)
- 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
- 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
- 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
- North Asia Sales Trading**
 Alex Tsun
 alextsun@kimeng.com.hk
 Tel: (852) 2268 0228
 US Toll Free: 1 877 837 7635
- Malaysia**
 Rommel Jacob
 rommeljacob@maybank-ib.com
 Tel: (603) 2717 5152
- Thailand**
 Tanasak Krishnasreni
 Tanasak.K@maybank-ke.co.th
 Tel: (66)2 658 6820
- Indonesia**
 Harianto Liong
 harianto.liong@maybank-ke.co.id
 Tel: (62) 21 2557 1177
- India**
 Manish Modi
 manish@maybank-ke.co.in
 Tel: (91)-22-6623-2601
- New York**
 Andrew Dacey
 adacey@maybank-keusa.com
 Tel: (212) 688 2956
- Philippines**
 Keith Roy
 keith_roy@maybank-atrke.com
 Tel: (63) 2 848-5288
- Vietnam**
 Tien Nguyen
 thuytien.nguyen@maybank-kimeng.com.vn
 Tel: (84) 44 555 888 x8079

www.maybank-ke.com | www.maybank-keresearch.com