



Báo cáo chiến lược Q1/14

Chất lượng tăng trưởng cải thiện

- VN-Index đã tăng 17,2% khi kết thúc Q1/14. Thanh khoản thị trường liên tục đạt mức 5.000 tỷ/phiên
- Kinh tế Việt Nam quý 1/2014 cải thiện và ổn định nhất kể từ năm 2009 đến nay, và tăng trưởng đã bắt đầu đi cùng với chất lượng
- Dự báo KQKD của các công ty niêm yết 2014 -2015 lạc quan

Chúng tôi cho rằng yếu tố đầu tiên tác động tích cực đến VNI chính là sự tham gia tích cực của khối nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN). Thống kê của chúng tôi cho thấy NĐTNN đã mua ròng gần 16 triệu cổ phiếu trị giá 872 tỷ đồng trong quý 1 vừa qua. Định giá thấp của thị trường chứng khoán Việt Nam so với các nước trong khu vực chính là tác nhân chính hấp dẫn của NĐTNN vào thị trường chứng khoán trong thời gian qua. Vào cuối năm 2013 thì PE của thị trường chứng khoán Việt Nam mới chỉ ở mức khoảng 12 lần, khá thấp so với khoảng 15-17 lần của các nước trong khu vực.

Sự ổn định và kỳ vọng cải thiện của nền kinh tế vĩ mô cũng tạo niềm tin mạnh hơn cho NĐT trong và ngoài nước tham gia vào thị trường chứng khoán. Ngoài ra, cũng phải kể đến các yếu tố hỗ trợ tích cực cho thị trường chứng khoán như kỳ vọng tâm lý của NĐT về việc nâng tỷ lệ sở hữu (nới room) cho NĐTNN tại thị trường chứng khoán Việt Nam hay kỳ vọng vòng đàm phán Hiệp định đối tác thương mại xuyên Thái Bình Dương (TPP) sẽ được hoàn tất và có hiệu lực trong năm 2014.

Chúng tôi cho rằng triển vọng thị trường chứng khoán 2014 vẫn tích cực dựa vào các động lực "cũ" (xem trang sau). Hai yếu tố chính khiến chúng tôi dự kiến VN-Index tăng khoảng 20% và đạt 600 điểm vào cuối 2014 là: 1/ dựa trên dự đoán tăng trưởng lợi nhuận của khoảng hơn 30 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất khoảng 14% trong năm 2014 và; 2/ P/E toàn thị trường sẽ tăng nhẹ so với mức 12,4 vào cuối năm 2013.

Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý rằng trên đồ thị kỹ thuật, trong năm 2013 thị trường đã liên tục tích lũy trong biên độ từ 460-530 điểm từ tháng Hai tới tháng Mười Hai năm 2013. Chúng tôi cho rằng một giai đoạn tiếp diễn kéo dài tương tự trong biên độ 565 – 610 trong năm 2014 là hoàn toàn khả dĩ.

Tính đến 31/3/2014

VN-Index: 591,6 ; +17.2% YTD
HNX-Index: 89,4 ; +31.8% YTD

Đánh giá triển vọng ngành

Tốt	Dầu khí, Hàng Tiêu dùng, Dược phẩm, Dệt May, Điện
Trung bình	Thủy sản, Cao su, Xây dựng, Công nghệ, Nhựa, Bất Động sản (phân khúc trung bình)
Chưa triển vọng	Đường, Bất Động sản (phân khúc cao cấp), Ngân Hàng

Các khuyến nghị hàng đầu

Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	PE 2014	EPS CAGR2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY (%)
PVD	1062	9,5	16,5	22,3	2,3	2,4
FPT	911	10,6	11,4	24,0	2,6	4,4
PPC	361	6,4	-9,5	34,2	1,4	4,2
VCG	351	11,6	13,9	10,6	1,4	6,1
HPG	1018	10,0	8,9	20,6	2,3	2,3
HDC	30	10,7	80,0	4,8	1,1	0,0
DCL	14	5,7	22,1	13,3	1,1	3,9
VSC	98	7,0	8,5	29,3	2,3	4,2
VNS	105	4,7	15,7	19,5	1,9	4,1
DQC	43	6,8	11,9	13,0	1,1	3,9
VNM	5557	17,3	8,7	39,6	6,7	2,4

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

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



Kể từ mức đóng cửa 504,6 ngày 31/12/2013, VN-Index đã tăng 17,2% khi kết thúc quý I năm 2014. Các nhà đầu tư rất háo hức với cổ phiếu và dòng tiền đổ vào thị trường tăng vọt. Thanh khoản thị trường liên tục đạt mức 5000 tỷ/phiên. Khối lượng giao dịch liên tục gia tăng: mức trung bình giao dịch trong 50 ngày gần nhất hiện tại là 140 triệu cổ phiếu/phiên, so với con số 80 triệu vào cuối năm 2013. Sau diễn biến tương đối ấn tượng này, VN-Index đang quanh 600 điểm, tương đương mức mục tiêu của chúng tôi trong báo cáo Chiến lược Đầu tư ngày 30/12/2013. Câu hỏi đặt ra là, liệu có nhân tố nổi trội nào mới đẩy chỉ số VN-Index tăng điểm trong thời gian qua khiến chúng tôi phải đánh giá lại triển vọng của thị trường cổ phiếu trong năm 2014?

Thị trường chứng khoán 2014 – Niềm tin vào những kỳ vọng cũ

Chỉ số VN-Index (VNI) tăng 17,2% trong quý 1/2014 và đây được xem là một trong những quý có mức tăng tốt nhất so với cùng kỳ trong các năm trước. Cụ thể về diễn biến của các ngành thì các cổ phiếu ngành công nghệ, năng lượng, công nghiệp và hạ tầng sản có mức tăng tốt nhất trên thị trường. Cụ thể, cổ phiếu nhóm ngành công nghệ tăng 45,8%; ngành năng lượng tăng 36%; ngành công nghiệp tăng 24,3% và ngành hạ tầng tăng 23,3%.

Chúng tôi cho rằng yếu tố đầu tiên tác động tích cực đến VNI chính là sự tham gia tích cực của khối nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN). Thống kê của chúng tôi cho thấy NĐTNN đã mua ròng gần 16 triệu cổ phiếu trị giá 872 tỷ đồng trong quý 1 vừa qua. Định giá thấp của thị trường chứng khoán Việt Nam so với các nước trong khu vực chính là tác nhân chính hấp dẫn của NĐTNN vào thị trường chứng khoán trong thời gian qua. Vào cuối năm 2013 thì PE của thị trường chứng khoán Việt Nam mới chỉ ở mức khoảng 12 lần, khá thấp so với khoảng 15-17 lần của các nước trong khu vực.

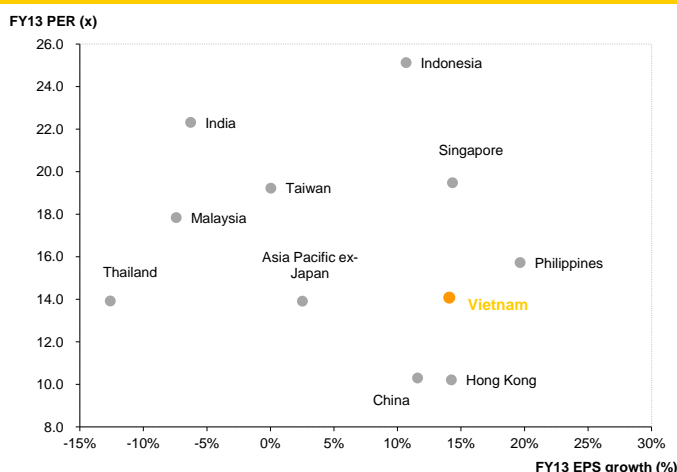
Sự ổn định và kỳ vọng cải thiện của nền kinh tế vĩ mô như chúng tôi đã nêu trên cũng tạo niềm tin mạnh hơn cho NĐT trong và ngoài nước tham gia vào thị trường chứng khoán. Ngoài ra, cũng phải kể đến các yếu tố hỗ trợ tích cực cho thị trường chứng khoán như kỳ vọng tâm lý của NĐT về việc nâng tỷ lệ sở hữu (nới room) cho NĐTNN tại thị trường chứng khoán Việt Nam hay kỳ vọng vòng đàm phán Hiệp định đối tác thương mại xuyên Thái Bình Dương (TPP) sẽ được hoàn tất và có hiệu lực trong năm 2014.

Chúng tôi cho rằng triển vọng thị trường chứng khoán 2014 vẫn tích cực dựa vào các động lực “cũ” sau đây.

Thứ nhất, so sánh tương quan giữa các kênh đầu tư trong nước hiện tại thì chứng khoán vẫn là kênh có nhiều tiềm năng nhất so với tiền gửi tiết kiệm, vàng, ngoại hối hay bất động sản. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền trong nước sẽ tiếp tục chảy về thị trường chứng khoán. Riêng NĐTNN thì chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn sẽ là một trong những điểm đến hàng đầu tại thị trường Đông Nam Á nhờ nền kinh tế vĩ mô đang cải thiện, giá trị tiền tệ ổn định và sự ổn định chính trị. Do đó, chúng tôi cho rằng dòng tiền NĐTNN vẫn sẽ tiếp tục vào thị trường Việt Nam.

Thứ hai, định giá của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn thấp nhất trong khu vực mặc dù đã tăng khá mạnh trong quý 1/2014. Hiện tại PE của thị trường Việt Nam chỉ ở mức 14,4 lần so với 15,6 lần của Thái Lan, 17,3 lần của Malaysia, 19,9 lần của Philippines và 21,6 lần của Indonesia. Điều này cho thấy thị trường Việt Nam vẫn hấp dẫn trong khu vực.

Định giá của VN-Index so với các nước trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

Thứ ba, kỳ vọng nâng giới hạn sở hữu nước ngoài tại các công ty niêm yết từ 49% hiện nay lên 59% sẽ được thông qua trong năm 2014. Kỳ vọng này đã được đề cập đến nhiều lần trong thời gian qua và đã phần nào được phản ánh vào giá cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng rằng việc nâng giới hạn sở hữu nước ngoài một khi được thông qua sẽ có nhiều tác động tích cực đến thị trường trong việc thu hút thêm dòng vốn ngoại cũng như đến tâm lý nhà đầu tư. Hiện tại theo những thông tin không chính thức mà chúng tôi có được thì thời gian sớm nhất việc nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài được thông qua là vào khoảng tháng 7/2014.

Ngoài ra, kỳ vọng Hiệp định đối tác thương mại xuyên Thái Bình Dương (TPP) được ký kết trong năm nay cũng sẽ là một nhân tố tích cực đến nền kinh tế và thị trường chứng khoán. TPP nếu được ký kết sẽ đem lại tiềm năng to lớn ngành xuất khẩu của Việt Nam do thuế xuất khẩu giữa các thành viên TPP sẽ được giảm về 0%. Theo Petri & Plummer 2013, nếu TPP được ký kết thì xuất khẩu của Việt Nam sẽ tăng thêm 68 tỷ đô-la (+24,55) và GDP sẽ tăng thêm 36 tỷ đô-la (+10,5%) vào năm 2025.

Cuối cùng, chúng tôi xin lưu ý rằng trên đồ thị kỹ thuật, trong năm 2013 thị trường đã liên tục tích lũy trong biên độ từ 460-530 điểm từ tháng Hai tới tháng Mười Hai năm 2013. Chúng tôi cho rằng một giai đoạn tiếp diễn kéo dài tương tự với biên độ từ 565 – 610 trong năm 2014 là hoàn toàn khả dĩ.

Kinh tế quý 1/2014: Chất lượng tăng trưởng cải thiện

GDP quý 1/2014 cao nhất trong 3 năm qua

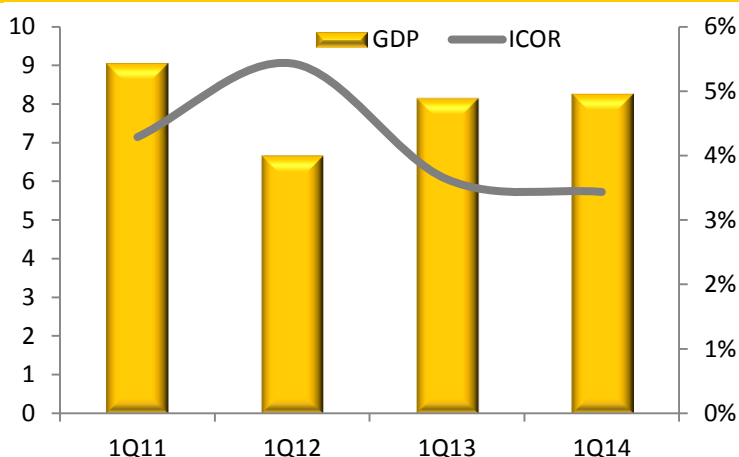
GDP quý 1/2014 tăng trưởng 4,96% so với 4,76% trong quý 1/2013 và 4,75% trong quý 2/2012. Trong đó lĩnh vực dịch vụ tăng cao nhất trong 3 năm qua đạt 5,95% và được đánh giá là động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong quý 1 vừa qua. Ngược lại GDP lĩnh vực nông nghiệp chỉ có sự tăng trưởng nhẹ đạt 2,37% n/n trong khi lĩnh vực công nghiệp và xây dựng lại sụt giảm nhẹ và đạt 4,69% n/n.

GDP tăng trưởng năm thứ 3 liên tiếp trong quý 1 vừa qua tiếp tục củng cố xu hướng hồi phục của nền kinh tế Việt Nam. Hơn nữa, chúng tôi cũng lưu ý là khác với tăng trưởng GDP trong các năm trước, tăng trưởng GDP trong quý 1/2014 vừa qua ngoài số lượng còn đi kèm với chất lượng tăng trưởng. Chất lượng tăng trưởng mà chúng tôi muốn đề cập chính là việc lạm phát quý 1 tăng thấp nhất trong khoảng 6 năm qua; mặt bằng lãi suất đang giảm dần; chỉ số quản trị nhà mua hàng (PMI) đứng trên mức 50 điểm; tỷ giá USD/VND vẫn tiếp tục nằm trong xu hướng ổn định.

Ngoài ra, việc cải thiện chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế còn được thể hiện qua việc hệ số ICOR trong quý 1 liên tục sụt giảm từ năm 2012 đến nay. Hệ số ICOR đo lường tỷ lệ tăng trưởng GDP trên mỗi đơn vị vốn đầu tư của nền kinh tế. Theo thống kê của chúng tôi thì hệ số ICOR đã giảm từ 9,05 lần vào quý 1/2012 xuống 6,05 lần vào quý 1/2013 và 5,73 lần vào quý 2/2014.

Điểm hạn chế duy nhất đối với tăng trưởng kinh tế trong quý 1 vừa qua là tăng trưởng tín dụng đối với nền kinh tế vẫn còn hạn chế do những vướng mắc với vấn đề cải tổ và nợ xấu của hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, lực cầu của nền kinh tế vẫn chưa thực sự hồi phục và cản trở quá trình hồi phục của nền kinh tế. Vì vậy chúng tôi cho rằng với chất lượng tăng trưởng được cải thiện và kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ tốt hơn trong năm 2014 (khoảng 12-14%) so với năm 2013 thì mục tiêu tăng trưởng kinh tế 5,8% trong năm nay hoàn toàn có thể thực hiện được.

Tăng trưởng GDP



Nguồn: GSO

Sản xuất công nghiệp hồi phục nhẹ nhưng lực cầu vẫn yếu

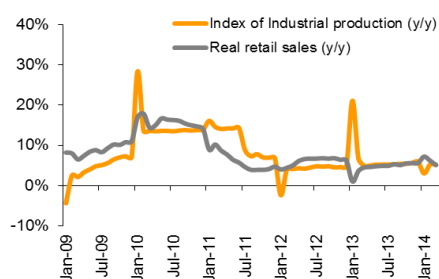
Chỉ số sản xuất công nghiệp bình quân quý 1/2014 tăng 5,2% n/n so với mức tăng 4,9% n/n trong cùng kỳ năm trước. Trong đó, ngành công nghiệp chế tạo chế biến chế tạo tăng 7,3% so với mức tăng 5,3% trong cùng kỳ và là động lực chính giúp cải thiện hoạt động sản xuất công nghiệp của nền kinh tế trong quý 1 vừa qua.

Điều này đã phần nào được phản ánh bởi chỉ số PMI liên tục đứng trên mức 50 điểm trong quý 1. Cụ thể, chỉ số PMI lần lượt đứng ở mức 52,1; 51 và 51,3 điểm trong tháng 1, tháng 2 và tháng 3. Lưu ý chỉ số PMI trên 50 điểm là chỉ báo cho thấy hoạt động sản xuất của nền kinh tế đang mở rộng.

Tuy nhiên, điểm hạn chế của hoạt động sản xuất công nghiệp trong quý vừa qua là lực cầu nội địa của nền kinh tế vẫn còn yếu. Chỉ số tiêu thụ ngành công nghiệp chế tạo chế biến trong 2 tháng đầu năm 2014 chỉ tăng 4,3% n/n so với mức tăng 4,1% trong 2 tháng đầu năm 2013. Tương tự, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng thực tế của nền kinh tế cũng chỉ tăng 5,1% n/n trong quý 1/2014 so với mức tăng 4,5% n/n trong cùng kỳ.

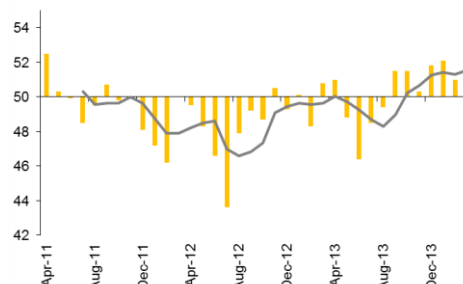
Hoạt động sản xuất tăng trong khi lực cầu yếu nên tồn kho của nền kinh tế vẫn chưa thể sụt giảm như kỳ vọng. Chỉ số tồn kho của ngành công nghiệp chế biến và chế tạo tại ngày 1/3/2014 vẫn tăng 13,4% n/n so với mức tăng 16,5% n/n tại ngày 1/3/2013. Chúng tôi cho rằng chỉ số hàng tồn chẳng những không tăng mà còn giảm nhẹ trong khi hoạt động sản xuất gia tăng và lực cầu nội địa yếu là nhờ sự tăng trưởng tốt của hoạt động xuất khẩu.

Sản xuất công nghiệp và thương mại



Nguồn: GSO

Chỉ số PMI



Nguồn: HSBC

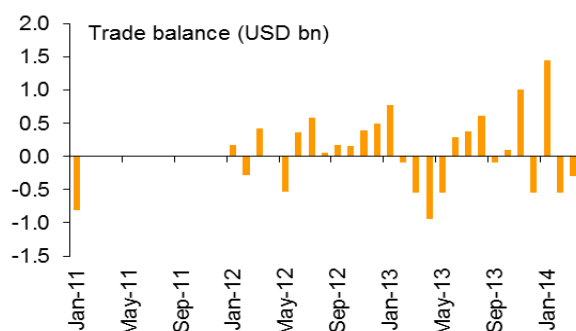
Cán cân thương mại quý 1 tốt nhất kể từ năm 2010

Cán cân thương mại quý 1/2014 của Việt Nam ước thặng dư (xuất siêu) 1 tỷ đô-la so với mức thặng dư 278 triệu đô-la trong cùng kỳ. Đây là mức thặng dư tốt nhất của Việt Nam trong 4 năm qua. Xuất khẩu tiếp tục là động lực của cán cân thương mại với mức tăng trưởng tốt ở mức 14,1% n/n đạt 33,3 tỷ đô-la. Ngược lại kim ngạch nhập khẩu tăng 12,4% n/n đạt 32,3 tỷ đô-la.

Trong các nhóm hàng xuất khẩu thì nhóm hàng có giá trị gia tăng cao vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt. Trong đó đáng lưu ý nhất xuất khẩu điện thoại và linh kiện tăng đến 22,7% n/n đạt 5,42 tỷ đô-la. Ngoài ra, các nhóm hàng xuất khẩu truyền thống khác vẫn duy trì tốt độ tăng trưởng tốt như dệt may (+21,9% n/n) và giày dép (+25,9% n/n).

Chúng tôi cho rằng cán cân thương mại thặng dư tốt trong quý 1 vừa qua có tác động rất tích cực trong việc duy trì sự ổn định vĩ mô của nền kinh tế. Trước tiên và quan trọng nhất, cán cân thương mại thặng dư sẽ góp phần cải thiện cán cân thanh toán và niềm tin vào giá trị tiền đồng. Ngoài ra, việc thặng dư thương mại cũng góp phần mang lại nguồn ngoại tệ và bổ sung vào dự trữ ngoại hối vốn đang khá tốt của Việt Nam.

Cán cân thương mại



Nguồn: GSO

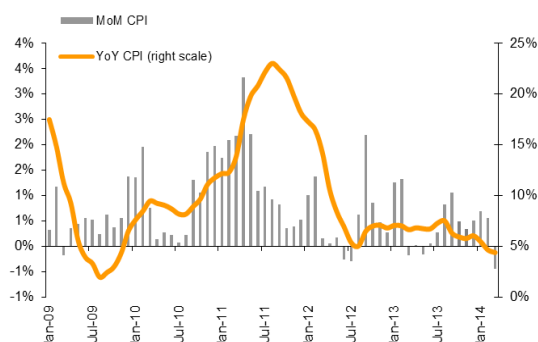
CPI quý 1 – Điểm nhấn của sự ổn định

Khác với những năm trước đây khi CPI quý 1 thường tăng mạnh nhất trong năm, CPI quý 1/2014 chỉ tăng nhẹ ở mức 0,8% so với đầu năm, trong đó CPI tháng 3 chỉ tăng 4,39% so với cùng kỳ. Đây là mức tăng CPI thấp nhất được ghi nhận kể từ năm 2008 trở lại đây. Đáng lưu ý là các nhóm mặt hàng thuộc diện tăng giá nóng trước đây như hàng ăn và dịch vụ ăn uống hay nhà ở và vật liệu xây dựng đều sụt giảm nhẹ.

Chúng tôi đánh giá cao nỗ lực kiểm soát mặt bằng giá cả của chính phủ nhưng chúng tôi vẫn cho rằng có hai nguyên nhân chính giúp kiềm chế chỉ số CPI trong quý 1 vừa qua. Thứ nhất, sự trì trệ hoặc thậm chí sụt giảm giá của thị trường hàng hóa thế giới đã giúp làm giảm mạnh áp lực giá cả trong nước do Việt Nam cần phải nhập khẩu phần lớn nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất. Theo chỉ số giá lương thực thực phẩm thế giới của FAO thì giá lương thực thế giới đã giảm mạnh trong năm 2013 và đến đầu năm 2014. Thứ hai, lực cầu nội địa yếu cũng hạn chế khả năng tăng giá hàng hóa dịch vụ của nền kinh tế. Vì vậy, chúng tôi cho rằng CPI trong năm 2014 vẫn sẽ tiếp tục ở mức thấp nhưng áp lực lạm phát đối với nền kinh tế vẫn còn nếu như giá hàng hóa thế giới tăng trở lại.

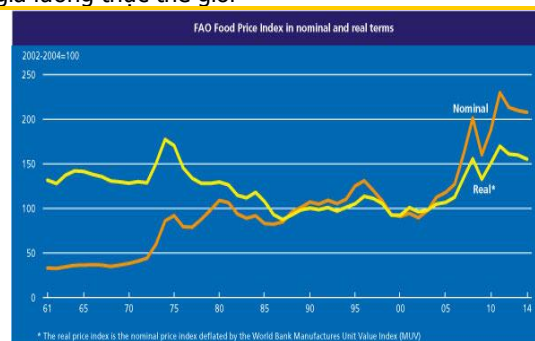
Mặc dù vậy chúng tôi cũng cho rằng sự hạ nhiệt của CPI thật sự hỗ trợ rất tích cực cho việc duy trì sự ổn định của nền kinh tế cũng như tạo điều kiện thuận lợi cho Ngân hàng Nhà nước kích thích nền kinh tế. CPI hạ nhiệt đã giúp giảm áp lực lên VND và nhờ vậy đã giúp duy trì sự ổn định của tỷ giá USD/VND trong thời gian qua. Ngoài ra, CPI hạ nhiệt đã tạo điều kiện cho Ngân hàng Nhà nước giảm trần lãi suất huy động thêm 1 điểm phần trăm và giảm các lãi suất điều hành vào ngày 17/3 vừa qua.

Chỉ số CPI



Nguồn: GSO

Chỉ số giá lương thực thế giới



Nguồn: FAO

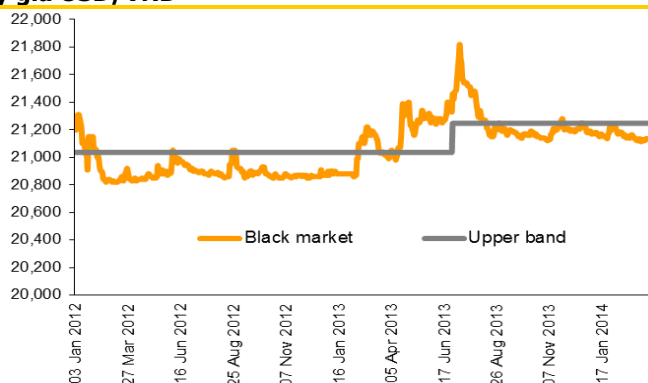
Tỷ giá USD/VND – Kéo dài xu hướng ổn định

Bên cạnh CPI thì diễn biến của tỷ giá USD/VND cũng là điểm nhấn đối với sự ổn định của nền kinh tế trong nước. Tỷ giá chính thức của Ngân hàng Nhà nước vẫn duy trì ổn định ở mức 20.828 đồng/USD trong khi tỷ giá niêm yết tại các ngân hàng thương mại hay thị trường tự do đều nằm trong biên độ +/- 1% tỷ giá chính thức trong suốt quý 1 vừa qua.

Chúng tôi cho rằng sự ổn định của tỷ giá trong thời gian qua đến từ 4 yếu tố. Thứ nhất, CPI quý 1 ở mức rất thấp nên không đủ gây ra hiệu ứng dịch chuyển nguồn vốn từ VND sang USD và không gây áp lực lên tỷ giá USD/VND. Thứ hai, thặng dư cán cân thương mại thặng quý 1 tốt nhất trong nhiều năm đã giúp cải thiện cán cân thanh toán và hỗ trợ rất tốt cho tỷ giá. Thứ ba, dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện tại đủ lớn để có thể đáp ứng nhu cầu USD và bảo vệ giá trị tiền đồng trong một số trường hợp cần thiết. Cuối cùng, mức lãi suất tiền gửi 6% hiện nay của tiền đồng vẫn được xem là hấp dẫn hơn nhiều so với 1% của đồng đô-la. Vì vậy, nhu cầu tiền đồng vẫn đủ lớn hơn so với đô-la để duy trì sự ổn định của tỷ giá.

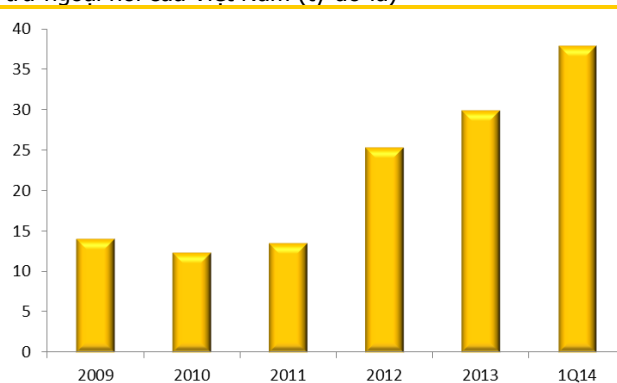
Sự ổn định của tỷ giá ngoài việc giúp duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và cải thiện niềm tin của nhà đầu tư mà còn giúp Ngân hàng Nhà nước có cơ hội tốt mua vào đô-la để cải thiện dự trữ ngoại hối. Theo công bố của Thống Đốc thì Ngân hàng Nhà nước đã mua thêm 7,7 tỷ đô-la ngoại tệ trong quý 1. Điều này thật sự giúp cải thiện đáng kể nguồn dự trữ ngoại hối của Việt Nam. Theo thống kê mà chúng tôi ghi nhận thì dự trữ ngoại hối của Việt Nam vào cuối năm 2013 khoảng 30 tỷ đô-la. Vì vậy, tổng dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện tại dự đoán khoảng 37-38 tỷ đô-la, mức cao nhất từ trước đến nay. Với mức dự trữ ngoại hối được thiện mạnh thì Việt Nam đứng trước cơ hội lớn để được nâng mức xếp hạng tín nhiệm.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: NHNN, VCB và Maybank Kim Eng

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam (tỷ đô-la)



Nguồn: IMF và Maybank Kim Eng

Thị trường tín dụng ngân hàng – Kỳ vọng cải thiện

Tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đến cuối quý 1 vừa qua chỉ tăng 0,01% so với đầu năm. Chúng tôi cho rằng sự trì trệ của tăng trưởng tín dụng vẫn nằm ở tiến độ xử lý nợ xấu của hệ thống ngân hàng chưa đủ mạnh. Trong cả năm 2013, Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam (VAMC) chỉ mới mua và xử lý được 38.900 tỷ đồng nợ xấu, tỷ lệ xử lý này được xem là quá nhỏ để có thể thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong ngắn hạn. Điều này cho thấy mặc dù đã có những dấu hiệu ổn định và cải thiện nhưng nội lực của nền kinh tế vẫn còn phải cải thiện.

Tuy nhiên, điểm lạc quan là tăng trưởng tín dụng trong tháng 3 đã có dấu hiệu hồi phục nhẹ với mức tăng 1,35%. Do đó chúng tôi kỳ vọng tăng

trường tín dụng sẽ tiếp tục hồi phục trong những tháng tới và mục tiêu tăng trưởng tín dụng 12-14% trong năm 2014 của Ngân hàng Nhà nước có thể đạt được. Kỳ vọng của chúng tôi dựa vào hai yếu tố. Thứ nhất, nợ xấu do VAMC xử lý trong năm 2014 sẽ lớn hơn nhiều so với năm 2013 và sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. VAMC dự kiến sẽ xử lý khoảng 70.000-100.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2014 so với 38.900 tỷ trong năm 2013. Thứ hai, việc hạ lãi suất gần đây của Ngân hàng Nhà nước cũng được kỳ vọng sẽ kích thích tăng trưởng tín dụng.

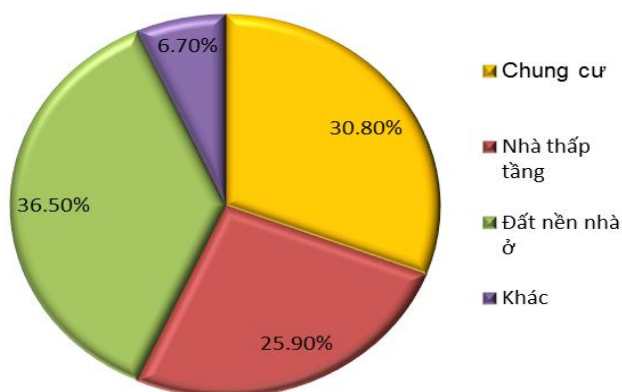
Ngoài hai nguyên nhân vừa nêu, chúng tôi cũng kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hồi phục trong năm 2014 từ sự ấm dần lên của thị trường bất động sản cũng như tín hiệu đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của chính phủ.

Thị trường bất động sản – Gói 30.000 tỷ, 50.000 tỷ hay 70.000 tỷ

Thị trường bất động sản đang có dấu hiệu ấm trở lại trong thời gian qua khi có nhiều dự án khởi động trở lại và tiến độ bán hàng đã có sự cải thiện, đặc biệt ở phân khúc nhà ở bình dân. Điều này được thể hiện qua số lượng căn hộ được giao dịch tăng mạnh trong thời gian qua ở một số thành phố lớn, đặc biệt là tại TP.HCM. Theo CBRE thì số lượng căn hộ giao dịch tại TP.HCM đạt 2.600 căn trong quý 1/2014, tăng 9,8% so với quý trước nhưng tăng đến 92,2% so với cùng kỳ năm 2013. Trong đó, phân khúc nhà ở bình dân chiếm lĩnh thị trường với doanh số giao dịch chiếm đến 40,5% tổng số lượng giao dịch. Vì vậy, giá chung cư bình dân và trung cấp dao động không nhiều, chỉ giảm ở dưới mức 1%. Ngược lại, giá nhà cao cấp bị điều chỉnh mạnh nhất, đã giảm 5% so với cùng kỳ năm 2013.

Ngoài ra, số liệu về tồn kho cũng cho thấy tín hiệu ấm dần lên của thị trường bất động sản. Theo Bộ Xây dựng thì tồn kho bất động sản trên cả nước đến ngày 25/2/2014 ở mức 92.690 tỷ đồng, giảm 1,8% so với cuối năm 2013 và giảm đến 26% so với cùng kỳ. Trong đó, tồn kho căn hộ chung cư chiếm 30,8% đạt 28.582 tỷ đồng, nhà thấp tầng chiếm 25,9% đạt 24.029 tỷ đồng, đất nền nhà ở chiếm 36,5% đạt 33.880 tỷ đồng và đất nền thương mại chiếm 6,7% đạt 6.198 tỷ đồng.

Tồn kho bất động sản tại ngày 25/2/2014



Nguồn: CBRE, Bộ Xây dựng

Chúng tôi cho rằng triển vọng thị trường BĐS năm 2014 tương đối tích cực nhưng vẫn sẽ chỉ tập trung ở phân khúc bình dân. Quan điểm của chúng tôi dựa vào những yếu tố sau đây. Thứ nhất, số liệu giao dịch cũng như tồn kho bất động sản đang cho thấy tín hiệu tích cực như đã nêu trên. Thứ hai, nhiều chính sách của chính phủ gần đây đều hướng đến việc hỗ trợ thị

trường bất động sản như gói hỗ trợ thị trường bất động sản 30.000 tỷ đồng hay Thông tư 20 về việc cho phép tái phân lô bán nền tại một số dự án nhất định. Thứ ba, chúng tôi kỳ vọng một khi quá trình xử lý nợ xấu của hệ thống ngân hàng được thực hiện và giải quyết, van tín dụng của hệ thống ngân hàng sẽ lại hướng về thị trường bất động sản.

Trong đó, chúng tôi đánh giá những chính sách hỗ trợ cũng như gói kích thích của chính phủ sẽ đóng vai trò chủ đạo trong sự hồi phục của thị trường bất động sản. Gói kích thích dạng này chính là gói 30.000 tỷ đồng. Ngoài ra, hiện nay còn nhiều gói tạm gọi là hỗ trợ cho thị trường bất động sản ngoài chính phủ như gói 50.000 tỷ đồng của Ngân hàng Xây dựng và Tập đoàn Thiên Thanh và gói liên kết 4 nhà 70.000 tỷ đồng.

Vậy tất cả các gói này đều mang tính kích thích hoặc hỗ trợ cho thị trường bất động sản? Chúng tôi cho rằng chỉ có gói 30.000 tỷ là mang tính hỗ trợ và kích thích cho thị trường bất động sản. Trước tiên gói 30.000 tỷ đồng này có tính hỗ trợ người mua nhà thật với mức lãi suất ưu đãi 5% trong 15 năm và có quy định điều kiện về diện tích mua nhà (dưới 70m²) và giá bán (dưới 15 triệu đồng/m²). Hơn nữa, đây là gói kích thích do chính phủ đưa ra và chỉ đạo giải ngân. Ngược lại, gói 50.000 tỷ là do Ngân hàng Xây dựng và Tập đoàn Thiên Thanh (nhà cung ứng vật liệu xây dựng) khởi sướng chứ không phải chính phủ. Ngoài ra, gói 50.000 tỷ này dựa vào thỏa thuận giữa người vay và ngân hàng về lãi suất, thời hạn vay chứ chưa rõ có hỗ trợ lãi suất hay thời hạn vay hay không. Tương tự, gói liên kết 4 nhà 70.000 tỷ đồng cũng chỉ là hình thức liên kết giữa ngân hàng, người mua và công ty bất động sản để quản lý dòng tiền cho dự án chứ không bao gồm các điều khoản hỗ trợ ngành bất động sản về lãi suất hay thời hạn vay. Vì vậy, chúng tôi cho rằng chỉ có gói 30.000 tỷ đồng thật sự mang tính kích thích và hỗ trợ thị trường bất động sản và tiến độ giải ngân từ gói này có thể được xem là chỉ báo cho sự ấm lên của thị trường bất động sản.

Đến thời điểm hiện tại tiến độ giải ngân từ gói 30.000 tỷ đạt khoảng 6%, tương đương 1.800 tỷ đồng. Lưu ý cho đến cuối năm 2013 chỉ mới giải ngân được khoảng 2,4% từ gói 30.000 tỷ. Vậy tiến độ giải ngân trong quý 1/2014 đạt khoảng 3,6%, nhiều hơn 50% so với tiến độ trong cả năm 2013. Rõ ràng đây chính là tín hiệu lạc quan về sự cải thiện của thị trường bất động sản trong năm nay so với năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng tiến độ giải ngân từ gói 30.000 tỷ đồng này sẽ nhanh hơn trong thời gian còn lại của năm và hỗ trợ tích cực đến thị trường bất động sản.

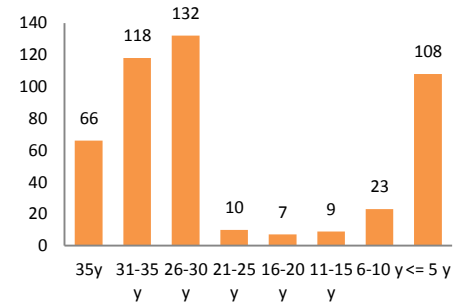


Ngành dầu khí

Hưởng lợi từ đầu tư của PVN

- Năm 2014 Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) lên kế hoạch đầu tư 100,4 nghìn tỷ đồng, tăng 33%/n/n.
- Sản lượng dầu của Việt Nam đang giảm dần do các mỏ cạn kiệt trong khi nhu cầu tăng, thúc đẩy hoạt động thăm dò khai thác ở khu vực nước sâu và xa bờ
- Nhu cầu tiêu thụ khí LPG được dự báo đạt 30kg/người/năm vào 2020, tăng gần gấp đôi so 2013.
- Nhu cầu giàn khoan thế hệ mới gia tăng do nhu cầu thăm dò và khai thác mỏ dầu và khí mới xa bờ tăng.

Số giàn khoan và số tuổi (số giàn khoan)



Nguồn: ODS PetroData, MBKE

Tin tức sự kiện

Trong bối cảnh các mỏ dầu của Việt Nam đang cạn dần khiến nguồn cung dầu thu hẹp. Chính phủ và PVN lên kế hoạch đầu tư 100,4 nghìn tỷ đồng (tương đương 4,7 tỷ USD) cho các hoạt động thăm dò, khai thác và chế biến dầu khí, tăng khoảng 33%/n/n.

Nhận định của MBKE

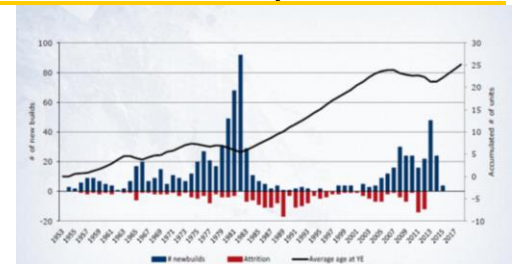
Nhu cầu thăm dò và khai thác các mỏ dầu khí mới của Việt Nam trở nên cấp bách khi kể từ 2017 trở đi, mỏ Bạch Hổ cạn dần khiến cho sản lượng dầu thô được dự báo giảm khoảng 2,5% CAGR trong 2017-2022. Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ dầu thô được dự báo tiếp tục tăng trưởng khoảng 3,2% CAGR trong 2013-2022.

Theo hiệp hội khí LPG, hiện nay nhu cầu sử dụng khí LPG ở Việt Nam là 16kg/người/năm và dự kiến đến thời điểm 2020 nhu cầu này sẽ tăng lên khoảng 30kg/người/năm.

Do các mỏ dầu khí gần bờ thời gian qua đã được khai thác tối đa nên hoạt động thăm dò và khai thác xa bờ được đẩy mạnh. Điều này cũng đồng nghĩa với các giàn khoan cũ không còn phù hợp mà cần được thay thế bởi thế hệ giàn khoan mới.

Giá cho thuê các giàn khoan trong khu vực Đông Nam Á hiện đang trong xu hướng tăng. Tỷ lệ sử dụng (utilisation rate) các giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á hiện nay ở mức 73,2%. Khi tỷ lệ này chạm ngưỡng 80%, giá cho thuê các giàn khoan có xu hướng được điều chỉnh tăng.

Giàn khoan cũ và mới qua các năm



Nguồn: ODS PetroData, MBKE

Trương Quang Bình
(84) 8 44 555 888 ext 8087
binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

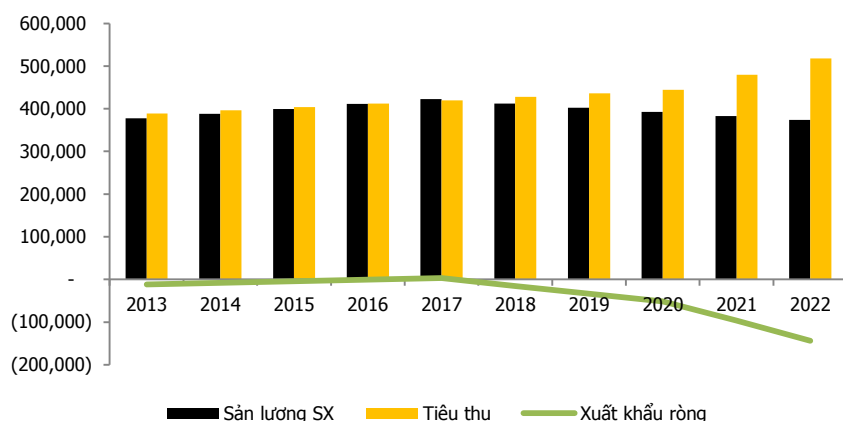
Cung tiếp tục vượt cầu trong dài hạn

Theo số liệu từ BP, trong năm 2013, sản lượng sản xuất dầu thô của Việt Nam đã tăng thêm 10%, đạt 348.000 thùng/ngày, mức tăng cao nhất kể từ năm 2006 do có khoảng 2 mỏ dầu mới được đưa vào khai thác. Việt Nam có thể duy trì sản lượng dầu thô khoảng 340.000 thùng/ngày như hiện nay trong giai đoạn 2014-2017 và sẽ đạt đỉnh tại 423 nghìn thùng dầu/ngày (kbpd) vào năm 2017.

Tuy nhiên, kể từ 2018 trở đi, sản lượng dầu thô của Việt Nam giảm trung bình 2,5%/năm xuống chỉ còn 373,6 kbpd khi mỏ Bạch Hổ của Việt Nam cạn dần.

Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ dầu thô của Việt Nam năm 2013 ở mức 424 kbpd và được dự báo tiếp tục tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 3,2% trong giai đoạn 2013-2022. Điều này sẽ thúc đẩy các hoạt động thăm dò, tìm kiếm và khai thác các mỏ dầu mới để thu hẹp khoảng cách cung cầu trong nước.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu thô trong nước



Nguồn: BMI, MBKE

Nhu cầu LPG trong nước tăng mạnh

Theo hiệp hội khí LPG, hiện nay nhu cầu sử dụng khí LPG ở Việt Nam là 16kg/người/năm và dự kiến đến thời điểm 2020 nhu cầu này sẽ tăng lên khoảng 30kg/người/năm.

Để đáp ứng nhu cầu này, thời gian tới các doanh nghiệp trong nước sẽ tập trung đầu tư thăm dò, khai thác các mỏ khí mới, cơ sở hạ tầng, đường ống... và mở rộng hơn nữa hệ thống phân phối sản phẩm.

Đáng chú ý, kể từ 2017 trở đi, nhu cầu khí trong nước sẽ vượt cung và do đó Việt Nam sẽ trở thành quốc gia nhập khẩu khí. Hiện GAS đang xây dựng kho chứa LNG Thị Vải với công suất 1 triệu tấn/năm nhằm đáp ứng nhu cầu này.

PVN lên kế hoạch tăng cường đầu tư kể từ 2014

PVN đã công bố kế hoạch 2014, theo đó PVN sẽ đầu tư 100,4 nghìn tỷ đồng, tăng 31,2% so với thực hiện năm 2013. Chúng tôi cho rằng đây là chất xúc tác rất lớn đối với tăng trưởng của PVD, công ty đang nắm giữ

50% thị phần dịch vụ khoan và 50-70% thị phần dịch vụ liên quan đến khoan.

Nhìn xa hơn trong khu vực, theo dự báo của hãng tư vấn Douglas Westwood, tổng số tiền đầu tư cho các hoạt động thăm dò và khai thác ngoài khơi Châu Á – Thái Bình Dương trong giai đoạn 2013-2017 lên đến 162 tỷ USD. Tỷ lệ tăng trưởng bình quân hàng năm vào khoảng 4%.

Nhu cầu giàn khoan trong và ngoài nước không ngừng tăng

Theo hãng tư vấn ODS PetroData, trong giai đoạn 2013-2015, thế giới sẽ có 93 giàn khoan mới trong khi đó, 289 giàn khoan cũ sẽ ngừng hoạt động. Điều này cho thấy nhu cầu về giàn khoan mới trên thế giới sẽ không được đáp ứng đầy đủ.

Riêng đối với thị trường trong nước, nhu cầu năng lượng ngày càng tăng trong khi sản lượng khai thác các mỏ dầu khí gần bờ đang giảm dần đã thúc đẩy nhu cầu thăm dò và khai thác các mỏ dầu khí mới. Hiện tại, trong nước cần khoảng 14 giàn khoan mỗi năm để phục vụ cho nhu cầu này.

Giá cho thuê giàn khoan đang trong xu hướng tăng

Giá cho thuê các giàn khoan trong khu vực Đông Nam Á hiện đang trong xu hướng tăng. Thống kê cho thấy tỷ lệ sử dụng (utilisation rate) các giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á hiện nay đạt 73,2%. Khi tỷ lệ này chạm ngưỡng 80%, giá cho thuê các giàn khoan có xu hướng được điều chỉnh tăng.



Ngành dược phẩm

Cơ hội cho các cty dược nội địa?

- Chính phủ chủ trương gia tăng tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước từ 50% lên 80% trong 2020
- Hệ điều trị - cơ hội cho các công ty nâng cấp hệ thống tiêu chuẩn chất lượng
- 2014 lạc quan – Dài hạn ổn định
- DHG - Nắm giữ dài hạn

Tin tức/sự kiện

Ngày 10/01/2014, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành quyết định 68/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược quốc gia phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến 2020. Định hướng ưu tiên phát triển ngành dược nội địa lại một lần nữa được đề cập với mục tiêu đưa tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước trên tổng giá trị thuốc từ 50% như hiện tại lên 80% trong 2020, Trong đó thuốc từ dược liệu chiếm 30%.

Nhận định của MBKE

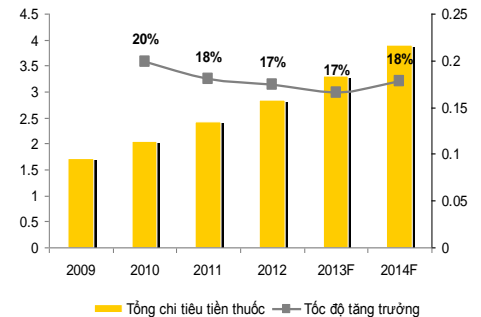
Có thể coi đây là cơ hội đối với các công ty dược trong nước. Tuy nhiên thách thức là không nhỏ. Phần lớn thuốc nội hiện tại là thuốc generic (thuốc gốc hết thời hạn bản quyền) nên giá trị thấp. Do đó, nếu xét về khối lượng, thuốc nội đang chiếm tới khoảng 70% toàn thị trường. Như vậy, để đạt được mục tiêu chiến lược đề ra, cần phải gia tăng giá trị thuốc sản xuất trong nước. Với trình độ và đặc điểm hiện tại của ngành dược nội địa, việc này không thật sự dễ dàng. Ngoài ra, áp lực cạnh tranh từ các đối thủ ngoại vốn có nhiều ưu thế về tiềm lực tài chính, kinh nghiệm cũng như khoa học công nghệ và tâm lý chuộng hàng ngoại của người Việt cũng là những điều đáng quan tâm. Tuy nhiên, về dài hạn, khi Chính phủ có những biện pháp, chính sách hỗ trợ cụ thể hơn, định hướng này sẽ có ý nghĩa tích cực đối với triển vọng của các công ty dược Việt Nam.

Các công ty dược niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2013	PE 2014	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/ VCSH
DHG	9.217	15,6	13,3	4,7	32,1	21,6	16,7	6,4
TRA	2.073	14,7	12,3	3,0	26,3	14,5	8,9	16,7
DMC	1.181	11,1		1,9	17,7	11,4	7,4	17,3
OPC	845	15,1		2,3	16,0	10,9	10,0	19,7
IMP	976	16,4	11,1	1,3	8,3	6,8	7,1	-
PMC	451	6,5		2,8	39,0	29,5	15,6	-
SPM	275	14,1		0,4	2,9	1,7	4,4	23,3
DCL	269	7,2	7,2	1,0	14,5	5,6	5,1	132,3
DHT	187	10,4		1,4	14,0	6,2	3,5	86,0
LDP	159	8,9		2,0	23,6	10,3	3,9	-
DBT	86	6,9		1,0	14,5	3,9	1,8	161,9
TB	1.442	12,1		2,1	19,0	11,1	7,7	42,1

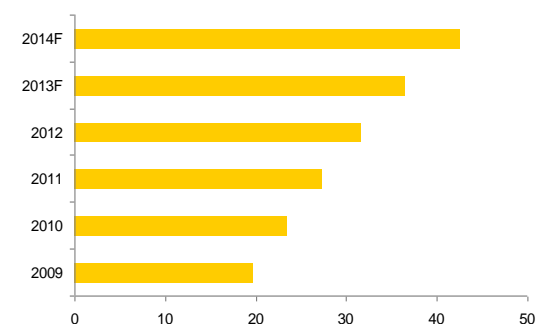
Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

Tổng chi tiêu thuốc qua các năm (tỷ USD)



Nguồn: BMI

Chi tiêu thuốc bình quân (USD/người)



Nguồn: BMI

Nguyễn Thị Sony Trà Mi
(84) 8 44 555 888 ext 8084
mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

Hệ điều trị - cơ hội cho các công ty nâng cấp hệ thống tiêu chuẩn chất lượng

Thông tư 01/2012-TTLT-BYT-BTC với quy định lựa chọn thuốc trúng thầu vào bệnh viện ngoài tiêu chí chất lượng, phải là thuốc có “giá thấp nhất”. Bất cập của thông tư này là việc phân chia gói thầu theo tiêu chuẩn chất lượng còn thiếu chặt chẽ, gây bất lợi cho sản phẩm của các công ty được đầu tư công nghệ và chất lượng tốt hơn. Bởi vốn dĩ “giá thấp” không phải là ưu thế của các công ty này.

Thông tư 36/2013-TTLT-BYT-BTC ban hành ngày 11/11/2013 sửa đổi, bổ sung Thông tư 01/2012-TTLT-BYT-BTC cũng đã có những thay đổi trong việc phân chia lại gói thầu cho các nhóm sản phẩm thuốc generic và đông dược. Tuy nhiên, cơ hội sẽ chỉ mở ra cho các công ty đầu tư nâng cấp lên những hệ thống tiêu chuẩn chất lượng cao hơn. Đối với thuốc generic là EU-GMP hoặc PICs-GMP, chứng minh tương đương sinh học. DHG và IMP cũng đang triển khai các dự án này. Còn đối với thuốc đông dược là GMP-WHO. Bởi ở những gói thầu đạt tiêu chuẩn chất lượng này, đối thủ cạnh tranh sẽ thường là thuốc ngoại từ Châu Âu, Mỹ,... lợi thế giá thành có thể sẽ thuộc về các công ty sản xuất trong nước.

2014 Lạc quan – Dài hạn ổn định

Năm 2013, khó khăn chính của các công ty dược, đặc biệt là các công ty có tỷ trọng doanh thu từ hệ điều trị (ETC) cao là sự sụt giảm DT của kênh này do ảnh hưởng từ thông tư 01/2012. Tuy nhiên, nhờ phát triển được kênh thương mại (OTC), phần lớn thiệt hại từ kênh bệnh viện đã được bù đắp.

Trong 2014, OTC vẫn là lựa chọn chiến lược của hầu hết các công ty. Ngân sách cho hoạt động marketing - vốn là hạn chế của các công ty dược trong nước do bị khống chế chi phí ở mức 10% tổng chi phí được trừ đã được Quốc Hội đồng ý tăng lên 15% từ 2014. Theo dự báo của BMI, tốc độ tăng trưởng tổng chi tiêu tiền thuốc cả nước cho năm 2014 là 18% n/n, đạt 3,9 tỷ USD, tăng nhẹ so với mức 17% n/n của năm 2013.

Việt Nam có quy mô dân số khá lớn, tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khỏe của người dân ngày càng được nâng cao. Tổng chi tiêu tiền thuốc vẫn duy trì đà tăng qua các năm, với mức tăng ổn định, khoảng 17-20% giai đoạn 2009-2014. Chi tiêu thuốc bình quân đầu người cũng đã tăng gấp đôi từ mức 20USD/người trong 2009 lên gần 40USD/người trong 2013. Về dài hạn, CIMB dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) ngành dược Việt Nam giai đoạn 2014-2017 ở mức 15,5%/năm.

DHG – Nắm giữ dài hạn.

Dẫn đầu các công ty dược phẩm nội địa, DHG sở hữu mạng lưới phân phối mạnh nhất. Đây là một lợi thế lớn. Nhà máy Non-Betalactam dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 4/2014 ngoài giúp tăng gấp đôi công suất, còn mang đến cho DHG khoản ưu đãi thuế gần 1.000 tỷ đồng trong 15 năm đầu hoạt động. Kỳ vọng tốc độ tăng trưởng DT bình quân 5 năm tới là 20%/năm. Cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 13x, thấp hơn mức bình quân các công ty cùng ngành là 14x. So với mức giá mục tiêu 149.000, giá hiện tại của DHG chỉ thấp hơn khoảng 9% do giá cp này đã tăng 25% kể từ lần gọi mua trước của chúng tôi (báo cáo chiến lược năm 2014). Chúng tôi chuyển khuyến nghị của DHG từ Mua xuống Nắm giữ. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá DHG là cp có triển vọng và cơ bản tốt.



Ngành dệt may

Kỳ vọng lớn vào xuất khẩu dệt may

- Các thị trường xuất khẩu chính của Dệt May Việt Nam đều hồi phục
- Hiệp định TPP mở ra cơ hội lớn gia tăng thị phần
- 2014 lạc quan – Dài hạn tích cực
- TCM – Phù hợp xem xét cho trung dài hạn

Tin tức/sự kiện

Ngày 26/02/2014, vòng đàm phán mới nhất của Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) tại Singapore đã kết thúc với lời tuyên bố của nước chủ nhà rằng “TPP đã có thêm nhiều bước tiến và đang hướng tới một thỏa thuận cuối cùng”. Đoàn Việt Nam đã có những cuộc hội đàm đa phương và song phương tích cực với các thành viên khác, đặc biệt là Hoa Kỳ.

Dệt may, nhóm ngành được dự báo sẽ hưởng lợi lớn nhất của Việt Nam từ hiệp định TPP đang đứng trước nhiều cơ hội cũng như không ít thách thức nếu TPP được ký kết trong thời gian gần sắp tới.

Nhận định của MBKE

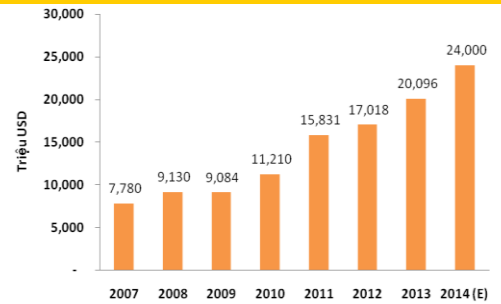
Hoa Kỳ và Nhật Bản – hai thị trường xuất khẩu chủ lực của dệt may Việt Nam, cũng đồng thời là hai nước quan trọng đang tham gia đàm phán TPP. Dự kiến sau khi TPP có hiệu lực, sẽ có đến hơn 90% mặt hàng dệt may xuất khẩu vào thị trường Hoa Kỳ, Nhật Bản (cũng như các nước ký kết TPP) được điều chỉnh thuế suất về mức 0% so với mức trung bình 17% hiện tại. Điểm đáng lưu ý là Trung Quốc – nước đang chiếm thị phần xuất khẩu lớn nhất vào Hoa Kỳ đến hiện tại chưa tham gia đàm phán TPP (và ít có khả năng tham gia hiệp định này). Đây là lợi thế cạnh tranh đáng kể dành cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam.

Các công ty dệt may niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2013	PE 2014	PB	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNR (%)	Nợ/VCSH
TCM	1,439	11.3	8.6	2.0	18.3	6.2	4.8	125.7
EVE	693	7.7	6.7	0.9	11.9	10.0	11.7	0.2
GIL	329	4.2		0.8	19.7	6.7	7.1	101.2
GMC	344	5.9		1.7	31.0	9.9	4.6	78.0
KMR	268	13.4		0.6	4.5	3.3	5.9	22.8
NPS	33	9.7		0.9	8.8	4.2	7.6	22.0
TNG	186	7.4		0.8	11.7	2.6	2.1	298.2
TB	470.3	8.5		1.1	15.1	6.1	6.3	92.6

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

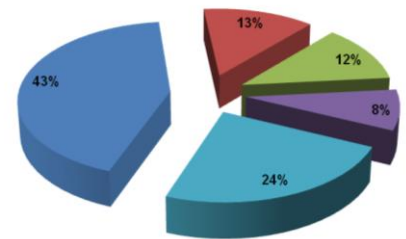
Giá trị xuất khẩu dệt may qua các năm



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam

Các thị trường xuất khẩu dệt may chủ lực

■ Hoa Kỳ ■ EU ■ Nhật Bản ■ Hàn Quốc ■ Khác



Nguồn: VITAS

Các thị trường xuất khẩu dệt may chủ lực



Nguồn: VCCI

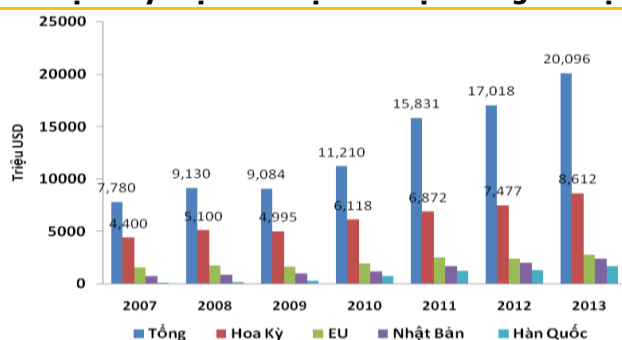
Nguyễn Thanh Lâm
(84) 8 44 555 888 ext 8086
thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

2013 - Tăng ở tất cả các thị trường chính.

2013 đã khép lại với nhiều thành công đối với ngành dệt may Việt Nam. Tổng kim ngạch xuất khẩu cả năm 2013 đạt hơn 20 tỷ USD, tăng 18% so với 2012 và vượt xa mức kế hoạch 18 tỷ USD đặt ra vào đầu năm.

Trong năm qua, hàng dệt may Việt Nam tăng trưởng tốt ở tất cả bốn thị trường nhập khẩu chính là Hoa Kỳ, Châu Âu, Nhật Bản và Hàn Quốc. Cụ thể, xuất khẩu dệt may sang Hoa Kỳ đạt 8,61 tỷ USD (+14,3% n/n), sang khu vực Châu Âu đạt 2,72 tỷ USD (+11,8% n/n), sang Nhật Bản đạt 2,39 tỷ USD (+20,3% n/n) và sang Hàn Quốc đạt 1,67 tỷ USD (+27,9% n/n).

Xuất khẩu Dệt May Việt Nam tại các thị trường chủ lực



Nguồn: Vitas, MBKE

Quý I/2014, tiếp tục tăng tốc.

Theo Hiệp hội dệt may Việt Nam (Vitas), hai tháng đầu năm các doanh nghiệp dệt may đã xuất khẩu 2,9 tỷ USD và dự kiến con số xuất khẩu trong tháng 3 sẽ đạt thêm 1 tỷ USD. Như vậy kết thúc quý I/2014, Việt Nam ước xuất khẩu 3,9 tỷ USD hàng dệt may các loại, tăng gần 30% so với cùng kỳ 2013. Thống kê của Vitas cho thấy nhiều doanh nghiệp hiện đã có đủ hợp đồng xuất khẩu đến hết quý III/2014, điều này loại bỏ những lo ngại về khả năng thiếu hụt đơn hàng trong năm nay.

Ngành Dệt May Việt Nam cũng đặt mục tiêu khá tham vọng cho năm 2014 với tổng giá trị xuất khẩu đạt 23,5-24,5 tỷ USD, tăng thêm 17-22% so với 2013. Kế hoạch này cũng cho thấy triển vọng của các công ty của ngành nhìn chung khá sáng sủa trong 2014.

Thị trường Hoa Kỳ vẫn là chủ lực, tăng tốc tại Nhật Bản.

Hoa Kỳ luôn là thị trường xuất khẩu chủ yếu nhất của Dệt May Việt Nam với tỷ trọng chiếm ổn định trên 40% trong các năm qua. Bên cạnh đó, thị trường Nhật Bản đang được các doanh nghiệp dệt may tích cực khai thác trong các năm gần đây, tỷ trọng của thị trường này đã và đang tăng dần, hiện đã lên mức 12% trong năm 2013, gần ngang bằng với tỷ trọng hàng dệt may xuất sang khu vực Châu Âu (13%).

Hoa Kỳ và Nhật Bản đều là những quốc gia chủ chốt tham gia đàm phán hiệp định TPP, chúng tôi đánh giá đây sẽ là hai thị trường lớn nhất của Việt Nam trong tương lai, đặc biệt sau khi hiệp định TPP được ký kết thành công.

Dệt may được kỳ vọng là ngành được hưởng lợi lớn nhất của Việt Nam từ Hiệp định "Đối tác kinh tế chiến lược xuyên Thái Bình Dương" (TPP). Dự kiến sau khi TPP có hiệu lực, sẽ có đến hơn 90% mặt hàng dệt may xuất

khẩu vào thị trường Hoa Kỳ, Nhật Bản (cũng như các nước ký kết TPP) được điều chỉnh thuế suất về mức 0% so với mức trung bình 17% hiện tại.

Điểm đáng lưu ý là Trung Quốc – nước đang chiếm thị phần xuất khẩu lớn nhất vào Hoa Kỳ đến hiện tại chưa tham gia đàm phán TPP (và ít có khả năng tham gia hiệp định này). Đây là lợi thế cạnh tranh đáng kể dành cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam.

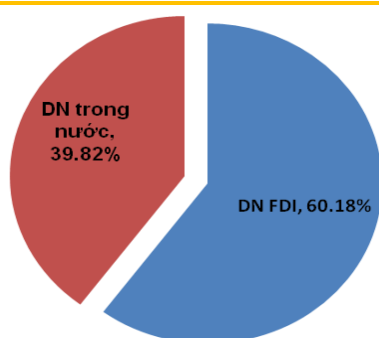
Thách thức còn đó.

Hiệp định TPP tạo cơ hội lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu dệt may Việt Nam nhưng cũng đặt ra nhiều thách thức. Tính đến các vòng đàm phán hiện tại, Hoa Kỳ không có thay đổi trong quan điểm xác định “nguồn gốc hàng hóa”, theo đó chỉ những hàng hóa tuân thủ nguyên tắc xuất xứ “yarn forward” (từ công đoạn tạo ra sợi trở đi) mới được hưởng mức thuế suất ưu đãi do TPP mang lại. Việt Nam chỉ mới đáp ứng khoảng 50% nhu cầu nguyên liệu sợi trong nước, số còn lại nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc. Chỉ duy nhất có Hàn Quốc vừa lên tiếng xác nhận sẽ tham gia đàm phán TPP trong khi Trung Quốc và Đài Loan hoàn toàn chưa có sự quan tâm đối với hiệp định này.

Khả năng mất phần bánh ngon nhất của TPP.

Các doanh nghiệp dệt may Việt Nam nếu không mau chóng gia tăng tỷ trọng nội địa hóa các công đoạn từ sợi trở đi, sẽ phải nhường “phần bánh ngon nhất” cho các doanh nghiệp FDI – vốn đang đổ bộ ồ ạt vào Việt Nam trong những năm qua để sản xuất các nguyên phụ liệu cũng như thành phẩm ngành dệt may nhằm đón đầu TPP. Số liệu thống kê trong năm 2013 cũng như hai tháng đầu năm 2014 đều cho thấy phần lợi ích xuất khẩu nghiêng hẳn về phía nhóm doanh nghiệp dệt may FDI khi nhóm này chiếm đến hơn 60% tổng tỷ trọng giá trị hàng dệt may xuất khẩu.

Tỷ trọng XK Dệt May giữa DN FDI và DN Trong nước 2T/2014



Nguồn: Vitas, MBKE

Ít doanh nghiệp niềm yết thỏa “Yarn forward”.

Số lượng cũng như quy mô các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đã niềm yết hiện vẫn còn khiêm tốn và con số các công ty đã niềm yết có thể tự chủ nguồn nguyên liệu trong sản xuất để có thể giành trọn vẹn lợi thế từ TPP mang đến lại càng hiếm hoi hơn. Trong số các doanh nghiệp dệt may đang niềm yết, chúng tôi nhận thấy có Công ty CP Dệt May Thành Công (Mã: TCM, sàn HOSE) và Công ty CP Dệt May Huế (Mã: HDM, sàn Upcom) đáp ứng được nguyên tắc xuất xứ hàng hóa từ khâu sợi trở đi.



Ngành CNTT

2014 vẫn thận trọng

- Triển vọng dài hạn của ngành khả quan với mục tiêu tăng trưởng gấp 2-3 lần tăng trưởng GDP đến 2020.
- Tuy nhiên, năm 2014 vẫn chưa hết khó khăn ở thị trường trong nước do đầu tư công ưu tiên hơn cho xây dựng cơ bản, khối ngân hàng và doanh nghiệp vẫn còn khó khăn
- Chúng tôi khuyến nghị Mua FPT với dự báo LNST 2014 tăng 9% nhờ tăng trưởng xuất khẩu phần mềm và dịch vụ internet.

Thị trường chi phối bởi các công ty lớn. Ngành CNTT và truyền thông là ngành khá tập trung. Ở lĩnh vực viễn thông (điện thoại và internet), các tên tuổi lớn như VNPT, Viettel, FPT chiếm lĩnh hầu hết thị phần (hơn 90%). Trong lĩnh vực tích hợp hệ thống và phát triển phần mềm, FPT là doanh nghiệp dẫn đầu ở cả thị trường trong và ngoài nước.

Đối tượng khách hàng tập trung. Khách hàng chủ yếu của nhiều công ty niêm yết (chuyên về thiết bị, hạ tầng viễn thông hoặc dịch vụ gia tăng cho mạng di động) là các nhà cung cấp dịch vụ viễn thông (Vinaphone, Mobiphone, Viettel). Đây vừa là ưu thế vừa là rủi ro do tăng trưởng của các công ty này tùy thuộc vào kế hoạch đầu tư của các nhà mạng. Nhóm khách hàng khác là các bộ ngành và khối ngân hàng, doanh nghiệp vẫn còn những khó khăn riêng.

Triển vọng dài hạn khả quan, 2014 vẫn thận trọng. Ngành CNTT và truyền thông có triển vọng tích cực trong dài hạn với động lực chính từ chiến lược phát triển ngành của chính phủ. Ngành CNTT, đặc biệt là phần mềm, nội dung số và dịch vụ, được định hướng trở thành ngành mũi nhọn, góp phần quan trọng vào tăng trưởng GDP và xuất khẩu. Chính phủ đặt chỉ tiêu tăng trưởng doanh thu hàng năm của ngành gấp 2-3 lần tăng trưởng GDP với mục tiêu đến 2020 tỷ trọng CNTT và truyền thông đóng góp từ 8-10% so với khoảng 7% hiện nay. Tuy nhiên, năm 2014, theo chúng tôi, vẫn chưa hết khó khăn ở thị trường trong nước do đầu tư công sẽ ưu tiên hơn cho xây dựng cơ bản, khối ngân hàng tiếp tục tập trung tái cơ cấu, và khối doanh nghiệp vẫn còn gặp nhiều thách thức.

Đánh giá. KQKD 2013 của các công ty niêm yết trong ngành không đồng đều với 13/20 công ty tăng trưởng LN (tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận của đa số công ty nhỏ, <10 tỷ). Một số công ty đã lên kế hoạch 2014 như SMT, VLA, TST, FPT, trong đó chỉ có FPT đặt mục tiêu tăng trưởng LN, còn các công ty khác đặt kế hoạch xấp xỉ hoặc giảm so với 2013. Xét các yếu tố cơ bản, FPT vẫn là công ty mà chúng tôi đánh giá cao do: (1) chủ động mở rộng thị trường nước ngoài, nhất là lĩnh vực xuất khẩu phần mềm để bù đắp cho những khó khăn ở thị trường trong nước; (2) xây dựng và nâng cấp cơ sở hạ tầng internet nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh. Xuất khẩu phần mềm và dịch vụ internet, theo chúng tôi, sẽ tiếp tục giúp FPT tăng trưởng trong năm nay, với tăng trưởng LN rộng dự báo khoảng 9%. Chúng tôi khuyến nghị Mua FPT với giá mục tiêu 83.600VND/cp.

Trịnh Thị Ngọc Diệp
(84) 4 44 555 888 x 8208
diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

Một số chỉ tiêu tài chính các công ty ngành CNTT

Cổ phiếu	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tăng trưởng LN 2013 (%)	Tỷ suất LN ròng 2013 (%)	Nợ/VCSH (%)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	Lợi suất cổ tức (%)
FPT	19,671.1	2.752,0	4,4	5,9	58,6	22,3	12,0	2,7	4,3
SAM	1.438,8	1.308,0	14,1	12,1	11,5	4,9	11,0	0,5	5,9
ELC	679,1	373,4	-69,1	8,6	12,6	5,5	17,9	1,0	10,7
CMG	470,3	673,4	154,0	1,3	94,1	4,5	16,4	0,7	0,0
SGT	303,4	740,0	101,9	1,8	182,0	1,2	62,4	0,7	0,0
POT	221,8	194,3	12,1	1,6	34,7	2,9	28,8	0,8	3,1
UNI	124,8	144,8	-94,7	2,4	9,1	0,6	147,5	0,9	11,4
CMT	72,8	80,0	102,6	2,6	51,2	10,7	8,6	0,9	19,8
SMT	67,1	30,8	51,4	5,4	37,3	19,0	8,3	1,6	5,6
LTC	46,8	45,9	53,1	3,1	71,2	6,6	8,2	0,5	6,5
ONE	39,9	50,0	-14,3	2,1	17,8	8,8	7,2	0,6	12,2
SRB	34,0	85,0	-21795,1	-225,3	0,0	-15,2	(2,9)	0,4	0,0
KST	32,1	30,0	1,3	2,3	0,0	5,3	10,9	0,6	9,5
TST	27,4	48,0	113,3	3,5	7,2	3,9	8,1	0,3	0,0
VTC	22,7	45,3	100,5	0,0	3,3	0,0	1,405,1	0,5	0,0
VLA	12,7	10,8	-24,3	28,8	0,0	13,9	6,2	0,9	7,8
SRA	7,2	20,0	8,0	-70,1	0,0	-35,7	(1,6)	0,6	0,0
VIE	6,6	15,6	7328,0	-13,9	5,7	-28,5	(1,9)	0,5	0,0
VAT	6,3	12,0	814,0	2,9	44,4	4,4	9,6	0,4	18,5

Source: Company, Maybank KE



Ngành điện

Cơ bản tốt, định giá hấp dẫn

- Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng trưởng tốt trong dài hạn của các công ty SX điện do cầu cao hơn cung, nhất là ở miền Nam.
- Ngành điện Việt Nam đang trong quá trình tái cơ cấu để dần xóa bỏ thế độc quyền của Tập đoàn điện lực Việt nam, hướng tới thị trường phát điện và phân phối điện cạnh tranh.
- Các công ty điện niêm yết có nền tảng cơ bản tốt và định giá hấp dẫn

Nguy cơ thiếu điện. Việt Nam được dự báo sẽ thiếu điện trong thời gian tới do nhu cầu điện sẽ tăng khoảng 11-12%/năm, cao hơn dự báo tăng trưởng sản lượng 8% mỗi năm. Với lượng tiêu thụ điện chiếm 50% nhu cầu cả nước, tình trạng thiếu điện ở miền Nam nghiêm trọng hơn ở miền Bắc và miền Trung. Hiện nay một phần nhu cầu điện ở miền Nam phải phụ thuộc vào nguồn điện truyền tải từ miền Bắc và miền Trung, đặc biệt là trong mùa khô.

Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) đã chính thức đi vào hoạt động từ tháng 7/2012. Số lượng các công ty điện tham gia VCGM đã tăng từ 29 công ty vào thời điểm ban đầu lên 48 công ty năm 2014 (trong tổng số 102 công ty phát điện ở Việt Nam). VCGM hiện vẫn chưa mang tính cạnh tranh đầy đủ vì chỉ một phần sản lượng của các công ty tham gia được chào bán với giá cạnh tranh và các công ty vẫn ký kết hợp đồng mua bán điện với EVN để xác định giá bán điện hàng năm. Tuy vậy, chúng tôi tin rằng VCGM sẽ từng bước hoàn thiện, và về dài hạn các công ty phát điện được quản lý vận hành tốt và có chi phí thấp hơn sẽ được hưởng lợi.

Yếu tố cơ bản tốt, định giá hấp dẫn. Các công ty điện niêm yết có nền tảng cơ bản vững chắc với tăng trưởng lợi nhuận ổn định và mức sinh lời cao. Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận bình quân năm 2013 của các công ty điện niêm yết là 29% n/n. Tỷ suất lợi nhuận ròng bình quân 2013 là 34%. Về định giá, P/E bình quân 2013 là 8,7x so với P/E bình quân thị trường 14x. Các công ty điện cũng trả cổ tức tiền mặt khá hấp dẫn với lợi suất cổ tức bình quân 7,5%.

Đánh giá. Chúng tôi cho rằng các công ty thủy điện ở miền Nam sẽ đạt tăng trưởng tốt trong dài hạn do nguy cơ thiếu điện ở miền Nam và chi phí SX điện thấp hơn so với các công ty nhiệt điện chạy than hoặc khí. Chúng tôi lạc quan với triển vọng tăng trưởng của: (1) CTCP thủy điện Thác Mơ (TMP) do công ty đang thực hiện dự án Thác Mơ mở rộng (75MW, tăng 50% công suất) dự kiến hoàn thành cuối 2015 và định giá của cổ phiếu TMP khá hợp lý với P/E 8,1x; và (2) CTCP thủy điện Cần Đơn (SJD) do giá bán điện được ký cố định với EVN đến 2024 và định giá rẻ nhất trong ngành với P/E 5,6x. Chúng tôi cũng tiếp tục theo dõi CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC) với yếu tố tỷ giá JPY và CTCP thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (VSH) với động lực từ hợp đồng mua bán điện EVN vẫn đang được thương thảo với EVN.

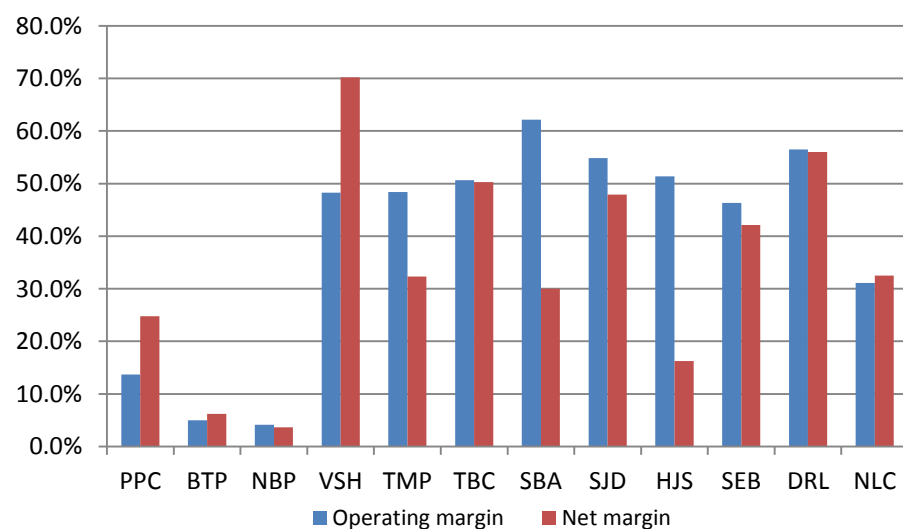
Trịnh Thị Ngọc Diệp
(84) 4 44 555 888 x 8208
diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

Chỉ số tài chính một số công ty ngành điện

Cổ phiếu	Công suất (MW)	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tăng trưởng LN 2013 (%)	Tỷ suất LN ròng 2013 (%)	Nợ/VCSH (%)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	Lợi suất cổ tức (%)
PPC	1,040,0	3,262,4	223,2	24,8	99,6	34,2	4,3	1,3	6,8%
BTP	388,9	604,9	-48,0	6,2	75,7	7,3	12,5	0,9	7,5%
NBP	100,0	128,7	10,6	3,6	17,6	14,3	7,4	1,0	5,6%
VSH	136,0	2,062,4	-15,0	70,2	31,3	8,0	17,0	1,4	6,0%
TMP	150,0	700,0	9,6	32,3	35,1	17,5	8,7	1,5	7,5%
TBC	120,0	635,0	17,9	50,3	0,0	16,9	8,3	1,4	5,3%
SBA	73,0	604,9	256,1	30,0	116,7	10,9	8,9	1,0	9,2%
SJD	85,7	410,0	-4,2	47,9	35,2	20,2	5,6	1,2	7,9%
HJS	12,0	150,0	-26,2	16,2	186,9	11,2	8,6	0,9	8,6%
SEB	28,0	125,0	-37,6	42,1	218,9	22,4	6,5	1,4	8,7%
DRL	16,0	95,0	-16,3	56,0	0,0	26,9	9,4	2,7	9,4%
NLC	9,3	50,0	62,0	32,5	0,0	14,3	7,5	1,0	7,3%

Nguồn: Công ty, Maybank KE

Tỷ suất lợi nhuận của các công ty điện niêm yết, 2013



Nguồn: Công ty, Maybank KE



Ngành cao su

Triển vọng dài hạn từ các dự án mở rộng diện tích vườn cây

- Giá cao su đang có dấu hiệu hồi phục
- Nguồn cung cao su tại các nước sản xuất cao su thiên nhiên được dự báo giảm trong khi nhu cầu tăng tốt
- Một vài công ty trong ngành đang được giao dịch tại vùng giá hấp dẫn
- TRC – Định giá rẻ - MUA
- DPR – Lợi tức cổ tức vẫn duy trì ở mức hấp dẫn – GIỮ
- PHR – Định giá hợp lý – GIỮ

Tin tức/sự kiện

Giá cao su thế giới đã tăng đáng kể sau hơn 2 năm giảm giá liên tục. Cụ thể, giá cao su RSS3 đã tăng 14% từ đáy 1.900 USD/tấn vào đầu tháng 2/2014 hiện đang được giao dịch gần 2.200 USD/tấn.

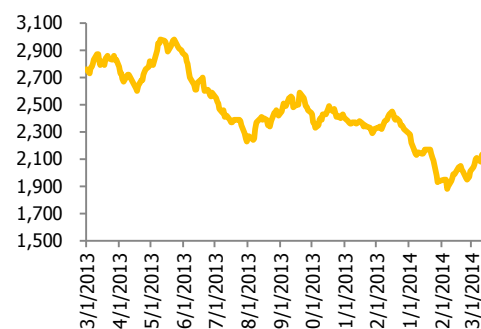
Nhận định của MBKE

Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng đà tăng giá cao su sẽ tiếp tục trong năm 2014 do nguồn cung cao su thiên nhiên thế giới được dự báo giảm trong khi tiêu thụ đang tăng lên. Hiệp hội cao su quốc tế dự báo sản lượng cao su tại Thái Lan, Indonesia và Malaysia (chiếm khoảng 70% sản lượng cao su toàn cầu) giảm 6%-8% trong năm nay do hạn hán. Trong khi đó, Tổ chức nghiên cứu cao su thế giới (IRSG) dự báo nhu cầu tiêu thụ cao su được dự báo tăng trưởng khá tốt 4,5%/năm trong năm 2014

Trong dài hạn, các công ty cao su thiên nhiên vẫn rất đáng quan tâm do có triển vọng dài hạn từ việc mở rộng diện tích vườn cây. Đa số các công ty cao su đều thực hiện mở rộng diện tích vườn cây cao su của mình. Đáng lưu ý, DPR và PHR đã hoàn thành xong các dự án mở rộng diện tích lần lượt tại dự án Đồng Phú Kratie (6.500 ha) và Phước Hòa Kampong Thom (7.600 ha) và sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu kể từ 2016 trở đi. TRC đã trồng được 2.186 ha trên tổng diện tích có thể trồng cao su 6.157 ha tại dự án Oddar Meanchey, Campuchia. Dự án này sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2018.

Giá cổ phiếu các công ty cao su thiên nhiên đã giảm đáng kể trong 1 năm qua, hiện đang được giao dịch tại vùng giá tương đối hấp dẫn.

Giá cao su RSS3 (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBKE

Trương Quang Bình
(84) 8 44 555 888 ext 8087
binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

Nguồn cung giảm do hạn hán...

Cơ quan dự báo khí tượng của NASA dự báo năm 2014 hiện tượng El Nino có thể gây ra hiện tượng nắng nóng và hạn hán kỷ lục tại 1 phần của châu Á trong khi gây mưa nhiều tại Nam Mỹ. Hiện tượng thời tiết này được cho là gây bất lợi đối với sản xuất nông nghiệp tại các nước Châu Á. Sản lượng các nông sản như cà phê, cacao, dầu cọ và cao su thiên nhiên giảm khiến cho giá cả các mặt hàng này đang tăng lên.

Sản lượng cao su thiên nhiên tại Thái Lan, Indonesia và Malaysia, chiếm khoảng 70% nguồn cung cao su thiên nhiên thế giới, được dự báo giảm khoảng 6%- 8% trong năm 2014 do hạn hán kỷ lục.

Lưu ý rằng cây cao su thường bước vào mùa thay lá từ tháng 2 đến tháng 5 hàng năm và đây cũng là mùa thấp điểm trong sản xuất cao su thiên nhiên. Tuy nhiên, mùa thay lá năm nay được dự báo kéo dài bất thường dẫn đến nguồn cung cao su thế giới cả năm giảm đáng kể.

... trong khi nhu cầu tiếp tục tăng

Theo hãng tư vấn LMC Automotive, doanh số bán xe toàn cầu được dự báo tăng 5,4%/năm, đạt 88 triệu chiếc trong năm 2014 sẽ kéo theo nhu cầu cao su để sản xuất xăm lốp (60% cao su thiên nhiên được dùng để sản xuất xăm lốp). Thị trường ô tô Trung Quốc – lớn nhất thế giới – có thể tăng trưởng hai con số năm thứ hai liên tiếp. Cụ thể, Hiệp hội Sản xuất Ô tô Trung Quốc dự báo thị trường sẽ tăng trưởng 10% trong năm 2014, kéo theo nhu cầu cao su cho ngành sản xuất xăm lốp.

Tại Mỹ, nhu cầu xăm lốp cũng được dự báo tăng 2%/năm, đạt 302 triệu chiếc trong năm 2014.

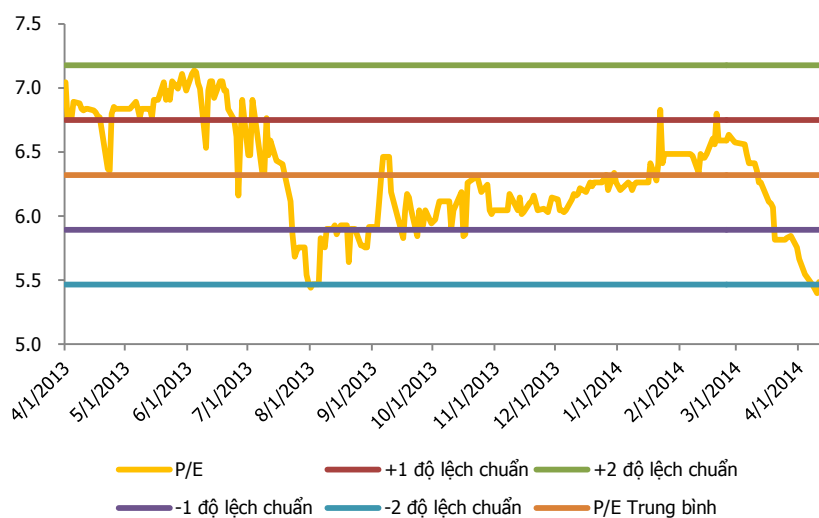
Trong ngắn hạn, Tổ chức nghiên cứu cao su thế giới (IRSG) dự báo nhu cầu tiêu thụ cao su được dự báo tăng trưởng khá tốt 4,5%/năm trong năm 2014, đạt khoảng 11,4 triệu tấn. Trong dài hạn, hãng tư vấn LMC đưa ra dự báo nhu cầu tiêu thụ cao su trên thế giới được dự báo tăng trung bình khoảng 3,5%/năm từ nay cho đến năm 2018.

Định giá hấp dẫn

Giá cổ phiếu các công ty cao su thiên nhiên 1 năm trở lại đây có xu hướng giảm do phản ánh giá bán cao su thiên nhiên giảm. Hiện các công ty cao su đang được giao dịch tại P/E khá hấp dẫn so với mặt bằng chung của thị trường.

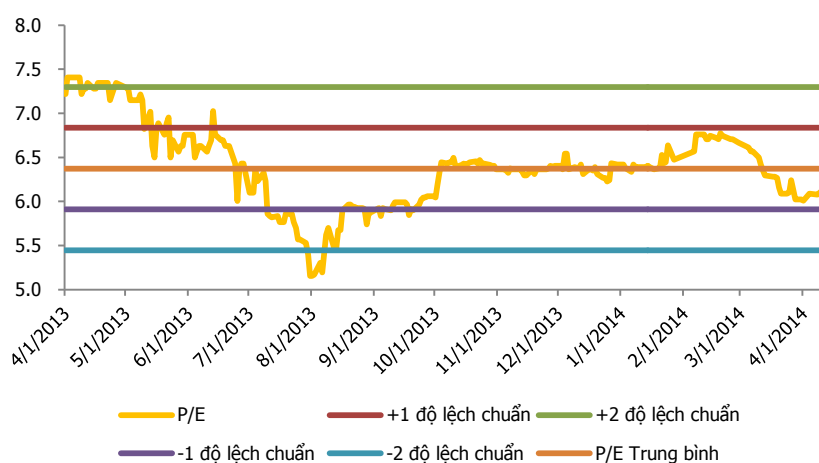
Đáng chú ý, TRC đang được giao dịch tại P/E 2014 là 5,5x. Nếu lấy mẫu trong 1 năm gần nhất, P/E hiện tại của TRC đang đứng ở mức -2 độ lệch chuẩn. Ngoài ra, DPR đang được giao dịch tại P/E 2014 là 6,1x, sắp xỉ - 1 độ lệch chuẩn. Riêng PHR thì đang được định giá hợp lý khi đứng ở mức PE trung bình trong quá khứ là 6,6x.

P/E của TRC và độ lệch chuẩn



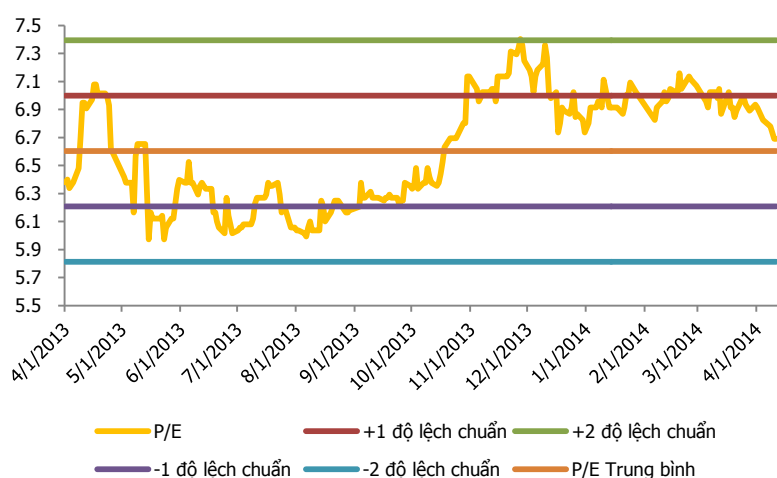
Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

P/E của DPR và độ lệch chuẩn



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

P/E của PHR và độ lệch chuẩn



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp



Ngành xây dựng

Khởi động chu kỳ tăng trưởng mới

- 2013 vẫn là năm khó khăn đối với nhiều công ty xây dựng; 57% công ty niêm yết trong ngành ghi nhận lỗ hoặc giảm lợi nhuận.
- Kỳ vọng ngành XD tăng trưởng tốt hơn trong năm 2014 nhờ hỗ trợ từ tăng đầu tư công, thị trường BĐS ấm dần và mặt bằng lãi suất giảm
- Lạc quan hơn đối với các công ty có vị thế, có khả năng cạnh tranh và năng lực tài chính tốt hoặc được cải thiện. Khuyến nghị Mua VCG và Nắm giữ CTD, HBC.

Điểm lại KQKD 2013. Các công ty xây dựng niêm yết ghi nhận KQKD 2013 phân hoá khá rõ với khoảng 43% ghi nhận tăng trưởng và 57% ghi nhận lỗ hoặc lợi nhuận giảm. Loại trừ 9 công ty thua lỗ 2013, tỷ suất lợi nhuận 2013 bình quân các công ty niêm yết có cải thiện đôi chút; tỷ suất LN hoạt động tăng từ 5,9% (2012) lên 6,5% (2013) và tỷ suất LN ròng tăng từ 1,7% (2012) lên 2,7% (2013), chủ yếu nhờ lãi suất giảm giúp chi phí tài chính giảm (tỷ lệ nợ vay/VCSH bình quân xấp xỉ 150%). PE bình quân 14x so với ROE bình quân 7,3% và PE thị trường 14x.

Tồn đọng các khoản phải thu cao. Giá trị các khoản phải thu tồn đọng từ các năm trước bình quân chiếm hơn 30% tổng tài sản của các công ty xây dựng niêm yết. Việc thu hồi công nợ vẫn đáng lo ngại do khó khăn từ phía chủ đầu tư dự án và có thể ảnh hưởng đến KQKD của các công ty xây dựng, ví dụ như HBC đã phải điều chỉnh giảm 29,7 tỷ lợi nhuận sau kiểm toán 2013 do tăng lập dự phòng phải thu khó đòi làm tăng chi phí quản lý DN thêm 20 tỷ.

Hồi phục nhờ hỗ trợ từ các chính sách vĩ mô. Giá trị XD cả nước tăng 6,2% năm 2013 sau mấy năm tăng trưởng kém cho thấy ngành xây dựng bắt đầu có dấu hiệu hồi phục. Năm 2014, Việt Nam đặt chỉ tiêu tăng trưởng GDP 5,8%, cao hơn so với 5,4% năm 2013, trong đó ngành công nghiệp và xây dựng tăng 6,5%, cao hơn 2013. Chúng tôi cũng cho rằng thời điểm khó khăn nhất đối với ngành XD đã qua và các công ty trong ngành sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm nay nhờ hỗ trợ từ: (1) chính phủ tăng chi đầu tư phát triển với mức bội chi ngân sách dự kiến 2014 5.3% GDP; (2) thị trường BĐS bắt đầu ấm dần, lượng tồn kho có xu hướng giảm; (3) mặt bằng lãi suất giảm làm giảm gánh nặng tài chính. Ngoài ra, Bộ Tài chính sẽ ưu tiên vốn xử lý nợ xây dựng cơ bản trong năm nay, theo đó vấn đề công nợ ở các công ty thực hiện dự án xây dựng có vốn ngân sách sẽ được giải quyết phần nào.

Đánh giá. Chúng tôi đánh giá triển vọng khá tích cực đối với ngành xây dựng nói chung và cho rằng 2014 là năm khởi đầu chu kỳ tăng trưởng mới đối với các công ty trong ngành. Tuy nhiên, theo chúng tôi không phải tất cả các công ty niêm yết trong ngành đều có sức bật như nhau. Chúng tôi lạc quan hơn về các công ty có vị thế, có khả năng cạnh tranh và năng lực tài chính tốt hoặc có cải thiện. Trong số các công ty mà chúng tôi đã có báo cáo, chúng tôi khuyến nghị Mua VCG và Nắm giữ CTD và HBC.

Trịnh Thị Ngọc Diệp
(84) 4 44 555 888 x 8208
diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

Một số chỉ tiêu tài chính các công ty ngành xây dựng

Cổ phiếu	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tăng trưởng LN 2013 (%)	Tỷ suất LN ròng 2013 (%)	Phải thu KH/Tài sản (%)	Nợ/VCSH (%)	ROE (%)	P/E (x)	Lợi suất cổ tức (%)
VCG	6,847	4.417,1	467,6	4,5	19,2	114,9	8,8	13,4	5,3
CTD	2,844	422,0	11,2	4,2	45,6	0,0	11,2	10,5	1,6
PVX	2,480	4.000,0	-21,2	-32,7	7,9	323,5	-150,1	(1,3)	0,0
HUT	1,185	646,5	-66,4	0,7	10,7	328,4	1,7	43,5	9,4
PXS	1,125	500,0	12,6	7,5	16,2	72,0	12,2	14,2	6,0
FCN	1,042	397,6	8,3	8,5	41,1	36,0	16,6	9,7	0,0
HBC	1,011	518,8	-80,0	0,8	56,4	144,6	2,8	35,7	7,6
SD9	544	292,5	-14,4	5,1	23,6	176,8	10,4	8,3	5,9
SDT	479	273,8	-22,1	5,5	37,9	166,5	13,0	6,2	8,9
VNE	466	637,2	13,5	2,0	31,8	90,1	2,6	25,4	13,9
SC5	388	149,8	515,1	4,3	10,0	144,0	16,1	7,2	0,0
BCE	348	300,0	-8,7	6,2	38,7	29,5	12,6	7,1	13,5
SD6	300	308,2	7,3	3,8	31,7	118,8	10,0	10,2	10,2
SD5	295	180,0	-7,7	1,3	18,5	307,5	7,1	10,5	9,5
SJE	250	115,5	-38,8	1,8	42,1	74,9	6,2	14,3	7,9
PXI	198	300,0	-67,5	0,4	31,2	74,9	0,9	71,2	0,0
VC2	190	120,0	-44,1	2,0	27,6	128,9	4,5	16,7	6,0
LM8	177	80,5	3,1	3,2	17,6	283,8	22,4	4,4	6,7
C47	162	80,0	0,5	1,5	30,4	712,8	13,5	7,8	9,5
PHH	152	200,0	93,1	0,1	21,0	43,1	0,3	208,0	0,0
VMC	145	65,0	-11,9	1,3	57,8	121,4	4,7	14,4	4,8
L10	139	90,0	-4,8	3,0	20,1	172,8	14,6	5,3	6,6
VC1	131	74,0	-36,4	3,7	22,2	29,7	7,6	7,0	13,4
CDC	129	149,6	122,9	1,1	22,9	113,7	0,8	60,5	0,0
LHC	127	20,0	91,1	17,8	22,0	0,0	36,4	3,0	0,0
S99	121	125,0	11,2	1,7	26,5	21,5	1,7	49,2	0,0
PVV	120	300,0	-103,8	-46,8	13,9	194,9	-53,3	(1,1)	0,0
SD2	118	120,0	-49,4	1,3	25,0	106,1	3,6	15,9	12,5
SD7	114	90,0	147,9	1,2	18,2	216,7	2,6	11,9	6,7
VC9	113	120,0	-39,3	1,3	26,8	216,3	5,8	10,0	10,5
PXT	113	200,0	-858,7	-10,2	39,9	63,9	-19,9	(2,9)	0,0
VSI	104	132,0	-59,5	1,2	14,8	131,9	2,1	36,5	8,5
SNG	103	46,6	-30,2	8,8	59,1	77,2	10,8	5,8	9,1
HU3	100	100,0	-40,5	3,9	18,0	155,9	8,9	6,6	12,6
CSC	99	50,0	374,1	0,6	19,0	99,7	2,2	47,6	0,0
LUT	93	150,0	-31,5	1,4	25,0	50,4	1,2	39,1	8,5
VCC	92	60,0	-1,4	2,0	58,9	116,7	16,5	5,6	12,1
S55	91	25,0	21,8	3,4	92,7	26,4	16,6	3,9	0,0
HU1	88	100,0	-62,9	1,2	26,0	185,0	4,7	11,6	11,6
SDD	86	160,9	-63,5	0,2	17,3	50,4	0,2	283,3	0,0
SD4	85	103,0	164,1	2,2	22,7	261,7	8,7	8,1	11,6
VC6	70	80,0	9,9	1,1	37,6	99,2	7,4	8,0	9,6
PHC	69	110,0	686,4	1,4	27,8	121,2	4,9	8,4	0,0
MDG	66	108,9	-59,2	0,8	19,4	99,2	1,0	35,9	0,0
VE9	65	72,0	63,9	5,7	22,1	33,8	9,2	8,4	13,6
V12	64	58,2	-37,3	1,4	31,6	71,5	8,2	8,5	11,3
CTN	63	69,6	-40,5	0,2	46,4	94,4	0,5	126,6	3,3
PTC	62	100,0	102,5	1,4	36,6	4,9	0,7	42,4	0,0
TKC	59	104,1	121,1	0,8	15,4	75,1	1,8	24,4	0,0
VC7	58	80,0	-15,6	1,8	22,1	140,8	3,8	12,0	0,0
L18	56	54,0	-18,1	0,7	44,5	270,9	5,9	6,8	13,9
LCS	49	76,0	-97,0	0,4	43,4	48,0	0,4	135,0	0,0
DC4	47	50,0	-3,9	2,9	27,1	113,6	9,2	6,0	11,2
B82	41	30,0	28,7	0,9	17,9	156,6	13,7	6,3	0,0
VC5	41	50,0	-76,3	0,4	54,4	383,3	1,9	20,9	13,5
C92	37	27,6	29,0	1,5	44,4	90,8	15,6	5,8	0,0
S12	37	50,0	-85,8	0,1	27,6	249,3	0,2	233,1	10,8
SDB	36	110,0	-1,8	-29,3	28,0	687,7	-119,2	(0,9)	0,0
DLR	36	45,0	-887,1	-4,8	35,8	238,2	-11,9	(5,2)	6,3
DIH	34	30,0	-89,5	0,6	35,5	137,5	2,6	23,7	9,3
V15	33	100,0	-439,9	-2973,9	41,0	190,7	-115,5	(0,5)	0,0
BHT	28	46,0	111,2	1,8	21,6	255,1	2,5	25,7	0,0
VE2	25	21,6	927,9	8,9	64,5	76,2	13,7	7,2	10,0
VHH	22	60,0	-255,5	-17,4	8,3	75,1	-8,6	(4,3)	0,0
CTM	22	44,0	-176,7	-48,0	35,7	147,9	-23,1	(2,2)	0,0
MCO	19	41,0	-42,5	0,6	22,5	142,3	0,9	36,0	0,0
VE3	15	13,2	18,4	8,5	64,3	100,0	13,3	6,3	10,9
V21	13	17,0	-93,6	0,1	26,3	340,3	0,3	87,3	0,0
VE1	13	30,0	107,2	1,4	44,0	0,0	3,5	16,5	0,0
DC2	12	25,2	-538,8	-4,5	39,0	167,2	-9,3	(3,8)	0,0

Nguồn: công ty, Maybank KE



Tiềm năng đi cùng với rủi ro

- Tốc độ tăng trưởng nguồn cung thủy sản đang chậm lại trong khi nhu cầu tiêu thụ tăng nhiều hơn
- Bất cân đối cung cầu sẽ ảnh hưởng tích cực lên giá bán
- Rủi ro từ thị trường xuất khẩu (thuế chống bán phá giá)

Tin tức/sự kiện

Ngày 31/3/2014, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) đã chính thức công bố kết quả cuối cùng của đợt xem xét hành chính lần thứ 9 (POR9) vụ kiện CBPG cá tra tại Mỹ. Cụ thể, mức thuế cuối cùng của các DN khoảng từ 0,03 USD/kg (VHC) đến 1,2 USD/kg (HVG) giảm mạnh so với mức sơ bộ 0,42 USD/kg đến 2,15 USD/kg trước đó. Tuy nhiên kết quả này vẫn rất cao so với POR7 vì trong POR9, DOC tiếp tục sử dụng Indonesia là quốc gia thay thế Bangladesh để tính thuế chống bán phá giá.

Nhận định của MBKE.

Mỹ vẫn luôn là thị trường chủ lực do đây là thị trường có giá nhập khẩu cao nhất (trên 3 USD/kg) và cũng mang lại tỷ suất lợi nhuận cao nhất cho các doanh nghiệp xuất khẩu. Trong 2 tháng đầu năm 2014, giá trị xuất khẩu cá tra sang thị trường Mỹ đã tăng 32% n/n và thị trường Mỹ đứng từ vị trí thứ 2 sau EU đã lên vị trí dẫn đầu trong các trường nhập khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam và chiếm hơn 22% tổng sản lượng xuất khẩu.

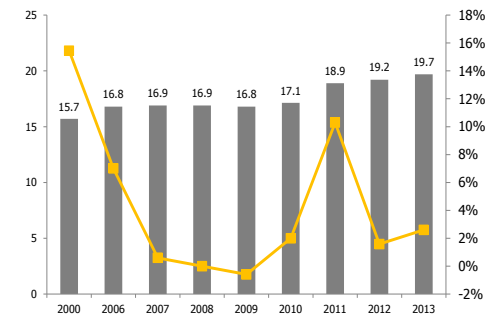
Mặc dù kết quả này POR9 là một bất ngờ khi mức thuế đánh lên một số doanh nghiệp giảm mạnh so với kết quả sơ bộ trước đó, nhưng cũng cho thấy DOC ngày càng siết chặt quy trình tính toán các dữ liệu, chọn quốc gia tính giá trị thay thế để tính biên độ phá giá áp cho Việt Nam 1 cách không thống nhất và mang tính bảo hộ trong các kỳ xem xét gần đây gây bất lợi cho các DN XK cá tra Việt Nam.

Các công ty được niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE	PB	Biên LNG	Biên LNR	ROE	ROA	Nợ/ VCSH
HVG	3.036	10,3	1,3	9%	3%	13%	3%	188%
VHC	1.965	11,2	1,3	12%	3%	12%	7%	41%
IDI	475	11,6	0,8	10%	2%	7%	2%	148%
AGF	537	25,2	0,7	12%	1%	3%	1%	129%
AVF	193	10,8	0,4	14%	1%	4%	1%	282%
AAM	196	23,9	0,8	12%	2%	3%	3%	6%
TS4	160	11,5	0,6	20%	2%	5%	1%	174%
TB	937	14,9	0,8	13%	2%	7%	3%	138%

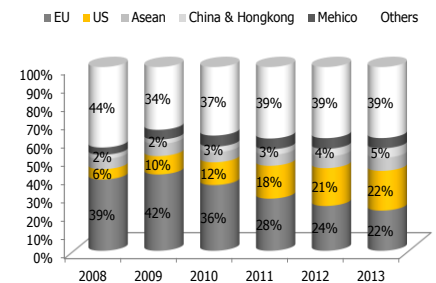
Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

Tiêu dùng thủy sản bình quân (kg/người)



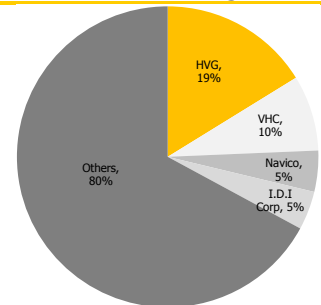
Nguồn: VASEP

Thị trường xk cá tra VN 2008-2013



Nguồn: Hiệp hội cá tra Việt Nam

Thị phần DN xk cá tra 2 tháng đầu năm 2014



Nguồn: Hiệp hội cá tra

Phạm Nhật Bích
(84) 8 44 555 888 ext 8086
bich.pha@maybank-kimeng.com.vn

Tốc độ tăng trưởng nguồn cung thủy sản đang chậm lại... Lượng cung thủy sản trong nước tăng trưởng bình quân 9,2%/năm và 8,63%/năm trong giai đoạn 1990-2000 và 2001-2012. Nhưng từ 2013 – 2020, tốc độ tăng trưởng bình quân dự báo giảm xuống còn 2,8%/năm do sản lượng khai thác tự nhiên (KTTN) đang sụt giảm trong khi sản lượng nuôi trồng thủy sản (NTTS) bị hạn chế. Nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng này là do (i) khai thác quá mức & trái phép thường xuyên xảy ra; và (ii) NTTS thiếu hiệu quả do tập trung phát triển theo chiều rộng (liên tục mở rộng diện tích nuôi) thiếu phát triển theo chiều sâu (tăng sản lượng trên cùng diện tích mặt nước NTTS).

... nhu cầu tiêu thụ tăng nhiều hơn. Tổng nhu cầu thủy sản thế giới trong suốt giai đoạn 2001-2012 có mức tăng trưởng bình quân khoảng 2,7%/năm và được dự báo sẽ tăng dần trong những năm tới. Cụ thể, con số này sẽ lần lượt khoảng 3%/năm và 3.1%/năm cho giai đoạn từ 2013-2015 và 2016-2020, trong đó các nước phát triển sẽ chiếm lần lượt 77% & 79% tổng lượng tiêu thụ và tổng sản lượng thủy sản toàn thế giới. Như vậy, đến năm 2020 lượng cung thủy sản sẽ không đủ đáp ứng nhu cầu. Đây là điều kiện tốt cho các quốc gia có lợi thế về sản xuất thủy sản phát triển, trong đó có VN.

Bất cân đối cung cầu sẽ ảnh hưởng tích cực lên giá bán. Do nguồn cung thủy sản (KTTN và NTTS) dự báo sụt giảm kéo theo nguồn nguyên liệu cung cấp cho DN chế biến thủy sản (CBTS) cũng khan hiếm. Điều này phản ánh rõ rệt lên mặt hàng cá tra, một trong những mặt hàng thủy sản xuất khẩu chủ lực. Do thiếu hụt nguyên liệu chế biến nên giá đầu vào nguyên liệu tăng cao. Hết tháng 3/2014, giá nguyên liệu đã tăng ít nhất 8% t/t và tình trạng này dự báo sẽ kéo dài đến 2015. Để bảo toàn lợi nhuận, giá cá xuất khẩu trung bình phải trên 2,7 USD/kg. Theo Vasep dự báo, giá cá tra tiếp tục tăng trong thời gian tới do bất cân đối cung cầu.

Rủi ro từ thị trường xuất khẩu. Hơn 60% sản lượng thủy sản Việt nam là phục vụ cho xuất khẩu, trong đó hai thị trường chính là Mỹ và châu Âu lần lượt chiếm 22,5% và 19,8% trên tổng sản lượng, theo số liệu 2 tháng đầu năm 2014. Với mục đích bảo vệ ngành công nghiệp sản xuất nội địa khỏi sự cạnh tranh được coi là không công bằng từ hàng hóa nhập khẩu, Mỹ đã áp thuế chống bán phá giá (CBPG) lần đầu lên cá tra Việt Nam vào 2003 và một số quy định về hàng rào kỹ thuật khác. Lần gần đây nhất là POR9 đã công bố với mức thuế CBPG từ 0,42 USD/kg đến 2,11 USD/kg. Các DN VN đã tìm giải pháp nhằm tránh thuế CBPG thông qua việc thành lập DN mới hoặc thuê mã của nhưng DN khác để xk gián tiếp qua Mỹ. Phương án này có thể giải quyết được vấn đề trước mắt, tuy nhiên, rủi ro cho những lần xem xét lại thuế CBPG và áp dụng mức thuế cao hơn vẫn còn.



Ngành Mía Đường

Khó khăn vẫn còn

- Bất cân đối cung cầu sẽ gây áp lực lên giá bán
- Chu kỳ ngành đường 5 năm và dự báo hồi phục trong năm 2015
- Hưởng lợi từ bã mía – điện thương phẩm

Tin tức/sự kiện

Chính phủ vừa ra Quyết Định 24/2014 vào ngày 24/3/2014 để hỗ trợ các dự án điện sinh khối, bao gồm ưu đãi về vốn, miễn/giảm thuế TNDN và giá thu mua điện là 1.220 đồng/kWh, cao hơn so với mức trung bình 900 đồng/kWh trước đây. Quyết định có hiệu lực thi hành kể từ ngày 10/5/2014.

Nhận định của MBKE.

Dự án điện sinh khối là dự án nhà máy phát điện chủ yếu sử dụng năng lượng sinh khối, bao gồm: phụ phẩm, phế thải trong sản xuất nông nghiệp, chế biến nông lâm sản và các loại cây trồng khác có thể sử dụng làm nhiên liệu để sản xuất điện.

Theo thống kê, 1 tấn bã mía có khả năng sản xuất được 100 kW điện. Nếu đến năm 2020, cả nước có khoảng 24 triệu tấn mía đầu được tận dụng phát điện thì tiềm năng phát điện sẽ là 2.400 MW (chiếm 10% sản lượng điện toàn quốc).

Hiện nay, số lượng doanh nghiệp có tổ máy turbin khá ít hoặc nếu có thì công suất thấp. Nguyên nhân chính do các DN gặp khó khăn về vốn và công nghệ. Hơn nữa giá thu mua điện của EVN từ DN mía đường khá thấp, gần như là bằng giá vốn nên hầu như sản lượng điện từ bã mía chỉ làm giảm chi phí chứ chưa đóng góp LN.

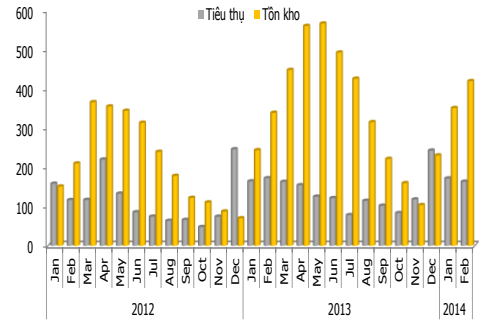
Do đó, với Quyết định 24/2014, chúng tôi kì vọng các DN mía đường sẽ tăng cường việc đầu tư tổ máy và được hưởng lợi từ chính sách mới trên.

Các công ty được niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE	PB	Biên LNG	Biên LNR	ROE	ROA	Nợ/ VCSH
SBT	1.779	7,1	1,0	12,7	10,8	13,5	8,1	58,7
BHS	781	20,1	0,9	8,3	1,3	5,5	1,8	122,6
NHS	741	3,7	0,8	15,4	9,7	14,0	7,2	91,1
LSS	580	15,4	0,4	12,1	2,1	3,1	1,9	46,0
SEC	407	5,5	0,7	15,6	6,3	16,1	6,1	115,1
TB	858	10,3	0,8	12,8	6,4	10,4	5,0	86,7

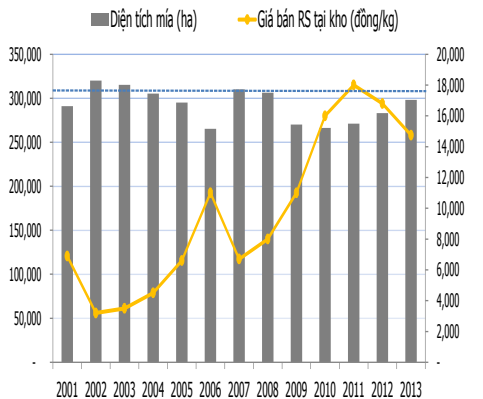
Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

Tình hình tiêu thụ và tồn kho đường



Nguồn: Bộ NN&PTNN, HHMD

Giá đường và DT mía nguyên liệu



Nguồn: Bộ NN&PTNN, HHMD

Phạm Nhật Bích
(84) 8 44 555 888 ext 8086
bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

Bất cân đối cung cầu đường... Năm 2013 đường thế giới đang trong chu kỳ suy thoái với thặng dư lên tới 10,2 triệu tấn, cao nhất kể từ vụ 2007/2008, ngành đường trong nước cũng không nằm ngoài chu kỳ chung của ngành. Sản lượng cung đường Việt Nam 2013 trên 1 triệu tấn, lần đầu tiên lớn hơn lượng cầu sau nhiều năm luôn trong tình trạng thiếu hụt đường. Kết quả trên đến từ việc tăng diện tích (DT) vùng trồng mía đạt gần 300.000 ha. Với dự phóng, DT mía 2014 ước đạt khoảng 306.000 ha, tăng khoảng 8000 ha so với niên vụ trước, chúng tôi cho rằng năm nay vẫn sẽ là một năm khó khăn của ngành. Theo Hiệp hội mía đường (HHMĐ), tính đến 28/02/2014, tổng sản lượng đường sản xuất đạt 1,07 triệu tấn, ước cao hơn 6,4% n/n trong khi sức mua trên thị trường tương đối thấp, thậm chí giảm 5,2% n/n.

... Gây áp lực lên giá bán đường. Theo dữ liệu lịch sử giai đoạn 2003 – 2013, giá đường trong nước và giá đường thế giới luôn có sự biến động cùng chiều. Do sản lượng đường tăng nhanh ở Brazil, Thái Lan, Ấn Độ nên giá đường toàn cầu đã giảm 18% trong năm 2013. Theo đó, giá đường Việt Nam trung bình cũng giảm 6.4%, cụ thể đường RE giảm 8,8% xuống còn 14.800 VND/kg và đường RS giảm 4% xuống còn 13.700 VND/kg do áp lực dư cung đường nội địa. Theo dự báo, tình hình bất cân đối cung cầu sẽ chưa cải thiện ngay trong năm 2014, dẫn đến giá đường nội địa tiếp tục giảm và thậm chí là chạm đáy. Theo thống kê thị trường, giá đường RS trong tháng 2/2014 đã giảm thêm 3 - 4% so với tháng 1, dao động trong khoảng từ 12.200 – 13.200 đồng/kg, có lúc xuống mức 12.000 đồng/kg, giá thấp nhất trong vòng 5 năm qua. Sự bất cân đối cung cầu cùng với xu hướng giá đường giảm đã ảnh hưởng tiêu cực lên KQKD của các DN trong ngành. Tuy nhiên, với lợi thế phân khúc sản phẩm đường RE (nhu cầu sử dụng không sụt giảm nhiều) thì mức độ sụt giảm KQKD các DN cùng ngành cũng khác nhau.

Xu hướng chu kỳ ngành đường. Theo dữ liệu lịch sử, mía đường là ngành có tính chu kỳ xấp xỉ 5 năm với diện tích mía trồng đóng vai trò quan trọng để đánh giá xu hướng ngành. Khi diện tích vùng nguyên liệu đạt trên 300.000 ha, cảnh báo ngành mía đường trong nước sẽ lập đỉnh, giá đường sẽ xuống thấp đến mức đáy. Điều này đã xảy ra trong năm 2002 & 2007. Theo đó, với DT trồng mía ước 306.000 ha chúng tôi cho rằng xu hướng giá đường trong nước sẽ tạo lập đáy trong năm 2014 và tăng trở lại trong 2015. Dự báo này cũng phù hợp với xu hướng giá đường thế giới với kỳ vọng giá đường sẽ dần hồi phục trong năm sau, dựa trên dự báo thặng dư đường thế giới niên vụ 2013/2014 sẽ giảm 30% n/n do hạn hán tại Brazil.



Ngành Nhựa

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn

- Nhựa là một trong những ngành công nghiệp còn non trẻ và có tốc độ tăng trưởng cao trong nền kinh tế nước ta, trung bình 20 – 25%/năm.
- Chính phủ khuyến khích tăng dần tỷ trọng nhóm nhựa vật liệu xây dựng (VLXD)
- Nhu cầu hồi phục nhựa VLXD đi cùng với sự khởi sắc của thị trường bất động sản (BDS).

Tin tức/sự kiện

Bộ Công Thương đã ban hành quyết định số 2992/QĐ-BCT phê duyệt Quy hoạch phát triển ngành nhựa Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2025. Bộ Công Thương đặt tiêu chuẩn chuyển dịch cơ cấu nhóm sản phẩm nhựa theo hướng giảm tỷ trọng các nhóm sản phẩm nhựa bao bì và nhựa gia dụng, tăng dần tỷ trọng nhóm nhựa vật liệu xây dựng và nhựa kỹ thuật cao.

Mục tiêu đến năm 2015, nhóm sản phẩm nhựa bao bì chiếm tỷ trọng 36%; nhựa gia dụng 20%; nhựa vật liệu xây dựng 23% và nhựa kỹ thuật 21%. Năm 2020 tỷ trọng các nhóm sản phẩm tương ứng là 34,0%; 18,0%; 25,0% và 23%. Đến năm 2025, tỷ trọng các nhóm sản phẩm tương ứng là 31,0%; 17,0%; 27,0% và 25,0%.

Nhận định của MBKE.

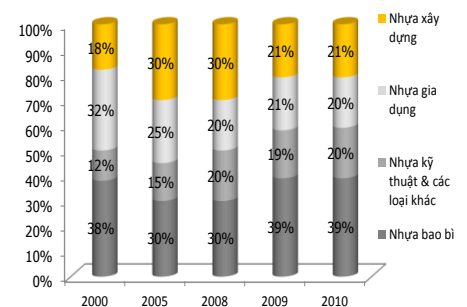
Do chỉ số chất dẻo trên đầu người còn thấp nên ngành nhựa còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Tuy nhiên, ngành nhựa nước ta vẫn đang phải phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ bên ngoài. Trong khi đó, những chi phí giá vật liệu là khó kiểm soát. Thêm vào đó, thị trường BĐS khó khăn khiến nhiều doanh nghiệp gặp trở ngại về nguồn tiêu thụ. Thời gian qua, Chính phủ đã có biện pháp hỗ trợ thị trường BĐS như gói 30.000 tỷ và gói 120.000 tỷ từ các ngân hàng thương mại. Chúng tôi kỳ vọng khi thị trường BĐS hồi phục cùng với chiến lược phát triển ngành nhựa theo hướng nâng tỷ trọng nhựa VLXD, các DN sản xuất nhựa VLXD sẽ được hưởng lợi.

Các công ty được niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE	PB	Biên LNG	Biên LNR	ROE	ROA	Nợ/ VCSH
BMP	3.183	8,6	2,1	29,8	17,7	26,8	23,8	2,4
NTP	2.595	9,0	2,1	35,2	11,7	24,8	16,7	29,9
DCT	74	n/a	0,3	(27,9)	(59,8)	(46,3)	(11,9)	312,4
DPC	30	15,2	0,8	16,7	2,5	5,0	4,1	5,9
TB	1.561	10,9	1,3	27,2	10,6	18,9	14,8	12,7

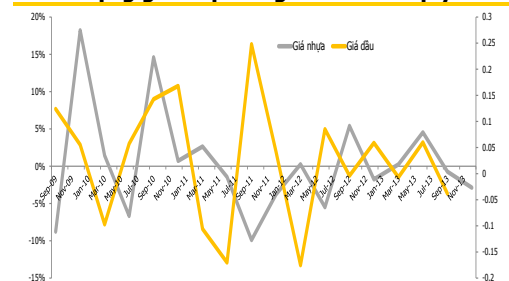
Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

Cơ cấu nhựa qua các năm



Nguồn: Hiệp hội Nhựa

Biến động giá nhựa và giá dầu theo quý



Nguồn: Hiệp hội Nhựa

Phạm Nhật Bích
(84) 8 44 555 888 ext 8086
bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

Chỉ số chất dẻo trên đầu người còn thấp. Theo đánh giá của Hiệp Hội Nhựa Việt Nam (VPA), nhu cầu tiêu thụ Nhựa trong nước còn rất lớn với 90 triệu dân (số liệu thống kê 2013), trong đó gần 50% dân số trẻ, đây sẽ là thị trường hết sức tiềm năng cho việc cung ứng các sản phẩm nhựa do những thuận lợi trong việc sử dụng nhựa thay thế cho các vật liệu khác của tầng lớp dân số trẻ này. Bên cạnh đó, so với các nước phát triển và mức trung bình trên thế giới chỉ số chất dẻo trên đầu người ở Việt Nam khá thấp, do đó ngành nhựa còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Cụ thể, trong năm 2006 chỉ số chất dẻo trên đầu người Việt Nam chỉ đạt khoảng 16 kg/người và tăng lên 28 kg/người trong năm 2009, chỉ số này thấp hơn nhiều so với mức bình quân của thế giới là 40 kg/người/năm. Đây là mức rất khiêm tốn nếu so với Mỹ, Châu Âu và Nhật.

Chính phủ khuyến khích tăng dần tỷ trọng nhóm nhựa vật liệu xây dựng (VLXD). Ngành nhựa Việt Nam được chia làm 4 nhóm ngành chính gồm nhựa bao bì chiếm 39% giá trị toàn ngành, nhựa kỹ thuật cao và nhựa gia dụng đều chiếm 20% giá trị, nhựa dùng VLXD chiếm 21% giá trị. Trong Quyết Định Quy hoạch ngành nhựa đến 2020, Bộ Công Thương đặt tiêu chuẩn dịch cơ cấu nhóm sản phẩm nhựa theo hướng giảm tỷ trọng các nhóm sản phẩm nhựa bao bì và nhựa gia dụng, tăng dần tỷ trọng nhóm nhựa vật liệu xây dựng và nhựa kỹ thuật cao. Đây sẽ là lợi thế cho các DN sản xuất nhựa VLXD có được sự hỗ trợ của Chính Phủ trong việc vay vốn mở rộng sản xuất.

Nhu cầu hồi phục nhựa VLXD đi cùng với sự khởi sắc của thị trường bất động sản (BDS). Sự phát triển của ngành nhựa VLXD đi cùng với xu hướng thị trường BDS. Trong năm 2008, ngành BDS suy giảm và chứng lại đã làm giảm cơ cấu của nhựa xây dựng, từ mức 30% trong giai đoạn trước năm 2008 xuống còn 21% trong những năm sau đó. Tuy nhiên, với những nỗ lực của Chính phủ để tháo gỡ khó khăn cho TT này, chúng tôi cho rằng tình hình BDS sẽ dần cải thiện. Theo dự báo, trong năm 2015 BDS sẽ ấm dần kéo theo ngành nhựa VLXD cũng khôi phục mức tăng trưởng của ngành.

Phụ thuộc vào nguyên vật liệu (NVL) nhập khẩu... Ngành Nhựa có chi phí NVL chiếm từ 70 - 75% giá thành sản phẩm. Tuy nhiên, nguồn cung trong nước, chủ yếu đến từ 4 công ty: TPC Vina; Nhựa và Hóa chất Phú Mỹ; Formusa Việt Nam; Nhà máy sản xuất PP ở Dung Quất chỉ đáp ứng được 20 – 30% nhu cầu sử dụng (theo VPA). Do đó, mỗi năm Việt Nam phải nhập khẩu 70-80% NVL từ thị trường nước ngoài, chủ yếu Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan. Ngoài việc nhập khẩu NVL, nước ta còn nhập khẩu hầu như tất cả các thiết bị và máy móc cần thiết để sản xuất các sản phẩm nhựa. Vì vậy, việc kiểm soát chi phí NVL là một thử thách lớn đối các DN trong ngành.

...giá NVL nhập khẩu dự báo tiếp tục tăng. Theo số liệu lịch sử cho thấy giá nhựa và giá dầu thô có mối tương quan cao và cùng chiều. Với diễn biến giá dầu thô liên tục tăng kể từ giữa năm 2012 kéo theo giá NVL nhựa cũng tăng theo. Trong năm 2013, giá dầu thô đã tăng 7% n/n do đó, giá nhựa NVL trung bình cũng tăng 1% n/n, từ mức 1.018 USD/tấn lên 1.029 USD/tấn. Sang 2014, với dự báo kinh tế thế giới dần hồi phục, nhu cầu năng lượng cũng sẽ tăng kéo theo giá dầu thô có xu hướng tiếp tục tăng, ước khoảng +5% n/n kéo theo giá hạt nhựa cũng sẽ tăng trung bình 3% n/n. Điều này sẽ tăng chi phí sản xuất và làm giảm lợi nhuận biên của các DN trong ngành.

Danh sách cổ phiếu khuyến nghị của MBKE

Tên công ty	Mã CP	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	PE 2013	PE 2014	Profit CAGR3 (%)	EPS CAGR2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY1 (%)
PetroVietnam Drilling and Well Services Corporation	PVD	Mua	1062	10,4	9,5	16,5	16,5	22,3	2,3	2,4
Phuoc Hoa Rubber	PHR	Nắm Giữ	115	6,9	4,5	-5,0	-17,5	17,2	1,0	9,7
Dong Phu Rubber	DPR	Nắm Giữ	91	6,3	4,3	-3,9	-14,9	16,3	0,7	6,5
Tay Ninh Rubber	TRC	Nắm Giữ	55	4,4	4,6	9,6	12,0	16,4	0,3	7,6
Hoa Binh Rubber	HRC	Bán	36	13,1	36,4	-33,6	-11,8	13,2	1,5	5,6
Casumina	CSM	Nắm Giữ	139	7,7	6,4	10,5	-4,0	29,6	2,1	3,1
Da Nang Rubber	DRC	Nắm Giữ	178	8,7	6,0	24,0	3,0	29,5	2,6	4,6
FPT Corporation	FPT	Mua	917	12,0	10,9	11,6	11,4	24,0	2,7	4,3
Elcom	ELC	Nắm Giữ	29	17,3	14,9	24,4	24,4	5,4	1,0	5,9
Pha Lai Thermal Power JSC	PPC	Mua	332	4,3	5,9	-5,5	-5,5	34,5	1,3	4,5
Vinh Son Song Hinh Hydro Power JSC	VSH	Nắm Giữ	163	17,2	13,3	15,9	15,3	7,8	1,3	6,0
Ba Ria Thermal Power JSC	BTP	Nắm Giữ	41	16,0	11,7	28,3	28,3	5,7	0,9	7,5
Hoa Binh Construction and Real Estate Development JSC	HBC	Nắm Giữ	45	33,2	9,9	106,2	98,8	3,0	1,0	5,1
Cotecton	CTD	Nắm Giữ	128	10,5	9,6	10,1	10,1	11,7	1,2	3,1
Vinaconex	VCG	Mua	316	13,4	11,4	14,2	14,2	9,6	1,2	5,3
Hoa Phat Group	HPG	Mua	1018	10,9	10,0	4,5	8,9	20,6	2,3	2,3
Hoa Sen Group	HSG	Nắm Giữ	236	8,8	9,6	11,0	7,9	26,3	2,3	6,6
Hodeco	HDC	Mua	30	23,7	10,7	49,0	80,0	4,8	1,1	0,0
Binh Chanh Construction Investment	BCI	Nắm Giữ	91	66,0	16,0	152,0	152,0	1,6	1,1	3,1
Hau Giang Pharmaceutical	DHG	Nắm Giữ	439	15,6	13,3	21,1	18,5	32,1	4,7	2,5
Traphaco	TRA	Nắm Giữ	99	12,1	12,3	17,1	9,4	23,2	2,6	2,4
Imexpharm	IMP	Nắm Giữ	47	15,1	11,1	11,6	8,6	8,5	1,4	4,2
Cuu Long Pharmaceutical JSC	DCL	Mua	13	8,9	7,2	20,4	22,1	13,3	1,0	0,0
Viconship	VSC	Mua	93	7,8	7,3	8,9	8,5	29,3	1,8	4,4
Binh Minh plastic	BMP	Nắm Giữ	173	10,1	9,1	6,0	6,0	25,0	2,4	2,5
Tien Phong Plastic	NTP	Nắm Giữ	148	11,6	10,0	3,4	3,4	24,0	2,5	3,5
Vinasun	VNS	Mua	105	5,5	4,7	12,3	15,7	19,5	1,9	4,1
Hung Vuong Group	HVG	Nắm Giữ	147	6,6	5,8	28,3	28,3	12,0	1,3	7,7
Dien Quang Corp	DQC	Mua	43	7,5	6,8	11,9	11,9	13,0	1,1	3,9
PetroVietnam Fertiliser and Chemical Corporation	DPM	Nắm Giữ	787	9,1	8,5	3,9	3,9	23,0	1,6	8,5
Bourbon Tay Ninh	SBT	Nắm Giữ	89	5,7	4,9	29,9	29,9	14,0	1,0	11,5
Lam Son Sugar	NHS	Nắm Giữ	35	11,9	9,8	-2,6	-2,5	11,0	0,8	12,4
Vietnam Dairy JSC	VNM	Mua	5557	17,9	17,3	10,5	8,7	39,6	6,7	2,4
Kinh Do Group JSC	KDC	Nắm Giữ	411	17,0	15,0	-2,2	11,8	11,1	1,7	4,8
Masan Group JSC	MSN	Nắm Giữ	2821	149,0	32,4	29,9	141,0	3,2	4,9	0,0
Vietcombank	VCB		3078	15,0	15,0			10,0	1,5	4,3
Vietinbank	CTG		2996	10,0	9,0			14,0	1,2	0,0
Sacombank	STB		935	8,0	7,0			15,0	1,2	0,0
Eximbank	EIB		823	10,0	10,0			9,0	1,2	9,6
Asia Commercial Bank	ACB		697	8,0	7,0			12,0	1,0	4,0
Military bank	MBB		693	5,0	5,0			19,0	1,0	9,0

Cập nhật KQKD Q1/2014 một số cổ phiếu

PVD – Dự báo Q1/14 tiếp tục khả quan

PVD sở hữu và điều hành 3 giàn khoan biển tự nâng (PVD I, II, III), 1 giàn khoan đất liền, 1 giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD), cung ứng các dịch vụ khoan và kỹ thuật giếng khoan. PVD Drilling là nhà thầu khoan duy nhất cung ứng dịch vụ khoan trọn gói tại Việt Nam.

PVD có lợi thế là đang sở hữu các giàn khoan thế hệ mới trong khi khoảng 40% số giàn khoan tại Việt Nam hiện nay đã hơn 20 năm tuổi và sẽ dần

được thay thế. Trong khi đó, hiện nay số tuổi trung bình các giàn khoan của PVD khoảng 5 tuổi. Dự kiến đến Q1/15, PVD sẽ có thêm 1 giàn khoan tự nâng thế hệ mới.

Dự Báo Q1/14 tiếp tục khả quan. PVD cho biết trong Q1/14 vẫn duy trì 6 giàn khoan thuê ngoài so với chỉ 3 giàn Q1/13. Ngoài ra, giá cho thuê giàn khoan bình quân đã được điều chỉnh tăng khoảng 15% kể từ Q3/13, hiện dao động khoảng 150.000 -160.000 USD/ngày. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNR Q1/2014 của PVD Q1/14 tiếp lần lượt tăng 30,3% $\frac{n}{n}$ và 26% $\frac{n}{n}$, đạt 4.141 tỷ đồng và 530,5 tỷ đồng.

Chúng tôi đã đưa ra giá mục tiêu 96.500 đồng dựa trên P/E kỳ vọng 2014 là 11x, tương đương trung bình ngành trong khu vực

GAS – KQKD công ty mẹ Q1/14 ước tính

GAS là công ty độc quyền phân phối, tàng trữ và vận chuyển khí từ các mỏ khí do PVN và các đối tác làm chủ. GAS hiện đang quản lý 3 đường ống dẫn khí với tổng công suất 11 tỷ m³/năm

Trong năm 2014, sau một thời gian bị trì hoãn, GAS sẽ khởi công dự án ống dẫn khí mới Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 1. Ngoài ra, dự án kho chứa LNG Thị Vải, đây là dự án tất yếu vì Việt Nam sẽ phải nhập khẩu khí vào năm 2017 khi các mỏ khí trong nước không bắt kịp nhu cầu tiêu thụ.

Kế hoạch chia cổ tức 33% (3.300 đồng/cp) cho năm 2014 đã được ĐHCĐ thông qua. Ngoài ra, GAS còn phải chi trả thêm 2.200 đồng/cp cổ tức cho năm 2013 (ĐHCĐ thông qua việc nâng cổ tức 2013 từ 20% lên 42% và công ty đã chi trả 2.000 đồng trong năm 2013). Như vậy lợi tức cổ tức năm 2014 tức cổ tức có thể đạt 4,9%. Đáng chú ý, đến cuối năm 2013, tiền và tương đương tiền của GAS là 16.587 tỷ đồng, tương đương 8.750 đồng/cp.

Kết quả Kinh doanh công ty mẹ Q1/14 ước tính sơ bộ. Doanh thu Q1/14 công ty mẹ ước giảm 2,5% $\frac{n}{n}$, còn 13.800 tỷ đồng. LNTT ước giảm 23% $\frac{n}{n}$ xuống chỉ còn 3.900 tỷ đồng.

HPG – LN quý 1/2014 đạt 800 tỷ

Tập đoàn Hòa Phát (HPG) cho biết ước tính doanh thu quý 1/2014 đạt khoảng 6.000 tỷ đồng (+52,5% $\frac{n}{n}$) và LNST ước đạt 800 tỷ đồng (+66,7% $\frac{n}{n}$). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận từ dự án bất động sản Mandarin Garden lần lượt đóng góp khoảng 1.600 tỷ đồng và 200 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận của HPG trong quý 1/2014 so với cùng kỳ là nhờ sự đóng góp từ giai đoạn 2 của khu liên hợp thép Hòa Phát mới được tư vào vận hành từ giữa quý 4/2013. Sản phẩm từ khu liên hợp này đã giúp HPG tăng mạnh sản lượng tiêu thụ và vượt qua Pomina (POM) để trở thành công ty thép xây dựng có thị phần lớn nhất Việt Nam.

Chúng tôi dự đoán lợi nhuận gộp biên của HPG trong quý 1/2014 vẫn tiếp tục ở mức cao khoảng 17-18% do HPG chủ động gần như toàn bộ nguyên liệu đầu vào chính cho sản xuất. Nhờ vậy, HPG ít bị ảnh hưởng bởi sự biến động của giá nguyên liệu đầu vào như các công ty khác trong ngành. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự đoán chi phí tài chính ròng trong quý 1/2014 cũng sẽ giảm hơn với cùng kỳ do 1) nợ vay ròng trong quý 1/2014 giảm gần 6% so với cùng kỳ và 2) mặt bằng lãi suất trong quý 1/2014 vẫn tiếp tục giảm so với quý 1/2013.

Cổ phiếu HPG đã tăng 26,5% kể từ đầu năm và hiện đang được giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 9,9 lần so với trung bình ngành của các nước trong khu vực khoảng 14-15 lần.

PPC: ước tính KQKD quý 1/2014

Do tình hình sản xuất điện của các nhà máy thủy điện có xu hướng tăng trong quý vừa qua, chúng tôi cho rằng sản lượng điện huy động từ PPC trong quý 1/2014 giảm so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính sản lượng điện thương phẩm quý 1/2014 của PPC giảm 10% n/n, đạt khoảng 1.650 triệu kWh. Đến nay giá bán điện năm 2013 vẫn chưa được ký với EVN, do đó chúng tôi ước tính KQKD quý 1/2014 theo giá bình quân 2013 (khoảng 1.167VND/kWh, cao hơn 20% so với giá bình quân quý 1/2013). Theo đó, doanh thu ước đạt 1.925 tỷ, tăng 8% n/n. Giá vốn hàng bán ước tính tăng 17% n/n do giá than nguyên liệu tăng so với quý 1/2013 (sau 3 đợt tăng vào tháng 4/2013, tháng 8/2013 và tháng 1/2014). Lợi nhuận từ SXKD điện ước giảm 25% n/n đạt 266 tỷ.

Về chênh lệch tỷ giá hối đoái, ước tính PPC ghi nhận 119 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá trong quý 1/2014 do tỷ giá JPY/VND ngày 31/3/2014 là 204,2, tăng 2,3% so với cuối 2013. Thu nhập tài chính, chủ yếu từ lãi tiền gửi, không đủ bù đắp khoản lỗ CLTG và lãi vay, do đó ước tính chi phí tài chính ròng khoảng 55 tỷ trong quý 1/2014. Lưu ý trong quý 1/2013 PPC đã ghi nhận thu nhập tài chính ròng lên tới 656 tỷ nhờ ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá 552 tỷ. Do đó, LNST ước đạt 199 tỷ, giảm 79% n/n.

Cổ phiếu PPC giao dịch với PE dự phóng 5,9x, thấp hơn trung bình ngành khoảng 8,7x.

VSH: Ước tính KQKD quý 1/2014

Chúng tôi ghi nhận sản lượng quý 1/2014 của VSH đạt 240 triệu kWh, tăng 39,6% n/n do điều kiện thủy văn không quá khó khăn như năm trước. Chúng tôi cho rằng doanh thu quý 1/2014 sẽ tiếp tục được tính theo giá tạm tính 351 đồng/kWh như năm 2013 do hợp đồng mua bán điện với EVN vẫn chưa được ký kết. Theo đó, ước tính doanh thu quý 1/2014 của VSH đạt 84,5 tỷ, tăng 40,9% n/n. Sản lượng tăng cao trong khi các chi phí cố định ít biến động có thể giúp tỷ suất lợi nhuận hoạt động của VSH tăng nhẹ từ 42% (quý 1/2013) lên 44% (quý 1/2014). Thu nhập tài chính ước tính không thay đổi đáng kể so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế quý 1/2014 ước tăng 30% n/n đạt 47,2 tỷ. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 44,8 tỷ, tăng 27% n/n với giả định thuế suất thuế TNDN bình quân là 5% so với 2,8% quý 1/2013.

Cổ phiếu VSH giao dịch với PE dự phóng 13,6x, cao hơn so với trung bình ngành khoảng 8,7x.

HBC: Ước tính KQKD quý 1/2014

Theo tổng hợp của chúng tôi, giá trị hợp đồng mà HBC ký được từ 2013 đến nay đạt khoảng 5.400 tỷ (trong đó 3.200 tỷ năm 2013 và 2.200 tỷ đầu năm 2014). Đồng thời, công ty cũng khởi động lại một số dự án trước đó ngừng thi công do thiếu vốn từ phía chủ đầu tư như Khách sạn Hilton Đà Nẵng. Ngoài ra, chúng tôi ước tính còn khoảng 500 tỷ giá trị HĐ gởi đầu từ cuối 2012 và dự kiến hoàn thành vào đầu 2014. Chúng tôi ước tính doanh thu quý 1/2014 đạt 924 tỷ, tăng 30% so với quý 4/2013, tuy nhiên vẫn giảm 7,7% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận có thể tăng nhẹ nhờ quản lý chi phí tốt hơn so với cùng kỳ. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận hoạt động tăng từ 4,0% (quý 1/2013) lên 4,5% (quý 1/2014). Lợi nhuận hoạt động theo đó

ước tăng 4,4% n/n đạt 42 tỷ. Chi phí tài chính ròng giảm khoảng 15% n/n do lãi suất vay giảm. LNST ước đạt 20,5 tỷ, tăng 12,5% n/n.

Cổ phiếu HBC giao dịch với PE dự phóng 9,9x so với PE trung bình ngành 14x.

CTD: Ước tính KQKD quý 1/2014

Theo báo cáo của CTD, giá trị hợp đồng gói đầu từ 2013 chuyển sang năm 2014-2015 của công ty đạt 5.155 tỷ, trong đó 4.169 tỷ ở công ty mẹ và 986 tỷ ở công ty con Unicons, Trong đó, tỷ trọng các dự án công nghiệp nhà xưởng tăng nhanh, chiếm 43% tổng giá trị HĐ.

Chúng tôi giả định khoảng 20% giá trị HĐ gói đầu này sẽ được ghi nhận trong quý 1/2014, theo đó ước tính doanh thu quý 1/2014 đạt 1.079 tỷ, tăng 11,4% n/n. Giả định tỷ suất lợi nhuận biên hoạt động không thay đổi so với quý 1/2013, lợi nhuận từ hoạt động SXKD tăng tương ứng đạt 42,2 tỷ. LNST ước đạt 69,6 tỷ, tăng 7,8% n/n do ước tính thu nhập tài chính ròng không biến động nhiều. LNST của cổ đông công ty mẹ ước tăng 7,2% đạt 48,1 tỷ.

Cổ phiếu CTD giao dịch với PE dự phóng 9,6x so với trung bình ngành 14x.

VCG: Ước tính KQKD quý 1/2014

Trong các tháng cuối năm 2013 và đầu năm 2014, VCG đã trúng thầu một số dự án lớn như Gói thầu hạ tầng kỹ thuật CVL 7 Dự án liên hợp lọc hoá dầu Nghi Sơn (900 tỷ), Dự án cải tạo nâng cấp quốc lộ 1 Hà Nội – Bắc Giang (4.210 tỷ, dự án BOT trong đó VCG góp 21%), Gói thầu 6 dự án đường cao tốc Đà Nẵng – Quảng Ngãi (1.370 tỷ), Dự án xây dựng cải tạo KTT cũ 97-99 Láng Hạ (622 tỷ). Tháng 3/2014 vừa qua, Gói thầu A8 dự án đường cao tốc Nội Bài – Lào Cai (1.627 tỷ) do VCG thực hiện đã hoàn thành và được thông xe.

Trong quý 1/2014, chúng tôi ước tính VCG ghi nhận doanh thu khoảng 2.586 tỷ, tăng nhẹ 3,2% n/n. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện so với cùng kỳ do không phải hợp nhất KQKD thua lỗ của Xi măng Cẩm Phả; chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận hoạt động tăng từ 6,6% (quý 1/2013) lên 7,3% (quý 1/2014). Theo đó, lợi nhuận hoạt động ước tăng 13,8% lên 188 tỷ. Chi phí tài chính ròng ước tính giảm 9% n/n còn 60,5 tỷ. LNST ước đạt 104,5 tỷ, tăng 32,8% n/n.

Cổ phiếu VCG giao dịch với PE dự phóng 11,4x so với trung bình ngành 14x.

FPT: Ước tính KQKD quý 1/2014

Chúng tôi ước tính doanh thu quý 1/2014 của FPT đạt khoảng 6.790 tỷ, tăng 25% n/n. Mảng phân phối sản phẩm và bán lẻ ước đạt tăng trưởng vượt trội khoảng 20% n/n nhờ doanh thu từ phân phối sản phẩm iPhone (FPT Trading bắt đầu phân phối iPhone từ tháng 4/2013 nên chưa có doanh thu từ hoạt động này trong quý 1/2013). Các mảng hoạt động chủ đạo khác gồm dịch vụ viễn thông, xuất khẩu phần mềm vẫn tiếp tục mức tăng trưởng ổn định. Mảng phân phối sản phẩm và bán lẻ có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhiều so với các mảng khác do đó lợi nhuận hoạt động ước tính tăng chậm ở mức 13,8% n/n đạt 570 tỷ. Lợi nhuận sau thuế ước đạt 374 tỷ, tăng 4,4% n/n do ước tính quý 1/2014 không có khoản thu nhập khác 21 tỷ như trong quý 1/2013, trong khi lợi ích của cổ đông thiểu số tăng 5% n/n.

Cổ phiếu FPT giao dịch với PE dự phóng 10,9x so với trung bình ngành khoảng 15x.

DHG: Lãi ròng Q1/2014 ước tăng 16% n/n

Kênh thương mại (OTC) là kênh phân phối chính của DHG, chiếm hơn 80% tổng doanh thu. Do đó, với lợi thế thương hiệu và hệ thống phân phối mạnh, chúng tôi kỳ vọng doanh thu 2014 của DHG sẽ tăng khoảng 16% n/n, đạt 4.091 tỷ đồng, nhưng tăng mạnh dần ở các quý cuối năm, khi nhà máy mới đi vào hoạt động từ tháng 4/2014.

Theo đó, doanh thu Q1/14 của DHG ước tăng khoảng 12% n/n, đạt 863 tỷ đồng. CPBH&QL/DT giả định vẫn giữ nguyên ở mức 27%. Trong năm 2014, DHG sẽ không còn phân phối hàng Eugica cho đối tác Mega LifeSciences nữa. Như vậy, biên lợi nhuận gộp có khả năng cải thiện do tỷ trọng doanh thu hàng thương mại (mảng hàng có biên LN thấp) trong cơ cấu doanh thu giảm. Nhờ đó, lợi nhuận ròng ước tăng khoảng 16% n/n, cao hơn mức tăng trưởng của doanh thu, đạt gần 135 tỷ đồng.

DHG hiện đang giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 13x, thấp hơn mức bình quân theo tỷ trọng vốn hoá các công ty cùng ngành là 14x.

IMP: Lãi ròng Q1/2014 tăng nhẹ 5% n/n

IMP vừa công bố KQKD Q1/2014 với doanh thu thuần đạt 174,7 tỷ đồng, giảm 6% n/n và lợi nhuận sau thuế đạt 21,7 tỷ đồng, tăng 4,7% n/n.

Do ảnh hưởng từ Thông tư 01/2012-TTLT-BYT-BTC, IMP gặp khó khăn trong việc phân phối qua kênh ETC, bởi giá thấp không phải là lợi thế cạnh tranh của IMP. Thông tư 36/2013-TTLT-BYT-BTC bổ sung Thông tư 01/2012 có những sửa đổi trong việc phân chia gói thầu, nhưng không nhiều thay đổi. Đối với tân dược, cơ hội chủ yếu mở ra cho các dòng sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng cao hơn như EU-GMP hoặc PICs-GMP, chứng minh tương đương sinh học,... Do vậy, khó khăn này của IMP vẫn tiếp tục trong 2014. Đặc điểm Q1 hàng năm thường là mùa cao điểm của hệ điều trị (ETC) nhưng lại là mùa thấp điểm của kênh thương mại (OTC). Không còn nhiều các hợp đồng thầu cũ và gia hạn thầu như Q1/13, doanh thu ETC giảm mạnh trong Q1/14, khiến tỷ lệ DT của kênh này trong tổng doanh thu giảm từ mức khoảng 70% trong Q1/13 xuống còn 27% trong Q1/14. Thêm vào đó, do ảnh hưởng bởi mùa tết, tăng trưởng của thị trường OTC không đủ để bù đắp sự sụt giảm của kênh ETC khiến tổng DT của IMP giảm 6% n/n.

DT hàng sản xuất Q1/14 giảm 13% n/n trong khi DT hàng nhượng quyền tăng 3,5 lần so với cùng kỳ khiến cơ cấu DT Q1/14 của IMP thay đổi. Theo đó, tỷ trọng DT hàng sản xuất giảm từ mức 95,5% tổng DT trong Q1/13 xuống còn 87,9% trong Q1/14 và DT hàng nhượng quyền tăng từ 2,1% trong Q1/13 lên 10,1% trong Q1/14. Điều này khiến biên LN gộp Q1/14 của IMP giảm nhẹ 1,7 điểm phần trăm n/n xuống còn 46,6%.

Tuy nhiên, nhờ tỷ lệ CPBH&QL/DT giảm khá mạnh từ mức 33,4% trong Q1/13 xuống còn 29,7% trong Q1/14 và thuế suất thuế TNDN giảm xuống còn 22% trong năm nay giúp LN ròng Q1/14 của IMP tăng nhẹ 4,7% n/n.

Cổ phiếu IMP đang giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 11x, thấp hơn mức bình quân theo tỷ trọng vốn hoá các công ty cùng ngành là 14x.

TRA: Ước tính KQKD Q1/2014

Mặt hàng đồng được đóng góp hơn 50% doanh thu và giữ vai trò chủ đạo trong tăng trưởng của TRA hiện đang chịu sự cạnh tranh khá gay gắt từ những hàng thuốc mới. Ngoài lợi thế giá rẻ hơn, các doanh nghiệp này còn

đầu tư khá mạnh cho quảng cáo để quảng bá thương hiệu, và đưa ra những mức chiết khấu cao hơn. Do đó, dù TRA có lợi thế về thương hiệu và chất lượng sản phẩm nhưng công ty cũng khó có khả năng tăng trưởng mạnh trong 2014.

Chúng tôi ước tính doanh thu Q1/2014 của TRA sẽ tăng khoảng 12% n/n, đạt 417 tỷ đồng. Biên LN gộp kỳ vọng sẽ được duy trì nhưng tỷ lệ CPBH&QL/DN ước tăng nhẹ từ 23% trong Q1/13 lên 24% trong Q1/14. Do đó, LNST ước tăng chỉ 9% n/n, đạt khoảng 31 tỷ đồng.

TRA đang giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 12x, thấp hơn mức bình quân theo tỷ trọng vốn hoá các công ty cùng ngành là 14x.

DCL: Doanh thu Q1/2014 ước tăng 10% n/n

Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả từ việc tái cơ cấu hoạt động của DCL sẽ được tiếp tục trong 2014. Ước tính doanh thu Q1/2014 đạt 170 tỷ đồng, tăng 10% n/n và lãi ròng đạt 8,5 tỷ đồng, tăng 119 n/n. Cũng giống như năm 2013, nguyên nhân chính giúp lợi nhuận tăng cao hơn doanh thu chủ yếu do biên lợi nhuận gộp cải thiện và chi phí tài chính giảm. DCL đã thực hiện việc tái cơ cấu danh mục sản phẩm theo hướng đẩy mạnh hàng sản xuất và chú trọng những mặt hàng có biên LN gộp cao. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DCL sẽ tăng từ 31% trong Q1/13 lên 33% trong Q1/14.

DCL đang giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 7x, thấp hơn mức bình quân theo tỷ trọng vốn hoá các công ty cùng ngành là 14x.

VSC: Lãi ròng Q1/2014 ước tăng 14% n/n

Trung tâm Logistic thứ 2 của Green Logistics Centre (VSC sở hữu 100%) đã đi vào hoạt động trong tháng 1/2014. Tình hình xuất nhập khẩu cả nước Q1/2014 vẫn tích cực với mức tăng trưởng của kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt đạt 14,1% n/n và 12,4% n/n. Trong đó đáng lưu ý xuất khẩu điện thoại và linh kiện tăng đến 22,7% n/n. Điều này là nhờ hàng loạt các công ty điện tử, điện thoại lớn đã lần lượt chuyển nhà máy sản xuất về miền Bắc Việt Nam trong 2013. Đây là điểm thuận lợi cho VSC nói riêng và các cảng Hải Phòng nói chung. Tuy nhiên, cảng của VSC hiện đang hoạt động ở mức công suất tối đa.

Chúng tôi ước tính doanh thu Q1/2014 của VSC đạt khoảng 185,6 tỷ đồng, tăng 10% n/n. Biên LN gộp và tỷ lệ CPBH&QL/DT kỳ vọng sẽ duy trì mức 37% và 4%. Theo đó, LN ròng Q1/14 ước tăng khoảng 10% n/n, đạt gần 50 tỷ đồng.

VSC đang giao dịch ở mức PE dự phóng khoảng 7x, thấp hơn mức 9x của bình quân ngành.

TRC – LNST của TRC ước giảm 20% n/n

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

TRC đang triển khai đầu tư vào dự án trồng 6.157 ha cao su tại Oddar Meanchey, Campuchia với tổng vốn đầu tư gần 65 triệu USD, tỷ lệ vốn tự

có/vốn vay là 70/30. Hiện TRC đã trồng được 2.186 ha. Dự án này sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2018.

Dự báo Q1/14, lợi nhuận sau thuế của TRC ước giảm 20%/n/n, chỉ còn 38 tỷ đồng lợi nhuận. Nguyên nhân chủ yếu là do giá bán giảm sấp xỉ 20%/n/n, sản lượng của TRC vẫn ổn định và duy trì sấp xỉ 2013. Nguyên nhân chủ yếu là do khoảng 70% sản lượng cao su của TRC được tiêu thụ trong nước (70%) với cơ sở khách hàng uy tín và có tính ổn định cao như Nệm Kymdan, Vạn Thành, CTCP VRG Khải Hoàn (sản xuất găng tay y tế). Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu 2014 của TRC sẽ tăng nhẹ 2,5%/n/n, đạt 687,9 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng 2014 ước giảm 11,9%/n/n xuống còn 201 tỷ đồng.

Với mức giá hiện tại TRC đang được giao dịch tại P/E 2014 là 5,5x. Nếu lấy mẫu trong 1 năm gần nhất, P/E hiện tại của TRC đang đứng ở mức khá hấp dẫn là -2 độ lệch chuẩn. Chúng tôi đưa ra Khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là 43.400 đồng dựa trên P/E dự phóng 2014 là 6,5x, chiết khấu 10% so với trung bình ngành.

DPR – kết quả kinh doanh sơ bộ Q1/14

Công ty cao su thiên nhiên niêm yết có năng suất vườn cây cao thứ hai trong ngành đứng tại mức sấp xỉ 2 tấn/ha.

Dự báo sản lượng cao su khai thác của DPR sẽ tăng trở lại vào 2016 nhờ vườn cây mới. Năm 2013, diện tích cao su của DPR mở rộng thêm 65% lên 16.500 ha nhờ việc trồng mới 6.500 ha tại dự án Đồng Phú – Kratie (DPR hiện giữ 49% vốn và dự kiến tăng lên 58,3% trong năm 2014) đã hoàn thành. Khoảng 70% phần diện tích mới này sẽ bắt đầu cho mủ từ năm 2016 và sẽ tăng diện tích cạo mủ của DPR thêm 60% lên 12.000 ha, tổng sản lượng khai thác đạt trên 18.800 tấn, tăng 15% so với 2013.

DPR đã thông qua Nghị quyết HĐQT gần đây phương án chia cổ tức với tỷ lệ 30% mệnh giá cho năm 2014, tương đương thì tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận năm 2014 chỉ khoảng 41%. Lợi tức cổ tức 2014 khá hấp dẫn, ước đạt 9%.

DPR đã công bố kết quả kinh doanh sơ bộ Q1/14 với doanh thu Q1/14 giảm 23%/n/n xuống còn 164,6 tỷ đồng. Trong đó, giá bán bình quân trong kỳ giảm 23,6%/n/n còn 47,4 triệu đồng/tấn. Sản lượng tiêu thụ xấp xỉ 2013 đạt 3.406 tấn mủ cao su. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng của DPR 2014 lần lượt giảm 13%/n/n và 15,6%/n/n xuống còn 967,6 tỷ đồng và 313 tỷ đồng.

Với thị giá hiện tại, DPR đang được giao dịch tại P/E 2014 là 6,1x, sấp xỉ - 1 độ lệch chuẩn. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **GIỮ** với giá mục tiêu 51.000 đồng, dựa trên PE 7x.

PHR – Q1/14 khả quan

CTCP Cao Su Phước Hòa (PHR) là công ty cao su thiên nhiên niêm yết lớn nhất trong các công ty niêm yết với tổng diện tích gần 22.000 ha vườn cây cao su.

Hiện tại, PHR đã thực hiện xong công tác trồng gần 7600 ha cây cao su tại dự án Phước Hòa Kampong Thom. Chúng tôi ước tính khoảng 30% diện tích từ dự án này sẽ bắt đầu đưa vào cạo mủ từ 2016 và do đó sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của PHR.

Cơ cấu vườn cây của PHR hiện tại tương đối già với vườn cây nhóm III (16-23 tuổi) chiếm hơn 2/3 diện tích vườn cây. Tuy nhiên, PHR đã lên kế hoạch tái canh 1000 ha/năm từ 2014 trở đi nhằm hướng đến cơ cấu vàng cho năng suất cao nhất với nhóm I, II, III theo tỷ lệ 30%, 45% và 25% vào 2020.

ĐHCD năm 2014 của PHR đã thông qua kế hoạch chia cổ tức với tỷ lệ 20%-30% mệnh giá, tương đương với lợi tức cổ tức 6,3% và 9,7%, khá cao so với lãi suất ngân hàng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch cổ tức 30% là khả thi do tỷ lệ chi trả cổ tức (payout ratio) ước tính khoảng 66% là tương đối hợp lý. Ngoài ra, đến cuối 2013, lượng tiền và tương đương tiền của PHR khá cao 485 tỷ đồng (tương đương 5.960 VND/cp) trong khi PHR không phải đầu tư nhiều vào các dự án nữa, đặc biệt là Phước Hòa Kampong Thom (đã hoàn thành trên 99%).

ĐHQT của PHR đã thông qua kết quả kinh doanh Q1/14 với tổng doanh thu 377,06 tỷ đồng, tăng 13,3%/n/n hoàn thành 24,87% kế hoạch năm. Tuy giá bán bình quân Q1/14 giảm 24,8%/n/n xuống còn 48 triệu đồng/tấn, sản lượng tiêu thụ tăng 46,5%/n/n đạt 6.808 tấn. Lợi nhuận sau thuế tăng 27,1%/n/n lên 60,2 tỷ đồng, hoàn thành 28,5% kế hoạch năm. Năm 2014, PHR đặt mục tiêu doanh thu 1.516 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 211,27 tỷ đồng.

Với mức giá hiện tại, PHR đang được định giá hợp lý tại PE trung bình trong quá khứ là 6,6x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **GIỮ** với giá mục tiêu 35.000 đồng dựa trên P/E 2014 là 7,8 lần, sắp xỉ trung bình ngành.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH – KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Thị Ngân Tuyền*Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8081

tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí
- Ngân hàng

Trịnh Thị Ngọc Diệp

(84) 4 44 555 888 x 8208

diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

Trương Quang Bình

(84) 4 44 555 888 x 8087

binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

Nguyễn Hoài Nam

(84) 4 44 555 888 x 8029

nam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Phân tích kỹ thuật

Nguyễn Trung Hòa*Phó Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8088

hoa.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Ví mô
- Thép
- Bất động sản

Phạm Nhật Bích

(84) 8 44 555 888 x 8083

bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

Nguyễn Thị Sony Trà Mi

(84) 8 44 555 888 x 8084

mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Cảng biển
- Dược phẩm
- Thực phẩm và đồ uống

Nguyễn Thanh Lâm

(84) 8 44 555 888 x 8086

thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Phân tích kỹ thuật

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 này bộ. Kết quả điều tra này sẽ được công bố trong báo cáo quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Thái Lan vào ngày phát hành. Vì vậy những điều tra này có thể bị thay đổi sau ngày phát hành. Maybank Kim Eng Securities (Thái Lan) Public Company Limited ("MBKET") không xác nhận hay chứng nhận về tính chính xác của những kết quả điều tra này.

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

Mỹ (US)

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

Anh (UK)

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

CÔNG BỐ THÔNG TIN

Công bố tổ chức hợp pháp

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

Tuyên bố lợi ích

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

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

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

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

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

NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

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

Lưu ý

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

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

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

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

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

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

• **Malaysia**

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

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

• **Philippines**

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

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

• **South Asia Sales
Trading**

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

• **Singapore**

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

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

• **Hong Kong**

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

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

• **Thailand**

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

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

• **North Asia Sales
Trading**

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

• **London**

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

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

• **Indonesia**

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

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

• **Vietnam**

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

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

• **New York**

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

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

• **India**

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

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

• **Saudi Arabia**

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

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

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