



Báo cáo chiến lược Q3/14

Kỳ vọng tăng trưởng

- Tính trong Q3/2014, VN-Index hoạt động cân bằng, ghi nhận mức tăng nhẹ 3,6%. Đà tăng được kỳ vọng sẽ duy trì trong những tháng cuối cùng của năm.
- Mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô vẫn được giữ vững.
- Dự báo KQKD của các công ty niêm yết 2014 -2015 lạc quan.

Thị trường trong Quý 3/2014 hoạt động ở mức "cân bằng" với mức tăng nhẹ 3,6%. Điểm nhấn lớn nhất trong quý này là sự phân hóa ở các nhóm cổ phiếu và nhóm ngành trên thị trường. Giai đoạn đầu của Q3/2014 chứng kiến sự "lên ngôi" của nhóm ngành dầu khí và khoảng thời gian cuối quý là các cổ phiếu thuộc nhóm Bất Động Sản. Q3/2014 cũng chứng kiến mức hoạt động yếu hơn hẳn của nhóm cổ phiếu vốn hóa cao, một phần nguyên nhân đến từ việc khối ngoại đã bán ròng khá mạnh tay trong giai đoạn này.

Giữ quan điểm xuyên suốt đã có từ đầu năm 2014, chúng tôi cho rằng giai đoạn 2014-2015 vẫn là chu kỳ phù hợp để đặt niềm tin vào sự đi lên của thị trường chứng khoán Việt Nam. Sự tin tưởng này đến từ ba yếu tố căn bản bao gồm (1) Kinh tế trong giai đoạn phục hồi; (2) Chứng khoán vẫn là kênh đầu tư hấp dẫn nhất trong tương quan các kênh đầu tư trong nước; và (3) Khả năng hấp dẫn dòng vốn khối ngoại do TTCK Việt Nam hiện đang được định giá ở mức trung bình đi kèm với tiềm năng tăng trưởng EPS vào loại cao trong khu vực.

Dự báo tăng trưởng EPS bình quân của các cổ phiếu nằm trong danh mục phân tích của MBKE (chiếm 43% tổng vốn hóa của HSX và HNX) trong hai năm tới đạt 15%, với P/E kỳ vọng bình quân 10,23 lần.

Ngắn hạn hơn, chúng tôi có đánh giá lạc quan ở các tháng còn lại của năm 2014 và cho rằng VN-Index sẽ có cơ hội thử lại vùng đỉnh cao nhất tại khu vực 630-650 điểm ở thời điểm cuối năm.

Tính đến 30/9/2014

VN-Index: 598,8 ; +18,7% YTD
HNX-Index: 88,6 ; +30,7% YTD

Đánh giá triển vọng ngành

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

Các khuyến nghị

Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	PE 2015	EPS CAGR 2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY (%)
DHG	380	9,3	23,5	30,1	3,1	3,3
DMC	52	6,9	22,1	18,7	1,4	4,2
PVD	1348	8,0	20,0	27,3	2,4	2,1
CNG	48	5,9	5,5	38,6	2,2	9,2
CSM	144	7,0	30,0	23,6	2,0	2,6
PPC	359	7,4	-9,3	18,4	1,3	3,1
HBC	42	9,6	49,7	7,1	0,9	5,9
HVG	201	9,0	1,0	14,2	1,7	3,0
VHC	155	7,6	30,4	18,3	1,8	0,0
VNS	119	7,2	9,9	21,7	1,6	4,4
DHC	15	6,7	9,5	17,1	1,1	6,3
FMC	23	5,5	6,1	17,9	1,5	4,6
VNM	4991	13,1	8,7	35,0	6,7	2,9

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



Tính từ đầu năm 2014 đến nay, VN-Index ghi nhận mức tăng 18,6%.
 Tính riêng trong Quý 3, thị trường chỉ có mức tăng "khiêm tốn" 3,6%. Diễn biến trong Quý 3 cũng chia ra hai giai đoạn rõ rệt:

- **Giai đoạn tăng trưởng:** Tiếp nối đà tăng khá mạnh từ cuối Quý 2, hai tháng 7 và 8 thật sự là khoảng thời gian thành công với thị trường. Thanh khoản duy trì mức trung bình trong tháng 7 nhưng tăng rất đột ngột khi bước vào tháng 8, một phần do nhà đầu tư rơi vào trạng thái hưng phấn và chấp nhận rủi ro ở mức cao khi mở rộng việc sử dụng đòn bẩy tài chính.
- **Giai đoạn điều chỉnh:** Sau khi tăng mạnh liên tục trong ba tháng và tình trạng sử dụng đòn bẩy tài chính được đẩy lên quá mức, thị trường bước vào pha điều chỉnh mạnh kể từ đầu tháng 9 và tính đến thời điểm thực hiện báo cáo này quá trình điều chỉnh này vẫn chưa thật sự kết thúc.

Thanh khoản mở rộng. Hoạt động giao dịch trong Q3/2014 ghi nhận sự sôi động hơn rất nhiều so với quý liền trước, đặc biệt từ thời điểm tháng 8 trở đi. Thống kê cho thấy giao dịch khớp lệnh bình quân trên sàn HSX đạt mức 120 triệu cổ phiếu/phiên, cao hơn 29,6% so với mức của Q2/2014 (92,6 triệu cổ phiếu/phiên). Thanh khoản mở rộng cho thấy nhà đầu tư đang hoạt động sôi nổi hơn cũng như chấp nhận mức độ rủi ro cao hơn khi giao dịch trên TTCK Việt Nam.

Như vậy có thể thấy thị trường đã có Quý 1 tăng tốc rất nhanh, Quý 2 điều chỉnh và Quý 3 tăng "khiêm tốn" trở lại. Câu hỏi đặt ra lúc này liệu trong Q4/2014 đà tăng nhẹ của Quý 3 có được duy trì và mở rộng hay thị trường lại tiếp tục quay lại trạng thái suy yếu.

Ngắn hạn quý 4/2014: Kỳ vọng sự tăng tốc

Xét ngắn hạn trong Q4/2014, Chúng tôi nghiêng nhiều hơn về khả năng thị trường tiếp tục duy trì kết quả tăng điểm với tốc độ bằng hoặc cao hơn Q3/2014 bởi một số lý do sau:

- Yếu tố chu kỳ nghiêng về kết quả tăng;
- Khỏi ngoại nhiều khả năng giảm bán ròng;
- KQKD Q4/2014 kỳ vọng khả quan hơn.

Về yếu tố chu kỳ. Trái với Q3 thường không nhận được sự ủng hộ tăng giá về mặt chu kỳ, quan sát của chúng tôi cho thấy liên tiếp hai năm 2012 và 2013, Quý 4 là giai đoạn thuận lợi khi thị trường đều ghi nhận các mức tăng tốt.

Thêm vào đó, tính trong trung dài hạn từ năm 2012 đến hiện nay, VN-Index vẫn nằm trong xu hướng tăng lớn và mức tăng trung bình trong các năm thống kê được là 23%. Nếu giả định 2014 tiếp tục duy trì trạng thái như các năm trước đó, dư địa tăng trưởng còn lại cho thị trường là 4-5% trong quý cuối cùng của năm 2014.

Khối ngoại có thể giảm áp lực bán ròng. Như lo lắng trước đó của chúng tôi đã đề cập trong báo cáo chiến lược Q3/2014, khối ngoại thật sự đã có một quý giao dịch tiêu cực khi trạng thái bán ròng chiếm ưu thế. Cụ thể trong Quý 3/2014, khối ngoại bán ròng 1.268 tỷ đồng trên sàn HOSE. Chúng tôi không quá ngạc nhiên với động thái này do ở giai đoạn Quý 2 trước đó nhà đầu tư nước ngoài đã có phần "hơi mạnh tay" khi mua ròng mạnh gần 5.000 tỷ đồng và việc giảm bớt lực mua là điều đã được dự báo trước.

Dù vậy tính từ đầu năm đến nay, cần nhấn mạnh trạng thái chính của khối ngoại vẫn là mua ròng với con số khoảng 4.732 tỷ đồng trên HOSE. So sánh với tương quan các nước trong khu vực, chúng tôi vẫn nhấn mạnh tính hấp dẫn của TTCK Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn ngoại và vì vậy nhiều khả năng sau một Quý 3 bán ròng khá mạnh, NĐTNN có thể sẽ giảm bớt áp lực bán trong các tháng cuối cùng của 2014.

KQKD Q4/2014 kỳ vọng khả quan hơn. Tình hình sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết nhìn chung đang tiếp tục có sự cải thiện và chúng tôi rất kỳ vọng kết quả kinh doanh cả năm 2014 sẽ khả quan hơn. Những nhóm ngành được chúng tôi ưa thích nhất bao gồm: Dầu khí, Thủy sản, Hàng Tiêu dùng và Bất Động sản (phân khúc trung bình).

Đánh giá ngắn hạn: Tăng nhẹ. Với những phân tích nêu trên, chúng tôi cho rằng VN-Index trong giai đoạn đầu Q4/2014 vẫn có thể tiếp tục thực hiện pha điều chỉnh kéo dài từ đầu tháng 9. Dù vậy đứng về quan điểm kỹ thuật, đà giảm sẽ ít có khả năng xuyên phá hỗ trợ kỹ thuật mạnh tại 590 điểm. Nếu không có bất kỳ thông tin đột biến nào quá tiêu cực, khả năng tăng nhẹ thêm 4-5% của VN-Index trong các tháng cuối năm 2014 để tiệm cận lại vùng đỉnh cũ tại 630-650 theo chúng tôi là hoàn toàn khả thi.

Trung hạn: vẫn tích cực

Giữ quan điểm xuyên suốt đã có từ đầu năm 2014, chúng tôi cho rằng giai đoạn 2014-2015 vẫn là chu kỳ phù hợp để đặt niềm tin vào sự đi lên của thị trường chứng khoán. Sự tin tưởng này đến từ ba yếu tố căn bản:

- Kinh tế trong giai đoạn phục hồi từ vùng đáy;
- Chứng khoán vẫn là kênh đầu tư hấp dẫn nhất trong tương quan các kênh đầu tư trong nước,
- Khả năng hấp dẫn dòng vốn khối ngoại.

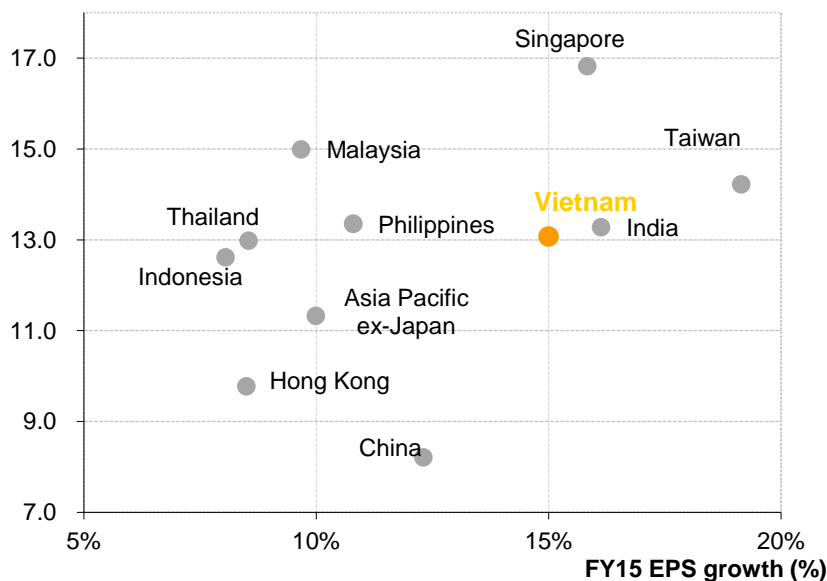
Kinh tế trong pha hồi phục. Kinh tế vĩ mô Việt Nam trong năm 2014 dù trải qua một số xáo trộn nhất định từ sự kiện Biển Đông, nhìn chung vẫn được chúng tôi đánh giá khá ổn định và tiếp tục trong chu kỳ hồi phục. Các số liệu kinh tế vĩ mô (sẽ được phân tích chi tiết ở các phần sau) đều đang ủng hộ nhìn nhận này của chúng tôi và đây là tiền đề căn bản nhất cho những kỳ vọng đi lên của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tương quan các kênh đầu tư trong nước. So sánh mối tương quan các kênh đầu tư khác nhau tại Việt Nam hiện nay có thể thấy rõ sự nổi trội của kênh Chứng khoán khi đặt bên cạnh các kênh Tiền gửi, Vàng, Ngoại tệ và Bất Động Sản. Lãi suất tiền gửi hiện ở mức thấp (5,5% – 6,5%) và vẫn có thể duy trì tại vùng này trong thời gian dài sắp tới. Với kênh ngoại tệ, giá USD trên thị trường tự do và ngân hàng tăng khá mạnh trong những ngày cuối cùng của Q3/14, dù vậy chúng tôi cho rằng có rất ít động lực để NHNN điều chỉnh mạnh tỷ giá trong bối cảnh dự trữ ngoại hối của Việt Nam đang dồi dào và cân thương mại thặng dư. Với bất động sản, dù đang thoát dần khỏi tình trạng đóng băng, nhìn chung khả năng kiếm lợi trong kênh này vẫn không được chúng tôi đặt kỳ vọng cao.

Khả năng hấp dẫn dòng vốn ngoại. Trong ngắn hạn, Khối ngoại đang bán ròng và có thể duy trì đà bán ròng thêm một thời gian nữa, dù vậy xét về trung dài hạn, chúng tôi hoàn toàn tin rằng TTCK Việt Nam so sánh với các quốc gia khác vẫn được xem là điểm đến hấp dẫn dành cho dòng vốn ngoại khi định giá ở vẫn mức trung bình đi kèm với tiềm năng tăng trưởng EPS vào loại cao trong khu vực và duy trì sự ổn định rất cao về chính trị, xã hội. Với các lý do nêu trên, chúng tôi cho rằng dòng tiền trong giai đoạn sắp tới vẫn hoạt động mạnh chủ yếu tại kênh Chứng khoán.

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

FY15 PER (x)



Nguồn: Bloomberg, MBKE



Kinh tế Vĩ mô 9T14

Tiếp tục đà hồi phục

- Bức tranh kinh tế cho tín hiệu hồi phục khả quan hơn
- Cán cân thương mại thặng dư góp phần ổn định tỷ giá

Tin tức sự kiện

Kinh tế tăng trưởng đáng kể trong Q3/14 ở mức 6,19%

Tỷ giá rung lắc mạnh vào cuối Q3/14.

Nhận định của MBKE

Kinh tế Q3/14 tăng trưởng tốt. Tổng cục thống kê vừa báo cáo tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q3 tăng 6,19%/n/n, tốt hơn nhiều so với cùng kỳ (Q3/13 tăng 5,54%). Tính chung 9 tháng đầu năm tăng 5,62% (Q1/14 tăng 5,09%, Q2/14 tăng 5,42%). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP trong Q4/14 sẽ tiếp tục khả quan

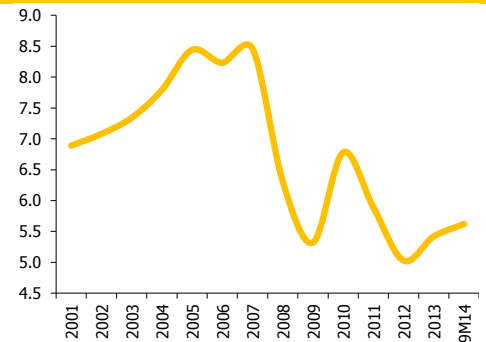
Lạm phát tiếp tục đứng ở mức thấp. Chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 9 tăng 0,4% so với tháng 8, tăng 4,61% so với cùng kỳ năm 2013. Chúng tôi cho rằng, nhìn chung CPI cả nước vẫn ở mức khá thấp và khả năng đạt được mục tiêu lạm phát dưới 7% trong năm nay là hoàn toàn khả thi. Lạm phát thấp sẽ tạo dư địa để NHNN tiếp tục nới lỏng hơn chính sách tiền tệ khi cần để kích thích tăng trưởng tín dụng nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Sản xuất công nghiệp tăng trưởng tốt. Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tháng Chín ước tính tăng 8,6% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn đáng kể so với mức tăng tháng 8 (+6,7%/n/n). Ngoài ra, chỉ số PMI đứng trên 50 trong 12 tháng trở lại đây cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng. Mặc dù vậy, thử thách lớn nhất của ngành sản xuất lúc này chính là việc chính phủ thắt chặt quy định về tải trọng xe khiến cho tiến độ giao hàng chậm hơn trước đồng thời làm tăng chi phí của các doanh nghiệp sản xuất.

FDI giải ngân tiếp tục tăng trưởng. FDI thực hiện 9 tháng năm nay ước tính đạt 8,9 tỷ USD, tăng 3,2%/n/n. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những tháng còn lại của năm 2014 nhờ vào một số dự án FDI tiêu biểu như: dự án nhà máy thứ ba của Samsung tại Bắc Ninh với vốn đăng ký 1 tỷ USD (đăng ký vào tháng 7) và dự án Khu dân cư tại số 90 Nguyễn Hữu Cảnh với vốn 200 triệu USD (đăng ký vào tháng 4).

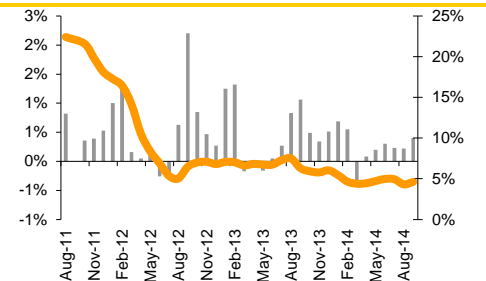
Tỷ giá có lý do để ổn định đến cuối năm. Giá USD trên cả hai thị trường tự do và ngân hàng có những rung lắc vào cuối T9/14. Tuy nhiên, với dự trữ ngoại hối lớn (trên 35 tỷ USD) và thặng dư thương mại 9 tháng đầu năm ở mức cao (~2,4 tỷ USD) chúng tôi cho rằng có rất ít động lực để NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá với biên độ lớn từ đây đến cuối năm. Trong trường hợp NHNN có điều chỉnh tăng tỷ giá thì chúng tôi cho rằng cũng chỉ ở mức khiêm tốn là dưới 0,5% trong những tháng còn lại của năm 2014.

Tăng trưởng GDP



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

CPI cả nước



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

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

Kinh tế Q3/14 tăng trưởng tốt nhờ khu vực sản xuất

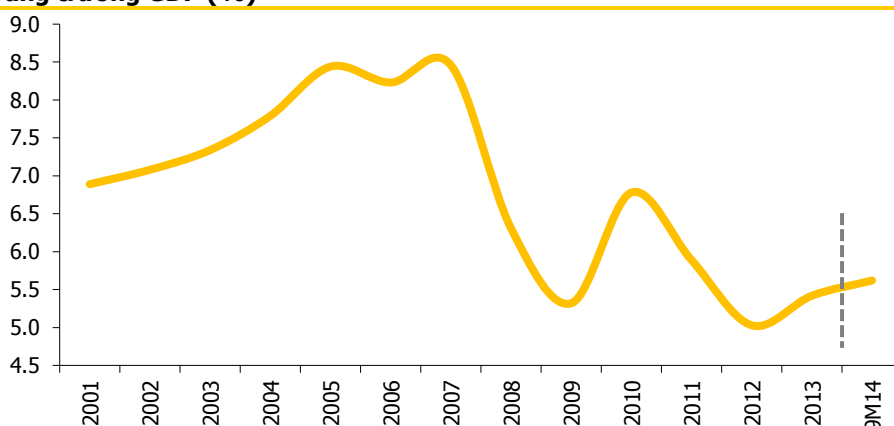
Theo Tổng cục thống kê, cáo tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q3/14 tăng 6,19%/n/n, cao hơn nhiều so với cùng kỳ (Q3/14 tăng 5,54%/n/n). Tính chung 9 tháng đầu năm 2014, GDP cả nước tăng 5,62%/n/n, cao hơn so đáng kể so với tăng trưởng GDP 2013 là 5,14%/n/n.

Trong đó, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng tốt nhất ở mức 6,42%/n/n, cao hơn mức 5,20%/n/n của 9 tháng năm 2013, đóng góp 2,46 điểm phần trăm vào tăng trưởng chung của nền kinh tế. Kế tiếp là khu vực dịch vụ tăng 5,99%/n/n, đóng góp 2,62 điểm phần trăm. Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,39%/n/n, đóng góp 0,54 điểm phần trăm.

Trong khu vực công nghiệp và xây dựng, ngành công nghiệp tăng 6,44%/n/n so với cùng kỳ năm trước. Trong đó công nghiệp chế biến, chế tạo có tăng mạnh nhất với mức tăng 8,57%/n/n, cao hơn nhiều so với mức tăng cùng kỳ một số năm trước (Năm 2013: 6,8%/n/n; Năm 2012: 5,5%/n/n). Ngành xây dựng tăng 6,30%/n/n, cao hơn mức tăng 5,34%/n/n của 9 tháng năm 2013. Ngành khai khoáng giảm 0,61%/n/n.

Với đà tăng trưởng Q3/13, cộng với tăng trưởng tín dụng đang có dấu hiệu tăng tốc trở lại (tính đến ngày 23/9, tín dụng tăng 7%, tăng đáng kể so với mức cuối tháng 8 là 4,5%) chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP trong Q4/14 sẽ tiếp tục khả quan và khả năng Việt Nam đạt được mục tiêu tăng trưởng 5,8% cho cả năm 2014 là tương đối khả thi.

Tăng trưởng GDP (%)



Nguồn: BMI, MBKE tổng hợp

Lạm phát 9 tháng tiếp tục duy trì ở mức thấp

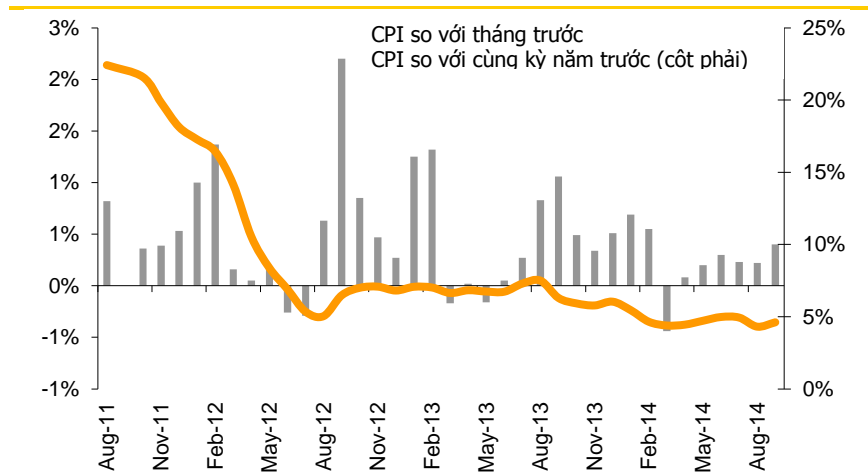
Theo công bố của Tổng cục thống kê, chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 9 tăng 0,4% so với tháng 8, tăng 4,61% so với cùng kỳ năm 2013 (mức tăng thấp nhất 10 năm trở lại đây). Có 9/11 nhóm hàng tăng giá trong tháng 9.

Đóng góp lớn vào mức tăng CPI tháng 9 là nhóm giáo dục (chiếm khoảng 5,7% rổ tính CPI) tăng tới 6,38% so với tháng trước, trong đó dịch vụ giáo dục tăng 7,17%. Chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của nhóm giáo dục lên CPI trong kỳ chỉ mang tính chất ngắn hạn, thường diễn ra vào tháng 9 hàng năm khi bước vào mùa khai giảng (nhóm giáo dục tăng 9,38%t/t trong năm 2013). Nhóm tăng mạnh kế tiếp là nhóm May mặc, mũ nón, giày dép, chiếm 7,3% rổ tính CPI, tăng 0,32% so với tháng trước, tuy vậy vẫn dưới mức tăng chung của chỉ số.

Ở chiều giảm, nhóm giao thông, chiếm khoảng 8,9% rổ CPI, bất ngờ giảm 1,85% so với tháng trước. Ngoài ra, nhóm Nhà ở, Vật liệu xây dựng và chất đốt, chiếm khoảng 10% rổ tính CPI, cũng giảm đáng kể 0,48% so với tháng trước. Các đợt điều chỉnh giảm giá bán lẻ các mặt hàng như gas, xăng, dầu trong tháng đã khiến các nhóm hàng này giảm đáng kể so với tháng trước.

Chúng tôi cho rằng, nhìn chung CPI cả nước vẫn ở mức khá thấp và khả năng đạt được mục tiêu lạm phát dưới 7% trong năm nay là hoàn toàn khả thi. Lạm phát thấp sẽ tạo dư địa để NHNN tiếp tục nới lỏng hơn chính sách tiền tệ khi cần để kích thích tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng kinh tế.

CPI cả nước

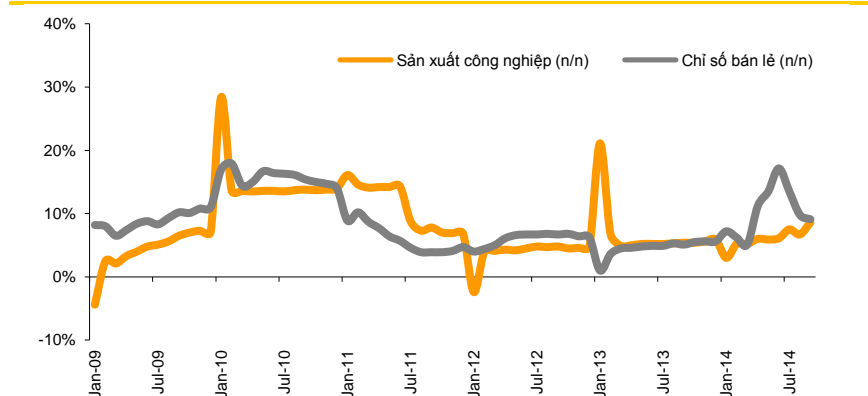


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Sản xuất công nghiệp tăng trưởng tốt

Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tháng Chín ước tính tăng 8,6% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn đáng kể so với mức tăng tháng 8 (+6,7% n/n). Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9,2%. Sản xuất và phân phối điện tăng 12,6% n/n ; cung cấp nước, xử lý rác thải, nước thải tăng 6,8% n/n . Công nghiệp khai khoáng tăng 5,6% n/n .

Chỉ số sản xuất công nghiệp & chỉ số bán lẻ

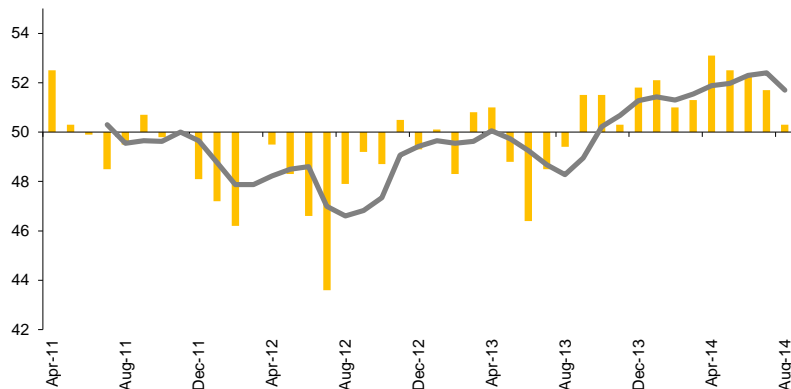


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Ngoài ra, chỉ số PMI liên tục đứng trên 50 trong 12 tháng trở lại đây cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng (PMI tháng 9 đứng ở mức 51,7 điểm). Mặc dù vậy, thử thách lớn nhất của ngành sản xuất lúc này chính là việc

chính phủ thắt chặt quy định về tải trọng xe khiến cho tiến độ giao hàng chậm hơn trước đồng thời làm tăng chi phí của các doanh nghiệp sản xuất.

PMI Việt Nam

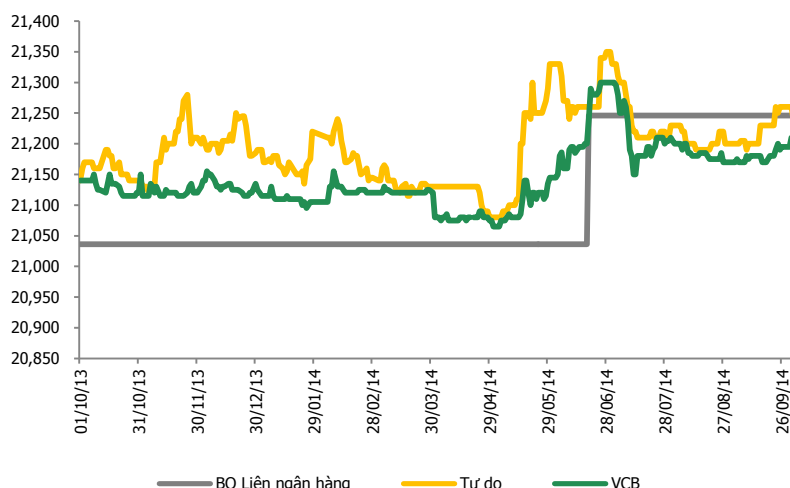


Nguồn: HSBC Markit Economics, MBKE tổng hợp

Tỷ giá rung lắc cuối Q3 nhưng có thể ổn định đến cuối năm 2014

Giá USD trong những ngày cuối Q3/14 tăng mạnh trên cả hai thị trường tự do và ngân hàng, trong đó giá USD ngân hàng có lúc chạm ngưỡng 21.300 đồng, vượt xa giá USD "chợ đen". Việc giá USD tăng có thể là do: 1) nhu cầu USD trong nước tăng do hoạt động nhập khẩu nguyên liệu phục vụ sản xuất cuối năm tăng. Có thể thấy rõ điều này qua chỉ số sản xuất công nghiệp và chỉ số PMI tháng 9 (51,7) cải thiện rất đáng kể, cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng; 2) đồng USD trên thế giới đang mạnh dần trong thời gian gần đây.

Tỷ giá USD/VND tại các thị trường

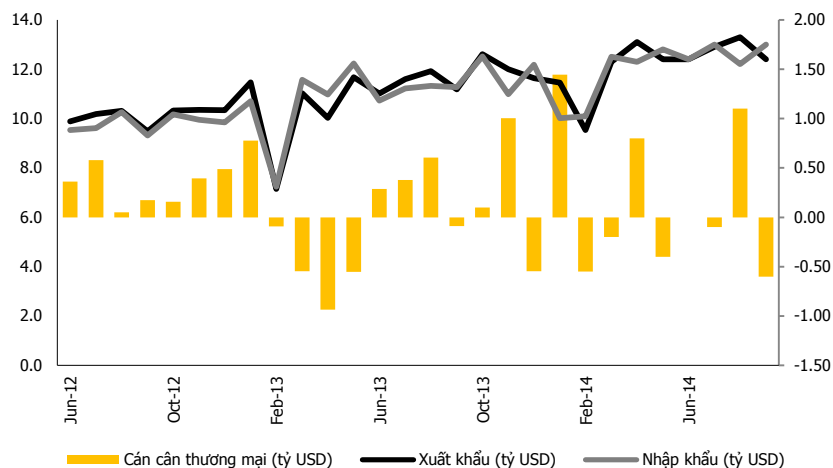


Nguồn: SBV, MBKE tổng hợp

Với dự trữ ngoại hối lớn (trên 35 tỷ USD), FDI giải ngân tăng trưởng và thặng dư thương mại 9 tháng đầu năm ở mức cao (~2,4 tỷ USD) nhiều khả năng cán cân thanh toán sẽ tiếp tục thặng dư trong năm 2014. Tính đến thời điểm hiện tại chúng tôi cho rằng có rất ít động lực để NHNN điều chỉnh

tăng tỷ giá với biên độ lớn từ đây đến cuối năm. Trong trường hợp NHNN có điều chỉnh tăng tỷ giá thì chúng tôi cho rằng cũng chỉ ở mức khiêm tốn là dưới 0,5% trong những tháng còn lại của năm 2014.

Cán cân thương mại



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

Kết quả kinh doanh ước tính Q3/14 một số cổ phiếu

Mã CP	Sàn GD	Tên công ty	Doanh thu (tỷ đ)				Lợi nhuận ròng (tỷ đ)				Cổ tức (VND)	
			9T14	%YoY	FY14	%YoY	9T14	%YoY	FY14	%YoY	2013	KH 2014
BHS (*)	HSX	CTCP Đường Biên Hòa	1.931	-8,0%	2.556	-14,0%	61,8	971,0%	74,5	-8,0%	1.000	1.000
BMP	HSX	CTCP Nhựa Bình Minh	1.711	7,9%	2.208	3,6%	288,4	1,9%	367,0	-0,8%	3.000	2.000
BTP	HSX	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa Vũng Tàu	1.507	43,0%	1.547	36,6%	70,5	-49,0%	75,1	36,6%	800	800
CNG	HSX	CTCP CNG Việt Nam	806	14,0%	1.126	19,0%	84,6	-11,0%	119,0	-4,0%	3.500	3.500
CSM	HSX	CTCP Công nghiệp cao su Miền nam	2.566	10,0%	3.664	17,0%	252,8	-2,0%	336,0	-7,0%	2.300	2.300
CTD	HSX	CTCP xây dựng Cotec	4.574	21,6%	7.121	15,0%	223,8	19,2%	294,6	14,6%	2.000	2.000
DCL	HSX	CTCP Dược phẩm Cửu Long	516	5,1%	722	7,0%	30,6	14,7%	37,3	23,0%	-	1.500
DHC	HSX	CTCP Đông Hải Bến Tre	409	27,7%	486	6,7%	35,0	97,7%	41,6	53,7%	1.500	1.200
DHG	HSX	CTCP Dược Hậu Giang	2.657	11,3%	3.963	12,3%	426,5	-5,4%	594,2	0,9%	3.000	2.500
DMC	HSX	CTCP XNK Y tế Domesco	1.196	11,4%	1.730	21,0%	94,2	25,9%	133,5	24,1%	1.800	1.800
DPM	HSX	Tổng CT Phân bón & Hóa chất dầu khí	6.750	-16,1%	8.549	-17,9%	888,6	-54,6%	1.157,3	-46,0%	5.000	2.500
DPR	HSX	CTCP Cao Su Đồng Phú	494	-32,0%	871	-22,0%	111,9	-52,0%	278,0	-25,0%	4.000	3.000
DQC	HSX	CTCP Điện Quang	805	27,0%	1.040	29,9%	99,6	65,1%	126,0	3,9%	2.000	2.000
DRC	HSX	CTCP Cao Su Đà Nẵng	2.319	12,0%	3.455	23,0%	277,4	-1,0%	358,8	-4,0%	2.000	2.000
EVE	HSX	CTCP Everpia Việt Nam	497	-6,1%	739	-1,7%	57,0	-16,1%	75,5	-11,5%	1.100	-
FMC	HSX	CTCP Thủy sản Sao Ta	2.098	39,6%	3.179	45,3%	33,1	551,1%	57,4	75,4%	1.500	1.500
FPT	HSX	CTCP FPT	23.742	20,0%	32.286	19,5%	1.177,0	3,8%	1.659,0	3,2%	3.000	2.000
HBC	HSX	CTCP xây dựng và kinh doanh địa ốc Hoà Bình	2.282	-19,0%	3.443	0,3%	31,7	-5,4%	71,1	168,7%	500	1.500
HRC	HSX	CTCP Cao Su Hòa Bình	133	-58,0%	229	-44,0%	45,5	-6,0%	49,8	-39,0%	2.500	2.500
HVG	HSX	CTCP Thủy sản Hùng Vương	12.100	55,3%	16.100	44,0%	336,0	50,4%	481,7	94,3%	2.000	1.000
IMP	HSX	CTCP Dược phẩm Imexpharm	651	7,1%	951	12,9%	62,5	2,3%	84,7	38,7%	2.500	2.500
KDC	HSX	CTCP Kinh Đô	3.645	6,1%	4.947	7,1%	406,0	-0,7%	530,6	7,9%	2.000	2.000
MWG	HSX	CTCP Thế Giới Di Động	10.849	-	15.071	57,9%	478,1	-	616,7	141,3%	-	-
NTP	HNX	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	2.151	17,1%	2.677	7,5%	250,1	15,6%	275,0	-5,0%	3.000	2.500
PHR	HSX	CTCP Cao su Phước Hòa	901	-34,0%	1.650	-13,0%	190,3	-1,0%	309,0	-17,0%	3.000	3.000
PPC	HSX	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	5.692	17,5%	7.649	16,1%	661,6	-52,7%	1.060,5	-34,9%	800	-
PVD	HSX	CTCP Khoan và dịch vụ khoan dầu khí	14.938	43,0%	18.394	24,0%	1.985,0	42,0%	2.400,0	35,0%	1.000	2.000
RAL	HSX	CTCP Rạng Đông	1.925	21,8%	2.561	11,5%	37,6	-46,3%	46,8	-45,4%	3.500	3.000
SBT (*)	HSX	CTCP Thành Thành Công Tây Ninh	1.372	-8,0%	1.666	-28,0%	69,3	-48,0%	110,0	-44,0%	1.000	1.000
SJD	HSX	CTCP Thủy điện Cần Đơn	314	20,6%	365	17,8%	155,4	13,8%	167,7	13,1%	1.800	2.000
TRA	HSX	CTCP Traphaco	1.194	-7,1%	1.682	0,0%	100,6	-16,2%	141,6	-5,2%	2.000	2.000
TRC	HSX	CTCP Cao su Tây Ninh	349	-19,0%	577	-14,0%	102,3	-32,0%	137,0	-39,0%	3.000	3.000
VCG	HNX	Tổng CTCP XNK và xây dựng Việt Nam	5.619	-33,3%	9.583	-13,7%	220,6	79,0%	464,4	-6,4%	400	600
VHC	HSX	CTCP Thủy sản Vĩnh Hoàn	4.182	12,4%	5.582	9,4%	316,0	111,2%	394,0	148,8%	1.500	-
VNM	HSX	CTCP Sữa Việt Nam	26.330	15,6%	35.925	16,1%	4.546,4	-10,2%	6.257,8	-4,2%	4.800	3.000
VNS	HSX	CTCP Ánh Dương Việt Nam	2.771	17,8%	3.925	24,3%	232,2	34,3%	337,3	50,8%	2.000	2.000
VSC	HSX	CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	651	12,8%	871	10,0%	172,1	6,9%	253,7	5,5%	2.000	2.000
VSH	HSX	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	215	15,7%	314	10,8%	107,8	-27,0%	175,5	-11,1%	1.000	1.000

(*) niên độ 1/7/2014-30/6/2015

Danh sách cổ phiếu khuyến nghị của MBKE

Mã CP	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	GTGD bình quân (triệu USD)	PE 2013 (x)	PE 2014 (x)	Profit CAGR3 (%)	EPS CAGR2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY1 (%)	DY2 (%)
ACB	Bán	646,8	0,1	7,4	6,5	na	na	12,0	1,0	4,0	6,0
BHS	Giữ	33,8	0,0	9,6	9,5	-3,1	-3,1	9,3	0,8	4,2	4,2
BMP	Giữ	147,7	0,1	8,1	7,7	5,1	5,1	20,8	1,8	4,4	2,9
BTP	Giữ	38,7	0,1	9,2	7,6	25,0	25,0	5,7	0,8	6,0	6,0
CNG	Mua	48,1	0,2	5,9	6,2	24,7	5,5	28,6	2,2	9,2	9,2
CSM	Mua	144,2	0,6	7,0	5,9	24,5	30,0	22,1	2,0	5,6	2,6
CTD	Giữ	123,0	0,0	7,8	7,0	13,3	13,3	11,7	1,0	3,1	3,1
CTG	Giữ	2541,9	0,2	8,8	8,1	na	na	14,0	1,2	0,0	0,0
DCL	Giữ	17,0	0,2	9,1	7,5	6,0	14,7	12,8	1,2	0,0	4,1
DHC	Mua	15,0	0,1	6,7	6,4	9,5	9,5	16,7	1,1	6,3	6,3
DHG	Mua	379,6	0,1	9,3	7,0	26,7	23,5	26,1	3,1	3,3	3,3
DMC	Mua	52,2	0,1	6,9	5,3	25,2	22,1	18,6	1,4	5,2	4,2
DPM	N/A	543,8	1,7	12,5	14,3	-16,4	-16,4	12,1	1,2	8,2	8,2
DPR	Giữ	86,1	0,1	6,7	4,9	-5,7	33,0	11,3	0,7	6,9	6,9
DQC	Giữ	58,5	0,1	8,6	7,6	5,9	5,9	14,0	1,4	3,9	3,9
DRC	Giữ	234,7	0,6	11,1	9,9	18,4	25,5	10,8	3,2	3,3	3,3
EIB	Bán	712,0	0,1	9,0	8,9	na	na	9,0	1,2	9,6	4,2
EVE	Giữ	32,2	0,0	7,3	6,6	16,2	16,2	9,1	0,8	3,7	3,7
FMC	Mua	23,0	0,2	5,5	5,0	6,1	6,1	20,0	1,5	4,6	4,6
FPT	Giữ	841,9	3,4	9,9	8,8	8,2	8,2	24,0	2,3	3,7	3,7
HBC	Mua	42,4	0,3	9,6	8,6	53,3	49,7	3,1	0,9	3,0	5,9
HRC	Bán	32,0	0,0	32,3	21,7	-27,3	54,0	11,4	1,3	5,7	5,7
HVG	Mua	201,4	2,0	9,0	8,7	1,0	1,0	16,3	1,7	3,0	3,0
IMP	Giữ	44,8	0,1	11,8	10,7	8,9	11,4	10,5	1,4	5,9	5,9
KDC	Giữ	714,8	2,0	17,9	16,2	-2,2	11,8	11,1	1,7	4,8	4,8
MBB	Mua	764,2	0,7	5,5	4,9	na	na	19,0	1,0	9,0	9,0
MSN	Giữ	2806,0	1,0	27,2	21,5	29,9	141,0	3,2	4,9	0,0	0,0
MWG	Giữ	567,3	0,4	10,5	8,9	13,6	13,6	43,5	7,5	-	-
NTP	Giữ	128,9	0,0	10,3	9,5	2,5	2,5	20,2	1,9	6,4	5,4
PHR	Giữ	107,2	0,0	7,5	6,5	-13,9	15,0	13,8	1,1	8,8	8,8
PPC	Mua	359,5	0,8	7,4	6,3	-9,3	-9,3	34,3	1,3	5,8	3,1
PVD	Mua	1348,3	2,3	8,0	6,1	24,7	20,0	24,2	2,4	2,1	2,1
RAL	Giữ	24,4	0,0	9,2	7,5	21,4	21,4	9,1	1,0	7,7	6,6
SBT	Giữ	76,3	0,0	14,6	10,8	-13,1	-13,1	10,0	0,9	4,2	4,3
SJD	Giữ	61,0	0,1	7,4	7,0	11,7	3,1	20,2	1,3	6,6	6,6
STB	Giữ	1016,6	0,3	8,9	8,1	na	na	15,0	1,2	0,0	0,0
TRA	Giữ	88,3	0,0	12,0	9,7	7,3	-3,9	19,4	2,4	2,6	2,3
TRC	Giữ	44,8	0,1	7,2	6,6	-22,9	-22,3	7,0	0,6	8,7	8,7
VCB	Giữ	3375,2	0,6	14,7	14,5	na	na	10,0	1,5	4,3	4,3
VCG	Giữ	278,7	1,0	11,9	10,5	4,3	4,3	9,6	1,2	2,7	4,1
VHC	Mua	155,0	0,3	7,6	4,7	30,4	30,4	21,2	1,8	3,1	0,0
VNM	Mua	4991,2	1,1	13,1	11,1	10,5	8,7	39,6	6,7	2,4	2,9
VNS	Mua	118,7	0,0	7,2	6,2	10,0	9,9	24,5	1,6	4,4	4,4
VSC	Giữ	95,5	0,2	6,9	6,3	9,5	9,0	25,7	1,9	5,8	5,0
VSH	Sell	137,9	0,5	16,0	15,1	-0,6	-1,0	7,8	1,2	6,8	6,8



Ngành dầu khí

Triển vọng dài hạn tốt

- Kết quả SXKD của PVN 9 tháng đầu năm
- Bức tranh dài hạn khả quan.

Tin tức sự kiện

Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam (PVN) công bố kết quả hoạt động SXKD 9 tháng đầu năm với doanh thu từ các đơn vị thuộc tập đoàn đạt 560,1 nghìn tỷ đồng, tăng 2,1%/n/n.

Nhu cầu tiêu thụ dầu và khí tiếp tục vượt cung trong dài hạn thúc đẩy các hoạt động thăm dò và khai thác.

Nhận định của MBKE

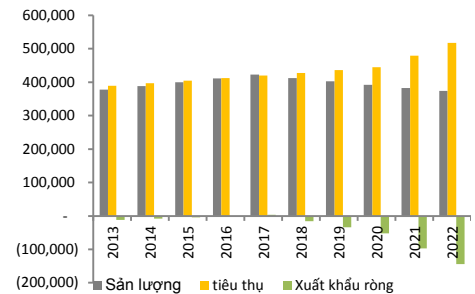
KQ hoạt động SXKD 9 tháng đầu năm của PVN. Tổng doanh thu của toàn bộ các đơn vị trong Tập đoàn 9 tháng đạt 560,1 nghìn tỷ đồng, tăng 2,1%/n/n, hoàn thành 84% kế hoạch năm. Tổng sản lượng khai thác quy dầu 9 tháng đạt 20,34 triệu tấn, tăng 2,7%/n/n. PVN đã sản xuất và cung cấp cho lưới điện quốc gia 11,92 tỉ kWh, sản xuất 1,23 triệu tấn đạm, 4,06 triệu tấn xăng dầu các loại. KQKD 9T14 ước tính của các công ty dầu khí niêm yết khả quan, đặc biệt là các công ty trong lĩnh vực thăm dò và xây lắp (Xem trang sau).

Mỏ cá voi xanh dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào 2021. Trong 9 tháng đầu năm 2014, PVN có 5 phát hiện dầu khí mới (xấp xỉ cả năm 2013). Đáng chú ý, PVN cho biết đã tìm thấy 1 mỏ khí lớn nhất từ trước đến nay tại vùng biển miền Trung, cách bờ biển Quảng Nam, Quảng Ngãi khoảng 85 km. PVN cho biết mỏ cá voi xanh dự kiến sẽ đón dòng khí đầu tiên vào năm 2021. Đây không phải là thông tin mới, tuy nhiên việc các mỏ dầu khí mới được phát hiện và đưa vào khai thác sẽ tạo động lực tăng trưởng cho các công ty hoạt động hạ nguồn (downstream) trong tương lai gần.

Sản lượng dầu thô tăng trong ngắn hạn nhưng giảm kể từ 2018. Sản lượng khai thác dầu thô được dự báo tăng từ 377.450 thùng/ngày (bpd) năm 2013 lên mức 422.890 bpd năm 2017, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 2,9% do có một vài mỏ mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, kể từ 2018 sản lượng khai thác ước giảm 1,9%/năm, và chỉ còn 373.560 thùng/ngày vào năm 2022, khi mỏ Bạch Hổ, hiện chiếm 45% sản lượng dầu cả nước, cạn dần.

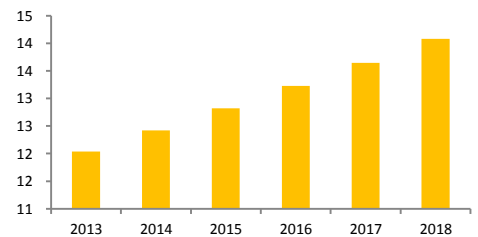
Nhu cầu khí vượt cung kể từ 2015. Sản lượng khí trong nước được dự báo tăng từ 12,04 tỷ m3 năm 2013 lên mức 14,06 tỷ m3 năm 2018, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép 3,2%. Tuy nhiên nhu cầu tiêu thụ khí được dự báo sẽ vượt cung khoảng 0,7 tỷ m3 khí vào 2015 và 5,8 tỷ m3 khí vào năm 2023. Để thu hẹp khoảng cách cung và cầu dầu và khí trong nước, PVN sẽ tập trung đầu tư đẩy mạnh các hoạt động thăm dò & khai thác (E&P). Chúng tôi cho rằng đây là chất xúc tác rất lớn đối với tăng trưởng của các công ty hoạt động trong lĩnh vực thăm dò, khoan và khai thác dầu và khí.

Sản lượng sản xuất & tiêu thụ (bpd)



Nguồn: ODS PetroData, MBKE

Sản lượng khí (tỷ m3)



Nguồn: ODS PetroData, MBKE

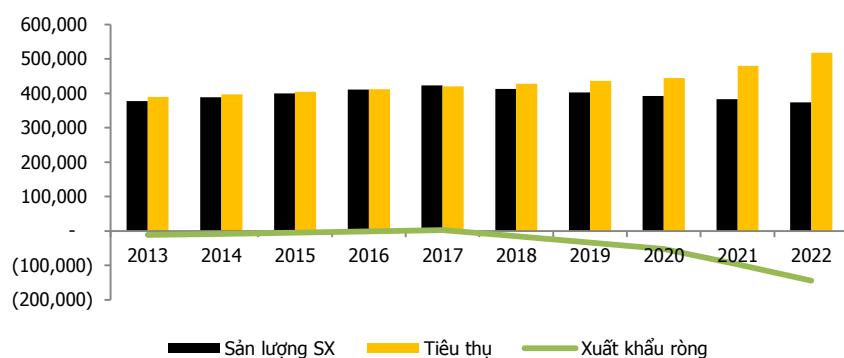
Trương Quang Bình
(84) 8 44 555 888 ext 8087
binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

Cầu dầu thô vượt cung trong dài hạn

Sản lượng khai thác dầu thô được dự báo tăng từ 377.450 thùng/ngày (bpd) năm 2013 lên mức 422.890 bpd năm 2017, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) khoảng 2,9% do có một vài mỏ mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, kể từ, sản lượng khai thác ước giảm 1,9%/năm xuống chỉ còn 373.560 bpd vào năm 2022 khi mỏ Bạch Hổ, hiện chiếm 45%, sản lượng dầu thô, cạn dần.

Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ dầu thô của Việt Nam năm 2013 ở mức 424.000 bpd 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 cho thấy cầu vượt cung trong dài hạn.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ dầu thô trong nước



Nguồn: BMI, MBKE tổng hợp

Nhu cầu LPG trong nước được dự báo tăng

Theo tổng cục thống kê, nhu cầu LPG năm 2013 ở mức 1,38 triệu tấn (tương đương gần 16 kg/người). Trong đó, sản lượng LPG sản xuất trong nước đạt 698.000 tấn, sản lượng LPG nhập khẩu đạt 680.000 tấn.

Theo thống kê, nhu cầu tiêu thụ LPG trung bình tăng khoảng 2,8% từ 2011 – 2013. Tuy nhiên, 8 tháng đầu năm 2014, nhu cầu LPG tăng 10%/n. Cơ cấu tiêu thụ LPG hộ gia đình/hộ công nghiệp vào khoảng 50/50.

Kể từ 2015, nhu cầu tiêu thụ LPG được dự báo tăng khoảng 6%/năm và đạt 1,9 triệu tấn vào năm 2018 chủ yếu là do Việt Nam có dân số tương đối trẻ dẫn đến dự báo số hộ gia đình sẽ tăng. Mức tăng trưởng này tương đối cao hơn dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam là 5,8% trong giai đoạn 2014-2019 của IMF.

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.

Cung vượt cầu thúc đẩy đầu tư thăm dò và khai thác

Để thu hẹp khoảng cách cung và cầu dầu và khí trong nước, thời gian tới các doanh nghiệp trong nước tập trung đầu tư thăm dò, khai thác các mỏ dầu và khí mới, cơ sở hạ tầng, đường ống... và mở rộng hơn nữa hệ thống phân phối sản phẩm. Trong năm 2014 PVN đầu tư 100,4 nghìn tỷ đồng cho các hoạt động này, tăng 31,2% so với thực hiện năm 2013.

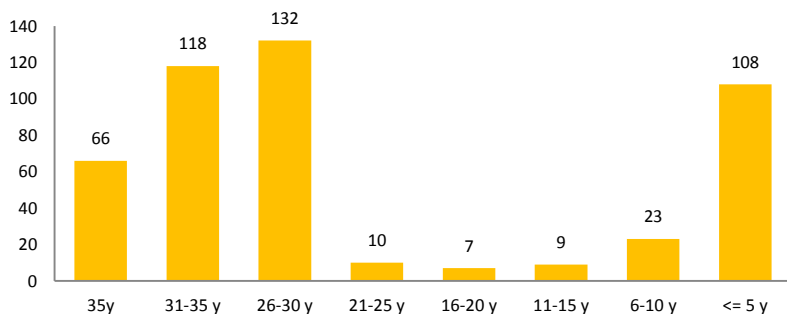
Chúng tôi cho rằng đây là chất xúc tác rất lớn đối với các công ty cung cấp dịch vụ thăm dò, tìm kiếm, khoan và khai thác dầu và khí.

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 mới mỗi năm để phục vụ cho nhu cầu này.

Số giàn khoan và số tuổi (số giàn khoan)



Nguồn: ODS PetroData, MBKE

Hoạt động kinh doanh các công ty trong ngành tương đối khả quan

CTCP Khí Việt Nam (GAS): GAS hiện độc quyền thu gom, vận chuyển, chế biến, dự trữ kinh doanh khí và các sản phẩm khí từ các mỏ do PVN và liên doanh làm chủ. Hiện nay, GAS dẫn đầu thị phần khí hóa lỏng (LPG) với 69% thị phần. Đây là lợi thế rất lớn khi nhu cầu sử dụng khí ngày càng tăng lên theo đà phát triển của nền kinh tế trong khi nguồn cung trong nước đang chững lại. Kể từ 2014, GAS sẽ khởi công dự án ống dẫn khí mới Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 1. Ngoài ra, GAS cũng đang triển khai giai đoạn 1 dự án kho chứa 1 triệu tấn LNG Thị Vải, dự kiến hoàn thành vào 2017. Đây là dự án tất yếu vì Việt Nam sẽ phải nhập khẩu khí vào năm 2017 khi nguồn cung các mỏ khí trong nước không bắt kịp tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ. Năm 2014, Chúng tôi dự báo doanh thu LNST ước tăng 6,5%/n và 2,2%/n đạt 69.722 tỷ đồng và 12.651 tỷ đồng.

CTCP Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS): chiếm khoảng 90% thị phần dịch vụ tàu chuyên dụng phục vụ hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam; nắm giữ 100% dịch vụ cảng kỹ thuật dầu khí. Ngoài ra PVS còn cung cấp các dịch vụ cơ khí dầu khí, vận hành & bảo dưỡng các công trình dầu khí. Lũy kế 9T14, doanh thu ước đạt khoảng 21.000 tỷ đồng, tăng 8,9%/n. LNTT 9T14 xấp xỉ 2013 ước đạt 1.400 -1.500 tỷ đồng, vượt kế hoạch lợi nhuận cả năm (1.100 tỷ đồng).

CTCP Khoan và dịch vụ khoan dầu khí (PVD): Nắm giữ 50% thị phần dịch vụ khoan và 50-70% thị phần dịch vụ liên quan đến khoan. Dự kiến giàn khoan tự nâng thế hệ mới PVD VI sẽ được bàn giao cho PVD trong

tháng 2/15. PVD có thể đầu tư thêm 1 giàn khoan tự nâng khác trong nửa cuối 2015. Lũy kế 9T14, doanh thu ước đạt hơn 14.938 tỷ đồng tăng 43%/n/n. Trong Q3/14, PVD đã thuê thêm 1 giàn khoan mới (Naga 6) nâng số giàn khoan thuê ngoài lên 7 giàn, từ 3-4 giàn khoan trong cùng kỳ 2013. LNST 9T14 ước đạt 1.949 tỷ đồng tăng 42%/n/n.

CTCP Kết cấu Kim loại & Lắp máy Dầu khí (PXS): PXS đã công bố KQKD 9T14 sơ bộ với doanh thu và LNST ước lần lượt tăng 95%/n/n và 108%/n/n, đạt 1.330 tỷ đồng và 102 tỷ đồng. Chúng tôi thận trọng ước tính doanh thu và LNST 2014 có thể lần lượt tăng 79%/n/n và 111%/n/n, đạt 1.849 tỷ đồng và 160 tỷ đồng. Triển vọng 2015, PXS lên kế hoạch doanh thu 2.622 tỷ đồng, tăng 41,8%/n/n. Ngoài các dự án đang thực hiện (Hàm Rồng, chân đế Thái Bình, nhiệt điện Thái Bình II) PXS sẽ triển khai thêm 3 dự án mới là Nghi Sơn (dự kiến khoảng hơn 900 tỷ đồng), P5 & P6 (chân đế & khối thượng tầng) và 1 dự án nước ngoài.

CTCP CNG Việt Nam (CNG): CNG và công ty mẹ là CTCP Khí hóa lỏng Miền nam (PGS) đang độc quyền phân phối khí CNG trên cả nước. CNG duy trì khả năng sinh lợi khá cao so với phần lớn các công ty cùng ngành. ROE và ROA lần lượt đạt 30,8% và 21,8% cao hơn đáng kể so với trung bình ngành 15,5% và 6,9%. Tỷ lệ nợ /Vốn CSH rất thấp chỉ khoảng 15,8%. Khả năng chi trả lãi vay khoảng 17 lần - khá an toàn. LNST 2014 ước giảm 4,2% còn 118,7 tỷ đồng. CNG cho biết sẽ duy trì mức chi trả cổ tức với tỷ lệ 35% mệnh giá (3.500 đồng/cp) cho 2014 và các năm tới, tương ứng lợi tức cổ tức 9,2%. Chúng tôi cho rằng, tỷ lệ cổ tức 35% mệnh giá là tương đối khả thi do CNG hiện đang nắm lượng tiền khá lớn 352 tỷ đồng (13.000 đồng/cp), tỷ lệ chi trả cổ tức/EPS khoảng 68% là tương đối phù hợp. Điểm sáng đối với CNG là khấu hao sẽ giảm mạnh trong 2015 (giảm 62,8%/n/n, xuống chỉ còn khoảng 48 tỷ đồng). Chúng tôi dự báo doanh thu cả năm 2015 ước chỉ tăng 10%/n/n, đạt 1.239 tỷ đồng. LNST 2015 tăng 46,6%/n/n lên 173,9 tỷ đồng.

Các cổ phiếu trong ngành

Cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ đồng)	PER lũy kế (x)	PER 2014 (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LN ròng (%)	Nợ/Vốn (%)
GAS	210.345	18,2	16,0	6,0	34,2	23,5	16,9	22,4
PVD	29.698	11,6	13,2	2,7	24,8	10,9	12,8	57,1
PVS	19.163	10,9	12,3	2,3	22,7	7,0	6,5	42,6
PVX	2.640	N/A	N/A	3,6	(101,8)	(7,6)	(18,4)	323,5
PXS	1.770	12,9	N/A	2,7	21,3	8,5	8,1	72,0
PGS	1.425	9,5	9,1	1,6	17,1	5,0	2,0	58,8
CNG	1.045	9,5	N/A	2,8	29,0	16,9	10,7	15,8
PVB	1.261	N/A	9,1	3,4	N/A	N/A	N/A	58,5
PVC	1.745	10,2	N/A	2,0	20,5	7,8	4,3	51,6
PVG	358	54,1	13,0	1,0	1,7	0,5	0,2	64,1
Trung bình	26.945	17,1	12,1	2,8	7,7	8,1	4,8	76,6

Nguồn: Bloomberg, MBKE Tổng hợp



Ngành thủy sản

Giá trị xuất khẩu tăng tốt

- Tổng giá trị xuất khẩu thủy sản 8 tháng 2014 tăng 22% n/n nhờ tôm tăng mạnh 48% n/n.
- Chính phủ tăng cường hỗ trợ ngành thông qua chính sách tái cấp vốn và miễn thuế VAT thức ăn chăn nuôi.
- HVG, FMC, VHC – cổ phiếu tiềm năng.

Tin tức/sự kiện

Theo Hiệp hội thủy sản trong 8 tháng đầu năm 2014, XK thủy sản đạt 5,08 tỷ USD, tăng 22,2% so với cùng kỳ năm ngoái. Sự tăng trưởng này chủ yếu nhờ vào kết quả xuất khẩu của mặt hàng tôm, đóng góp 50,1% vào tổng giá trị xuất khẩu, tăng mạnh 48,3% n/n. Trong khi cá tra, đóng góp 21,6% vào tổng giá trị xuất khẩu lại giảm nhẹ 1% n/n.

Nhận định của MBKE

Giá trị xuất khẩu tôm tăng đáng kể nhờ hưởng lợi từ các nước có nguồn cung tôm lớn trên thế giới như Thái Lan và Trung Quốc bị sụt giảm mạnh do dịch bệnh tôm chết sớm (EMS), giúp các nước xuất khẩu tôm khác như Việt Nam, Ecuador, Indonesia và Ấn Độ trở thành những nguồn cung quan trọng. Cộng thêm nhu cầu đặt hàng tôm tăng tại thị trường Mỹ nên giá tôm xuất khẩu trung bình đã tăng lên trong nhiều tháng qua. Nửa đầu năm nay, giá trung bình của tôm NK vào Mỹ tăng 35% so với cùng kỳ năm trước. Kết thúc tháng 8/2014, giá trị XK tôm sang Nhật Bản, EU, Trung Quốc và Hàn Quốc lần 5,2%, 96,2%, 32,4% và 99,6% n/n.

Giá trị xuất khẩu cá tra giảm do giá trị xuất khẩu sang 2 thị trường lớn nhất là EU và Mỹ đều giảm lần lượt 7,3% và 19,6% n/n. Hai thị trường này đóng góp 39,7% tổng giá trị xuất khẩu trong 8T2014, giảm so với mức 45,6% cùng kỳ năm trước. Mức giảm này do thuế chống bán phá giá (CBPG) POR9 cao hơn so với POR8 tại thị trường Mỹ đã ảnh hưởng lên khả năng cạnh tranh của cá tra Việt Nam so với cá da trơn của Mỹ. Bên cạnh đó, các DN xuất khẩu cá tra đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường nhỏ hơn như ASEAN và Brazil nhưng vẫn không thể bù đắp sự sụt giảm trên.

Theo kết quả 8T/2014, chúng tôi dự báo giá trị xuất khẩu tôm trong các tháng cuối năm tiếp tục tăng nhờ giá tôm vẫn giữ ở mức cao và ước đạt khoảng 4 tỷ USD cho cả năm 2014, tăng 33% n/n. Đối với cá tra, nhờ Nga dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu cá tra Việt Nam từ cuối T8/2014, chúng tôi kì vọng sản lượng cá tra xuất khẩu cải thiện vào các tháng cuối, ước đạt 1,7 tỷ USD cả năm 2014, giảm nhẹ 1,5% n/n.

Giá trị xuất khẩu thủy sản 8T/2014

Sản phẩm	Trị giá (tỷ USD)	Tỷ trọng	% n/n
Tôm	2,5	50,4%	48,3%
Cá tra	1,1	22,1%	-1,0%
Cá Ngừ	0,3	6,4%	-13,4%
Mực và bạch tuộc	0,3	6,0%	-13,5%
Nhuộm thể 2 mảnh vỏ	0,05	1,1%	11,1%
Cua, ghẹ và giáp xác khác	0,07	1,4%	20,8%
Khác	0,6	12,5%	18,1%
Tổng	5,08		22,2%

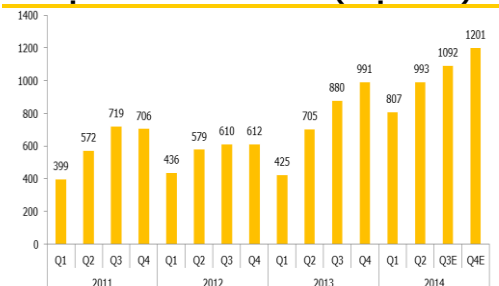
Nguồn: VASEP

Thị trường xuất khẩu thủy sản 7T/2014

THỊ TRƯỜNG	7T2014 (tỷ USD)		7T2013 (tỷ USD)		% n/n
	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	
Mỹ	0,97	23%	0,71	22%	37%
EU	0,79	19%	0,41	13%	90%
Nhật Bản	0,62	15%	0,58	18%	6%
Hàn Quốc	0,34	8%	0,22	7%	53%
Asean	0,32	8%	0,22	7%	46%
Trung Quốc	0,25	6%	0,20	6%	26%
Khác	0,94	22%	0,86	27%	10%
TỔNG CỘNG	4,2		3,2		32%

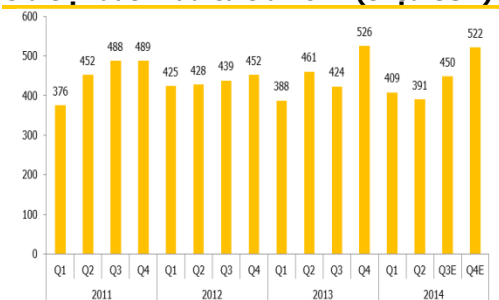
Nguồn: VASEP

Giá trị xuất khẩu tôm 2014 (triệu USD)



Nguồn: VASEP, MBKE

Giá trị xuất khẩu cá tra 2014 (triệu USD)



Nguồn: VASEP, MBKE

Phạm Nhật Bích
(84) 8 44 555 888 ext 8083
bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

Chính phủ tăng cường hỗ trợ ngành thông qua chính sách tái cấp vốn và miễn thuế VAT thức ăn chăn nuôi.

Tái cấp vốn lãi suất 0% cho người nuôi: Ngày 16/9/2014, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ban hành Thông tư số 26/2014/TT-NHNN quy định về việc NHNN tái cấp vốn đối với các tổ chức tín dụng về chính sách tín dụng đối với người nuôi tôm và cá tra.

Trước tình trạng cá tra nguyên liệu có nguy cơ bị thiếu hụt trầm trọng thì chính sách mới này sẽ tác động tích cực cho người nuôi cá tra vượt qua khó khăn và tái sản xuất. Xin nhắc lại, từ đầu năm đến nay, diện tích nuôi cá tra tại các tỉnh ĐBSCL giảm từ 2 -10% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân do giá thức ăn nuôi cá tăng cao trong khi giá bán lại chưa cải thiện nhiều, cùng với các khoản vay cũ với lãi suất cao đã khiến nhiều người nuôi thua lỗ, bỏ ao. Chúng tôi kỳ vọng những khoản vay mới sẽ được giải ngân từ đầu năm sau và giúp người nông dân bắt đầu tái sản xuất, cải thiện nguồn nguyên liệu cá tra.

Miễn thuế VAT thức ăn chăn nuôi thủy sản cho người nuôi: Ngày 26/8/2014, Văn phòng Chính phủ ban hành Thông tư số 344/TB-VPCP về việc đồng ý giảm thuế VAT đối với thức ăn chăn nuôi thủy sản từ mức 5% hiện nay xuống 0%.

Việc miễn thuế giá trị gia tăng (GTGT) sẽ làm giảm chi phí nuôi thủy sản của nông dân. Theo đó, các DN xuất khẩu thủy sản được hưởng lợi gián tiếp do nguồn nguyên liệu thủy sản đầu vào, được mua từ người trồng, sẽ rẻ hơn so với trước đây. Hơn nữa, miễn thuế GTGT có thể khuyến khích nhiều nông dân nuôi thủy sản qua đó gia tăng nguồn nguyên liệu thủy sản nội địa.

2015 thử thách và cơ hội.

Cá tra: Như trong báo cáo Ngành thủy sản ngày 23/6/2014, chúng tôi đã phân tích khá chi tiết về những thử thách trong 2015 do (i) Nghị Định 36 về quản lý sản xuất và xuất khẩu cá tra; (ii) Thuế chống bán phá giá (CBPG) POR9 cao hơn và (iii) Luật Farm Bill mới của Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) sẽ áp dụng vào đầu 2015. Ba yếu tố này dự báo sẽ làm doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất thủy sản giảm trong ngắn hạn do sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam vào Mỹ sẽ giảm và chi phí tăng (phí đầu tư vào vùng nuôi và phí thẩm định), nhưng xét về dài hạn sẽ giúp các DN phát triển bền vững nhờ nâng cao chất lượng và giá trị sản phẩm để đáp ứng yêu cầu xuất khẩu mới vào thị trường Mỹ, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu thị trường nhập khẩu cá tra Việt Nam.

Điểm sáng cho ngành là việc Nga đã cấm nhập khẩu thủy sản từ Na Uy (cá hồi), Mỹ (trứng cá, cá tuyết), EU (cá thu, cá sardine), Canada và Australia trong vòng 1 năm từ ngày 7/8/2014 vì vấn đề chính trị liên quan đến Ukraine đồng thời dỡ bỏ cấm vận đối với thủy sản Việt Nam kì vọng sẽ là cơ hội tốt cho Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu thủy sản sang Nga.

Tôm: Ngành tôm đang đối mặt với nhiều thử thách phía trước bao gồm (i) thuế CBPG POR8 tại thị trường Mỹ (tỷ trọng 30% - lớn nhất trong tổng giá trị xuất khẩu) ở mức 25,76%, cao hơn đáng kể so với mức 0% và 4,57% của POR7 và POR6; (ii) sản lượng xuất khẩu sang Nhật (tỷ trọng 17% - lớn

thứ 2 trong tổng giá trị xuất khẩu) có nguy cơ sụt giảm do dư lượng Oxytetracycline trong tôm Việt Nam (kháng sinh được phép sử dụng trong nuôi trồng thủy sản) cao hơn quy định (tối đa cho phép là 0,2 ppm); và (iii) nguồn tôm nguyên liệu trong nước thiếu hụt, chỉ đáp ứng 60-70% nhu cầu chế biến do công nghệ nuôi tôm còn lạc hậu, chủ yếu là nuôi quảng canh (dựa hoàn toàn vào thức ăn tự nhiên trong ao).

Tuy nhiên, tiềm năng xuất khẩu sang 2 thị trường lớn Mỹ và Nhật vẫn còn rất nhiều do yếu tố mùa vụ trong các tháng cuối năm, trong khi sản lượng tôm Thái Lan và Ấn Độ tiếp tục giảm do dịch bệnh EMS vẫn chưa khắc phục hoàn toàn. Ngoài ra, thị trường EU trong Q4/2014 cũng kỳ vọng tăng trưởng thêm do các đơn hàng cho sản phẩm tôm của Việt Nam xuất khẩu sang EU đang gia tăng nhờ chiếm được niềm tin của người tiêu dùng các nước EU.

HVG, VHC và FMC – cổ phiếu tiềm năng.

Trong các công ty thủy sản niêm yết, chúng tôi đánh giá cao CTCP thủy sản Hùng Vương (HVG) và CTCP thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC) nhờ thị trường xuất khẩu ổn định, vùng nuôi đạt tiêu chuẩn, hệ thống sản xuất và quản lý theo chuỗi giá trị. Ngoài ra chúng tôi cũng được đánh giá triển vọng tốt của CTCP thủy sản Sao Ta (FMC), đứng thứ 6 trong TOP10 các DN xuất khẩu tôm hàng đầu, có nhiều cơ hội cải thiện KQKD nhờ hưởng lợi từ giá tôm tăng cao. Ước tính KQKD 9T/2014 của HVG, VHC và FMC đều khả quan so với năm trước với LNST ước tính tăng lần lượt là 50% n/n, 111% n/n và 551% n/n.

Các công ty được niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2013	PE 2014 (*)	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/VCSH
HVG	4.580	28,8	8,4	2,0	6,3	1,6	1,1	188,1
VHC	3.352	18,7	7,9	2,3	12,5	5,4	3,4	40,6
FMC	421	7,3	7,3	1,7	24,0	7,9	2,0	172,2
IDI	602	7,9		1,0	12,7	4,4	3,4	148,1
TS4	209	7,7		0,7	10,1	2,7	2,7	173,7
AGF	580	9,9		0,7	6,2	2,1	1,5	129,2
VTF	1.004	7,6		1,1	16,0	9,1	3,4	64,7
AVF	178	7,1		0,3	4,0	1,0	1,2	282,3
AAM	157	11,2		0,6	5,1	4,4	2,4	5,5
TB	1.231	11,8		1,2	10,8	4,3	2,3	133,8

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

(*): Maybank Kim Eng dự báo



Ngành dược phẩm

Kỳ vọng ở 6T cuối năm 2014

- **Kênh phân phối ETC vẫn khó khăn trong 6T đầu năm nhưng OTC tiếp tục được đẩy mạnh.**
- **Kỳ vọng cải thiện tích cực trong 6 tháng cuối năm.**
- **Triển vọng 2014 và dài hạn lạc quan.**

Tin tức/sự kiện

6T/14, tổng doanh thu và lợi nhuận các công ty dược niêm yết tăng lần lượt khoảng 8% và 12% n/n.

Nhận định của MBKE

Ngoài trừ TRA, IMP và DBT có tỷ lệ tăng trưởng doanh thu âm thì các công ty còn lại đều có mức tăng trưởng khá tốt, dẫn đầu là DMC và OPC với mức tăng 21% n/n. DHG tiếp tục là doanh nghiệp có biên lợi nhuận cao nhất trong 6T/14.

Trong khi TRA đang gặp phải khó khăn do áp lực cạnh tranh trong phân khúc đông dược ngày càng gay gắt thì vấn đề của IMP và DBT là sự sụt giảm doanh thu từ hệ điều trị (ETC) do ảnh hưởng quy định đấu thầu mới. Trước đây, doanh thu ETC chiếm hơn 70% tổng doanh thu của 2 công ty này. Với tiêu chí lựa chọn thuốc trúng thầu ưu tiên theo giá, IMP và các công ty sản xuất dược khác trong nước vốn đầu tư cho chất lượng sản phẩm sẽ không có lợi thế về giá khi dự thầu. Ngược lại, các sản phẩm giá thấp từ Ấn Độ và Trung Quốc sẽ có nhiều cơ hội hơn. Thực tế, Ấn Độ đã vượt qua Pháp và vươn lên dẫn đầu các thị trường nhập khẩu dược phẩm vào Việt Nam trong 6T/14 với mức tăng 13,5% n/n.

Tuy nhiên, theo chúng tôi ảnh hưởng từ ETC sẽ giảm dần vào những tháng cuối năm khi thị trường chuyển sang mùa cao điểm của OTC. Thêm vào đó, trên cơ sở việc mở rộng OTC tiếp tục phát huy hiệu quả, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các công ty dược niêm yết, đặc biệt là các công ty lớn sẽ cải thiện tích cực trong 2 quý cuối năm. Q3/14, DHG, IMP và DMC là các công ty được kỳ vọng có kết quả tăng trưởng doanh thu tốt.

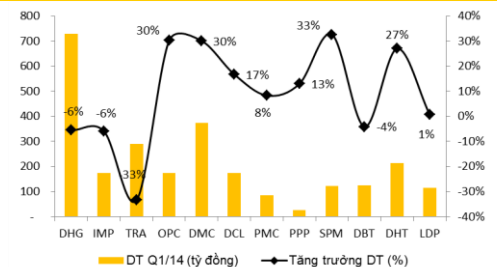
Riêng đối với TRA, chính sách bán hàng mới dường như đã bắt đầu phát huy hiệu quả từ Q2/14.

Về dài hạn, việc nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng từ GMP-WHO lên các tiêu chuẩn cao hơn như EU-GMP hoặc PIC/S sẽ giúp các công ty giải quyết được bài toán khó khăn của hệ điều trị, đồng thời phát triển cơ hội xuất khẩu. IMP, DHG, và DMC là các doanh nghiệp tiên phong trong chiến lược này.

Triển vọng chung của ngành dược vẫn khá lạc quan trong dài hạn. Theo BMI, tổng chi tiêu thuốc cả nước sẽ tăng trưởng bình quân 15,5%/năm trong giai đoạn 2014-2017.

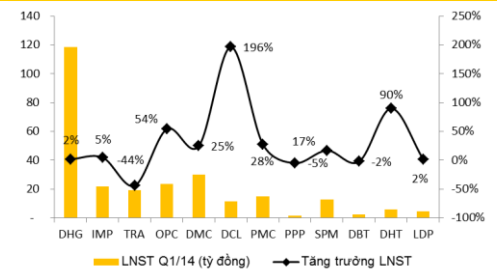
Trong số các công ty dược niêm yết, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA [DHG](#), [DMC](#) và khuyến nghị [Nắm giữ](#) [IMP](#), [TRA](#) và [DCL](#).

Doanh thu Q1/14 các công ty dược niêm yết



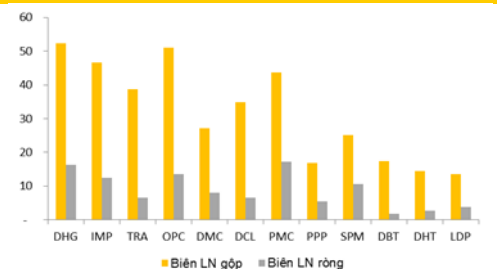
Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Lãi ròng Q1/14 các công ty dược niêm yết



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Khả năng sinh lợi các công ty dược niêm yết



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

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

Kết quả kinh doanh 6T/14 các công ty dược niêm yết

Công ty	Doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (%)	LNST (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST	Biên LN gộp	Biên LN ròng
VMD	5.491	11%	12	129%	8%	0%
DHG	1.693	9%	271	12%	53%	16%
DMC	772	21%	62	27%	27%	8%
TRA	721	-15%	60	-21%	41%	8%
DHT	405	17%	15	76%	16%	4%
IMP	373	-8%	43	5%	48%	12%
DCL	351	8%	23	28%	35%	7%
OPC	336	21%	36	5%	51%	11%
DBT	259	-8%	6	1%	17%	2%
SPM	239	20%	29	53%	26%	12%
LDP	232	3%	10	9%	13%	4%
PMC	174	6%	30	21%	45%	17%
PPP	56	19%	1	75%	17%	2%
Tổng	11.101	8%	597	12%		

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

** VMD, DHT, DBT, LDP là các công ty chuyên phân phối dược phẩm

Ngoại trừ TRA, IMP và DBT có tốc độ tăng trưởng doanh thu 6T/14 âm thì các công ty còn lại đều có mức tăng trưởng khá tốt, dẫn đầu là DMC và OPC với mức tăng 21% n/n.

DMC: với mức tăng 21% n/n, DMC dẫn đầu các công ty sản xuất tân dược niêm yết về tăng trưởng doanh thu trong 6T/14. Năng lực sản xuất đang là một trong những hạn chế của DMC, do công ty gần như đã hoạt động ở mức công suất tối đa. Tuy nhiên, trước khi dự án nhà máy mới được triển khai trong thời gian tới, để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng trong ngắn hạn, DMC đã nỗ lực tìm kiếm các giải pháp, bao gồm: (1) tách và chuyển các sản phẩm dược liệu từ nhà máy Non-betalactam sang nhà máy Herbal, tạo dư địa cho các sản phẩm tân dược – hàng chủ lực của DMC; (2) nâng cỡ lô sản xuất; và (3) thuê gia công đóng gói bên ngoài đối với các sản phẩm đơn giản. Nhờ vậy, năng lực sản xuất tân dược tăng thêm khoảng 22%. Ngoài ra, DMC cũng tái cấu trúc danh mục hàng hoá theo hướng tập trung vào các sản phẩm có hiệu quả cao hơn.

TRA: Áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt trong phân khúc đông dược đã tạo ra không ít khó khăn cho TRA từ 2013. Tuy nhiên, TRA cũng đã nhanh chóng thay đổi chính sách bán hàng trong 2014. Doanh thu 6T/14 mặc dù vẫn giảm 15,3%, nhưng đã có cải thiện hơn so với mức giảm 33,3% của Q1/14. Điều này là nhờ doanh thu Q2/14 tốt hơn, với mức tăng 3,8% n/n.

IMP & DBT là 2 công ty trước đây vốn phân phối sản phẩm chủ yếu qua hệ điều trị (ETC), khoảng 70% tổng doanh thu. Quy định đấu thầu mới theo Thông tư 36/2013-TTLT-BYT-BTC (sửa đổi bổ sung TT01/2012) đã và đang là khó khăn đối với một số doanh nghiệp dược trong nước, đặc biệt là IMP. Bởi thuốc trúng thầu vào bệnh viện gần như được lựa chọn theo tiêu chí giá. Với việc đấu tư cho chất lượng sản phẩm ngay từ đầu thì IMP và các công ty khác tương tự sẽ khó có lợi thế về giá khi tham gia thầu. Hơn nữa, giai đoạn đầu năm thường là mùa cao điểm của hệ ETC, do đó dù kênh thương mại (OTC) đã được IMP đầu tư mở rộng từ 2013 và tăng

trường khá tốt trong Q1/14, vẫn không đủ để bù đắp doanh thu sụt giảm từ ETC.

DHG tiếp tục là doanh nghiệp có biên lợi nhuận cao nhất

Biên lợi nhuận gộp của DHG cải thiện đáng kể từ 46,2% trong 6T/13 lên 52,8% trong 6T/14, chủ yếu do cơ cấu doanh thu thay đổi.

Doanh thu 6T/14 của DHG tăng khoảng 9,2% n/n, trong đó hàng sản xuất tăng đến 15% n/n và hàng thương mại giảm nhẹ 1,2% n/n. Nhờ vậy, tỷ trọng hàng sản xuất trên tổng doanh thu đã quay trở lại trên mức 90%, cụ thể là 91,3%, so với 87,3% của 6T/13. Lưu ý, nhóm hàng sản xuất thường có biên LN gộp bình quân rất cao, trên 52%, so với mức dưới 10% của hàng thương mại.

Với kết quả này, DHG tiếp tục là doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao nhất, so với các công ty dược niêm yết. Về biên lợi nhuận ròng trong 6T/14, DHG đạt 16%, chỉ thấp hơn PMC (17,3%), nhưng gấp đôi mức bình quân ngành. Trong lịch sử 6 năm hoạt động gần nhất của các công ty dược niêm yết, vị trí này thường xuyên thuộc về DHG.

Về lợi nhuận sau thuế 6T/14, hầu hết các công ty dược niêm yết đều tăng trưởng khá tốt (ngoại trừ TRA). Trong đó, 4 công ty VMD, DHT, SPM và PPP có mức tăng trưởng rất mạnh, trên 50%. Tuy nhiên, các công ty này thuộc nhóm các công ty phân phối hoặc sản xuất với quy mô nhỏ. Trong top 5 các công ty sản xuất dược niêm yết thì DMC có mức tăng trưởng LNST cao nhất, 27% n/n.

Ấn Độ dẫn đầu kim ngạch nhập khẩu dược phẩm nước ta trong 6T/14.

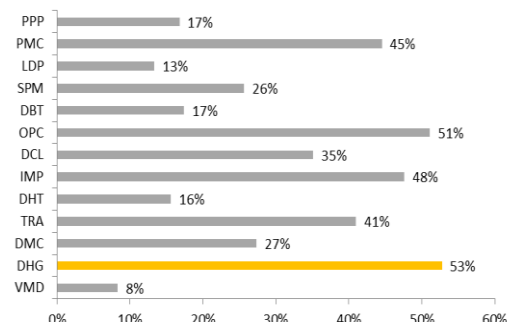
Tổng kim ngạch nhập khẩu dược phẩm của Việt Nam trong 6T/14 đạt 963,4 triệu USD, tăng 8,3% n/n. Trong đó, dược phẩm nhập khẩu từ Ấn Độ tăng 13,5% trong 6T/14, vượt qua Pháp và vươn lên dẫn đầu các thị trường nhập khẩu dược phẩm của Việt Nam với tỷ trọng 13,6% tổng kim ngạch nhập khẩu dược phẩm. Giá trị nhập khẩu thuốc từ Trung Quốc 6T/14 cũng tăng 15,8% n/n, chiếm 2,6% tổng kim ngạch nhập khẩu dược phẩm, so với mức 2,4% của cùng kỳ 2013. Trong khi đó, thị phần của Pháp sụt giảm đáng kể từ mức 14,5% trong 6T/13 xuống còn 11,1% trong 6T/14, tương đương với mức giảm 17,3% về giá trị.

Thuốc Ấn Độ, Trung Quốc vốn có lợi thế cạnh tranh về giá. Trong khi đó, với quy định đấu thầu thuốc vào bệnh viện ưu tiên giá như hiện nay thì cơ hội phần lớn sẽ thuộc về các sản phẩm này.

Kỳ vọng tốt hơn ở 6 tháng cuối năm

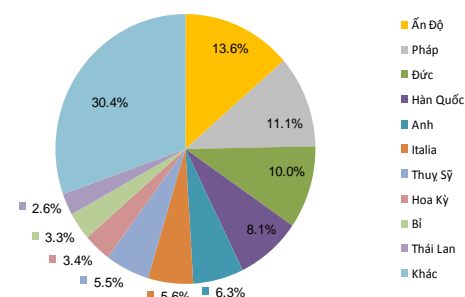
Nhìn chung, theo chúng tôi khó khăn chính hiện nay đối với các công ty dược niêm yết là sự sụt giảm doanh thu từ hệ điều trị (ETC) do ảnh hưởng của quy định đấu thầu mới. Tuy nhiên, tác động này sẽ giảm dần vào những tháng cuối năm khi thị trường chuyển sang mùa cao điểm của OTC.

Biên LN gộp 6T/14



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Các thị trường nhập khẩu dược phẩm chính của Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Thêm vào đó, trên cơ sở việc mở rộng OTC tiếp tục phát huy hiệu quả, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các công ty dược niêm yết, đặc biệt là các công ty lớn sẽ cải thiện tích cực trong 2 quý cuối năm.

Q3/14, DHG, IMP và DMC là các công ty được kỳ vọng có kết quả tăng trưởng doanh thu tốt.

Riêng đối với TRA, như đã đề cập ở trên, chính sách bán hàng mới dường như đã bắt đầu phát huy hiệu quả trong Q2/14 và khả năng sẽ rõ ràng hơn nữa trong thời gian tới.

Triển vọng dài hạn lạc quan

Tốc độ tăng trưởng bình quân ở mức 2 con số.

Việt Nam được đánh giá là một thị trường dược phẩm hấp dẫn với các đặc điểm quy mô dân số khá lớn, tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khỏe của người dân ngày càng được nâng cao. Việt Nam xếp thứ 13/175 thế giới về tốc độ tăng trưởng ngành dược, bình quân khoảng 17-20%/năm giai đoạn 2009-2013, cao hơn mức 10-14% của các nước đang phát triển và 2% của thế giới. Về dài hạn, BMI dự báo tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) của ngành dược Việt Nam giai đoạn 2014-2017 ở mức 15,5%/năm.

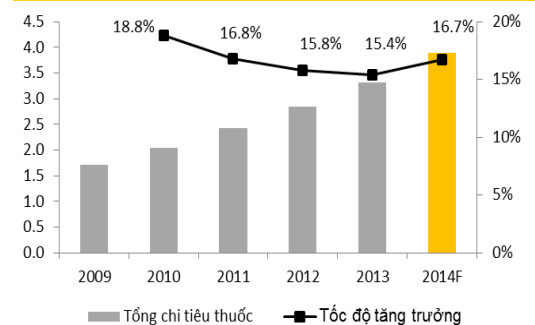
Ngoài ra, mặc dù thuộc nhóm 3 (nhóm nước có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất) trong số 17 các quốc gia có ngành công nghiệp dược đang phát triển trên thế giới (pharmerging countries) nhưng chi tiêu thuốc bình quân đầu người vẫn đang ở mức thấp, chỉ hơn 30USD/người/năm, so với 96USD của các nước đang phát triển và 186 USD của thế giới.

Chính phủ chủ trương gia tăng tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước.

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

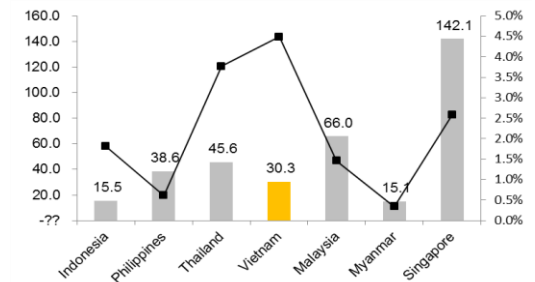
Ngày 10/01/2014, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành quyết định 68/QĐ-TTg phê duyệt chiến lược quốc gia phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến 2020. Định hướng ưu tiên phát triển ngành dược nội địa lại một lần nữa được đề cập với mục tiêu đưa tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước trên tổng giá trị thuốc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

Tổng chi tiêu thuốc của Việt Nam (tỷ USD)



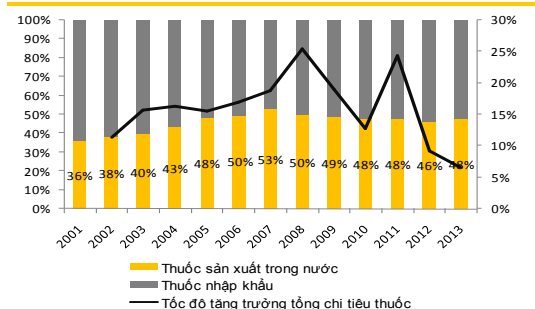
Nguồn: BMI

Chi tiêu thuốc bình quân đầu người (USD)



Nguồn: Euromonitor data

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



Nguồn: Cục Quản lý dược

Các công ty dược niêm yết

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	PE (x)	PE 2014 (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNR (%)	Nợ/VCSH (%)	Ghi chú
DHG	8.280	13,4	13,9	4,1	32,9	21,6	16,8	6,4	Sản xuất tân dược
TRA	1.900	14,3	13,4	2,7	21,8	12,9	8,6	16,7	Sản xuất đông dược
DMC	1.146	9,6	8,6	1,7	19,0	12,4	7,7	17,3	Sản xuất tân dược
OPC	768	13,3		2,0	15,2	11,0	9,3	19,7	Sản xuất đông dược
IMP	1.015	15,9	12,5	1,3	8,5	7,3	7,7	-	Sản xuất tân dược
PMC	476	7,4		3,0	41,6	32,5	16,6	-	Sản xuất tân dược
SPM	344	11,7		0,5	4,3	2,6	6,0	23,9	Sản xuất tân dược
DCL	368	9,0	9,9	1,2	14,4	6,3	5,6	89,9	Sản xuất tân dược
PPP	47	n,a		1,1	n,a	n,a	n,a	220,8	Sản xuất tân dược
DHT	204	6,5		1,5	23,6	9,5	4,0	72,7	Phân phối
LDP	173	9,2		2,3	25,8	10,3	4,0	-	Phân phối
DBT	136	9,8		1,1	11,8	3,2	1,9	129,9	Phân phối
VMD	147	4,9		0,8	16,4	0,6	0,3	548,1	Phân phối
Bình quân	1.154	10,4	11,7	1,8	16,8	9,7	6,4	88,1	

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng



Ngành điện

Sản lượng điện tăng cao

- Sản lượng điện toàn hệ thống tăng cao trong quý 3/2014
- Chuyển biến tích cực trong cơ chế tính giá bán điện đối với các công ty điện cổ phần hoá
- PE trung bình ngành 11,1x so với PE thị trường 14x

Tin tức/sự kiện

Sản lượng điện cả nước quý 3/2014 đạt 37,94 tỷ kWh, tăng 12,5% so với cùng kỳ. Luỹ kế 9 tháng 2014 đạt 108 tỷ kWh, tăng 10,29% so với cùng kỳ.

Nhận định của MBKE

Tỷ lệ tăng trưởng sản lượng điện 12,5% n/n trong quý 3/2014 là mức tăng trưởng cao so với các quý trước, nhờ đó mức tăng trưởng luỹ kế 9 tháng đạt 10,29% n/n. Theo đó, sản lượng của các công ty điện niêm yết trong quý 3/2014 chúng tôi cho rằng cũng tăng trưởng khá. Chúng tôi đã ghi nhận một số công ty thủy điện đạt sản lượng cao hơn cùng kỳ như SJD, SBA, SHP (riêng VSH sản lượng quý 3/2014 giảm so với cùng kỳ do thời điểm mùa mưa và mùa khô ngược với các vùng miền khác). Về lợi nhuận, đối với nhóm công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao như CHP, SHP, HJS, SBA, chi phí lãi vay khiến tỷ suất lợi nhuận ròng thấp hơn các công ty khác. Đối với nhóm công ty có rủi ro biến động tỷ giá như PPC, BTP, ước tính quý 3/2014 sẽ ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá do đồng JPY và KRW đã giảm so với VND trong quý.

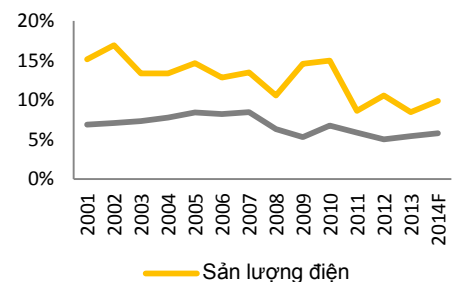
Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy đã có chuyển biến tích cực về cơ chế xác định giá bán điện đối với các công ty điện cổ phần hoá theo hướng công bằng và minh bạch hơn. Ngoài ra, cách tính này nhiều khả năng sẽ được tính cho toàn bộ vòng đời của từng nhà máy. Như vậy, rủi ro từ quá trình đàm phán giá bán điện như đã diễn ra trong mấy năm gần đây (thời gian đàm phán kéo dài, thường phải sử dụng giá tạm tính để xác định doanh thu) hầu như sẽ được giảm thiểu.

Nhìn chung, trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo nhóm ngành điện sẽ ghi nhận KQKD quý 3/2014 khả quan với sản lượng tăng và ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện (đối với PPC và BTP).

Về dài hạn, chúng tôi cũng đánh giá tích cực hơn đối với nhóm cổ phiếu ngành điện do (1) dự báo sản lượng điện tiếp tục tăng trưởng cao để đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế xã hội; (2) cơ chế xác định giá bán điện chuyển biến theo hướng minh bạch hơn.

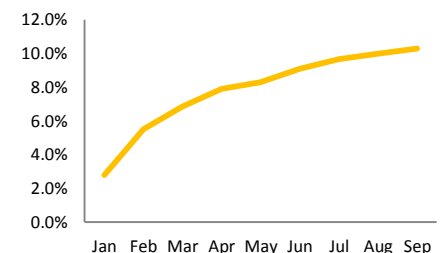
Về định giá, nhóm cổ phiếu ngành điện giao dịch với P/E 4 quý gần nhất 11,1x, thấp hơn so với P/E chung của thị trường 14x.

Tăng trưởng sản lượng điện vs GDP



Nguồn: MBKE tổng hợp

Tăng trưởng sản lượng điện 2014



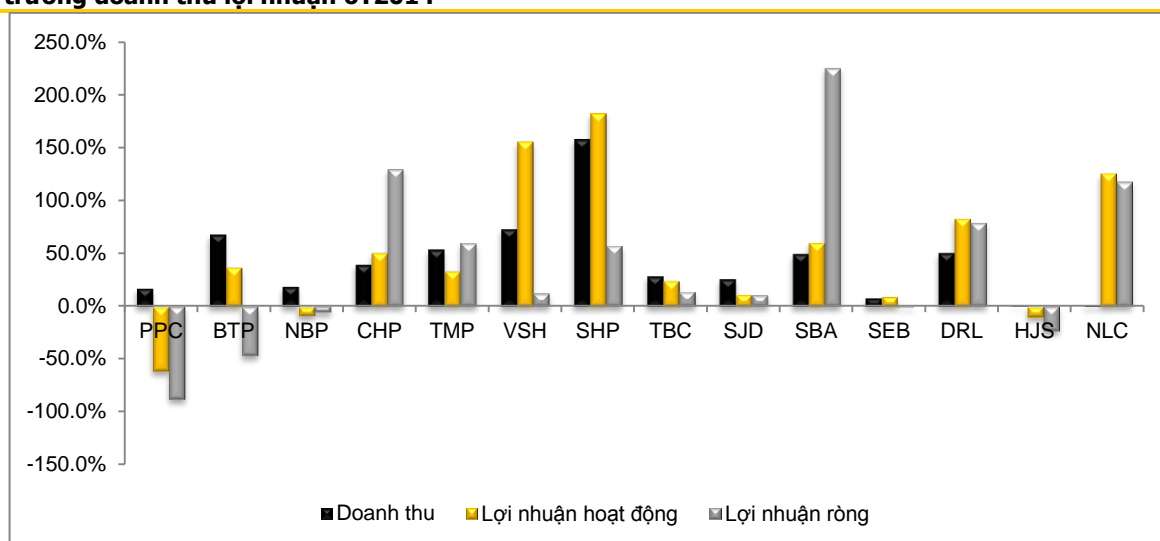
Nguồn: MBKE tổng hợp

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

Nhìn lại KQKD 6 tháng đầu năm 2014

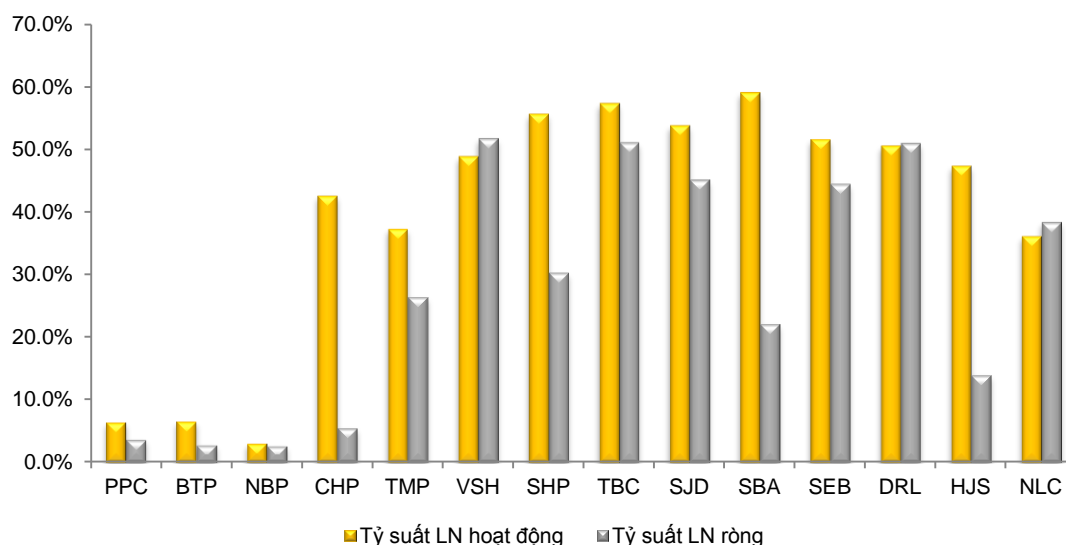
Kết thúc 2 quý đầu năm 2014, doanh thu của các công ty điện niêm yết đều tăng trưởng nhờ sản lượng tăng, tuy nhiên tăng trưởng lợi nhuận phân hoá khá rõ. Lợi nhuận của các công ty nhiệt điện giảm, trong đó PPC và BTP chịu tác động của biến động tỷ giá đồng JPY và KRW và phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá so với lãi chênh lệch tỷ giá khá lớn trong cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, lợi nhuận của đa số các công ty thuỷ điện đều tăng khá tốt, ngoại trừ SEB và HJS với doanh thu tăng ít và chi phí lãi vay kéo lợi nhuận giảm. Đáng chú ý là SBA với lợi nhuận tăng tới 225,7% n/n, cao hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu 50,2% do công ty đang thực hiện tái cấu trúc nợ vay và công ty cũng nhận được hỗ trợ lãi suất sau đầu tư từ Ngân hàng phát triển Việt Nam, giúp chi phí lãi vay giảm so với cùng kỳ.

Tăng trưởng doanh thu lợi nhuận 6T2014



Nguồn: Công ty, Maybank KE

Tỷ suất lợi nhuận 6T2014



Nguồn: Công ty, Maybank KE

Cơ chế tính giá bán điện của các nhà máy điện cổ phần hoá

Trong báo cáo chiến lược quý 2/2014, chúng tôi đã đề cập đến rủi ro chính sách liên quan đến cơ chế tính giá bán điện của các công ty điện cổ phần hoá theo như một công văn hướng dẫn của Bộ Công thương ban hành cuối năm 2013. Theo đó, vốn chủ sở hữu làm cơ sở để tính giá điện phải trừ đi khấu hao lũy kế từ khi cổ phần hoá, có thể khiến lợi nhuận giảm đáng kể. Đến nay, theo chúng tôi được biết cơ chế tính giá bán điện nhiều khả năng sẽ không tính theo công văn hướng dẫn đó mà sẽ được áp dụng theo Thông tư 41/2010/TT-BCT có hiệu lực từ năm 2011 (đang được áp dụng đối với các nhà máy mới). Cơ chế tính giá bán điện từ 2014 trở đi nếu được áp dụng theo Thông tư 41, theo chúng tôi, là chuyển biến tích cực theo hướng công bằng và minh bạch hơn, giảm rủi ro trong quá trình đàm phán giá bán điện đối với các công ty điện cổ phần hoá như đã diễn ra trong mấy năm gần đây.

Sản lượng điện quý 3/2014 của một số công ty

Kết thúc quý 3/2014, chúng tôi đã ghi nhận sản lượng điện sản xuất của một số công ty điện niêm yết như trong bảng dưới đây. Theo đó, đa số các công ty đều đạt sản lượng cao hơn cùng kỳ, ngoại trừ VSH do quý 3 là thời điểm mùa khô ở địa bàn nhà máy và lượng nước về ít.

Sản lượng SHP tăng trưởng đột biến là do nhà máy Đa M'bri (công suất 75W) mới đưa vào hoạt động từ đầu năm 2014. Đây là nhà máy có công suất lớn nhất trong số 3 nhà máy của SHP. Chúng tôi cũng lưu ý rằng do nhà máy này đi vào hoạt động nên chi phí khấu hao và chi phí lãi vay năm nay cũng sẽ tăng lên đáng kể, do đó lợi nhuận sẽ không tăng trưởng cao như sản lượng và doanh thu.

Đối với VSH, mặc dù sản lượng quý 3 giảm khá nhiều nhưng tính lũy kế 9 tháng 2014, sản lượng vẫn tăng khá ở mức 14% n/n.

Sản lượng điện quý 3/2014

Cổ phiếu	Công suất (MW)	Sản lượng 3Q14	Tăng/giảm so với cùng kỳ	Sản lượng 9M14	Tăng/giảm so với cùng kỳ	Ghi chú
BTP	388,9	86,9	14,1%	1.137,2	68,9%	Số liệu 8 tháng 2014
VSH	136,0	66,7	-51,1%	495,1	14,0%	Quý 3 là mùa khô
SHP	122,5	178,9	86,8%	391,0	115,2%	Nhà máy Đa M'bri 75MW hoạt động từ đầu 2014
SJD	85,7	150,8	3,6%	297,2	8,1%	Chưa tính sản lượng của RHC
SBA	73,0	51,8	16,4%	109,9	28,1%	

Nguồn: Công ty, Maybank KE



Ngành Săm Lốp

Hưởng lợi từ giá cao su thấp

- Hưởng lợi từ giá cao su thấp do dư cung trên thế giới và quy định thắt chặt tải trọng xe
- Triển vọng tiêu thụ lốp radian
- Định giá hợp lý

Tin tức/sự kiện

Giá cao su cuối Q3/14 giảm khoảng 37% so với cùng kỳ 2013, hiện đang giao dịch tại 1.490 USD/tấn.

DRC và CSM lần lượt đưa vào vận hành nhà máy lốp radian toàn thép với công suất 300.000 và 350.000 chiếc lốp/năm.

Nhận định của MBKE

Hưởng lợi từ giá mủ cao su thế giới tiếp tục xu hướng giảm.

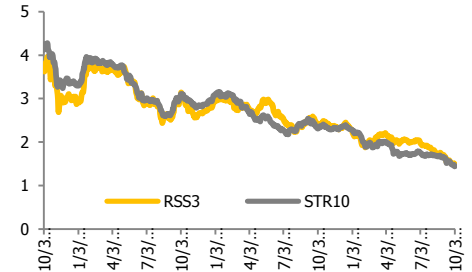
Cao su thiên nhiên là nguyên liệu đầu vào chiếm 50% giá thành sản xuất của các công ty cao su sản xuất lốp. Trong 9T/2014, giá cao su vẫn trong xu hướng giảm trung hạn. Hiện giá mủ từ RSS3, giảm khoảng 37% so với cùng kỳ 2013 hiện chỉ còn giao dịch ở mức 1.490 USD/tấn. Giá cao su giảm là do hiện tượng dư cung trên thế giới và hiện tượng này được dự báo có thể kéo dài đến hết 2015. Cụ thể, tổ chức Nghiên cứu Cao Su Thế giới (IRSG) dự báo dư cung năm 2014 đạt 371.000 tấn, năm 2015, sẽ là 202.000 tấn.

Triển vọng dài hạn tốt nhờ lốp radian toàn thép. Hai công ty sản xuất lốp trong ngành là DRC và CSM đã lần lượt vận hành 2 nhà máy lốp radian toàn thép mới với công suất lần lượt là 300.000 và 350.000 chiếc lốp/năm. Đầu năm 2014, DRC đã ký hợp đồng xuất khẩu 10.000 chiếc lốp/tháng. Chúng tôi kỳ vọng sang năm 2015, DRC sẽ ký được thêm nhiều hợp đồng xuất khẩu. CSM đang xin cấp chứng nhận chất lượng quốc tế và nếu thuận lợi công ty sẽ bắt đầu xuất khẩu trong Q4/14. Trước khi nhà máy của DRC và CSM đi vào hoạt động, dòng lốp này tại Việt Nam gần như 100% là phải nhập khẩu. Hiện tại, chỉ 10% lượng xe trong nước sử dụng lốp radian toàn thép trong khi tỷ lệ này ở các nước Châu Âu là 90%, cho thấy dư địa tăng trưởng lốp radian toàn thép rất lớn.

Hưởng lợi nhờ thắt chặt quy định tải trọng xe. Giao thông Vận tải đã ban hành Công văn số 3703/BGTVT-VT giữa tháng 4 yêu cầu thắt chặt kiểm soát tải trọng xe. Với cùng 1 lượng hàng hóa trong nền kinh tế, việc thắt chặt quy định về tải trọng sẽ khiến việc vận chuyển hàng hóa của các nhà sản xuất chậm trễ. Để đảm bảo đúng tiến độ giao hàng đòi hỏi các doanh nghiệp tăng số lượng xe vận tải. Chúng tôi cho rằng, sự kiện này có lợi cho tiêu thụ xe và sản phẩm lốp cho thị trường lắp ráp mới nói chung và lốp radian toàn thép của DRC và CSM nói riêng trong Q4/14 và 2015.

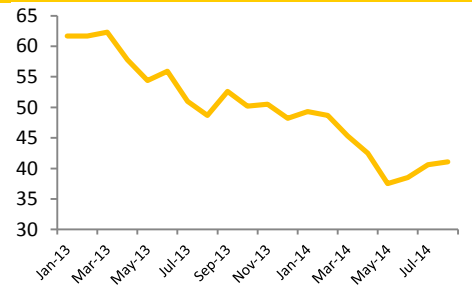
Định giá tương đối thấp. Các công ty cao su sản xuất lốp niêm yết đang được giao dịch tại P/E 2014 12,2 lần, tương đối thấp so với VN-Index hiện khoảng 14,5 lần.

Giá giá mủ cao su quốc tế (USD/kg)



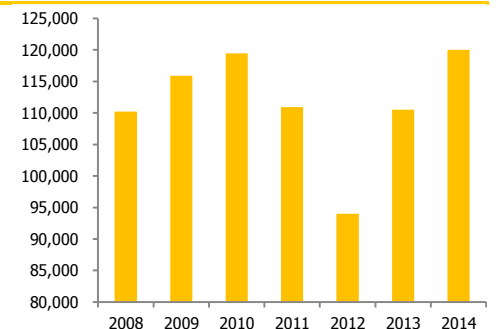
Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Giá mủ cao su nội địa (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DPR, MBKE tổng hợp

Tiêu thụ xe trong nước



Nguồn: VAMA, MBKE tổng hợp

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

Hưởng lợi nhờ quy hoạch phát triển ngành Công nghiệp ô tô trong nước

Theo quy hoạch phát triển ngành công nghiệp ô tô đến năm 2020, tầm nhìn đến 2030 do Thủ tướng phê duyệt tháng 7/2014, Việt Nam sẽ phấn đấu đáp ứng tối đa nhu cầu thị trường nội địa về các loại xe tải, xe khách thông dụng và một số loại xe chuyên dụng, phấn đấu trở thành nhà cung cấp linh kiện, phụ tùng và một số cụm chi tiết có giá trị cao trong chuỗi sản xuất ô tô. Quy hoạch cũng đề ra mục tiêu nâng tỷ trọng xe sản xuất lắp ráp trong nước cho tới 2020, 2030.

Tỷ trọng xe sản xuất trong nước so nhu cầu nội địa

	2020	2025	2030
Ô tô đến 9 chỗ	60	65	70
Ô tô trên 10 chỗ	90	92	92
Ô tô tải	78	78	80
Xe chuyên dụng	15	18	20

Nguồn: Quyết định 1211/QĐ-TTg

Với việc nâng tỷ trọng xe lắp ráp trong nước, các ngành công nghiệp phụ trợ cũng sẽ phát triển theo, trong đó có ngành sản xuất săm lốp.

Tỷ Sản lượng xe sản xuất trong nước và tăng trưởng qua các thời kỳ

	Sản lượng xe sản xuất trong nước (chiếc)			Tăng trưởng (%/năm)		
	2020	2025	2030	2020	2025	2030
Tổng số	227.495	466.375	862.761	7.1	16.8	14.3
Ô tô đến 9 chỗ	114.053	237.900	451.512	6.5	16.0	14.8
Ô tô trên 10 chỗ	14.154	29.102	51.288	8.2	18.0	13.7
Ô tô tải	97.952	197.017	356.115	7.6	17.6	13.8
Xe chuyên dụng	1.336	2.356	3.846	10.1	19.3	11.2

Nguồn: Quyết định 1211/QĐ-TTg

Việc nâng tỷ trọng xe sản xuất và lắp ráp trong nước trong tổng nhu cầu nội địa sẽ làm tăng sản lượng sản xuất và lắp ráp trong nước. Tỷ lệ tăng trưởng sản lượng sẽ tăng tốc hơn trong giai đoạn sau 2020 và do đó tạo ra dư địa tăng trưởng cho tiêu thụ săm lốp trong nước cả trong phân khúc lắp ráp mới và thay thế.

Các công ty cao su niêm yết

Mã Cổ phiếu	Vốn hóa TT (Tỷ đồng)	T12M PER (x)	PER 2014 (x)	PER 2015 (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LN ròng (%)	Nợ/Vốn (%)
DRC	5.317	14,7	14,8	11,8	3,9	29,0	12,1	12,5	102,8
CSM	3.183	8,8	9,5	7,3	2,7	31,2	13,0	11,8	103,2
SRC	545	8,3	#N/A	N/A	1,9	23,6	11,8	6,7	48,6
Trung bình	3.015	10,6	12,2	9,6	2,8	27,9	12,3	10,3	84,9

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

CSM – Định giá rẻ

KQKD 6T2014. Doanh thu 6T14 giảm 3,9%/n/n, xuống còn 1.528 tỷ đồng. Doanh thu 6T14 giảm do giá bán bình quân giảm khoảng 7%/n/n, sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 2%/n/n. Trong Q2/14, CSM chưa ghi nhận doanh thu từ tiêu thụ lốp radian toàn thép. Biên lợi nhuận gộp mở rộng từ 26% lên 27,3% chủ yếu là do giá cao su thiên nhiên đầu vào, chiếm khoảng 50% giá thành sản xuất giảm khoảng 25%/n/n trong nửa đầu năm 2014. LNST tăng 0,44% n/n lên 169 tỷ đồng.

Dự báo 9T2014. Doanh thu 9T14 ước tăng khoảng 10%/n/n, đạt 2.566 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính CSM sẽ tiêu thụ được khoảng 5.000 chiếc lốp radian toàn thép trong Q3/14. Ngoài ra, sản lượng lốp ô tô tăng khoảng 5%/n/n. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp thu hẹp từ 26,5% 9T13 xuống còn 23,6% 9T14 chủ yếu là do chi phí khấu hao (nhà máy lốp radian toàn thép) tăng. Tuy được giảm thuế TNDN từ 25% xuống chỉ còn 22%, LNST 9T14 ước giảm khoảng 2% n/n xuống còn 252,8 tỷ đồng.

Lợi nhuận đột biến từ thanh lý dự án căn hộ số 09 Nguyễn Khoái. CSM dự kiến sẽ ghi nhận 75-80 tỷ đồng LN từ dự án chung cư số 09 Nguyễn Khoái vào cuối Q4/14 khi có quyết định của UBND Thành Phố. Đối tác mua lại dự án chung cư này đã đặt cọc 63 tỷ đồng. Số còn lại (157 tỷ đồng) sẽ được thanh toán trong 8 đợt (cách 3 tháng/đợt), hiện tại đối tác đã thanh toán 2 đợt (gần 40 tỷ đồng).

Q4/2014 có thể xuất khẩu lốp radian toàn thép. CSM đang xin cấp chứng nhận chất lượng quốc tế và nếu thuận lợi công ty sẽ bắt đầu xuất khẩu trong Q4/14.

Định giá tương đối rẻ. Với mức giá hiện tại, CSM đang được định giá hợp lý tại PE 2014 và 2015 lần lượt là 9,5 lần và 7,3 lần, tương đối rẻ hơn trung bình ngành là 11,2 và 9,6 lần.

DRC – Triển vọng 2015 khả quan

KQKD 6T2014. Doanh thu thuần 6T14 tăng 12,1%/n/n chủ yếu do DRC đã tiêu thụ được 42.600 chiếc lốp radian toàn thép (6T13 chưa tiêu thụ lốp radian toàn thép).

LNST giảm 2,1% chủ yếu do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng. Mặc dù giá cao su đầu vào bình quân 6T14 giảm khoảng 20%-25%/n/n, chỉ còn khoảng 45 triệu đồng/tấn nhưng biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 24,3%, xấp xỉ cùng kỳ 2013 là do chi phí khấu hao nhà máy mới. Chi phí khấu hao tài sản cố định tăng 184%/n/n, lên 65,2 tỷ đồng. Chi phí tài chính ròng tăng mạnh 3,5 lần so cùng kỳ, lên 73,4 tỷ đồng. Trong đó, chi phí lãi vay tăng mạnh lên 47,1 tỷ đồng (từ mức 2,3 tỷ đồng 6T13) do DRC không còn được vốn hóa chi phí lãi vay cho dự án lốp radian toàn thép và dự án di dời Xí nghiệp sản xuất lốp ô tô cũ vào KCN Liên Chiểu. LNST 6T14 giảm 2,1%, còn 184,9 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay và chi phí khấu hao tác động lên KQKD của DRC trong 2014 đã được dự báo trước và phần lớn đã được phản ánh trên giá DRC.

Dự báo 9T2014. Doanh thu 9T14 ước tăng 12% lên 2.319 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính DRC tiêu thụ được khoảng 62.200 chiếc lốp trong 9T14 (19.600 chiếc trong Q3/2014). Biên lợi nhuận gộp giảm từ 25,3% xuống chỉ còn 24% do chi phí khấu hao tăng. Dù thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ 25% xuống còn 22%, LNST ước giảm khoảng 1%/n/n xuống còn 277,4 tỷ đồng.

Năm 2014 là tiền đề đẩy mạnh tiêu thụ lốp radian trong 2015. Là doanh nghiệp sản xuất lốp radian toàn thép đầu tiên tại Việt Nam (cuối 2013), DRC có nhiều thời gian để làm quen với thị trường. Trong năm 2015, DRC có khả năng đẩy mạnh hơn hoạt động xuất khẩu lốp radian toàn thép so với công ty khác.

Định giá tương đối cao. DRC đang lần lượt giao dịch tại P/E 2014 và 2015 dự phóng là 14,8 lần và 12,8 lần, tương đối cao hơn trung bình ngành.

SRC – Tiềm năng tăng trưởng thấp

6T14 hoàn thành 66,8% kế hoạch LNST cả năm. Doanh thu 6T14 giảm 1,4%/n/n còn 476,7 tỷ đồng, hoàn thành 46% kế hoạch cả năm, chủ yếu do giá bán bình quân giảm (khoảng 5% - 7%/n/n). Giá bán bình quân giảm cùng với chi phí nguyên liệu khác ước tăng (như than đen, vải mảnh) đã làm cho biên lợi nhuận gộp 6T14 thu hẹp nhẹ từ 19,9% xuống còn 19,3% dù giá cao su thiên nhiên, nguyên liệu chiếm khoảng 50% giá thành, giảm 20% so với cùng kỳ. Chi phí tài chính ròng giảm 43,2% xuống chỉ còn 7,5 tỷ đồng do lãi suất giảm. LNST tăng nhẹ 0,67%/n/n, đạt 37 tỷ đồng, hoàn thành 66,8% kế hoạch năm.

Mức sinh lợi thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành. ROE của SRC chỉ ở mức 23,6%, thấp hơn đáng kể so với các công ty sản xuất lốp khác như CSM và DRC lần lượt là 29% và 31,2%.

Định giá hợp lý. SRC đang được giao dịch tại P/E là 8,3x thấp hơn so với P/E ngành là 10,6x là hợp lý do dư địa tăng trưởng doanh thu của SRC không nhiều. Hiện tại công ty chưa có kế hoạch mở rộng sản xuất cũng như phát triển sản phẩm mới. Trong khi đó, 2 đối thủ trong nước là DRC và CSM đều đã đưa vào vận hành 2 nhà máy lốp Radian toàn thép mới.



Ngành xây dựng

Giá trị sản xuất ngành tăng 7%

- Giá trị sản xuất xây dựng 9 tháng 2014 tăng 7% n/n, mức tăng cao nhất kể từ 2011.
- Xây dựng công trình nhà ở vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng giá trị sản xuất XD
- Kỳ vọng KQKD quý 3/2014 của các công ty trong ngành khả quan hơn

Tin tức/sự kiện

Giá trị sản xuất xây dựng 9 tháng 2014 (theo giá so sánh 2010) ước tính đạt 467,1 nghìn tỷ, tăng 7% n/n. Trong đó, giá trị XD công trình nhà ở tăng 6,7% n/n, công trình nhà không để ở tăng 0,3% n/n, công trình kỹ thuật dân dụng tăng 8,4% n/n và xây dựng chuyên dụng tăng 14% n/n.

Nhận định của MBKE

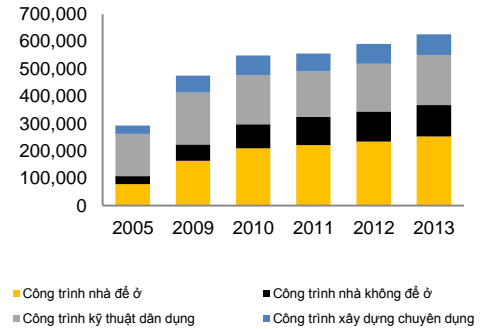
Sau một thời gian khá dài tăng trưởng thấp hơn hoặc xấp xỉ mức tăng trưởng GDP, giá trị sản xuất xây dựng 9 tháng 2014 đã ghi nhận mức tăng trưởng khá 7% n/n, cao nhất kể từ 2011 đến nay. Trong đó đáng chú ý là lĩnh vực công trình nhà ở vẫn là động lực tăng trưởng chính với tỷ trọng lớn nhất 44%. Ngoài ra, giá trị xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng tăng khá cao 8,4% với tỷ trọng đóng góp đứng thứ hai 28,6%. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy ngành xây dựng có thể bắt đầu tăng trưởng trở lại.

Trong ngắn hạn, lĩnh vực xây dựng công trình nhà ở vẫn sẽ chiếm tỷ trọng lớn. Tuy vậy, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng lĩnh vực xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng sẽ trở thành tâm điểm của ngành với danh sách dài các dự án xây dựng hạ tầng (cầu đường, hàng không, đường sắt, cảng biển, nhà máy điện, dầu khí) với giá trị lớn được lên kế hoạch triển khai. Đón đầu xu hướng này, không ít công ty xây dựng niềm yết như CTD, FCN, VCG, HUT đã và đang tham gia vào một số dự án hạ tầng. Chúng tôi nhìn nhận đây là bước đi tích cực, giúp các công ty tích lũy kinh nghiệm, nâng cao năng lực và uy tín để có thể tham gia nhiều dự án xây dựng hạ tầng hơn trong tương lai.

Về KQKD của các công ty xây dựng niêm yết trong 6 tháng 2014, chúng tôi nhận thấy ít nhiều có cải thiện so với cùng kỳ. Tuy nhiên, một số công ty vẫn gặp khó khăn do phải trích lập dự phòng phải thu hoặc tiếp tục quá trình tái cơ cấu. Với mức tăng trưởng giá trị sản xuất xây dựng 7% n/n trong 9T2014 (so với 3,4% trong 3T2014 và 5,3% trong 6T2014), chúng tôi cho rằng bức tranh lợi nhuận của các công ty xây dựng nhìn chung sẽ sáng sủa hơn. Về rủi ro, chúng tôi vẫn khá lo ngại về các khoản phải thu khách hàng mà các công ty có thể tiếp tục phải trích lập dự phòng.

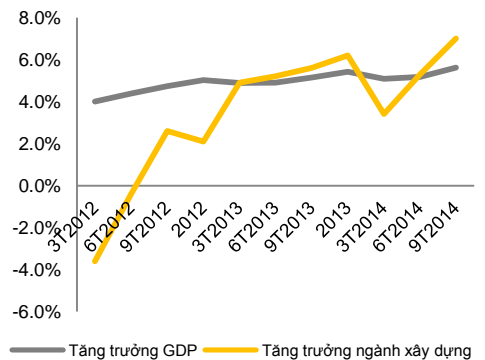
Về định giá, P/E bình quân 4 quý gần nhất của một số công ty có vốn hoá cao và KLGD lớn là khoảng 12x.

Giá trị XD theo loại công trình



Nguồn: MBKE tổng hợp

Tăng trưởng giá trị XD



Nguồn: MBKE tổng hợp

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

Ghi chú:

- (1) **Nhà không để ở** gồm nhà dành cho SX công nghiệp (nhà máy, công trường, phân xưởng), bệnh viện, trường học, văn phòng, khách sạn, cửa hàng, khu thể thao, kho hàng.
- (2) **Công trình kỹ thuật dân dụng** gồm công trình đường sắt, đường bộ, đường thủy, công trình công ích, công trình công nghiệp (nhà máy lọc dầu, xưởng hoá chất).
- (3) **Hoạt động xây dựng chuyên dụng** gồm hoạt động phá dỡ chuẩn bị mặt bằng, lắp đặt hệ thống điện, hệ thống cấp thoát nước, điều hoà không khí và các hệ thống khác, hoạt động hoàn thiện công trình xây dựng.

Một số công ty xây dựng (vốn hoá TT và KLGD lớn)

Cổ phiếu	Vốn hoá TT (tỷ VND)	Tăng trưởng LN 6T2014	Tỷ suất LN ròng 6T2014	Nợ/VCSH	ROE (%)	P/E (x)	P/E 2014 (x)	P/B (x)
VCG	6.139,8	20,4%	3,7%	105,0	10,5	10,6		1,1
PVX	2.640,0	71,0%	-11,9%	361,6	(101,8)	n/a		3,6
CTD	2.591,2	18,0%	5,1%	0,0	12,4	9,9	8,5	1,1
PXS	1.770,0	290,8%	7,0%	72,1	21,3	12,9		2,7
FCN	1.143,1	-23,0%	10,4%	83,3	19,9	6,1	8,4	1,7
HUT	998,8	-9,5%	1,2%	310,5	1,4	66,3		1,0
HBC	922,1	-58,4%	0,7%	152,9	4,6	21,0	15,2	1,0
SDT	707,0	24,0%	8,4%	114,5	12,7	5,3	6,1	0,9
VNE	602,6	-3823,5%	-15,6%	91,5	(5,9)	n/a		0,9
SD6	570,7	79,4%	6,2%	88,6	15,3	6,9		1,2
SC5	413,6	210,1%	2,5%	125,9	19,3	6,4		1,2
SD9	382,1	72,7%	5,4%	173,7	13,0	6,2		0,8
BCE	354,0	2,8%	6,2%	38,2	14,2	7,3		1,0
SD5	351,0	-46,5%	0,9%	228,6	7,5	8,2		0,7
PXI	312,0	300,1%	0,7%	75,7	7,3	13,2		1,0
SJE	243,6	7,5%	2,4%	87,4	17,6	6,0		1,0
CDC	170,5	1170,9%	3,4%	112,7	2,1	32,2		0,7
S99	151,2	425,8%	15,6%	12,5	7,0	35,6		1,0
PXT	120,9	-49667,0%	-132,5%	130,2	(90,5)	n/a		2,2
SD7	119,7	369,8%	2,6%	214,1	5,9	5,8		0,3
PVV	96,0	10,0%	-37,9%	204,9	(25,8)	n/a		0,6
SDD	76,8	222,1%	-1,2%	60,8	(0,1)	n/a		0,5
Trung bình					9,8	12,1	9,5	1,2

Nguồn: Bloomberg, Maybank KE



Ngành mía đường

Niên vụ 2014/15 chưa khởi sắc

- Tồn kho đường đến cuối tháng 8/2014 tăng 13% so với cùng kỳ.
- Áp lực dư cung do sản lượng đường niên vụ 2014/15 ước tăng 6,6% n/n.
- SBT và BHS – vẫn còn khó khăn.

Tin tức/sự kiện

Theo Hiệp hội mía đường (HHMD), sản lượng đường tiêu thụ cả nước lũy kế từ đầu năm đến cuối T9/2014 ước khoảng 1,3 triệu tấn, cao hơn 18% cùng kỳ. Trong khi đó, lượng tồn kho đạt mức 264.000 tấn, ước cao hơn 19% cùng kỳ, trong đó 13.200 tấn đường tồn tại các doanh nghiệp thương mại. Hiện khoảng 49% lượng tồn là đường trắng (đường Rs), 43% đường luyện (Re) và 7% đường vàng/thô.

Nhận định của MBKE

Mặc dù sản lượng tiêu thụ có cải thiện nhưng nguồn cung vẫn tiếp tục gia tăng nên lượng tồn kho vẫn ở mức cao so với cùng kỳ. Điều này lại tạo áp lực lên giá đường trong nước.

Trong tháng 7, giá đường nội địa đã bắt đầu chững lại và giảm trở lại trong các tháng tiếp theo, mặc dù, trong tháng 4 có tăng nhẹ nhờ những yếu tố tích cực như dự báo hồi phục từ giá đường thế giới, diện tích mía nội địa bị thu hẹp và chi phí vận chuyển tăng.

Qua tháng 9, giá đường tiếp tục xu hướng giảm. Đường Rs sau khi tăng lên mức 13.300 đồng/kg trong T4/2014 nay giảm về 12.200 đồng/kg. Đường Re từ mức 14.100 đồng/kg trong T4/2014 đã giảm xuống 13.600 đồng/kg.

Chúng tôi cho rằng dự báo sản lượng đường niên vụ 2014/15 tiếp tục tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá đường nội địa trong năm sau.

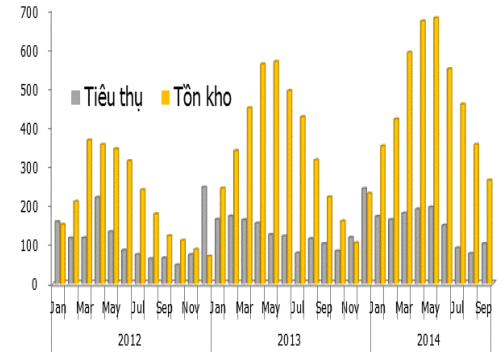
Các công ty đường niêm yết

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2014	PE 2015 (*)	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/ VCSH
SBT	1.650	7,7	15,5	1,0	12,4	6,4	9,1	58,7
BHS	706	6,8	10,2	0,8	10,9	3,1	2,6	122,8
LSS	515	10,8		0,4	3,7	1,9	3,0	46,3
KTS	448	12,0		0,9	8,4	3,7	4,6	115,3
SEC	77	6,7		0,7	7,7	5,5	4,4	0,0
TB	679.2	8.8		0.7	8.6	4.1	4.8	68.6

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng

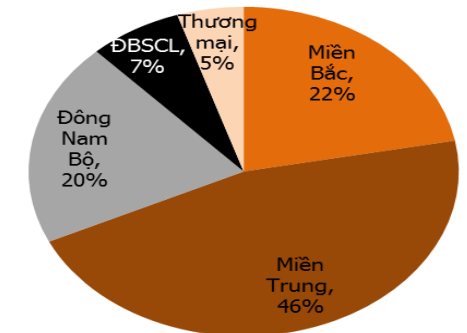
(*): Maybank Kim Eng dự báo

Đường tiêu thụ và tồn kho T9/2014



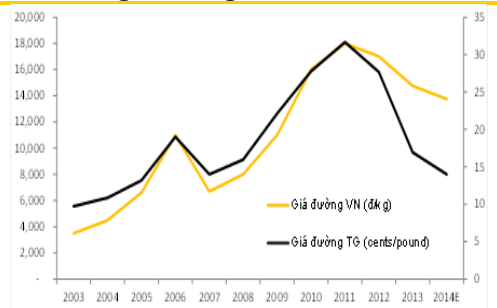
Nguồn: HHMD

Cơ cấu tồn kho đường T9/2014



Nguồn: HHMD

Diễn biến giá đường 2003 – 2014E



Phạm Nhật Bích
(84) 8 44 555 888 ext 8083
bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

Áp lực dư cung do sản lượng đường niên vụ 2014/15 ước tăng 6,6% n/n

Các nhà máy đường trong nước đã vào vụ từ ngày 07/07/2014. Tính đến cuối tháng 8/2014, sản xuất được 5.621 tấn đường, cao hơn 8% cùng kỳ. Mặc dù diện tích trồng mía có phần giảm nhưng năng suất mía được đánh giá có cải thiện nên sản lượng đường niên vụ 2014/15 ước đạt 1,6 triệu tấn, tăng nhẹ 6,6% so với niên vụ 2013/14.

Theo thống kê, tổng lượng đường tiêu thụ từ đầu năm đến nay khoảng 1,3 triệu tấn, tăng 18% so với cùng kỳ. Dù tiêu thụ có cải thiện nhưng do cung vẫn tăng và tình trạng đường tồn kho hiện vẫn cao, tăng 19% so với cùng kỳ năm trước, nên các doanh nghiệp sản xuất đường sẽ tiếp tục chịu áp lực từ dư cung. Vì vậy, để đạt được mục tiêu giảm lượng tồn kho, các doanh nghiệp sẽ tiếp tục cạnh tranh gay gắt về giá trong các tháng tới.

Giá đường thế giới cũng trong xu hướng giảm.

Cuối tháng 7/2014, Thái Lan - quốc gia xuất khẩu đường lớn thứ 2 thế giới - còn 4,3 triệu tấn đường (tương đương 1/3 sản lượng sản xuất trong mùa vụ 2013/14 của quốc gia này) chưa được xuất khẩu, trong đó 1,8 triệu tấn đường trắng và 2,5 triệu tấn đường thô. Lượng dư cung này khiến Thái Lan đang đối diện với sức ép phải cắt giảm giá đường thêm nữa. Điều này có thể cản trở khả năng hồi phục của giá đường thế giới.

Trước nguy cơ giá đường Thái có khả năng giảm thấp hơn sẽ tạo áp lực nhập lậu đường giá rẻ vào Việt Nam. Hiện nay, giá đường tại Việt Nam gần như cao nhất thế giới. Nguyên nhân là do năng suất, chất lượng thấp (chữ đường CCS của Việt Nam bình quân khoảng 10, trong khi các nước CCS 12-16), chi phí canh tác nhiều khiến giá mía nguyên liệu cao, dẫn tới giá thành sản xuất đường tăng. Thêm vào đó, tình hình xuất khẩu đường sang Trung Quốc cũng đang rất khó khăn do Trung Quốc cấm biên. Do vậy, chúng tôi cho rằng giá đường Việt Nam sẽ chưa thể hồi phục trong niên vụ sau.

SBT và BHS hưởng lợi từ Thông tư số 08/2014/TT...

Theo Thông tư số 08/2014/TT-BCT, đường thô & đường tinh luyện nhập khẩu theo hạn ngạch thuế quan trong 2014 được nâng lên 77.200 tấn, tăng khoảng 5% n/n. Trong đó, 40.000 tấn đường thô được giao cho các DN sản xuất đường bao gồm:

Công ty	Sản lượng (tấn)
CTCP Mía đường Lam Sơn (LSS)	5.000
CTCP Mía đường Cần Thơ	5.000
CTCP Đường Khánh Hòa	5.000
CTCP Đường Biên Hòa (BHS)	15.000
CTCP Mía đường Thành Thành Công Tây Ninh (SBT)	10.000

Còn 37.200 tấn đường tinh luyện được giao cho các DN có nhu cầu mua đường phục vụ cho sản xuất. Việc giá đường nhập khẩu (đã bao gồm thuế) vẫn rẻ hơn đường nội địa từ 10-15% nên các công ty đường được cấp quota nhập đường thô sẽ hưởng lợi khoảng chênh lệch này, trong đó có BHS và SBT.

Ngoài ra, kế hoạch M&A của (i) BHS với CTCP mía đường Ninh Hòa (NHS) và (ii) SBT với CTCP mía đường nhiệt điện Gia Lai (SEC) đều đã được thông qua và đang trong quá trình thực hiện. Ước tính đến 2015 thì M&A sẽ hoàn tất. Việc sát nhập sẽ giúp BHS và SBT mở rộng thị phần do NHS và SEC đều có hệ thống phân phối mạnh tại khu vực miền Trung và Tây Nguyên, nơi mà thị phần của BHS & SBT còn rất khiêm tốn.

...nhưng khó khăn vẫn còn.

Tuy nhiên, trước tình hình mặt bằng giá đường Rs và RE đang giảm lại do việc đóng biên từ phía Trung Quốc, Bộ Công Thương tạm ngừng việc cho phép tái xuất đường qua các cửa khẩu phụ trên địa bàn tỉnh Lào Cai và lượng đường nhập khẩu trong hạn ngạch tăng 5% n/n sẽ tiếp tục gây áp lực giảm giá bán. Dự phóng giá đường tiếp tục giảm 400 – 450 đồng/kg đến hết năm 2014.

Chúng tôi ước tính LNST 9T2014 của SBT khoảng 69 tỷ, giảm 48% n/n và BHS là 62 tỷ, tăng 971% n/n. Mức tăng của BHS nhờ chi phí lãi vay giảm. Ngoài ra, trong Q2/2013, BHS ghi nhận lỗ 16 tỷ LNST do bán sản phẩm dưới mức vốn để giải phóng đường tồn kho.

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
- Ngân hàng
- Đa ngành

Trương Quang Bình

(84) 4 44 555 888 x 8087

binh.truong@maybank-kimeng.com.vn

- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

Phạm Nhật Bích

(84) 8 44 555 888 x 8083

bich.pham@maybank-kimeng.com.vn

- Tiêu dùng
- Công nghiệp
- Thủy sản

Trịnh Thị Ngọc Diệp

(84) 4 44 555 888 x 8208

diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

Nguyễn Thị Sony Trà Mi

(84) 8 44 555 888 x 8084

mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Cảng biển
- Dược phẩm

Nguyễn Thanh Lâm

(84) 8 44 555 888 x 8086

thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Phân tích kỹ thuật
- Chiến lược

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 đã 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