



## Báo cáo chiến lược 2015

### 2015 – Đầu xuôi, đuôi có lọt?

- Mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô vẫn được giữ vững.
- TTCK 2014: Năm của những con sóng lớn.
- Dự báo KQKD của các công ty niêm yết 2014 -2015 lạc quan.

Kinh tế 2014 tăng trưởng 5,98% (trong đó Q1/14 tăng 5,06%; Q2/14 tăng 5,34%; Q3/14 tăng 6,07%; Q4/14 tăng 6,96%), vượt mục tiêu của chính phủ đề ra cho năm 2014 là 5,8% cho thấy đà hồi phục của nền kinh tế diễn ra mạnh mẽ hơn. Bước sang năm 2015, chúng tôi cho rằng kinh tế sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt với kỳ vọng tăng trưởng GDP ở mức 6,0 - 6,2% cho năm 2015 nhờ xuất khẩu và tăng trưởng tiêu dùng trong nước.

Thị trường chứng khoán năm 2014 được khép lại với nửa cuối tháng 12 hồi phục ấn tượng, giúp lấy lại niềm tin của nhà đầu tư vốn đã bị "thử thách" không hề nhỏ trong các tháng thị trường suy giảm mạnh trước đó. Mức tăng trung bình cho hai sàn HSX và HNX đạt 15,2% trong năm 2014, một con số đủ để cho thấy sự nổi trội của kênh đầu tư chứng khoán so với những kênh đầu tư khác trong 2014.

Đầu vậy, 2014 cũng sẽ được nhà đầu tư nhớ đến như là một năm có quá nhiều biến động lớn (cả tăng và giảm) trên thị trường. "Sóng gió Biển Đông" trong Quý 2 và "Cơn bão giá Dầu cùng Thông tư 36" trong Quý 4 đã thật sự tạo ra một năm 2014 nhiều rủi ro cùng cơ hội đan xen.

**Đánh giá ngắn hạn Q1/2015:** Khả năng tăng mạnh (!). Với các phân tích sẽ trình bày chi tiết dưới đây, chúng tôi cho rằng VN-Index trong giai đoạn đầu năm 2015 sẽ đứng trước cơ hội bứt phá rất mạnh mẽ. Các tính toán của chúng tôi cho thấy đây có thể là Quý tăng điểm mạnh nhất trong năm 2015 và các nhà đầu tư cần mau chóng nắm bắt cơ hội này.

**Chúng tôi đặt niềm tin VN-Index sẽ tiếp cận trở lại khu vực 640 (vùng cao nhất trong năm 2014) ngay trong 3 tháng đầu của năm 2015.**

Tính đến 31/12/2014

**VN-Index: 545,6 ; +8,1%**  
**HNX-Index: 83,0 ; +22,3%**

#### Đánh giá triển vọng ngành

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

#### Các khuyến nghị

Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	PE 2015	EPS CAG R2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY (%)
VNM	4.685,5	15,4	20,3	31,5	5,1	2,4
MBB	776,7	5,6		15,0	1,0	n/a
DPM	578,5	9,3	9,0	13,7	1,2	8,2
PPC	402,4	6,1	-13,9	24,0	1,3	5,5
DHG	379,7	14,8	12,3	24,5	3,2	3,2
DRC	216,0	11,3	33,3	9,9	3,0	3,6
BMP	164,1	9,4	25,5	21,0	1,8	4,4
VHC	162,8	7,2	33,8	22,3	1,7	3,1
NTP	134,6	10,4	28,9	20,2	1,9	6,4
CSM	132,4	7,4	16,0	21,7	1,9	2,8
VNS	119,7	7,6	15,9	24,5	1,6	4,4
CTD	119,4	8,2	14,6	12,6	1,0	3,3
JVC	93,8	21,8	80,9	5,1	1,1	2,9
DQC	61,5	4,8	11,5	26,8	1,6	3,9
SJD	58,0	6,5	4,0	21,4	1,4	7,3
DMC	52,1	8,8	21,0	18,9	1,5	4,9
FCN	45,2	7,6	8,4	17,7	1,2	4,9
CNG	42,2	7,3	0,0	28,5	2,2	10,5
NKG	28,6	7,8	15,5	18,2	1,3	0,0
FMC	21,4	5,1	-9,7	18,2	1,3	6,5

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

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

Danh sách cổ phiếu theo dõi của MBKE

Tên công ty	Mã CP	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	GTGD bình quân (USD)	PE 2014 (x)	PE 2015 (x)	Profit CAGR3 (%)	EPS CAGR2 (%)	ROE (%)	PB (x)	DY1 (%)	DY2 (%)
NH CTCP Á Châu	ACB	N/A	677,7	121.753	26,5	7,8			12,0	1,0	n/a	n/a
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa Vũng Tàu	BTP	GIỮ	41,1	56.126	9,8	8,8	21,5	21,5	9,3	0,9	5,5	5,5
CTCP Đường Biên Hòa	BHS	GIỮ	32,2	14.251	5,8	8,6	-5,0	-2,5	9,3	0,8	4,2	4,2
CTCP Nhựa Bình Minh	BMP	MUA	164,1	101.199	9,7	9,4	25,5	25,5	21,0	1,8	4,4	2,9
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	MUA	58,0	26.020	7,5	6,5	12,7	4,0	21,4	1,4	7,3	6,6
CTCP Công nghiệp cao su Miền nam	CSM	MUA	132,4	192.235	8,1	7,4	103,3	16,0	21,7	1,9	2,8	2,8
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	GIỮ	86,0	44.081	14,6	8,5	21,0	21,0	15,8	1,3	5,2	5,9
CTCP CNG Việt Nam	CNG	MUA	42,2	70.562	7,6	7,3	-0,2	0,0	28,5	2,2	10,5	10,5
CTCP xây dựng Cotec	CTD	MUA	119,4	12.519	8,8	8,2	14,6	14,6	12,6	1,0	3,3	3,3
CTCP Dược phẩm Cửu Long	DCL	N.A	22,5	169.652	11,3	13,1	6,0	14,7	12,8	1,6	0,0	3,0
CTCP Cao Su Đà Nẵng	DRC	MUA	216,0	263.056	13,8	11,3	18,2	33,3	9,9	3,0	3,6	3,6
CTCP Điện Quang	DQC	MUA	61,5	211.508	6,2	4,8	11,5	11,5	26,8	1,6	3,9	3,9
CTCP XNK Y tế Domesco	DMC	MUA	52,1	48.271	8,8	8,8	19,0	21,0	18,9	1,5	4,9	4,0
CTCP Cao Su Đồng Phú	DPR	GIỮ	71,8	43.969	5,6	6,6	-24,3	17,5	10,1	0,7	7,9	7,9
CTCP Đông Hải Bến Tre	DHC	GIỮ	15,9	136.693	7,6	7,2	7,9	7,9	18,4	1,1	6,3	6,3
CTCP Everpia Việt Nam	EVE	GIỮ	36,5	1.173	11,7	11,4	1,5	1,5	7,7	0,8	3,7	3,7
NH CTCP Xuất Nhập Khẩu Việt Nam	EIB	N/A	754,5	261.781	31,4	9,6			9,0	1,2	n/a	n/a
CTCP KT nền móng và công trình ngầm FECON	FCN	MUA	45,2	245.862	5,4	7,6	20,7	8,4	17,7	1,2	4,9	7,3
CTCP FPT	FPT	GIỮ	784,6	920.177	10,1	10,1	8,2	8,2	22,0	2,1	6,2	4,1
CTCP Gemadept	GMD	GIỮ	163,2	439.662	5,9	18,1	517,0	66,9	4,3	0,8	3,4	5,1
CTCP Dược Hậu Giang	DHG	MUA	379,7	51.987	14,7	14,8	20,6	12,3	24,5	3,2	3,2	3,2
CTCP xây dựng và kinh doanh địa ốc Hoà Bình	HBC	GIỮ	38,3	257.098	23,3	19,4	47,0	43,5	4,2	0,8	3,3	6,6
CTCP Cao Su Hòa Bình	HRC	BÁN	32,8	15.187	13,1	n/a	-28,8	n/a	9,2	1,6	5,8	5,8
CTCP Thủy sản Hùng Vương	HVG	GIỮ	198,6	1.810.166	12,0	6,7	9,3	9,3	19,4	1,1	3,0	3,0
CTCP Dược phẩm Imexpharm	IMP	GIỮ	55,3	38.267	15,6	13,0	9,7	14,7	10,4	1,3	6,0	6,0
CTCP TBVT Việt Nhật	JVC	MUA	93,8	597.257	9,2	21,8	81,9	80,9	5,1	1,1	2,9	8,7
CTCP Kinh Đô	KDC	GIỮ	523,3	2.885.118	20,4	19,8	17,0	1,1	9,6	1,7	5,1	5,1
CTCP Tập đoàn Masan	MSN	GIỮ	2.912,9	820.056	n/a	40,1	29,9	852,8	0,2	4,5	0,0	0,0
NH CTCP Quân Đội	MBB	MUA	776,7	731.079	6,9	5,6			15,0	1,0	n/a	n/a
CTCP Thế Giới Di Động	MWG	GIỮ	629,4	352.589	n/a	17,7	41,5	41,5	45,3	7,5	-	-
CTCP Thép Nam Kim	NKG	MUA	28,6	150.626	6,9	7,8	-89,0	15,5	18,2	1,3	0,0	0,0
CTCP Khoan và dịch vụ khoan dầu khí	PVD	GIỮ	887,3	2.798.940	7,4	8,3	0,3	-0,1	23,0	1,7	3,3	3,3
Tổng CT Phân bón & Hóa chất dầu khí	DPM	MUA	578,5	1.088.772	10,3	9,3	9,0	9,0	13,7	1,2	8,2	8,2
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	MUA	402,4	646.366	8,3	10,0	-11,7	-11,7	17,3	1,3	5,5	3,7
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR	GIỮ	91,9	3.067	5,6	10,4	-33,7	5,6	10,7	0,8	8,0	8,0
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	PVT	GIỮ	175,0	1.741.758	12,9	14,9	127,1	6,5	8,7	1,2	0,0	0,0
CTCP Bóng đèn Phích nước Rạng Đông	RAL	GIỮ	25,1	14.599	8,7	8,7	-17,4	-17,4	11,5	1,0	7,7	6,6
NH CTCP Sài Gòn Thương Tín	STB	GIỮ	990,2	774.606	8,6	8,7			15,0	1,2	n/a	n/a
CTCP Thủy sản Sao Ta	FMC	MUA	21,4	84.995	5,2	5,1	7,2	-9,7	18,2	1,3	6,5	6,5
CTCP Thủy điện Sông Ba	SBA	GIỮ	30,5	50.406	6,1	9,9	14,7	10,6	9,6	1,0	9,2	9,2
CTCP Cao su Tây Ninh	TRC	GIỮ	40,4	36.503	4,9	6,3	-35,2	2,9	7,8	0,5	10,5	10,5
CTCP Đường Thành Thành Công Tây Ninh	SBT	GIỮ	82,7	54.621	9,0	8,4	-14,7	-14,7	10,0	0,9	4,2	4,2
CTCP Nhựa Thiệu Niễn Tiên Phong	NTP	MUA	134,6	11.291	9,5	10,4	28,9	28,9	20,2	1,9	6,4	5,4
CTCP Traphaco	TRA	GIỮ	83,8	17.901	13,5	13,2	5,0	-2,6	19,0	2,4	2,7	2,3
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC	GIỮ	80,5	82.218	7,1	7,9	5,3	0,0	21,9	1,6	6,9	3,9
NH CTCP Ngoại Thương Việt Nam	VCB	GIỮ	4.594,6	1.046.325	20,1	20,1			10,0	1,5	n/a	n/a
NH CTCP Công Thương Việt Nam	CTG	GIỮ	2.651,5	216.355	11,9	9,2			14,0	1,2	n/a	n/a
CTCP Sữa Việt Nam	VNM	MUA	4.685,5	498.849	17,5	15,4	20,4	20,3	31,5	5,1	2,4	2,9
Tổng CTCP XNK và xây dựng Việt Nam	VCG	GIỮ	262,8	846.585	8,6	10,6	6,7	6,7	9,5	1,0	3,2	4,8
CTCP Ánh Dương Việt Nam	VNS	MUA	119,7	49.679	8,7	7,6	16,0	15,9	24,5	1,6	4,4	4,4
CTCP Thủy sản Vĩnh Hoàn	VHC	MUA	162,8	537.012	8,7	7,2	33,8	33,8	22,3	1,7	3,1	0,0
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	VSH	GIỮ	135,3	312.867	15,8	12,7	6,8	6,4	8,2	1,0	7,4	3,7



## Kinh tế Vĩ mô

### 2015 Hồi phục mạnh hơn

- Kỳ vọng kinh tế 2015 tiếp tục khởi sắc
- Giá dầu giúp kiềm chế lạm phát trong 2015

#### Tin tức sự kiện

GDP 2014 tăng 5,98% trong khi CPI cả năm chỉ tăng nhẹ 1,8%. Tiêu dùng vẫn tiếp tục khởi sắc

Kỳ vọng kinh tế 2015 tiếp tục khởi sắc nhờ xuất khẩu sẽ tiếp tục đà tăng trưởng, lãi suất thấp được duy trì giúp kích thích tiêu dùng

#### Nhận định của MBKE

**Kỳ vọng kinh tế hồi phục mạnh hơn trong 2015.** Kinh tế 2014 tăng trưởng 5,98% (trong đó Q1/14 tăng 5,06%; Q2/14 tăng 5,34%; Q3/14 tăng 6,07%; Q4/14 tăng 6,96%), vượt mục tiêu của chính phủ đề ra cho năm 2014 là 5,8% cho thấy đà hồi phục của nền kinh tế diễn ra mạnh mẽ hơn. Bước sang năm 2015, chúng tôi cho rằng kinh tế sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt với kỳ vọng tăng trưởng GDP ở mức 6,0 - 6,2% cho năm 2015 nhờ xuất khẩu và tăng trưởng tiêu dùng trong nước.

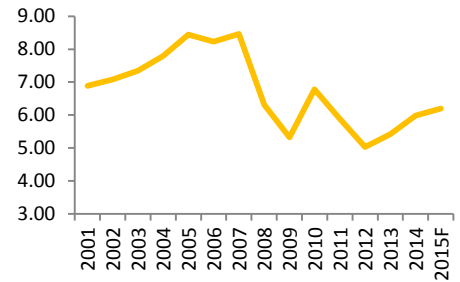
**Xuất khẩu 2015 tiếp tục tăng trưởng trên 10%.** Việt Nam ước xuất siêu khoảng 2 tỷ USD trong năm 2014. Trong đó, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 150 tỷ USD, tăng 13,6% so với năm 2013. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng trên 10% phần lớn do kinh tế Mỹ, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 19% kim ngạch xuất khẩu cả nước), tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.

**Trong khi đó, tiêu dùng tiếp tục khởi sắc.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng (sau khi loại trừ yếu tố giá) tăng 6,3% so với 2013 (năm 2013 chỉ tăng 5,6%). Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ tiếp tục khởi sắc nhờ lạm phát thấp trong năm 2014 giúp cải thiện sức mua của dân chúng và kỳ vọng lãi suất tiếp tục được giữ ở mức thấp.

**Giá dầu sẽ hỗ trợ trong việc kiềm chế lạm phát.** Chỉ số giá tiêu dùng CPI cả năm 2014 chỉ tăng nhẹ 1,8% so với 2013. Chúng tôi cho rằng, việc giá Dầu quốc tế tiếp tục duy trì ở mức thấp như hiện nay (hiện dưới 50 USD/thùng) cùng với nhiều loại hàng hóa khác, vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục có thể góp phần cắt giảm chi phí đầu vào của sản xuất, giảm thiểu tác động đến lạm phát của yếu tố chi phí đẩy trong năm 2015. Do đó, chúng tôi cho rằng CPI năm cả 2015 dưới 4% có thể khả thi.

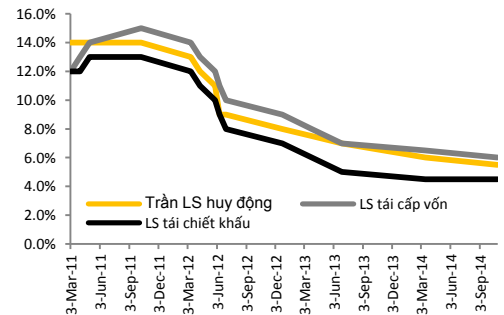
**Cán cân thanh toán dự báo vẫn duy trì thặng dư trong 2015.** Nỗ lực cải cách thể chế và hội nhập kinh tế quốc tế sẽ là nền tảng duy trì sự ổn định của FDI, kiều hối, ODA và FII. Các chính sách tỷ giá trong năm 2015 sẽ được hỗ trợ bởi cán cân thanh toán thặng dư. Tuy nhiên, cần lưu ý một số yếu tố có thể tạo áp lực lên tỷ giá trong 2015 (xem trang sau).

#### Tăng trưởng GDP



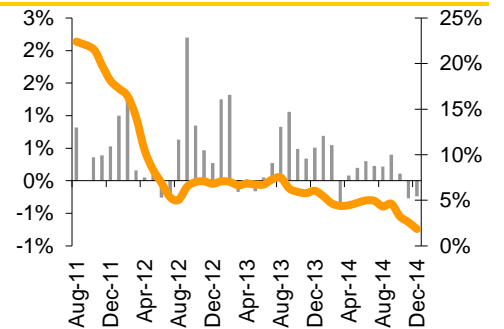
Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

#### Lãi suất (%)



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

#### CPI cả nước

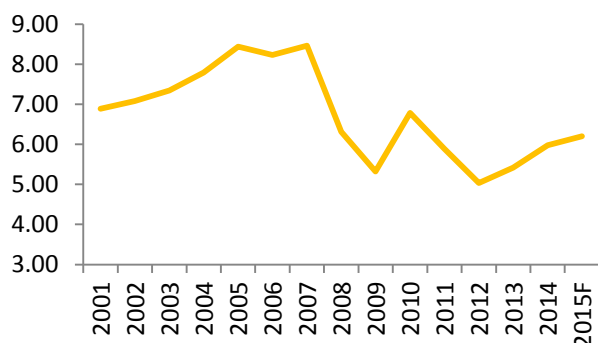


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

## Kỳ vọng kinh tế hồi phục mạnh hơn trong 2015

Trong năm 2015, mục tiêu tăng trưởng kinh tế được quốc hội thông qua là 6,2% cho thấy đà hồi phục kinh tế tiếp tục được kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng, tăng trưởng GDP từ 6% đến 6,2% là khả thi nhờ xuất khẩu tiếp tục đà tăng trưởng tốt, lãi suất thấp được duy trì giúp kích thích tiêu dùng cá nhân. Tín dụng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện (mục tiêu 13%-15%) nhờ nợ xấu tiếp tục được xử lý tốt.

**Tăng trưởng GDP theo năm (%)**

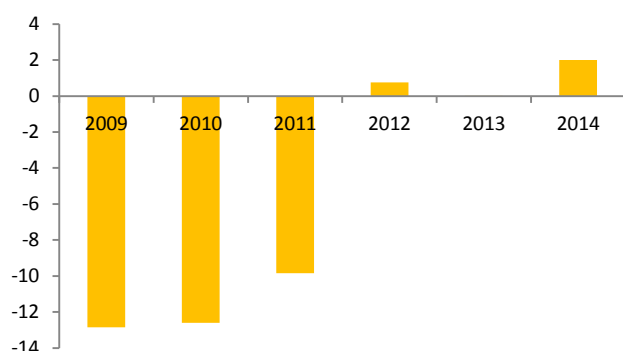


Nguồn: GSO, MBKE

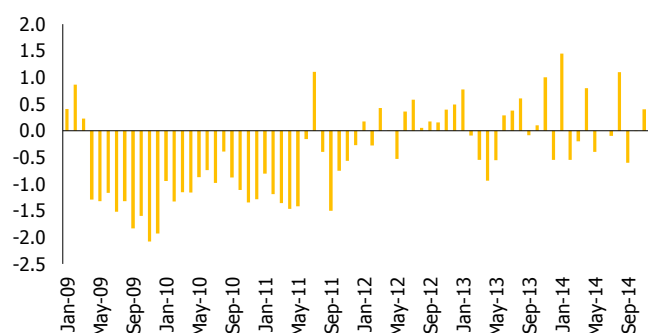
## Xuất khẩu 2015 tiếp tục tăng trưởng trên 10%

Việt Nam ước xuất siêu khoảng 2 tỷ USD trong năm 2014. Trong đó, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu đạt 150 tỷ USD, tăng 13,6% so với năm 2013. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng trên 10% trong năm 2015 phần lớn do kinh tế Mỹ, thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 19% kim ngạch xuất khẩu cả nước), tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ.

**Cán cân thương mại theo năm (tỷ USD)**



**Cán cân thương mại theo tháng (tỷ USD)**



Nguồn: GSO, MBKE

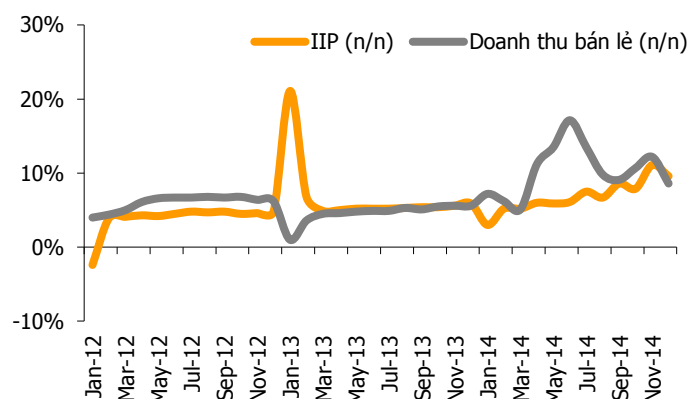
Nguồn: GSO, MBKE

## Tiêu dùng và sản xuất công nghiệp tiếp tục khởi sắc trong 2015

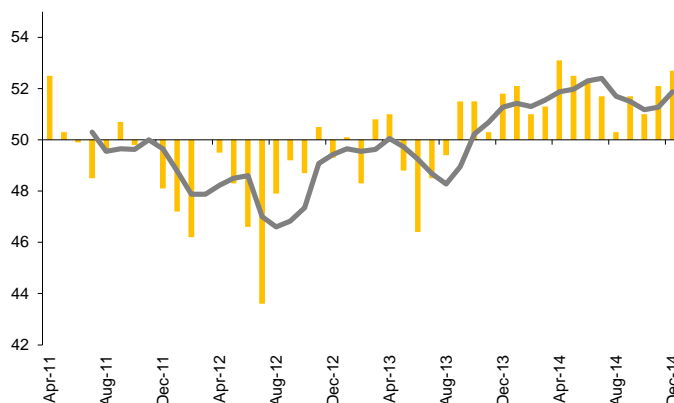
Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng trong năm 2015 sẽ tiếp tục khởi sắc nhờ lạm phát thấp trong năm 2014 giúp cải thiện sức mua của dân chúng. Ngoài ra, kỳ vọng lãi suất tiếp tục được giữ ở mức thấp sẽ kích thích chi tiêu của người dân.

Để đáp ứng cho nhu cầu xuất khẩu và tiêu dùng trong nước, sản xuất công nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2015 nối tiếp đà tăng trong 2014. Cần lưu ý là, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp 2014 ước tính tăng 7,6% so với năm 2013, cao hơn nhiều mức tăng 5,9% của năm 2013.

**Chỉ số sản xuất công nghiệp – IIP (%)**



**Chỉ số PMI**



Nguồn: GSO, MBKE

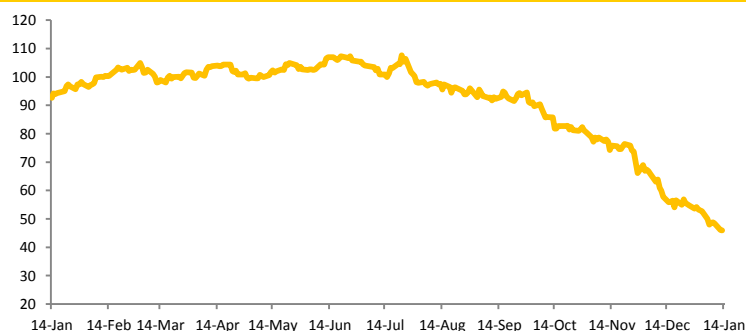
Nguồn: HSBC, MBKE

Nhiều khả năng PMI trong năm 2015 sẽ duy trì mạch trên 50, chỉ báo cho thấy ngành sản xuất đang mở rộng. Lưu ý, chỉ số PMI đã duy trì trên 50 trong suốt 16 tháng qua. Cả sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới đang tăng tốc nhanh.

**Lạm phát tiếp tục đứng ở mức thấp**

Chúng tôi cho rằng, việc giá Dầu quốc tế tiếp tục duy trì ở mức thấp như hiện nay (hiện dưới 50 USD/thùng) cùng với nhiều loại hàng hóa khác, vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục có thể góp phần cắt giảm chi phí đầu vào của sản xuất, giảm thiểu tác động đến lạm phát của yếu tố chi phí đẩy trong năm 2015.

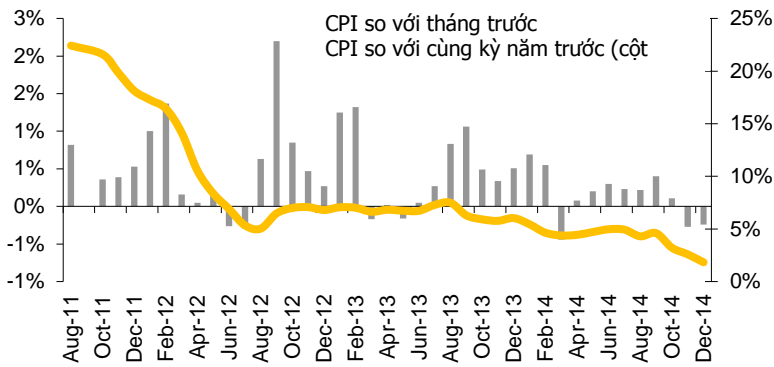
**Giá dầu quốc tế WTI (USD/thùng)**



Nguồn: Bloomberg, MBKE

Do vậy, lạm phát trong năm 2015 sẽ phụ thuộc chủ yếu vào chính sách quản lý giá các mặt hàng cơ bản (như điện, nước, học phí, viện phí). Chúng tôi cho rằng CPI năm cả 2015 có thể duy trì dưới 4%.

**CPI cả nước**

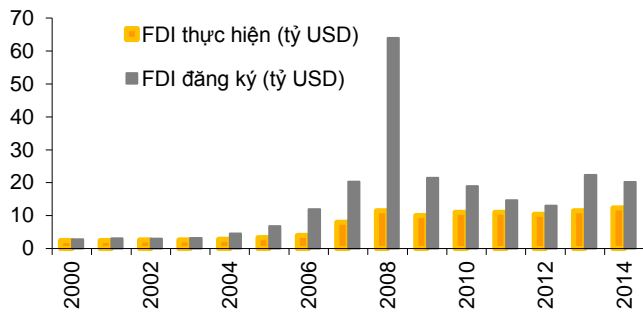


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

**Cán cân thanh toán dự báo vẫn duy trì thặng dư trong 2015**

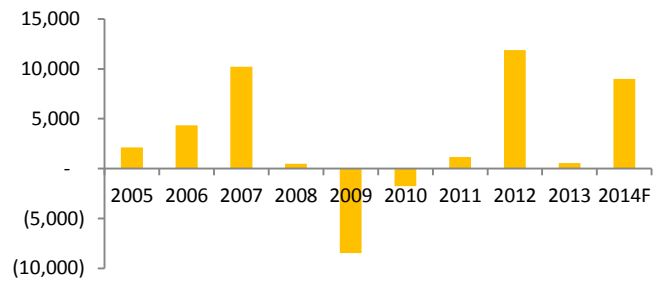
Nỗ lực cải cách thể chế và hội nhập kinh tế quốc tế sẽ là nền tảng duy trì sự ổn định của FDI, kiều hối, ODA và FII. Các chính sách tỷ giá trong năm 2015 sẽ được hỗ trợ bởi cán cân thanh toán thặng dư.

**Vốn FDI (tỷ USD)**



Nguồn: GSO, MBKE

**Cán cân thanh toán (triệu USD)**



Nguồn: GSO, MBKE

Tuy nhiên, cần lưu ý một số yếu tố có thể tạo áp lực lên tỷ giá trong 2015: lãi suất USD trên thị trường thế giới tăng sẽ giảm cơ hội duy trì mức chênh lệch cao giữa lãi suất đồng nội tệ và ngoại tệ trong nước. USD nhiều khả năng tiếp tục đà tăng giá so với ngoại tệ khác kéo theo VND lên giá so với ngoại tệ khác, ảnh hưởng đến sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng phá giá trong biên độ kế hoạch 2%, hoặc vượt trong năm 2015 để bảo vệ sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam là hoàn toàn bình thường.



# Đánh giá triển vọng TTCK Việt Nam

## 2015 – Đầu xuôi, đuôi có lọt?

- 2014: Năm của những con sóng lớn
- Ngắn hạn Q1/2015: Khả năng tăng mạnh (!)
- Trung hạn cả năm 2015: Sẽ còn nhiều thử thách

Tính đến 31/12/2014

**VN-Index: 545,6 ; +8,1%**  
**HNX-Index: 83,0 ; +22,3%**

*Thị trường năm 2014 được khép lại với nửa cuối tháng 12 hồi phục ấn tượng, giúp lấy lại niềm tin của nhà đầu tư vốn đã bị "thử thách" không hề nhỏ trong các tháng thị trường suy giảm mạnh trước đó. Mức tăng trung bình cho hai sàn HSX và HNX đạt 15,2% trong năm 2014, một con số đủ để cho thấy sự nổi trội của kênh đầu tư chứng khoán so với những kênh đầu tư khác trong 2014.*

*Đầu vậy, 2014 cũng sẽ được nhà đầu tư nhớ đến như là một năm có quá nhiều biến động lớn (cả tăng và giảm) trên thị trường. "Sóng gió Biển Đông" trong Quý 2 và "Cơ bão giá Dầu cùng Thông tư 36" trong Quý 4 đã thật sự tạo ra một năm 2014 nhiều rủi ro cùng cơ hội đan xen.*

**Đánh giá ngắn hạn Q1/2015: Khả năng tăng mạnh (!).** Với các phân tích sẽ trình bày chi tiết dưới đây, chúng tôi cho rằng VN-Index trong giai đoạn đầu năm 2015 sẽ đứng trước cơ hội bứt phá rất mạnh mẽ. Các tính toán của chúng tôi cho thấy đây có thể là Quý tăng điểm mạnh nhất trong năm 2015 và các nhà đầu tư cần mau chóng nắm bắt cơ hội này.

**Chúng tôi đặt niềm tin VN-Index sẽ tiếp cận trở lại khu vực 640 (vùng cao nhất trong năm 2014) ngay trong 3 tháng đầu của năm 2015.**

### Đánh giá triển vọng ngành

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

## 2014: Năm của những con sóng lớn

2014 thật sự là “năm của những con sóng lớn” khi nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán phải liên tục trải qua những cung bậc cảm xúc trái ngược nhau theo cách mà ít ai có thể ngờ đến nhất.

### Diễn biến của VN-Index trong năm 2014



Nguồn: HOSE, MBKE tổng hợp

Diễn biến thị trường năm 2014 ra bốn giai đoạn rõ rệt:

- **Giai đoạn “Dư âm 2013” (Đầu 2014 đến đầu tháng 4/2014):** Đây là giai đoạn nối tiếp đà tăng tích cực có từ tháng 9/2013, VN-Index khởi động tại mức 504 điểm và đạt đỉnh tại vùng gần 610 điểm một cách khá dễ dàng trong vòng hơn ba tháng. Đặc điểm của đoạn tăng này là sự gia tăng khá đồng đều ở hầu hết các cổ phiếu trên thị trường. VN-Index đã tăng 21% trong 3 tháng.
- **Giai đoạn “Sự kiện Biển Đông” (Giữa tháng 4 đến giữa tháng 5/2014):** Dù giai đoạn này chỉ tồn tại trong một tháng nhưng đứng trước những rủi ro mang tính hệ thống rất cao, thị trường đã gần như “rơi tự do”. VN-Index đánh mất toàn bộ thành quả có được trong 3 tháng trước đó, sự hoảng loạn gần như đi tới “cùng cực”. Điểm nhấn lớn nhất của giai đoạn này là sự “bình tĩnh” và quyết đoán của khối nhà đầu tư nước ngoài khi họ liên tục mua ròng ở các vùng giá thấp. Chính khối ngoại là tác nhân quan trọng nhất giúp thị trường hồi phục trở lại sau đó.
- **Giai đoạn “hồi phục và tăng nóng” (Giữa tháng 5 đến cuối tháng 9/2014):** Sau khi Biển Đông tạm lắng dịu, thị trường mau chóng nhận ra sự phản ứng có phần thái quá của mình và việc hồi phục được diễn ra rất nhanh sau đó. VN-Index mau chóng hồi phục lên lại mức đỉnh trong Quý 1 tại vùng 610 và thanh công tạo lập đỉnh mới ở vùng 640 điểm, mức tăng ghi nhận hơn 25% (!). Việc tăng 25% trong 3 tháng cho thấy sự tăng giá có phần “khá nóng”. Điểm nhấn của giai đoạn này là sự “lên ngôi” của nhóm các cổ phiếu đầu khí và tỷ lệ margin tại các công ty được đẩy lên các mức “đáng báo động”.



- **Giai đoạn “Cú sốc giá dầu và Thông tư 36” (Cuối tháng 9 đến nửa đầu tháng 12/2014):** Sau giai đoạn tăng nóng hơn 25%, các biến động địa chính trị trên phạm vi toàn cầu đã giáng cú đòn đầu tiên lên thị trường khi các căng thẳng tại Châu Âu tăng cao và giá dầu rơi không phanh. Thị trường Việt Nam thời điểm này, với “điểm nóng” đang tập trung tại các công ty dầu khí và tình hình margin đang khá căng thẳng đã phản ứng rất tiêu cực. VN-Index suy giảm mạnh về lại mức đầu năm 2014, trả lại toàn bộ thanh quả khó khăn tạo lập ở giai đoạn trước đó (!).

**Nửa cuối tháng 12/2014** thật sự đã giúp lấy lại “ngọn lửa hy vọng” của các nhà đầu tư. Thời điểm khó khăn nhất của thị trường đã trôi qua khi các tác nhân tiêu cực ảnh hưởng dần được gỡ bỏ hoặc phản ảnh tương đối vào mặt bằng giá. 15 ngày cuối cùng của 2014 chứng kiến sự hồi phục trở lại của cả hai thị trường đi kèm với việc các nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu mua ròng trở lại với cường độ mạnh dần. **Câu hỏi lớn và quan trọng nhất cần đặt ra lúc này: Điều gì chờ đợi TTCK Việt Nam trong 2015?**

## **2015: Đầu sẽ xuôi nhưng đuôi có lọt?**

### **Ngắn hạn quý 1/2015: Khả năng tiếp cận lại 640!**

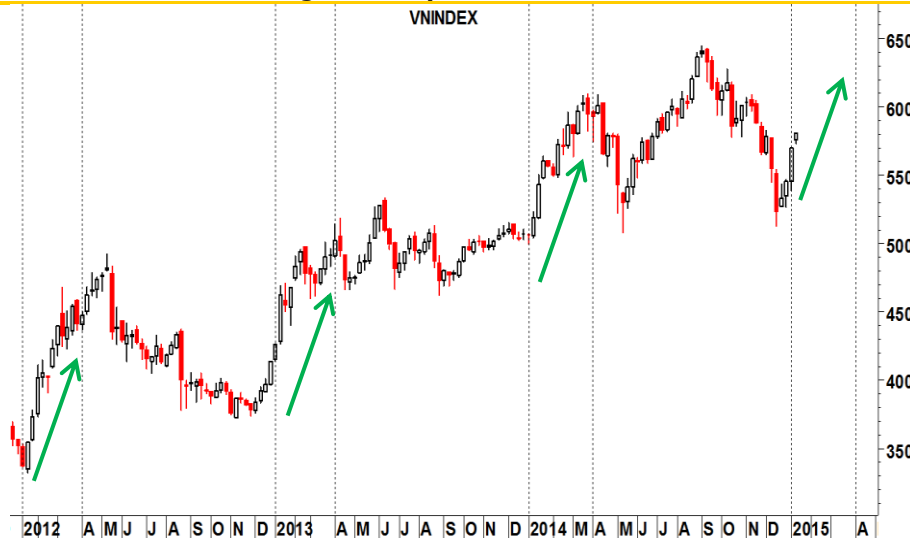
Xét ngắn hạn trong Q1/2014, Chúng tôi cảm thấy rất tin tưởng vào khả năng tăng điểm nhanh của thị trường, đặc biệt ở giai đoạn trước tết Âm Lịch. Một số lý do khiến chúng tôi lạc quan bao gồm:

- Chu kỳ thị trường ủng hộ;
- Khả năng mua ròng của khối ngoại;
- KQKD Q4/2014 hứa hẹn khả quan.

**Về yếu tố chu kỳ.** Xét trong xu hướng tăng trung hạn từ năm 2012 đến nay, dù mỗi năm là một câu chuyện khác nhau, chúng tôi nhận thấy có sự đồng thuận rất cao về khả năng TTCK tăng điểm trong Quý 1. Xác suất có được cho ba năm vừa qua là 100% cho kịch bản tăng mạnh trong Quý 1 với mức tăng trung bình khoảng 20%, một kết quả rất ấn tượng (!).

Thêm vào đó, cần lưu ý xu hướng trung hạn của VN-Index từ 2012 đến nay là tăng. Do VN-Index đã đối mặt với một đoạn điều chỉnh rất đáng kể trong Quý 4/2014, xác suất để thị trường tiếp tục tạo các mức đáy mới (dưới 510 điểm) là rất thấp do đường giá được nâng đỡ rất mạnh bởi các vùng hỗ trợ trung hạn.

**Diễn biến VN-Index trong ba năm qua**

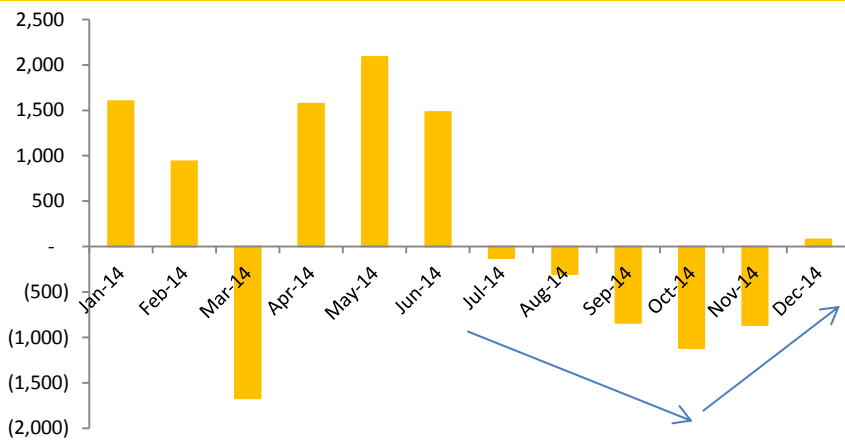


Nguồn: HSX, MBKE

**Về khả năng mua ròng của Khối ngoại.**

Tính từ tháng 7 đến trước tháng 12/2014, các NĐT nước ngoài đã bán ròng khá mạnh tay, hơn 4.000 tỷ đồng tính riêng trên sàn HOSE. Rõ ràng, hành động bán ra khá mạnh trong ngắn hạn của khối ngoại đã ảnh hưởng tiêu cực lên dòng tiền của thị trường, đặc biệt khi tâm lý nói chung của nhóm NĐT trong nước đang yếu ở thời điểm đó.

**Diễn biến mua bán ròng của khối ngoại 2014**

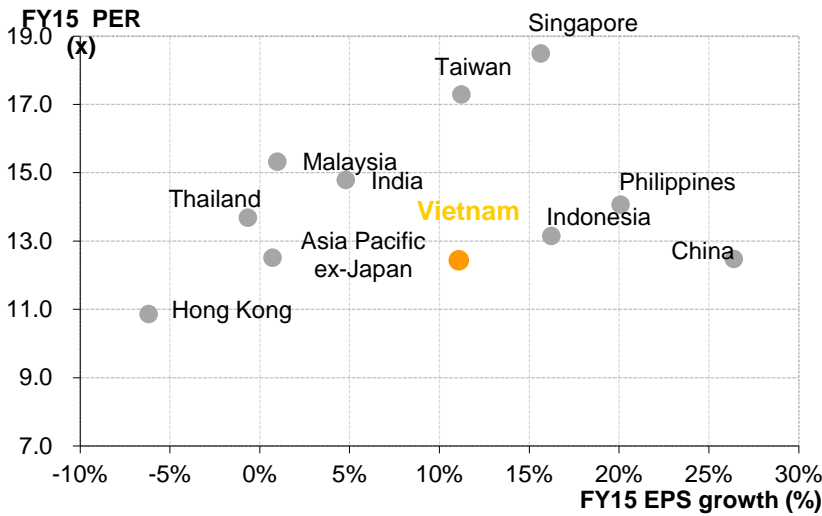


Nguồn: HSX, MBKE

Dù vậy trong hơn một tháng qua, cường độ bán ròng của khối ngoại đã dần được tiết chế và việc mua ròng đã diễn ra mạnh dần từ nửa cuối tháng 12/2014. Dựa trên yếu tố chu kỳ ở các năm trước, giai đoạn các tháng đầu của năm 2015, nhiều khả năng khối ngoại sẽ duy trì trạng thái mua ròng với cường độ bằng hoặc tốt hơn hiện nay.

Một trong những lý do khác khiến chúng tôi tin tưởng vào khả năng mua ròng ngắn hạn trong Quý 1 của khối ngoại đến từ các so sánh tương quan giữa TTCK Việt Nam và các quốc gia trong khu vực. PE hiện nay của thị trường vẫn ở mức “khá cạnh tranh”, đi kèm theo đó là tiềm năng tăng trưởng EPS vào loại cao trong khu vực và sự ổn định về chính trị xã hội.

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



Nguồn: Bloomberg, MBKE

**KQKD Q4/2014 hứa hẹn khả quan.** Tình hình sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết trong cả năm 2014 nói chung và Quý 4/2014 nói riêng đang tiếp tục có sự cải thiện trên diện rộng. Thống kê 52 cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi, tăng trưởng lợi nhuận bình quân cả năm 2014 ước đạt 31%. Ngành tăng trưởng cao thuộc về Thủy sản (115%), hàng tiêu dùng và dịch vụ (100% - loại trừ MSN), Điện (30,3%), ngành xây dựng (25%) và ngành Dược (43,9%). Riêng ngành dược, nếu loại JVC (+193% n/n) thì tăng trưởng bình quân của ngành dược đạt 14%. Các công ty ngành cao su tự nhiên và mía đường đều có lợi nhuận sụt giảm do hiện tượng dư cung gây áp lực lên giá bán.

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

**Đánh giá ngắn hạn Q1/2015: Khả năng tăng mạnh (!).** Với những phân tích nêu trên, chúng tôi cho rằng VN-Index trong giai đoạn đầu năm 2015 sẽ đứng trước cơ hội bứt phá rất mạnh mẽ. Các tính toán của chúng tôi cho thấy đây có thể là Quý tăng điểm mạnh nhất trong năm 2015 và các nhà đầu tư cần mau chóng nắm bắt cơ hội này. **Chúng tôi đặt niềm tin VN-Index sẽ tiếp cận trở lại khu vực 640 (vùng cao nhất trong năm 2014) ngay trong 3 tháng đầu của năm 2015.**

Kết quả kinh doanh ước tính FY14 một số cổ phiếu

Mã CP	Sàn GD	Tên công ty	Doanh thu (tỷ VND)				Lợi nhuận ròng (tỷ VND)				Cổ tức (VND)	
			2014E	%YoY	2015E	%YoY	2014E	%YoY	2015E	%YoY	2014	2015
PHR	HSX	CTCP Cao su Phước Hòa	1.530	-19%	1.377	-10%	240	-35%	175	-27%	2.000	2.000
BHS (*)	HSX	CTCP Đường Biên Hòa	2.961	2%	2.771	-6%	79	-2%	73	-7%	1.000	1.000
BMP	HSX	CTCP Nhựa Bình Minh	2.453	15%	2.591	6%	371	0%	523	41%	3.000	2.000
BTP	HSX	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa Vũng Tàu	1.804	59%	1.896	5%	91	66%	100	10%	800	800
CHP	HNX	CTCP Thủy điện Miền Trung	632	20%	617	-2%	215	71%	195	-9%	800	900
CNG	HSX	CTCP CNG Việt Nam	1.126	19%	1.064	-6%	118	-5%	121	2%	3.500	3.500
CSM	HSX	CTCP Công nghiệp cao su Miền nam	3.168	1%	3.523	11%	330	-9%	387	17%	1.200	1.200
CTD	HSX	CTCP xây dựng Cotec	7.724	25%	8.871	15%	311	21%	343	10%	2.000	2.000
DCL	HSX	CTCP Dược phẩm Cửu Long	722	7%	765	6%	37	23%	40	6%		1.500
DHC	HSX	CTCP Đông Hải Bến Tre	535	17%	595	11%	45	68%	48	7%	1.500	1.200
DHG	HSX	CTCP Dược Hậu Giang	3.876	10%	4.255	10%	553	-6%	723	31%	3.000	2.500
DMC	HSX	CTCP XNK Y tế Domesco	1.573	10%	1.730	10%	135	26%	157	16%	1.800	1.800
DPM	HSX	Tổng CT Phân bón & Hóa chất dầu khí	8.676	-17%	8.512	-2%	1.334	-38%	1.696	27%	5.000	2.500
DPR	HSX	CTCP Cao Su Đồng Phú	797	-28%	815	2%	246	-34%	253	3%	3.000	3.000
DQC	HSX	CTCP Điện Quang	1.441	80%	1.664	15%	234	92%	259	11%	2.000	2.000
DRC	HSX	CTCP Cao Su Đà Nẵng	3.252	16%	3.949	21%	326	-13%	409	25%	2.000	2.000
FCN	HSX	CTCP kỹ thuật nền móng và công trình ngầm FECON	1.322	10%	1.556	18%	122	19%	158	30%	1.000	1.500
FMC	HSX	CTCP Thủy sản Sao Ta	2.875	31%	2.991	4%	64	96%	68	6%	1.500	1.500
FPT	HSX	CTCP FPT	32.286	20%	36.125	12%	1.660	12%	1.801	9%	3.000	2.000
GMD	HSX	CTCP Gemadept	2.898	15%	3.288	13%	548	185%	249	-55%	1.200	1.500
HBC	HSX	CTCP xây dựng và kinh doanh địa ốc Hoà Bình	3.513	2%	3.826	9%	41	55%	67	64%	500	1.500
HRC	HSX	CTCP Cao Su Hòa Bình	188	-50%	214	14%	46	-11%	-5	-110%	2.500	2.500
HVG	HSX	CTCP Thủy sản Hùng Vương	15.038	36%	18.500	23%	512	107%	556	9%	2.000	1.000
IMP	HSX	CTCP Dược phẩm Imexpharm	901	7%	1.036	15%	83	35%	99	20%	2.500	2.500
JVC	HSX	CTCP TBYT Việt Nhật	952	60%	1.259	32%	122	192%	279	129%	500	1.500
KDC (***)	HSX	CTCP Kinh Đô	4.949	9%	5.608	13%	567	15%	657	16%	2.400	n/a
MSN	HSX	CTCP Tập đoàn Masan	15.800	30%	13.950	-12%	38	1%	2.109	5450%	-	-
MWG (**)	HSX	CTCP Thế Giới Di Động	15.338	37%	23.590	54%	663	159%	886	34%	-	-
NKG	HSX	CTCP Thế Nam Kim	5.736	23%	7.457	30%	74	34%	99	33%	-	-
NTP	Hnx	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	2.677	8%	2.852	7%	275	-5%	379	38%	3.000	2.500
PPC	HSX	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	7.350	12%	7.761	6%	1.030	-37%	856	-17%	1.500	800
PVD	HSX	CTCP Khoan và dịch vụ khoan dầu khí	19.716	33%	15.714	-20%	2.421	29%	2.220	-8%	2.000	2.000
PVT	HSX	Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	4.871	-2%	5.359	10%	274	16%	265	-3%	-	-
SBA	HSX	CTCP Thủy điện Sông Ba	208	-6%	219	5%	67	0%	78	17%	1.000	1.000
SBT (*)	HSX	CTCP Đường Thành Thành Công Tây Ninh	2.314	34%	1.752	-24%	198	-38%	137	-31%	1.000	1.000
SJD	HSX	CTCP Thủy điện Cần Đơn	425	37%	419	-1%	192	29%	192	0%	2.200	2.000
TRA	HSX	CTCP Traphaco	1.598	10%	1.758	10%	139	-7%	159	14%	2.000	2.000
TRC	HSX	CTCP Cao su Tây Ninh	577	-14%	614	6%	140	-39%	137	-3%	3.000	3.000
VCG	HNX	Tổng CTCP XNK và xây dựng Việt Nam	9.663	-13%	10.524	9%	523	6%	546	4%	400	600
VHC	HSX	CTCP Thủy sản Vĩnh Hoàn	5.870	15%	7.316	25%	455	187%	517	14%	1.500	-
VNM	HSX	CTCP Sữa Việt Nam	35.237	14%	41.176	17%	5.860	-10%	6.512	11%	4.000	4.000
VNS	HSX	CTCP Ánh Dương Việt Nam	3.952	24%	4.466	13%	337	50%	393	17%	2.000	2.000
VSC	HSX	CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	871	10%	932	7%	216	-10%	239	10%	2.000	2.000
VSH	HSX	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	359	20%	392	9%	221	30%	228	3%	1.000	500

(\*) niên độ 1/7/2014-30/6/2015

(\*\*) Công ty

(\*\*\*) 2015E chưa bao gồm LN bất thường từ thương vụ bán BKD



## Ngành xây dựng

### Trọng tâm chuyển dần sang xây dựng hạ tầng

- Giá trị sản xuất xây dựng 2014 tăng 7,6%
- KQKD 2014 cải thiện nhờ chi phí VLXD và lãi suất giảm
- Kỳ vọng vào tăng trưởng của các công ty đẩy mạnh xây dựng hạ tầng trong năm 2015

#### Tin tức/sự kiện

Giá trị xây dựng lũy kế 2014 ước tính đạt 676,1 nghìn tỷ, tăng 7,6% so với năm trước. Công trình nhà ở tăng 6,5%, công trình nhà không để ở tăng 6,6%, công trình kỹ thuật dân dụng tăng 17,3% và xây dựng chuyên dụng tăng 12%.

#### Nhận định của MBKE

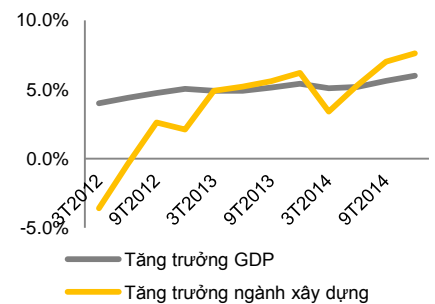
Như chúng tôi nhận định trong báo cáo chiến lược đầu năm 2014, năm 2014 có thể là khởi đầu chu kỳ tăng trưởng mới đối với ngành xây dựng. Giá trị sản xuất toàn ngành đạt mức tăng trưởng 7,6%, mức tăng cao trong vài năm gần đây. Đáng chú ý là mảng công trình kỹ thuật dân dụng (công trình hạ tầng, công trình công nghiệp) ghi nhận tăng trưởng cao nhất 17,3% so với năm trước. Cùng với tăng trưởng chung của ngành, chúng tôi tin rằng các công ty niêm yết trong ngành sẽ ghi nhận KQKD cải thiện do (1) một số dự án BĐS được tái khởi động hoặc triển khai; (2) nhiều công trình hạ tầng được triển khai và hoàn thành; (3) chi phí vật liệu xây dựng giảm và (4) lãi suất giảm.

Theo chúng tôi, từ năm 2015 trọng tâm của ngành nhiều khả năng sẽ chuyển dần sang mảng xây dựng hạ tầng với nhiều dự án cầu đường, nhà máy điện, đường sắt và tàu điện ngầm đô thị, ... được triển khai. Với thực trạng cơ sở hạ tầng của Việt Nam còn nghèo nàn, chưa tạo đầy đủ điều kiện cho phát triển kinh tế, chúng tôi cho rằng mảng xây dựng hạ tầng sẽ có triển vọng tích cực trong dài hạn. Đối với mảng hạ tầng, rủi ro nằm ở nguồn vốn cho các dự án trong khi nguồn vốn ngân sách sẽ khó khăn hơn trong năm nay. Gần đây, chính phủ ngày càng quan tâm đến việc huy động các nguồn vốn xã hội hoá để thúc đẩy phát triển hạ tầng; hiện nay đang hoàn thiện khung pháp lý để khuyến khích hình thức hợp tác công tư PPP, được kỳ vọng là nhân tố thúc đẩy lĩnh vực hạ tầng.

Chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng của các công ty có kinh nghiệm và năng lực thi công, đã triển khai và thắng thầu một số dự án hạ tầng như VCG, FCN, CTD. Ngoài ra, mặt bằng lãi suất giảm tiếp tục có lợi cho các công ty xây dựng (sử dụng đòn bẩy cao với tỷ lệ nợ/VCSH bình quân hơn 100%). Tuy nhiên, một số công ty có khoản phải thu lớn từ khách hàng (như HBC) vẫn chưa hết rủi ro dự phòng phải thu.

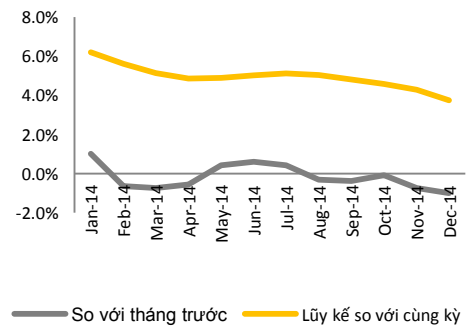
Dưới đây là dự báo KQKD và chỉ số tài chính của một số cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi gồm VCG, CTD, FCN, HBC. Trong đó, cổ phiếu FCN có định giá hấp dẫn với P/E 7,7x.

#### Tăng trưởng giá trị XD so với GDP



Nguồn: MBKE tổng hợp

#### Chỉ số giá VLXD



Nguồn: MBKE tổng hợp

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

Cổ phiếu	Vốn hoá TT (tỷ VND)	Tăng trưởng LN 2014 (%)	ROE (%)	Nợ/VCSH (%)	P/E 2014 (x)	P/E 2015 (x)	P/B (x)
VCG	5.521	5,5%	9,5%	105,7%	10,6	10,1	1,0
CTD	2.549	21,0%	12,6%	0%	8,2	7,4	1,0
FCN	942	19,0%	16,1%	79,3%	7,7	6,0	1,5
HBC	790	55,0%	4,2%	184,8%	19,3	11,7	0,8
<b>Trung bình</b>			<b>10,6%</b>	<b>92,4%</b>	<b>11,4</b>	<b>8,8</b>	<b>1,1</b>

Nguồn: Maybank KE dự báo



## Ngành điện

### Dự báo 2015 thuận lợi hơn đôi với nhóm nhiệt điện

- Sản lượng toàn hệ thống năm 2014 tiếp tục tăng cao; lợi nhuận 2014 ước tính tăng tương tốt
- Dự báo 2015 sẽ thuận lợi hơn đôi với nhóm nhiệt điện
- Định giá thấp với P/E kỳ vọng 9,0x

#### Tin tức/sự kiện

Lũy kế 11 tháng 2014, sản lượng điện thương phẩm cả nước đạt 117,6 tỷ kWh, tăng 11,3% so với cùng kỳ. Dự kiến sản lượng cả năm 2014 đạt 145,3 tỷ, tăng 10,96% so với 2013.

#### Nhận định của MBKE

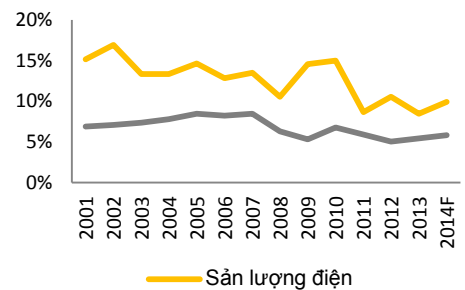
Với nhóm cổ phiếu ngành điện, chúng tôi ước tính lợi nhuận 2014 tăng trưởng tốt do (1) sản lượng cao do nhu cầu phụ tải tiếp tục tăng và một số công ty đưa nhà máy mới vào hoạt động; (2) doanh thu tăng thêm khi tham gia thị trường điện cạnh tranh với chiến lược chào giá tốt; (3) lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện do các đồng ngoại tệ như JPY, KRW giảm giá so với VND.

Bước sang 2015, tình hình thủy văn kém thuận lợi cuối năm 2014 dự báo sẽ tiếp tục diễn ra vào các tháng mùa khô đầu năm 2015 với lưu lượng nước ở các sông giảm và thiếu hụt; sẽ ảnh hưởng tới hoạt động SX của các nhà máy thủy điện. Điều này đồng nghĩa với việc nguồn nhiệt điện có thể được huy động nhiều hơn, tuy nhiên chúng tôi không kỳ vọng sản lượng của các nhà máy nhiệt điện niêm yết (PPC, BTP, NBP) tăng đáng kể do các nhà máy này không có kế hoạch mở rộng công suất trong khi nguồn cung trên hệ thống điện quốc gia vẫn liên tục được bổ sung. Tuy vậy, việc đầu tư vào một số nhà máy điện khác được kỳ vọng sẽ là nguồn tăng lợi nhuận cho PPC và BTP từ 2015. Ngoài ra, nhóm cổ phiếu nhiệt điện (PPC, BTP) còn có động lực ngắn hạn từ biến động tỷ giá JPY và KRW, được dự báo tiếp tục giảm trong năm nay.

Đối với nhóm thủy điện, mặc dù sản lượng có thể giảm nhưng lợi nhuận dự báo tương đối ổn định nhờ (1) lợi thế chi phí thấp khi tham gia thị trường điện cạnh tranh để đạt được giá bán tốt đối với nhóm công ty tham gia thị trường cạnh tranh (SHP, VSH, CHP, SBA, TMP, TBC); và (2) giá mua bán điện 2015 áp dụng cho các nhà máy có công suất <30MW tăng so với giá cũ (DRL, SEB, HJS, SBA, SHP).

Định giá của nhóm cổ phiếu điện khá thấp với P/E bình quân của các cổ phiếu mà chúng tôi theo dõi đạt 9,4x. Trong đó, PPC và SJD với P/E 8,3x và 7,2x là hai cổ phiếu có định giá thấp.

Tăng trưởng sản lượng điện vs GDP



Nguồn: MBKE tổng hợp



**Lợi nhuận 2014 ước tính tăng trưởng tốt**

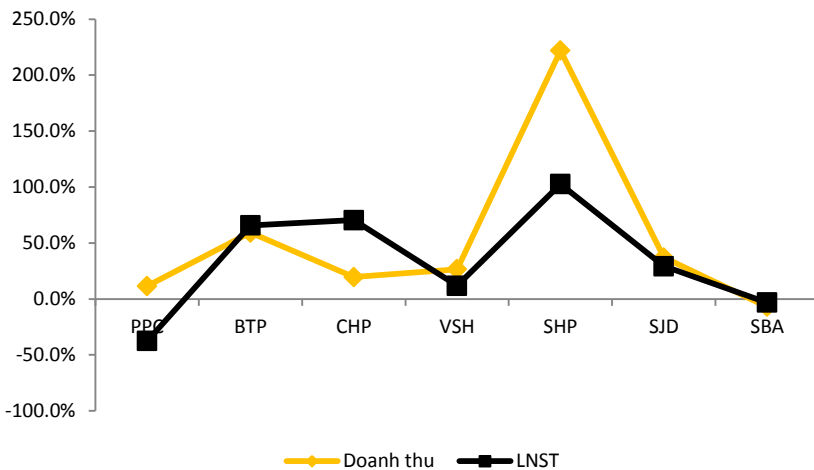
Kết thúc năm 2014, chúng tôi ước tính lợi nhuận của nhóm cổ phiếu ngành điện nhìn chung tăng trưởng tốt. Trong 2 quý đầu năm 2014, lợi nhuận của các công ty nhiệt điện gồm PPC và BTP giảm, chủ yếu do phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá so với lãi chênh lệch tỷ giá khá lớn trong cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, lợi nhuận của đa số các công ty thủy điện đều tăng khá tốt nhờ đạt sản lượng cao hơn cùng kỳ.

Sang 6 tháng cuối năm, nhóm nhiệt điện có chuyển biến tích cực hơn. PPC đã đàm phán xong giá bán điện với EVN với phần giá cố định giảm do mức khấu hao bình quân hàng năm thấp hơn trước trong khi phần giá biến đổi được xác định theo các chi phí biến đổi, trong đó chủ yếu là giá than. Diễn biến tỷ giá đồng JPY trong 6 tháng cuối năm cũng thuận lợi đối với PPC. Với tỷ giá JPYVND là 175,9 vào ngày 31/12/2014, chúng tôi ước tính PPC sẽ ghi nhận 428 tỷ lãi chênh lệch tỷ giá trong quý 4/2014. Như vậy, lãi chênh lệch tỷ giá cả năm 2014 đạt 586 tỷ.

Đối với BTP, sản lượng trong 6 tháng cuối năm ước tính tiếp tục tăng trưởng cao khoảng hơn 50% so với cùng kỳ. Ngoài ra, tỷ giá KRWVND tiếp tục giảm 3,7% trong quý 4/2014 sau khi đã giảm 4,3% trong quý 3/2014. Với tỷ giá 17,64 vào ngày 31/12/2014, ước tính BTP sẽ ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá 22,6 tỷ trong quý 4/2014 và 17,2 tỷ trong cả năm 2014.

Đối với nhóm thủy điện, diễn biến thủy văn trong 6 tháng cuối năm không thuận lợi đã ảnh hưởng đến sản lượng của một số công ty. Sản lượng cả năm của một số công ty ước tính giảm đôi chút so với năm 2013, tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận vẫn tăng trưởng tốt nhờ ký được hợp đồng mới với giá bán cao hơn (CHP), khả năng được ghi nhận hồi tố phần chênh lệch giá bán của các năm trước (VSH) và lợi thế giúp tạo thêm doanh thu khi tham gia thị trường điện cạnh tranh (CHP, VSH, SBA). Theo ước tính của chúng tôi, CHP và VSH có thể ghi nhận lợi nhuận quý 4/2014 và cả năm 2014 tăng trưởng cao, trong khi SBA ước tính lợi nhuận tương đương năm trước. Đối với SHP, tăng trưởng lợi nhuận ước tính đạt 102,7% nhờ tổng công suất tăng sau khi đưa nhà máy Dambri với công suất 75MW vào hoạt động. SJD được dự báo sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận khoảng 29% nhờ sản lượng tăng và khả năng hợp nhất KQKD của nhà máy Nà Lơi.

**Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2014**



Nguồn: Maybank KE dự báo

## **Dự báo hoạt động SXKD của nhóm nhiệt điện ổn định hơn trong năm 2015**

**Đối với nhóm thủy điện,** tình hình thủy văn dự báo kém thuận lợi sẽ là rủi ro lớn nhất trong năm nay, có thể làm giảm sản lượng của các công ty. Tuy nhiên, lợi nhuận có thể không bị ảnh hưởng nhiều nhờ một số yếu tố như (1) lợi thế về chi phí khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh; (2) giá mua bán điện 2015 áp dụng đối với các nhà máy công suất <30MW tăng so với giá cũ.

### **(1) Dự báo thủy văn 2015 không thuận lợi**

Các tháng cuối năm 2014, tình hình thủy văn trên cả nước không thuận lợi. Tình hình này được dự báo sẽ tiếp tục diễn ra trong các tháng đầu năm 2015. Theo Trung tâm khí tượng thủy văn trung ương, nhiều khả năng sẽ xảy ra El Nino trong những tháng đầu năm 2015. Diễn biến thủy văn trong mùa khô 2015 có xu hướng thiếu hụt mưa và dòng chảy, xuất hiện khô hạn. Lưu lượng dòng chảy trên các sông ở cả ba miền được dự báo tiếp tục giảm và sẽ thiếu hụt so với trung bình nhiều năm. Theo đó, chúng tôi cho rằng các tháng mùa khô 2015 sẽ khá khó khăn cho hoạt động SXKD của các nhà máy thủy điện.

### **(2) Lợi thế về chi phí khi tham gia thị trường điện cạnh tranh**

Theo công bố của Cục điều tiết điện lực (Bộ Công Thương), trong năm 2015 có 57 nhà máy điện sẽ trực tiếp tham gia thị trường điện cạnh tranh, trong đó có nhà máy thuộc một số công ty điện niêm yết, gồm PPC, TBC, VSH, CHP, SBA, SHP, TMP. Các công ty thủy điện với chi phí sản xuất thấp hơn sẽ có lợi thế nhất định khi tham gia thị trường điện cạnh tranh. Thực tế cho thấy trong năm 2014, các công ty như CHP, SBA, VSH đều có doanh thu vượt trội từ việc chào giá trên thị trường cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ tiếp tục được phát huy trong năm 2015.

### **(3) Thủy điện công suất <30MW được lợi từ biểu giá mới**

Bộ Công Thương mới ban hành biểu giá chi phí tránh được áp dụng trong năm 2015, áp dụng đối với các nhà máy thủy điện nhỏ có công suất dưới 30MW. Theo ước tính của chúng tôi, bình quân giá điện năng vào mùa khô tăng 14% - 17% và giá điện năng vào mùa mưa tăng 17% - 20% so với giá 2014. Trong đó, giá áp dụng cho các nhà máy ở miền Trung có mức tăng cao nhất: 17% vào mùa khô và 20% vào mùa mưa. Giá công suất áp dụng cho cả ba miền tăng khoảng 24% (giá công suất chỉ được trả trong thời gian cao điểm mùa khô).

Biểu giá chi phí tránh được 2015 với mức tăng khá cao là tin tích cực đối với nhóm công ty thủy điện có công suất nhỏ dưới 30MW đang niêm yết gồm SBA (nhà máy Khe Diên 9MW), SHP (nhà máy Dasiat 13,5MW), SEB (28MW), DRL (16MW), HJS (12MW). Tuy nhiên, điểm hạn chế của nhóm cổ phiếu này là khối lượng giao dịch trên thị trường thấp.

**Đối với nhóm nhiệt điện,** chúng tôi dự báo triển vọng hoạt động SXKD ổn định hơn nhóm thủy điện trong năm 2015. Tình hình thủy văn dự báo kém thuận lợi đồng nghĩa với việc nguồn nhiệt điện có thể được huy động nhiều

hơn; tuy nhiên chúng tôi không kỳ vọng sản lượng của các nhà máy nhiệt điện niêm yết (PPC, BTP, NBP) tăng đáng kể do các nhà máy này không có kế hoạch mở rộng công suất trong khi nguồn cung trên hệ thống điện quốc gia vẫn liên tục được bổ sung. Việc đầu tư vào một số nhà máy điện khác (như Nhiệt điện Hải Phòng, nhiệt điện Quảng Ninh) được kỳ vọng sẽ là nguồn tăng lợi nhuận cho PPC và BTP từ năm nay. Ngoài ra, PPC, BTP cũng có nhiều khả năng ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá do đồng JPY và KRW được dự báo tiếp tục giảm trong năm nay, tuy nhiên với dự báo thận trọng chúng tôi ước tính lãi chênh lệch tỷ giá thấp hơn năm 2014.

**Các công ty điện niêm yết**

<b>Cổ phiếu</b>	<b>Vốn hoá TT (tỷ VND)</b>	<b>Tăng trưởng LN 2014 (%)</b>	<b>ROE (%)</b>	<b>Nợ/VCSH (%)</b>	<b>P/E 2014 (x)</b>	<b>P/E 2015 (x)</b>	<b>P/B (x)</b>
PPC	8.558	-37,5	14,0	89,8	8,3	10,0	1,7
BTP	895	65,8	9,0	67,9	9,5	8,6	0,9
NBP	216	-	13,4	-	-	-	1,0
CHP	1.836	70,5	10,3	136,9	8,5	9,4	1,5
TMP	1.820	-	20,3	41,4	-	-	2,0
VSH	2.805	11,8	5,5	27,8	13,1	12,7	1,1
SHP	1.912	102,7	9,8	132,6	8,8	-	1,8
TBC	1.651	-	14,7	-	-	-	1,8
SJD	1.426	29,2	19,8	31,3	7,2	7,2	1,6
SBA	663	-3,2	16,4	114,4	10,0	8,4	1,0
SEB	410	-	20,6	208,1	-	-	1,5
DRL	332	-	31,0	0	-	-	3,0
HJS	179	-	9,1	177,9	-	-	1,0
<b>Trung bình</b>			<b>14,9</b>	<b>73,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>1,4</b>

*Nguồn: Maybank KE dự báo, Bloomberg*



## Ngành Hàng Tiêu Dùng và Dịch vụ

### Duy trì tăng trưởng

- Ước tính tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 10,6% n/n.
- Thu nhập dành cho chi tiêu bình quân đầu người tăng
- Xu hướng đô thị hóa

### Tin tức/sự kiện

Tính chung cả năm 2014, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 2945,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,6% so với năm 2013, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6,3%.

Năm 2014 diễn ra nhiều thương vụ M&A đình đám trong lĩnh vực tiêu dùng và bán lẻ

### Nhận định của MBKE

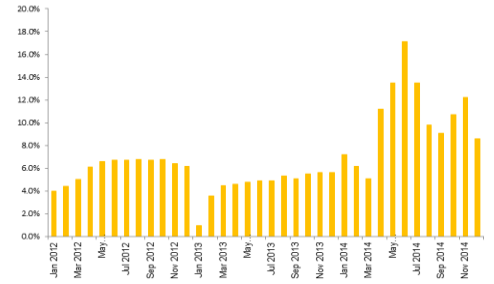
Kỳ vọng chi tiêu của người dân sẽ gia tăng do mức thu nhập khả dụng được kỳ vọng gia tăng bình quân 6,1%/năm trong 2010-2015, ước tăng lên mức 1.044 USD trong 2015.

Ngoài ra, cơ cấu dân số thuận lợi cũng là tiền đề để kỳ vọng chi tiêu tiêu dùng gia tăng. Việt Nam là nước đông dân số đứng thứ 3 trong ASEAN. Trong đó, lực lượng lao động ước tăng trưởng 1,2%/năm và đạt tới 96,6 triệu người năm 2020.

Thêm vào đó, xu hướng đô thị hóa đang gia tăng nhưng tỷ lệ thâm nhập khá thấp. Tỷ lệ dân số thành thị đã tăng từ mức 19% trong năm 1980 lên 31% hiện nay, với tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 3,2%/năm. Tới năm 2020 mức tăng trưởng sẽ đạt khoảng 2,9%/năm. Tính chung cả năm 2014, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 2945,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,6% so với năm 2013, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6,3%. Trong đó Hà Nội và TP HCM (12% dân số) chiếm hơn 37% doanh số bán lẻ.

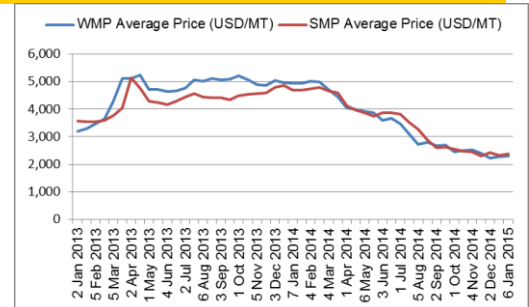
Định giá của các cổ phiếu trong ngành đã trở nên hấp dẫn hơn. Với kỳ vọng mức chi tiêu tiêu dùng gia tăng sẽ giúp cho các công ty trong ngành khôi phục và duy trì tăng trưởng doanh số trong năm 2015. Giá đầu giảm cùng với giá cả hàng hóa thế giới cũng giảm càng giúp tiết giảm chi phí cho các công ty trong ngành. Mức P/E bình quân trong ngành hiện đang ở mức 18,7 lần, khá hấp dẫn so với P/E của các nước trong khu vực hiện đang ở mức 31 lần. Mức P/E bình quân càng hấp dẫn hơn khi còn có 13,4 lần nếu loại trừ MSN (50,4 lần).

### Tổng mức bán lẻ hàng hóa



Nguồn: GSO

### Biến động giá sữa nguyên liệu



Nguồn: Global Dairy Trade

**Trong năm 2014 diễn ra nhiều thương vụ M&A.** Việc này tạo nên bức tranh mới trong hoạt động của các công ty trong ngành. Việc KDC bán 80% mảng bánh kẹo cho Mondelez để tập trung sang lĩnh vực mì ăn liền làm cho mức độ cạnh tranh của ngành này càng trở nên khốc liệt. Những thương vụ đình đám khác bao gồm: Thái Berli Jucker thu tóm Metro Cash & Carry Việt Nam, VIC mua lại mảng bán lẻ của Ocean Group, Masan Group chào mua công khai 49% Cholimex.

**Triển vọng ngành sữa.** Thị trường sữa Việt Nam tăng trưởng bình quân hàng năm đạt 11% về lượng và 18% về giá trị trong 12 năm qua. Tiêu thụ bình quân đầu người năm 2012, theo khảo sát của Nielsen, ở Việt Nam là 15lít/năm, thấp hơn rất nhiều so với Thái Lan (34lít/năm), Trung Quốc (25lít/năm) và Anh (112 lít/năm). Tiêu thụ sữa được dự báo tiếp tục tăng tốt. Nhu cầu sữa tính trên đầu người của Việt Nam được dự báo tăng trưởng 6%/năm về lượng và 13% về giá trị trong 5 năm tới. Ngoài ra, giá sữa nguyên liệu đã giảm hơn 50% trong năm qua giúp các công ty trong ngành cải thiện tỷ suất lợi nhuận biên lên mức cao. Công ty đầu ngành mà chúng tôi chọn là CTCP Sữa Việt Nam (VNM) dựa trên tình hình tài chính mạnh, tiềm năng tăng trưởng tốt và vị trí dẫn đầu trên thị trường sữa Việt Nam.

**VNM** hiện đang được định giá ở PE 2015 là 14 lần, hấp dẫn so với PE 30 lần của bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực. Ngoài ra, triển vọng tăng trưởng CAGR lợi nhuận trong 3 năm tới là 20% và ROE được duy trì ở mức cao hơn 30%.

**MWG:** Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST 2014 của MWG lần lượt đạt 15.338 tỷ, tăng 37% n/n và 663 tỷ đồng, tăng 160% n/n. Mức tăng trưởng vượt bậc này nhờ (i) thị phần liên tục được mở rộng thông qua việc mở mới các cửa hàng, (ii) sự đóng góp từ mảng bán hàng qua mạng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ và (iii) mảng bán hàng điện tử với số lượng cửa hàng tăng 42%. Nhờ lợi thế về quy mô, MWG có được chi phí mua sản phẩm từ các nhà cung cấp nên biên lợi nhuận gộp tăng 1,3 điểm phần trăm trong 2014. MWG đã lên KHKD với doanh thu và LNST 2015 lần lượt đạt 23.590 tỷ đồng và 886 tỷ đồng, tương ứng tăng 81% và 104% so với KH 2014. Ban điều hành MWG đặt KH như trên dựa trên tham vọng nâng thị phần lên 40% (hiện nay là 28%) thông qua việc gia tăng độ phủ của các cửa hàng ĐTĐĐ và điện máy với khoảng 120 cửa hàng mới, tăng 34% n/n. EPS 2014 ước khoảng 6.215 đồng/cp, tương đương PE 2014 là 16 lần, cao hơn trung bình ngành trong khu vực là 12 lần.

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

14% và 12% n/n. EPS 2015 ước đạt 6.353 đồng/cp và PE dự phóng là 7,1 lần, thấp hơn mức trung bình ngành là 10 lần.

**DQC:** Nhờ thay đổi trong cơ cấu doanh thu (tăng tỷ trọng doanh thu xuất khẩu so với nội địa) và tiếp tục thanh lý thành công lô hàng cũ compact 115V, biên lợi nhuận gộp trong 2014 ước cải thiện tăng 3 điểm phần trăm, lên mức 34%. Bên cạnh đó, khoản nợ từ Cuba được thu hồi tốt (khoản lãi chênh lệch tỷ giá và lãi trả chậm) nên LN từ tài chính 2014 ước tăng 27% n/n. Với kì vọng các sản phẩm đèn tiết kiệm điện mới bao gồm đèn LED, đèn compact, đèn Doublewings sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt ở thị trường nội địa lẫn xuất khẩu, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST 2015 của DQC lần lượt đạt 1.664 tỷ, tăng 16% n/n và 259 tỷ đồng, tăng 11% n/n. EPS 2015 vào khoảng 9.851 đồng/cp, tương đương PE 2014 là 5 lần, thấp hơn trung bình ngành là 8 lần.

**Các công ty niêm yết trong ngành**

<b>Cổ phiếu</b>	<b>VHTT (tỷ đồng)</b>	<b>PE 2014 (x)</b>	<b>PE 2015 (*) (x)</b>	<b>PB (x)</b>	<b>ROE (%)</b>	<b>ROA (%)</b>	<b>Biên LNR (%)</b>	<b>Nợ/VCSH (%)</b>
VNM	100.012	16,30	13,98	5,52	33,19	26,07	17,18	2,07
MWG	13.211	17,45	14,62	9,71	47,80	22,60	4,40	64,13
KDC	11.241	18,34	20,14	1,80	9,44	7,53	11,39	11,67
MSN	62.176	50,70	18,07	4,34	(0,94)	(0,28)	(0,83)	129,59
DQC	1.311	8,88	9,51	1,53	26,16	11,54	17,67	8,29
VNS	2.556	8,70	8,60	1,87	23,67	13,76	8,02	42,91
PNJ	2.873	10,65	8,89	2,16	17,97	8,11	2,35	98,13
<b>Trung bình</b>		<b>18,7</b>	<b>13,4</b>	<b>3,8</b>	<b>22,5</b>	<b>12,8</b>	<b>8,6</b>	<b>58,1</b>

*Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng*

*(\*): Maybank Kim Eng dự báo*



## Ngành dược phẩm

### 2015 kỳ vọng hơn ở các cty lớn

- Tổng DT và LNST 2014 của top 5 các công ty sản xuất dược niêm yết ước tăng 6% và 12% n/n.
- Triển vọng 2015 và dài hạn lạc quan.
- Định giá hấp dẫn

#### Tin tức/sự kiện

9T/14, tổng doanh thu và lợi nhuận các công ty dược niêm yết tăng lần lượt khoảng 8% và 13% n/n.

Tổng doanh thu và LNST năm 2014 của top 5 (theo doanh số) các công ty sản xuất dược niêm yết ước tăng 6% và 12% n/n.

#### Nhận định của MBKE

Như các nhận định trước đây của chúng tôi, quy định lựa chọn thuốc trúng thầu mới theo Thông tư 36/2013-TTTL-BYT-BTC (sửa đổi bổ sung TT01/2012) với tiêu chí ưu tiên "giá thấp" vẫn là khó khăn đối với các doanh nghiệp dược trong 2014, đặc biệt là các công ty đầu tư cho chất lượng sản phẩm, ít có lợi thế cạnh tranh về giá. Tuy nhiên, giải pháp phát triển kênh thương mại (OTC) đã giúp các công ty bù đắp được sự sụt giảm doanh thu từ ảnh hưởng trên. Hiện OTC đã trở thành kênh phân phối chính của hầu hết các công ty sản xuất dược lớn như DHG, TRA, DMC, IMP, DCL... với tỷ lệ đóng góp doanh thu trên 70%.

Mức trần khống chế cho chi phí hoạt động quảng cáo, tiếp thị được Quốc Hội nâng từ mức 10% lên 15% từ 2014 cũng là điểm thuận lợi cho chiến lược phát triển thị trường OTC. Ngoài ra, thuế suất thuế TNDN được điều chỉnh về mức 22%, so với 25% trước đây. Nhờ đó, nhìn chung, kết quả lợi nhuận 2014 của các công ty dược vẫn tương đối khả quan.

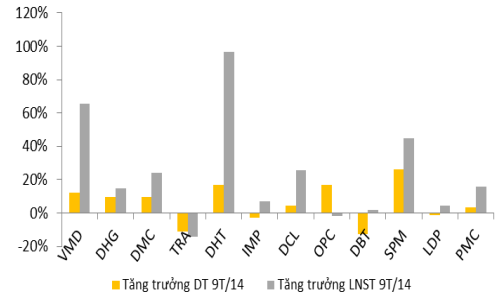
9T/14, tổng doanh thu và lợi nhuận các công ty dược niêm yết tăng lần lượt khoảng 8% và 13% n/n. Theo dự báo của chúng tôi, tổng doanh thu và LNST của top 5 (theo doanh số) các công ty sản xuất dược niêm yết ước tăng 6% và 12% n/n.

Trên cơ sở kênh thương mại đã và đang được phát triển, đồng thời triển khai các kế hoạch nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng từ GMP-WHO lên các tiêu chuẩn cao hơn như EU-GMP hoặc PIC/S để giải quyết bài toán khó khăn của hệ điều trị cũng như đẩy mạnh cơ hội xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng các công ty sản xuất dược lớn như DHG, DMC, IMP sẽ đạt được kết quả tích cực trong năm 2015.

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

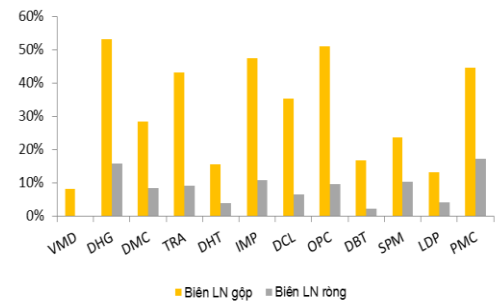
Định giá cổ phiếu ngành dược Việt Nam đang tương đối hấp dẫn với PE bình quân dự báo cho 2015 và PB chỉ khoảng 10,1 và 2,3 lần, so với mức 22,2 và 5,2 lần trung bình của các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia).

Tăng trưởng DT&LNST 9T/14 các cty dược niêm yết



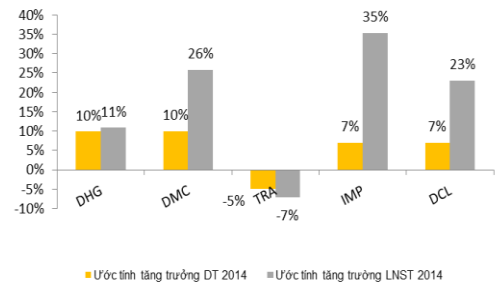
Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Khả năng sinh lợi 9T/14 các công ty dược niêm yết



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Ước tính tăng trưởng DT&LN 2014 top 5 cty SX dược



Nguồn: Maybank Kim Eng ước tính

## Triển vọng dài hạn lạc quan - Định giá hấp dẫn

### 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

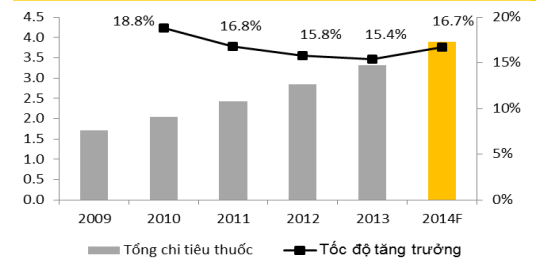
đặc trị, chuyên khoa còn kém phát triển bởi trình độ phát triển của ngành dược Việt Nam chưa cao. Do đó, sản xuất thuốc trong nước hầu như chỉ mới đáp ứng được phân nửa nhu cầu tiêu dùng, phần còn lại phải thông qua nhập khẩu.

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.

### Định giá hấp dẫn.

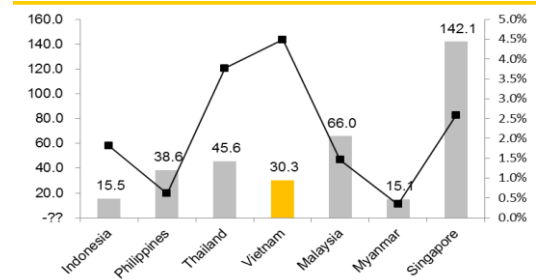
Các cổ phiếu ngành dược Việt Nam đang giao dịch ở mức PE bình quân dự báo cho 2015 và PB chỉ khoảng 10,1 và 2,3 lần, hấp dẫn so với mức 22,2 và 5,2 lần trung bình của các thị trường dược phẩm mới nổi tại Châu Á (Emerging Asia). Cũng trong nhóm nước này, Việt Nam gần như là nước có các chỉ số định giá ngành dược (PE 2015, PB) thấp nhất.

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



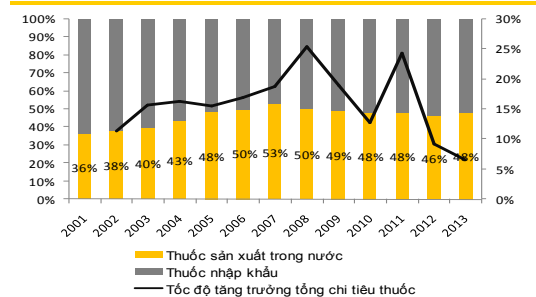
Nguồn: BMI

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



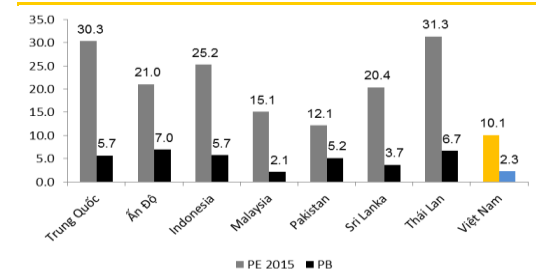
Nguồn: Euromonitor data

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



Nguồn: Cục Quản lý dược

### Định giá ngành dược các TT Emerging Asia



Nguồn: Bloomberg



**Kết quả kinh doanh 9T/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	8,425	12%	17	65%	8%	0%
DHG	2,612	9%	414	15% <sup>(*)</sup>	53%	16%
DMC	1,102	10%	93	24%	28%	8%
TRA	1,134	-11%	103	-14%	43%	9%
DHT	618	17%	24	96%	16%	4%
IMP	591	-3%	64	7%	47%	11%
DCL	510	5%	34	26%	35%	7%
OPC	479	17%	47	-2%	51%	10%
DBT	385	-13%	8	2%	17%	2%
SPM	399	26%	42	45%	24%	10%
LDP	344	-1%	15	4%	13%	4%
PMC	265	3%	46	16%	45%	17%
<b>Tổng</b>	<b>16,864</b>	<b>8%</b>	<b>906</b>	<b>13%</b>		

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

(\*): Tăng trưởng LNST của DHG đã loại trừ khoản thu nhập bất thường từ thương vụ Eugica trong 2013.

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

- TRA, OPC là các công ty chuyên sản xuất đồng dược

- Còn lại là các công ty chuyên sản xuất tân dược

**Ước tính KQKD 2014 của một số công ty sản xuất dược niêm yết**

Công ty	Doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (%)	LNST (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST (%)	EPS 2014 (VND)	PE 2014 (x)
DHG	3,876	10%	553	11% <sup>(*)</sup>	6,349	15.0
DMC	1,573	10%	135	26%	5,064	8.0
TRA	1,598	-5%	139	-7%	5,620	13.0
IMP	901	7%	83	35%	3,228	13.0
DCL	722	7%	37	23%	3,760	13.2
<b>Tổng</b>	<b>8,720</b>	<b>6%</b>	<b>949</b>	<b>12%</b>		

Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

(\*): Tăng trưởng LNST của DHG đã loại trừ khoản thu nhập bất thường từ thương vụ Eugica trong 2013.

**Năm 2015: nhiều kỳ vọng hơn ở các công ty dược lớn.**

**DHG: Tăng trưởng DT ổn định nhưng LN sẽ có đột biến**

Dẫn đầu các doanh nghiệp dược phẩm nội địa, với thế mạnh là hệ thống phân phối sâu rộng, DHG vẫn duy trì được đà tăng trưởng đều qua các năm với tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi ròng bình quân giai đoạn 2009-2013 ở mức 17%/năm và 13%/năm. Trong 2014-2015, theo dự báo của chúng tôi, tăng trưởng doanh thu của DHG có phần sẽ chậm lại so với giai đoạn trước, khoảng 10%/năm, do ảnh hưởng bởi quy định đấu thầu mới đối với hệ điều trị cũng như áp lực cạnh tranh gia tăng trên kênh thương mại (hệ thống nhà thuốc). Tuy nhiên, nhờ: (1)năng lực sản xuất tăng gấp đôi; và (2)tiềm năng từ việc đẩy mạnh xuất khẩu cũng như định hướng phát triển các sản phẩm có nguồn gốc dược liệu – xu hướng tiêu dùng hiện nay, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của DHG từ 2016 sẽ tăng nhanh hơn.

Điểm nhấn đầu tư cho năm 2015 đối với cổ phiếu DHG là tăng trưởng đột biến về lợi nhuận, hơn 30% n/n, chủ yếu nhờ khoản tiết kiệm tiền thuế. DHG sẽ bắt đầu hưởng ưu đãi thuế suất thuế TNDN 0% cho nhà máy mới trong 4 năm tới 2015-2018. Với giả định tỷ lệ doanh số sản xuất tại nhà máy mới là 50% thì mức thuế suất bình quân 2015 của DHG chỉ khoảng 11%, so

với mức thuế suất thông thường là 22%. Mức thuế suất bình quân của DHG sẽ còn thấp hơn đáng kể từ 2016 khi tỷ lệ đóng góp doanh số của nhà máy mới gia tăng như kỳ vọng.

DHG đang giao dịch ở mức 11 lần PE 2015. Duy trì khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 120.000 đồng/cp, cao hơn khoảng 28% so với mức giá hiện tại.

**DMC: Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện - Định giá rẻ**

Khả năng tăng trưởng doanh thu của DMC đang bị hạn chế do công ty gần như đã hoạt động ở mức toàn dụng. Chúng tôi dự báo DMC sẽ đạt được mức tăng trưởng doanh thu khoảng 10% n/n trong năm 2015.

Mặc dù vậy, lãi ròng 2015 ước tăng đến hơn 16% n/n, cao hơn mức tăng trưởng doanh thu. Điều này là nhờ biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng tiếp tục cải thiện khi DMC đã bắt đầu tái cấu trúc lại danh mục hàng hoá theo hướng ưu tiên các nhóm hàng có hiệu quả khai thác cao hơn trong 2014. Theo đó, biên lợi nhuận ròng 2014 và 2015 ước đạt 8,6% và 9,1%, so với mức 7,4% bình quân 5 năm trước đó 2009-2013.

DMC đang giao dịch ở mức PE 2015 hấp dẫn, chỉ 7,6 lần. Duy trì khuyến nghị MUA, mục tiêu 56.000 đồng/cp, cao hơn mức giá hiện tại khoảng 26%.

**TRA: Kỳ vọng tăng trưởng trở lại**

Nhờ thay đổi chính sách bán hàng mới, kết quả kinh doanh của TRA đã ghi nhận sự cải thiện dần trong 2014. Chúng tôi ước tính doanh thu và lãi ròng 2014 của công ty đạt lần lượt 1.598,2 và 138,7 tỷ đồng, giảm lần lượt 5% và 7,2% n/n, so với mức giảm 15,3% và 21,4% hồi 6T/2014.

Với lợi thế dẫn đầu thị trường đông dược cả nước cùng với hiệu quả của chính sách bán hàng mới, chúng tôi kỳ vọng TRA sẽ tăng trưởng trở lại trong 2015 với mức tăng khoảng 10% và 14,3% n/n cho doanh thu và lợi nhuận sau thuế.

Cổ phiếu TRA đang giao dịch ở mức 11,8 lần PE 2015. Duy trì khuyến nghị nắm giữ, mục tiêu 83.000 đồng/cp, cao hơn mức giá hiện tại khoảng 14%.

**IMP: Tiếp tục đẩy mạnh OTC**

Việc thay đổi chiến lược bán hàng sang đẩy mạnh và phát triển kênh thương mại (OTC) đã là hướng đi phù hợp đối với IMP. Mặc dù doanh thu từ hệ điều trị sụt giảm rất mạnh trong 2013 và 2014, nhưng kênh thương mại vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh 35-40%/năm. Kênh OTC hiện đóng góp gần 80% tổng doanh thu cho IMP.

IMP đã công bố đối tác chiến lược cho đợt phát hành riêng lẻ 10% vốn điều lệ hôm 05/01/2015 vừa qua. Đó là CTCP Dược phẩm Pha No, đơn vị sở hữu hệ thống khoảng 40 nhà thuốc đạt chuẩn GPP mang thương hiệu Phano Pharmacy tại Tp.HCM. Xét về số lượng, mạng lưới hoạt động của Phano vượt trội hơn so với con số khoảng 10 nhà thuốc của 2 chuỗi nhà thuốc khá lớn và nổi tiếng khác tại Tp.HCM là Mỹ Châu và Eco Pharmacy.

Số tiền thu về từ đợt phát hành riêng lẻ này khoảng 80 tỷ sẽ được chi để

tiếp tục đầu tư phát triển thị trường OTC. Cùng với đánh giá tích cực về đổi tác chiến lược Phano nhờ sự phù hợp với chiến lược hiện tại của IMP, chúng tôi kỳ vọng kênh OTC sẽ tiếp tục là yếu tố dẫn dắt cho tăng trưởng của IMP trong 2015 với mức tăng khoảng 15% và 20% n/n cho doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, do bị pha loãng, EPS 2015 ước chỉ tăng hơn 6% n/n.

Cổ phiếu IMP đang giao dịch ở mức 12,2 lần PE 2015. Duy trì khuyến nghị nắm giữ, mục tiêu 48.000 đồng/cp, cao hơn mức giá hiện tại khoảng 14%.

**Các công ty dược niêm yết**

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	PE (x)	PE 2015 (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNR (%)	Nợ/VCSH (%)	Ghi chú
DHG	8.192	14,8	11,3	3,8	27,5	18,6	14,7	6,4	Sản xuất tân dược
TRA	1.801	13,6	11,4	2,4	18,6	12,3	8,6	16,7	Sản xuất đông dược
DMC	1.085	8,6	7,1	1,6	19,0	13,3	8,2	17,3	Sản xuất tân dược
OPC	752	13,6		1,9	14,1	10,3	8,7	19,7	Sản xuất đông dược
IMP	1.124	14,9	12,2	1,4	8,4	7,2	7,8	-	Sản xuất tân dược
PMC	411	6,6		2,4	39,3	30,8	17,0	-	Sản xuất tân dược
SPM	390	12,0		0,6	4,7	2,8	6,1	23,9	Sản xuất tân dược
DCL	487	11,4	12,4	1,6	14,6	6,8	5,9	89,9	Sản xuất tân dược
DHT	207	5,6		1,4	26,7	11,3	4,5	72,7	Phân phối
LDP	179	9,6		2,2	23,9	10,4	4,0	-	Phân phối
DBT	140	9,4		1,5	11,8	3,2	2,0	129,9	Phân phối
VMD	160	5,4		0,9	16,8	0,6	0,3	548,1	Phân phối
<b>Bình quân</b>	<b>1.244</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>1,8</b>	<b>18,8</b>	<b>10,6</b>	<b>7,3</b>	<b>77,0</b>	

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng



## Ngành Săm lốp

### Hưởng lợi từ giá cao su đầu vào

- Giá cao su thấp do dư cung trên thế giới
- Triển vọng tiêu thụ lốp radian
- Định giá hợp lý

#### Tin tức sự kiện

Giá cao su, nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng 35% giá thành của các công ty sản lốp, giảm khoảng 31% so với cùng kỳ 2013, hiện đang giao dịch tại 1.500 USD/tấn.

#### Nhận định của MBKE

**Tiếp tục hưởng lợi từ giá cao su thấp.** Giá mủ cao su tự nhiên, nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng 35% giá thành của các công ty sản lốp, hiện giá cao su SMR20 và RSS3 giảm khoảng 31,2% n/n và 16,7% n/n và chỉ giao dịch ở mức 1.500 -1.800USD/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. Ngoài ra, giá cao su tổng hợp, chiếm khoảng 20% giá thành, cũng giảm khoảng 15% n/n còn khoảng 2.900 USD/tấn theo đà giảm của giá dầu thế giới.

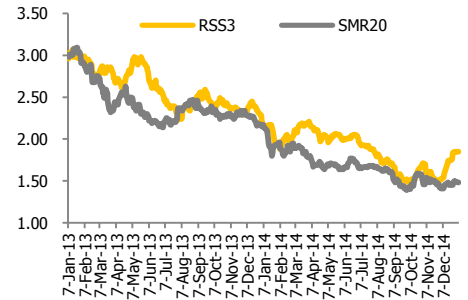
**Triển vọng dài hạn nhờ Lốp radian toàn thép.** Hai công ty sản lốp trong ngành là DRC và CSM đã lần lượt vận hành 2 nhà máy lốp radian toàn thép mới với công suất lần lượt là 600.000 và 350.000 chiếc lốp/năm. Đầu năm 2014, DRC đã ký hợp đồng xuất khẩu 10.000 chiếc lốp tháng. Chúng tôi kỳ vọng sang 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 nửa đầu 2015.

**Tiêu thụ xe ô tô trong nước ước tính tăng 36% n/n đạt 150 nghìn chiếc nhờ hỗ trợ từ chính sách.** Tính đến hết tháng 11/2014, sản lượng tiêu thụ toàn ngành đạt 137,6 nghìn xe, tăng 41% n/n. Tiêu thụ toàn ngành năm 2014 có thể đạt 150.000 xe, tăng 36% n/n. Tiêu thụ xe 2014 tăng trưởng tốt chủ yếu là do hưởng lợi từ các chính sách khiến giá xe giảm như giảm phí trước bạ tại các tỉnh thành phố lớn (TP HCM, Hà Nội), giảm thuế (thuế nhập khẩu từ ASEAN giảm từ 60% xuống 50%). Theo lộ trình giảm thuế (Thông tư số 165/2014/TT-BTC), thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN tiếp tục giảm còn 40%, 30% và 0% từ 2016, 2017 và 2018.

**Ngành sản lốp hưởng lợi từ quy hoạch phát triển ô tô trong nước.** Quy hoạch đề ra mục tiêu nâng đáng kể tỷ trọng xe sản xuất lắp ráp trong nước đến 2020, 2030 (xem bảng). 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 sản lốp.

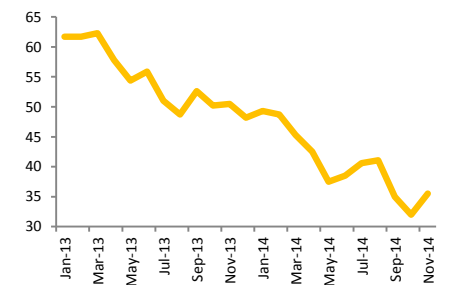
**Định giá tương đối hợp lý.** Các công ty sản lốp niêm yết đang được giao dịch tại P/E 2015 8,1 lần. Khuyến nghị mua **DRC, CSM**

Giá giá mủ cao su quốc tế (USD/kg)



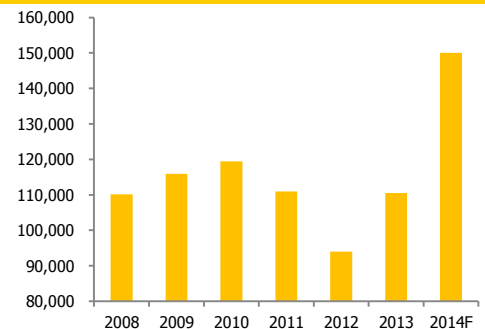
Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Giá giá mủ trong nước (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DPR, MBKE tổng hợp

Tiêu thụ xe trong nước



Nguồn: VAMA, MBKE tổng hợp

**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 (xem bảng).

**Tỷ trọng xe sản xuất trong nước so với 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 xăm lốp.

**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*

Theo quy hoạch, sản lượng xe sản xuất lắp ráp trong nước được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong giai đoạn sau 2020 và do đó tạo ra dư địa tăng trưởng cho tiêu thụ xăm 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 (%)
<b>DRC</b>	4.652	13,9	14,3	11,4	3,2	25,4	11,4	11,0	102,8
<b>CSM</b>	2.860	8,2	8,7	7,4	2,2	29,3	12,0	11,4	103,2
<b>SRC</b>	620	8,4	6,1	5,5	2,0	24,7	13,8	7,5	48,6
<b>Trung bình</b>	<b>2.711</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,1</b>	<b>2,5</b>	<b>26,5</b>	<b>12,4</b>	<b>10,0</b>	<b>84,9</b>

*Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng*

## DRC – Triển vọng 2015 khả quan

**Công ty xăm lốp nội địa đầu tiên sản xuất lốp radian toàn thép.** DRC là công ty đầu xăm lốp nội địa đầu tiên sản xuất lốp radian toàn thép với quy mô 600.000 chiếc lốp/năm và đã có giấy chứng nhận đủ tiêu chuẩn chất lượng để xuất khẩu.

**Sản lượng tiêu thụ lốp radian đang tăng trưởng khá tốt.** Cụ thể trong Q4/14, công ty ước tính tiêu thụ bình quân khoảng 12.000 lốp/tháng, lần lượt tăng từ mức 4.700 chiếc lốp/tháng trong Q1/14, 9.500 chiếc lốp/tháng ở Q2/14 và 10.400 chiếc lốp/tháng Q3/14. Năm 2015, chúng tôi ước tính tiêu thụ lốp radian bình quân của DRC sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt (khoảng 18.000 chiếc lốp/tháng).

**Hoàn thành di dời nhà máy xăm lốp ô tô.** DRC cho biết công ty đã hoàn thành việc di dời nhà máy xăm lốp ô tô vào khu công nghiệp Liên Chiểu vào cuối năm 2014. Nhà máy xăm lốp ô tô đi vào sản xuất ổn định sẽ giúp công ty tập trung phát triển đầu ra cho năm 2015.

**Dự báo 2015.** Chúng tôi dự báo doanh thu 2015 tăng trưởng khoảng 21,4% n/n, đạt 3.948 tỷ đồng chủ yếu là do tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lốp radian toàn thép. Năm nay, chúng tôi ước tính DRC có thể tiêu thụ được gần 220.000 lốp radian toàn thép với giá bán khoảng 5 triệu đồng/chiếc. Theo đó, LNST ước tăng khoảng 25,4% n/n, lên khoảng 409,2 tỷ đồng.

**Khuyến nghị.** Chúng tôi đưa khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 65.000 đồng/cp, tương ứng với P/E 2015 ở mức là 13,2 lần, khá hợp lý so với vị thế của 1 công ty xăm lốp nội địa hàng đầu và ước tính tăng trưởng kép (CAGR) EPS trong 4 năm tới khá tốt là khoảng 20 %.

## CSM – Bất Động Sản đóng góp đáng kể vào LN của CSM trong 2015

**Các dự án Bất động sản đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trong 2015.** Chúng tôi dự kiến sẽ ghi nhận gần 100 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án chung cư số 9 Nguyễn Khoái (70 – 80 tỷ đồng LN) và dự án 504 Nguyễn Tất Thành (20,4 tỷ đồng LN) trong năm 2015. Đối tác mua lại dự án chung cư số 09 Nguyễn Khoái đã đặt cọc 63 tỷ đồng. Số còn lại (157 tỷ đồng) được thanh toán trong 8 đợt (cách 3 tháng/đợt). CSM cũng đã trình ĐHCĐ về việc thoái vốn khỏi dự án 504 Nguyễn Tất Thành với lợi nhuận khoảng 20,4 tỷ đồng.

**Kỳ vọng cải thiện sản lượng tiêu thụ lốp radian toàn thép trong 2015.** Tính đến Q4/14, chúng tôi ước tính CSM tiêu thụ bình quân khoảng 4.000 chiếc lốp radian toàn thép/tháng, khá khiêm tốn so với đối thủ DRC. Tuy nhiên, Chúng tôi kỳ vọng CSM sẽ gia tăng được sản lượng tiêu thụ lốp radian toàn thép trong 2015 khi công ty đạt được các chứng nhận chất lượng quốc tế như DOT, JIS, E-Mark - điều kiện cần để xuất khẩu các sản phẩm này đi các thị trường như Mỹ, Nhật và Châu Âu. CSM và Apollo International Ltd, một công ty của Ấn Độ (với hệ thống phân phối trên 80 quốc gia) đã ký Biên bản ghi nhớ MOU, theo đó Apollo International Ltd sẽ mua lốp radial từ CSM. Tuy nhiên, công ty chưa công bố về sản lượng hay

giá bán cho đối tác này vì vẫn đang chờ giấy phép xuất khẩu. Chúng tôi thận trọng ước tính CSM có thể tiêu thụ được bình quân khoảng 5.800 lốp radian/tháng trong năm 2015.

**Dự báo 2015.** Chúng tôi dự báo doanh thu 2015 của CSM đạt 3522 tỷ đồng, tăng 11,2% n/n. Chúng tôi thận trọng dự báo CSM sẽ tiêu thụ được khoảng 70.000 chiếc lốp radian toàn thép với giá bán bình quân khoảng 4,5 triệu đồng/chiếc. Giá bán bình quân các sản phẩm khác không thay đổi. Trong năm 2015, CSM sẽ ghi nhận thêm thu nhập tài chính ròng và thu nhập khác khoảng 95 tỷ đồng LN từ việc thoái vốn các dự án BĐS (9 Nguyễn Khoái và 504 Nguyễn Tất Thành). LNST 2015 ước tính tăng 17,3% n/n, đạt 386 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 5.747 đồng/cp.

**Khuyến nghị.** Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là 50.000 đồng, dựa trên P/E kỳ vọng 2015 là 8,7 lần, tương đối thấp hơn so với đối thủ trong nước cùng quy mô DRC là 11,4 lần.

## SRC – Tiềm năng tăng trưởng thấp

**Dự địa tăng trưởng thấp.** SRC 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 với công suất lần lượt là 600.000 và 350.000 chiếc lốp/năm.

**Mức sinh lợi thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành.** ROE của SRC chỉ ở mức 24,7%, thấp hơn đáng kể so với các công ty sản phẩm lốp khác như CSM và DRC lần lượt là 29,3% và 25,4%.

**LNST 9T14 vượt kế hoạch cả năm 2014.** Doanh thu 9T14 xấp xỉ cùng kỳ 2013 đạt 737,3 tỷ đồng, hoàn thành 71%% kế hoạch cả năm. Mặc dù giá bán bình quân giảm (khoảng 5% - 7% n/n) nhưng sản lượng tiêu thụ lốp bình quân tăng trưởng tốt bù cho doanh thu giảm do giá bán. Biên lợi nhuận gộp 6T14 xấp xỉ 2013 đứng ở mức 19,9%. Chi phí tài chính ròng giảm 68,1% xuống chỉ còn 10,6 tỷ đồng chủ yếu là do lãi suất giảm. LNST tăng 11,2% n/n, đạt 76,4 tỷ đồng, vượt 7,6% kế hoạch năm.

**Định giá hợp lý.** SRC đang được giao dịch tại P/E 2015 là 5,5x thấp hơn so với P/E ngành là 10,6x là hợp lý do dự địa tăng trưởng doanh thu của SRC không nhiều.



## Ngành thủy sản

### XK 2015 ước tăng 10,7% n/n

- Tổng giá trị xuất khẩu thủy sản 11 tháng 2014 đạt 7,2 tỷ USD, tăng 24% n/n.
- Kim ngạch XK thủy sản 2015 mục tiêu đạt 8,5 tỷ USD.
- Cải thiện chất lượng thủy sản là trọng tâm trong 2015.
- Doanh nghiệp xuất khẩu có thị phần ổn định là lợi thế.

#### Tin tức/sự kiện

Theo Hiệp hội thủy sản Việt Nam (Vasep), xuất khẩu thủy sản 11T/2014 đạt 7,2 tỷ USD và tăng 24% so với cùng kỳ năm trước. Đồng thời cũng đưa dự báo tổng kim ngạch xuất khẩu thủy sản ước đạt 7,7 tỷ USD cho cả năm 2014, tăng 18% n/n.

#### Nhận định của MBKE

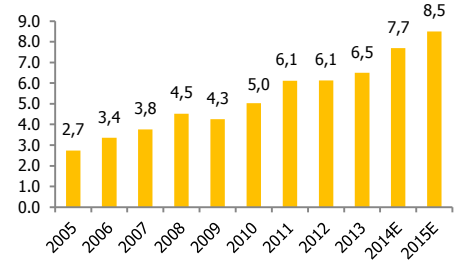
Tình hình kinh tế thế giới còn nhiều khó khăn và cầu tiêu thụ thủy sản của các nước trên thế giới có suy giảm nhưng hai sản phẩm xuất khẩu chủ lực là tôm và cá tra đều tăng so với cùng kỳ 2013.

Từ đầu năm đến hết tháng 11/2014, giá trị XK tôm đã đạt 3,68 tỷ USD, tăng 31,1% n/n, trong đó Mỹ, Nhật Bản, EU lần lượt đón góp 27%, 18,5%, và 17,4% vào tổng giá trị. Mức tăng vượt bậc này nhờ giá tôm xuất khẩu trung bình đã tăng lên trong nhiều tháng qua. Hơn nữa, Việt Nam trở thành một trong những nguồn cung tôm quan trọng do 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).

Cũng trong giai đoạn này, giá trị xuất khẩu cá tra tăng nhẹ 0,6% n/n và đạt 1,58 tỷ USD nhờ đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường nhỏ như ASEAN, Brazil, Mexico, Trung Quốc và Hồng Kong... Sự tăng trưởng từ các thị trường này bù đắp được phần nào sự sụt giảm của hai thị trường lớn là EU (-11,3% n/n) do nhu cầu cá tra tại EU sụt giảm và Mỹ (-15,3% n/n) 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.

Theo kết quả này, VASEP dự báo giá trị xuất khẩu tôm và cá tra ước đạt khoảng 4 và 1,8 tỷ USD cho cả năm 2014, lần lượt tăng 33% n/n và giảm nhẹ 1,5% n/n. Kim ngạch toàn ngành ước đạt 7,7 tỷ USD trong 2014, tăng 18% n/n và vượt 11,6% KH. Theo đó, Tổng cục thủy sản đặt kế hoạch 2015 với kim ngạch xuất khẩu khoảng 8,5 tỷ USD, tăng 10,7% n/n.

### Kim ngạch xuất khẩu 2014-15E (tỷ USD)



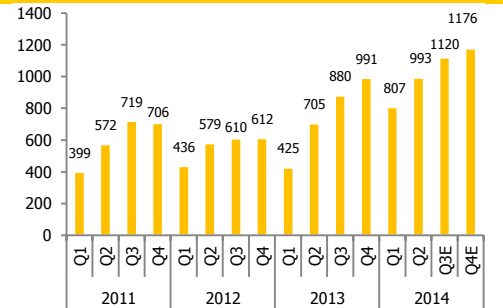
Nguồn: VASEP

### Thị trường xuất khẩu thủy sản 11T/2014

THỊ TRƯỜNG	11T2014 (tỷ USD)		11T2013 (tỷ USD)		% n/n
	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	
Mỹ	1,6	22%	1,3	23%	23%
EU	1,3	18%	1,0	17%	30%
Nhật Bản	1,1	15%	1,0	17%	10%
Hàn Quốc	0,6	8%	0,5	9%	20%
Trung Quốc	0,4	6%	0,4	7%	0%
Asean	0,4	6%	0,3	5%	33%
Khác	1,8	25%	1,3	22%	38%
Tổng cộng	<b>7,2</b>		<b>5,8</b>		<b>24%</b>

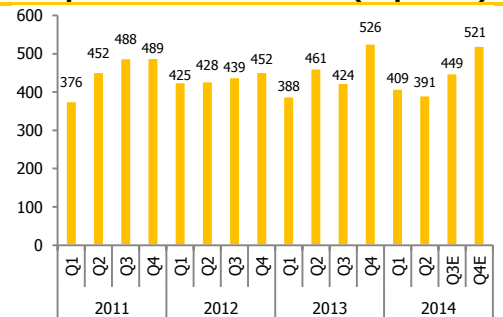
Nguồn: VASEP, MBKE

### Giá trị xuất khẩu tôm 2014 (triệu USD)



Nguồn: VASEP, MBKE

### Giá trị xuất khẩu cá tra 2014 (triệu USD)



Nguồn: VASEP, MBKE



**Cải thiện chất lượng là trọng tâm của ngành trong 2015.**

Mặc dù đã mở rộng được thị phần xuất khẩu sang những thị trường tiềm năng như Asean, Australia, Trung Quốc & Hồng Kông trong 2014 nhưng rủi ro sụt giảm thị phần từ các thị trường chính như Mỹ, EU và Nhật sẽ là gánh nặng cho ngành trong 2015.

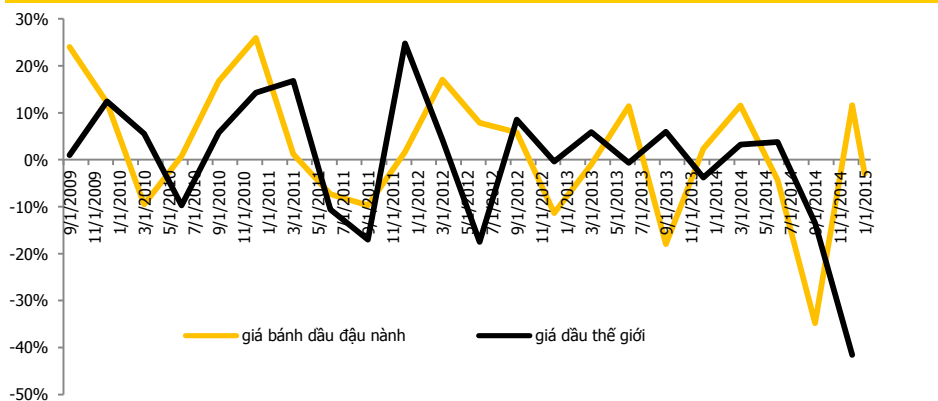
Nguyên nhân chính do các quy định về vệ sinh an toàn thực phẩm (VSATTP) như Luật Farm Bill mới của Bộ Nông nghiệp Mỹ đối với cá tra tại thị trường này và quy định dư lượng Oxytetracycline kháng sinh trong tôm Việt Nam tại thị trường Nhật. Bên cạnh đó, chính sách bảo hộ tại thị trường Mỹ với các mức thuế CBPG POR8 (tôm) và POR9 (cá tra) đều cao hơn so với quy định trước đó làm ảnh hưởng tiêu cực đến hình ảnh thủy sản thương hiệu Việt Nam tại Mỹ và giảm tính cạnh tranh.

Trong 2014 đã có 29 lô hàng thủy sản có kháng sinh Oxytetracycline vượt mức giới hạn cho phép tại EU, Nhật Bản; 18 lô bị cảnh báo nhiễm chất cấm Nitrofurazone tại EU. Phía EU yêu cầu Việt Nam khắc phục khẩn cấp trước ngày 9/1/2015, nếu không sẽ có biện pháp kiểm soát bổ sung, thậm chí ngừng nhập thủy sản từ nước ta. Do đó, việc đảm bảo kiểm soát VSATTP toàn chuỗi sản xuất của doanh nghiệp để có sản phẩm thủy sản chất lượng tốt là trọng tâm trong 2015 để giữ vững được thị phần.

**Trong bối cảnh giá đầu giảm, lãi suất giảm và tỷ giá tăng sẽ tác động tích cực cho ngành trong 2015.**

*Giá đầu giảm* kì vọng chi phí hoạt động kinh doanh của các DN sản xuất cá tra (chi phí nguyên liệu đầu vào và chi phí vận chuyển) giảm. Cụ thể, nguồn nguyên liệu chính để sản xuất cá tra là cá tra nguyên liệu, chiếm khoảng 80% giá thành sản phẩm của công ty. Trong đó, thức ăn cho cá tra nguyên liệu chiếm tỷ trọng khoảng 70% trong cơ cấu giá thành. Hơn 50% chi phí nguyên liệu để sản xuất thức ăn cho cá (khô dầu đậu nành, bột cá, dầu cá) phải nhập khẩu từ nước ngoài. Theo dữ liệu lịch sử, giá bánh dầu đậu nành biến động cùng chiều với giá dầu và có độ trễ. Từ tháng 10/2014 đến nay, giá dầu đã giảm 45% còn giá bánh dầu đậu nành chỉ mới giảm 7,5%. Chúng tôi dự báo giá bánh dầu đậu nành sẽ tiếp tục giảm trong 2015. Khi đó, các doanh nghiệp có khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu sản xuất sẽ được hưởng lợi từ sụt giảm trên và cải thiện biên lợi nhuận.

**Giá đầu thế giới và giá bánh dầu đậu nành**



Nguồn: Bloomberg, MBKE

*Lãi suất* giảm sẽ giúp các DN thủy sản giảm chi phí lãi vay. Phần lớn các doanh nghiệp thủy sản có nhu cầu vốn cao, đặc biệt là vốn lưu động để mua nguyên vật liệu đầu vào cho chế biến. Cụ thể là nhu cầu cao cho các khoản vay ngắn hạn. Với kì vọng lãi suất 2015 sẽ tiếp tục giảm, chi phí lãi vay sẽ không còn là gánh nặng của các doanh nghiệp thủy sản.

*Tỷ giá* tăng tỷ thêm 1% từ mức 21.246 VND/USD lên 21.458 VND/USD sẽ có lợi cho các DN xuất khẩu thủy sản. Hầu hết các công ty thủy sản Việt Nam đều xuất khẩu sang các thị trường tiêu thụ lớn của thế giới là EU, Mỹ, Nhật và phần lớn các hợp đồng xuất khẩu đều dưới đồng tiền USD. Bên cạnh đó, các công ty thủy sản thường vay bằng đồng USD để tài trợ vốn lưu động và lượng tiền vay đều thấp hơn so với doanh thu mang lại. Do vậy, sự điều chỉnh tăng tỉ giá USD/VND lần này sẽ mang lại một phần lãi từ chênh lệch tỉ giá, qua đó giúp cải thiện lợi nhuận của các doanh nghiệp.

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

CTCP thủy sản Hùng Vương (HVG), CTCP thủy sản Sao Ta (FMC) và CTCP thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC) vẫn là các doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô sản xuất (vùng nuôi đạt tiêu chuẩn, hệ thống sản xuất và quản lý theo chuỗi giá trị) và thị trường xuất khẩu ổn định.

**HVG** Mặc dù thị phần cá tra tại Mỹ của HVG bị sụt giảm do thuế CBPGH POR9 cao hơn POR8 nhưng với cơ cấu sản phẩm đa dạng hơn, chúng tôi cho rằng công ty vẫn bảo đảm được mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong 2015. HVG dự kiến sẽ tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP thức ăn chăn nuôi Việt Thăng - VTF (trên 90%), CTCP Agifish - AGF (85%), Hùng Vương Miền Tây (80%) và FMC (trên 51%) trong năm nay. Theo đó, với 2 mảng kinh doanh chính là cá tra và thức ăn chăn nuôi tiếp tục được đẩy mạnh cộng với hợp nhất KD tôm của FMC, HVG đặt mục tiêu doanh thu 2015 là 20.000 tỷ đồng và LNTT là 1.000 tỷ đồng, đều tăng 43% so với KH 2014. Ngoài ra, HVG cũng lên KH tăng VĐL thông qua chào bán và phát hành thêm cổ phiếu. Ngày 15/1 là ngày đăng ký cuối cùng phân bổ quyền mua cổ phiếu bằng mệnh giá tỷ lệ 3:1 và phát hành cổ phiếu tỷ lệ 10:1 từ nguồn VCSH. Nếu việc chào bán thành công, VĐL của HVG sẽ tăng từ 1.320 tỷ lên 1.891 tỷ.

**FMC** Nhờ giá tôm tăng cao do nguồn cung tôm từ các quốc gia xuất khẩu mạnh như Trung Quốc, Thái Lan sụt giảm mạnh bởi Hội chứng Tôm chết sớm (EMS), FMC đã có một năm kinh doanh thành công với mảng tôm xuất khẩu của mình trong 2014. Mặc dù các quốc gia trên hiện đã kiểm soát được dịch bệnh và đang dần phục hồi nhưng khó đạt được mức độ như bình thường. Theo dự báo thị trường, phải sau 2 năm các thị trường này mới hồi phục hoàn toàn. Do vậy, giá xuất khẩu có thể tiếp tục duy trì tốt trong năm 2015. Ước tính KQKD cả năm 2015 của FMC với doanh thu và LNST đạt lần lượt là 2.991 tỷ và 68 tỷ, tăng 4% n/n và 7% n/n.

**VHC** 2014 là một năm đại thành công của VHC. Trong khi các DN xuất khẩu cá tra khác bị đánh thuế CBPG POR9 cao hơn còn VHC ở mức 0%. Điều này giúp VHC đẩy mạnh được thị phần của mình tại Mỹ, nơi mà giá bán cá tra

cao nhất so với các thị trường khác. Bên cạnh đó, việc thoái vốn khỏi CTCP thức ăn thủy sản Vĩnh Hoàn 1 và mua lại Công ty TNHH MTV Vạn Đức Tiền Giang đã giúp VHC cải thiện biên LNG nhờ giảm bớt HĐKD ngoài ngành và tập trung phát triển mảng cá tra xuất khẩu để tạo lợi thế quy mô. Biên LNG 9T/14 tăng 1,6 điểm phần trăm lên mức 13,4% so với 9T/13. Cùng với kì vọng lạc quan về nhà máy Collagen sẽ bắt đầu hoạt động trong tháng 1/2015, chúng tôi ước tính DT và LNST 2015 của VHC khoảng 7.316 tỷ và 502 tỷ, tăng 25% n/n và 11% n/n.

**Các công ty được niêm yết**

<b>Cổ phiếu</b>	<b>VHTT (tỷ đồng)</b>	<b>PE 2014 (x)</b>	<b>PE 2015 (*) (x)</b>	<b>PB (x)</b>	<b>ROE (%)</b>	<b>ROA (%)</b>	<b>Biên LNR (%)</b>	<b>Nợ/VCSH (%)</b>
HVG	3.643	8,2	8,8	1,5	13,5	3,5	2,2	188,1
VHC	3.410	8,6	6,4	1,9	24,6	10,5	6,9	40,6
FMC	454	5,2	6,8	1,4	28,6	7,3	2,4	172,2
IDI	953	5,6		0,8	16,7	5,7	4,3	148,1
TS4	177	6,7		0,6	9,4	2,6	2,8	173,7
AGF	534	8,7		0,6	8,0	2,8	2,1	129,2
VTF	1.087	7,4		1,1	15,9	9,2	3,8	64,7
AVF	121	5,0		0,2	4,0	1,0	1,2	282,3
AAM	144	12,7		0,6	4,4	4,0	2,3	5,5
<b>Trung bình</b>	<b>1.169</b>	<b>7,6</b>		<b>1,0</b>	<b>13,9</b>	<b>5,2</b>	<b>3,1</b>	<b>133,8</b>

*Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng*

*(\*): Maybank Kim Eng dự báo*



## Ngành Dầu khí

### Biến số giá dầu

- Giá dầu điều chỉnh
- Kết quả SXKD của PVN năm 2014
- Năm 2015: biến số giá dầu

### Tin tức sự kiện

Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) công bố kết quả hoạt động SXKD năm 2014 với tổng doanh thu từ các đơn vị thuộc tập đoàn đạt 745,5 nghìn tỷ đồng, vượt kế hoạch 11,8%.

### Nhận định của MBKE

**Giá dầu giảm mạnh.** Giá dầu thô đã giảm 60% so với cùng kỳ xuống chỉ xấp xỉ 47 USD/thùng. Các yếu tố ảnh hưởng đến giá dầu trong thời gian qua bao gồm: 1) Nhu cầu dầu thô trên thế giới tiếp tục âm ảm khi khu vực Châu Âu vẫn chưa thoát khỏi khủng hoảng kinh tế; 2) OPEC khẳng định không cắt giảm sản lượng dầu thô trong một cuộc họp cuối tháng 11; 3) Sự đóng góp của Dầu đập thạch đã khiến nguồn cung dầu thô tại Mỹ gia tăng lên mức cao gần kỷ lục trong qua khứ (hiện nay là 9 triệu thùng/ngày tăng từ mức chỉ hơn 1 triệu thùng năm 2010).

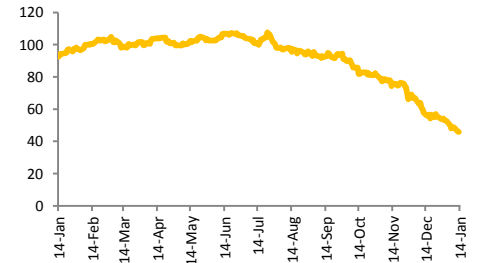
**KQ hoạt động SXKD cả năm 2014 của PVN.** Giá dầu đã phần nào ảnh hưởng đến kết quả hoạt động SXKD của PVN đặc biệt trong nửa cuối 2014. Tổng doanh thu của toàn bộ các đơn vị của PVN năm 2014, giảm 2,3% n/n, còn 745,5 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên vẫn vượt kế hoạch 11,8%. Tổng sản lượng khai thác quy dầu năm 2014 đạt 27,58 triệu tấn, tăng 4,2% n/n. Trong đó, sản lượng khai thác dầu đạt 17,4 triệu tấn, tăng 3,9% n/n; sản lượng khai thác khí đạt 10,2 tỷ m<sup>3</sup>, tăng 4,6% n/n. PVN đã sản xuất và cung cấp cho lưới điện quốc gia 16,48 tỉ kWh (+1,9% n/n), sản xuất 1,64 triệu tấn đạm (+2,5% n/n), 5,71 triệu tấn xăng dầu (-13,5% n/n).

**KQKD 2014 của các công ty niêm yết.** Tính đến thời điểm hiện tại, các công ty dầu khí niêm yết có vốn hóa lớn ước tính đã đạt và vượt kế hoạch kinh doanh 2014 đã đề ra. Cụ thể là các công ty như PVD, PVS, GAS, PXS (xem trang sau).

**Năm 2015: biến số giá dầu.** Giá dầu ở mức thấp sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của tập đoàn trong năm 2015. Theo kế hoạch của PVN, nhiều kịch bản doanh thu được đưa ra theo biến động của giá dầu trong năm 2015. Trong đó, kịch bản xấu nhất của PVN là nếu giá dầu đứng ở mức 60 USD/thùng, doanh thu toàn tập đoàn giảm 31% n/n xuống chỉ còn 515 nghìn tỷ đồng. PVN chưa đưa ra kịch bản nào cho giá dầu ở mức thấp hơn 60 USD/thùng dù giá dầu hiện nay đã ở dưới mức 50 USD/thùng. Nếu giá dầu tiếp tục đứng dưới mức 60 USD/thùng trong thời gian dài, thì kế hoạch của PVN có thể gặp 1 số thách thức nhất định.

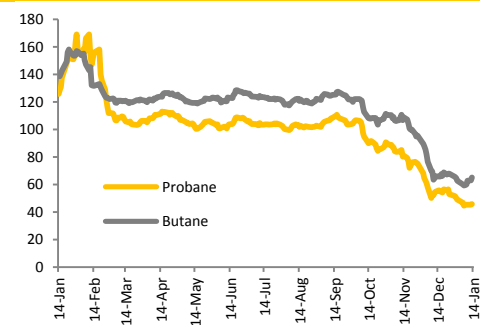
**Định giá.** Hiện các công ty dầu khí đang được giao dịch trung bình tại P/E 2015 8,5 lần, xấp xỉ mức trung bình ngành trong khu vực.

Giá dầu WTI (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Giá khí LPG (USD/gallon)



Nguồn: Bloomberg MBKE tổng hợp

**PVD: Đã ký hợp đồng cho thuê giàn PVD VI**

**Nắm giữ thị phần lớn trong lĩnh vực khoan và dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí trong nước.** PVD nắm giữ 50% thị phần dịch vụ khoan và 50-70% thị phần dịch vụ liên quan đến khoan.

**Lợi nhuận 2014 ước tính.** Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo doanh thu 2014 ước đạt khoảng 19.716 tỷ đồng tăng khoảng 32,6%/n/n. Tất cả các giàn khoan tự có của PVD đều được cho thuê với giá cho thuê giàn tăng trung bình khoảng 10%. Ngoài ra, PVD thuê ngoài thêm từ 4-6 giàn để đáp ứng nhu cầu. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ ước đạt xấp xỉ 2.400 tỷ đồng, tăng 28%/n/n.

**Đã ký hợp đồng cho thuê giàn PVD VI.** PVD đã ký hợp đồng cho thuê giàn khoan PVD VI (Dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 3/15). Đối tác thuê lại giàn khoan là Công ty Điều hành Thăm dò Khai thác Dầu khí trong nước (PVEP POC)

**Triển vọng 2015.** Trong năm 2015, hoạt động kinh doanh của PVD có phần chững lại do yếu tố giá dầu. Mặc dù công ty đã chốt các hợp đồng cho thuê giàn khoan tự có (gồm PVD I, II, III, IV, V, VI) với giá cho thuê được cố định đến hết 2015. Tuy nhiên, doanh thu của PVD có thể chịu ảnh hưởng từ sự giảm nhu cầu của các giàn khoan thuê ngoài và các dịch vụ liên quan đến khoan. Tuy nhiên, lợi nhuận của công ty sẽ được bù đắp bởi các thu nhập khác. Cụ thể, PVD có thể sẽ ghi nhận lợi nhuận đột biến từ liên doanh PVD - Baker Hughes, ước tăng 60% so cùng kỳ, xấp xỉ 350 tỷ. Với giá định giá dầu đứng ở mức 60 USD thùng, LNST 2015 ước tính của PVD có thể giảm nhẹ khoảng 7,5% n/n còn 2.220 tỷ đồng.

**Định giá.** PVD đang giao dịch tại P/E kỳ vọng 7,6 lần, tương đối thấp hơn so với trung bình ngành trong khu vực là khoảng 8,2 lần.

**PVS: LNTT 2014 ước đạt 2.150 tỷ đồng, đạt 187,9% kế hoạch năm**

**Chiếm lĩnh thị phần dịch vụ kỹ thuật dầu khí.** 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.

**Lợi nhuận trước thuế 2014 ước tính đạt 187,9% kế hoạch năm.** Năm 2014, doanh thu hợp nhất của toàn công ty ước đạt 30.500 tỷ đồng, bằng 121% kế hoạch năm, tăng 18% so với 2013. Lợi nhuận trước thuế đạt 2.150 tỷ đồng, đạt 187,9% kế hoạch năm, giảm nhẹ 5,2% n/n.

**Kế hoạch 2015.** Năm 2015, PVS đề xuất kế hoạch 2015 với tổng doanh thu là 27.000 tỷ đồng, giảm 11,4% so với thực hiện 2014; lợi nhuận trước thuế là 1.300 tỷ đồng, tương đương 60% thực hiện 2014. Chúng tôi cho rằng kế hoạch do công ty đề ra tương đối hợp lý do giá dầu xuống thấp có thể khiến các nhu cầu sử dụng một số dịch vụ của công ty giảm. Trong năm 2015, một số hoạt động của PVS có thể sẽ còn gặp khó khăn bao gồm: mảng cho thuê tàu chuyên dụng, sửa chữa công trình ngầm bằng ROV (tàu Amadues tạm thời ngừng hoạt động do gặp một số vấn đề với đối tác).

**Định giá:** PVS đang giao dịch tại P/E 2015 là 6,7 lần, thấp hơn trung bình ngành trong khu vực là 8,4 lần.

**CTCP Kết cấu Kim loại & Lắp máy Dầu khí (PXS):** Doanh thu và LNTT ước tính 2014 có thể lần lượt tăng 68,5% n/n và 42,5% n/n, đạt 1.719 tỷ đồng và 144 tỷ đồng. PXS lên kế hoạch doanh thu 2015 đạt 1.750 tỷ đồng, tăng 1,8% n/n trong khi đó LNST 2015 giảm 9,7% n/n. Trong năm 2015, 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). PXS đang giao dịch tại P/E 2015 theo kế hoạch là 8,3 lần.

**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. GAS đã 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 giữ nguyên dự báo doanh thu và LNST tăng khoảng 6,5% n/n và 13,6% n/n đạt 69.722 tỷ đồng và 13.956 tỷ đồng.

**CTCP CNG Việt Nam (CNG): Lợi tức cổ tức hấp dẫn 11%**

CNG và công ty mẹ là CTCP Khí hóa lỏng Miền nam (PGS) là nhà phân phối khí CNG duy nhất 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. Chúng tôi duy trì dự báo LNST 2014 giảm 4,2% còn 118,7 tỷ đồng

**Lợi tức cổ tức hấp dẫn 11%.** 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 11%. 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.

**Dự báo 2015.** Chúng tôi dự báo điều chỉnh dự báo doanh thu cả năm 2015 giảm nhẹ 5,5% n/n, còn 1.064 tỷ đồng. Trong đó, sản lượng tăng nhẹ 5% đạt hơn 77 triệu m<sup>3</sup> khí, giá bán giảm 10% còn 16,1 USD/mmBTU. Điểm sáng đối với CNG là khẩu hao ước tính sẽ giảm mạnh trong 2015 (giảm 62,8% n/n, xuống chỉ còn khoảng 48 tỷ đồng). Theo đó, LNST 2015 ước tăng 2,4% n/n lên 121 tỷ đồng.

**Định giá.** CNG hiện đang giao dịch tại P/E kỳ vọng 2015 là 7,3 lần. CNG là cổ phiếu đáng quan tâm với khả năng sinh lợi và chính sách cổ tức cao.

**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/VCSH (%)
GAS	149.705	13	11	4,2	33,6	22,7	16,3	22,4
PVD	18.788	7	8	1,7	23,2	11,0	12,1	57,1
PVS	12.106	7	7	1,4	20,2	6,3	5,7	42,6
PVT	3.480	12	12	1,1	9,4	3,0	5,1	152,7
PVC	1.230	6	N/A	1,4	23,8	9,6	4,9	51,6
PXS	1.115	8	N/A	1,6	21,3	8,9	7,8	72,0
PGS	1.056	7	7	1,1	16,7	5,1	2,0	58,8
PVB	909	6	7	2,3	N/A	N/A	17,7	58,5
CNG	859	7	7	2,1	30,8	21,8	11,2	15,8
PVG	252	29	N/A	0,7	2,3	0,6	0,2	64,1
<b>Trung bình</b>	<b>18.950</b>	<b>10,3</b>	<b>8,4</b>	<b>1,8</b>	<b>19,9</b>	<b>9,5</b>	<b>8,3</b>	<b>59,5</b>

*Nguồn: Bloomberg, MBKE Tổng hợp*



## Ngành Vận tải biển

### Tâm lý tích cực hơn

- Nhóm vận tải hàng khô khả năng được hưởng lợi trực tiếp nhiều nhất nhưng còn khá nhiều khó khăn.
- PE và PB bình quân ngành hiện tại là 9,7 và 0,9 lần.

#### Tin tức/sự kiện

Giá dầu giảm hơn 50% kể từ tháng 8/2014.

Sản lượng hàng hoá thông qua cảng ước tính 2014 và dự báo 2015 tăng 14% và 10% n/n, đạt lần lượt 370,3 và 407 triệu tấn.

#### Nhận định của MBKE

Dù tình hình hoạt động của hầu hết các doanh nghiệp vận tải hiện vẫn còn nhiều khó khăn, thua lỗ nhưng việc giá dầu giảm mạnh đã tạo tâm lý tích cực đối với các cổ phiếu trong nhóm ngành này. Kỳ vọng này tương đối hợp lý bởi chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 40-50% chi phí giá vốn hoạt động của các công ty vận tải biển, do đó nếu giả sử doanh thu vẫn được duy trì thì biên lợi nhuận gộp vốn dĩ rất mỏng của các công ty này sẽ được cải thiện đáng kể.

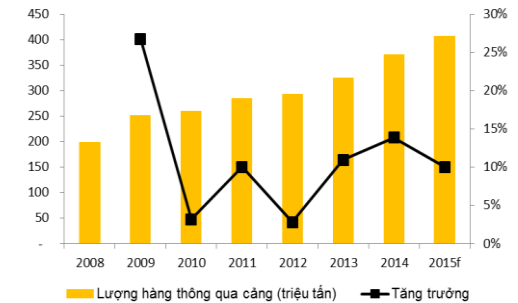
Nhóm vận tải hàng khô có thể được hưởng lợi trực tiếp nhiều nhất do tỷ lệ tàu chạy tuyến cao và sự điều chỉnh giá cước có độ trễ so với giá dầu nhiên liệu. Tuy nhiên, chỉ số BDI đại diện cho chi phí vận tải hàng khô sau đợt hồi phục ngắn hạn trong Q2/2014, cũng đã bắt đầu giảm từ tháng 11/2014 đến nay, với mức giảm tương đương của giá dầu (50%), quay về vùng thấp nhất kể từ sau cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới 2008. Trong bối cảnh giá dầu vẫn đang tiếp tục xu hướng giảm và tình trạng dư cung vẫn là thách thức của ngành khi triển vọng kinh tế thế giới vẫn chưa thật sự tích cực do ảnh hưởng từ các vấn đề căng thẳng chính trị cũng như khu vực Châu Âu vẫn còn nhiều khó khăn, thì khả năng để BDI tăng mạnh trở lại là rất khó. Do vậy, chúng tôi cho rằng tác động hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu trong 2015 của các công ty vận tải sẽ dần bị thu hẹp lại, so với Q4/2014 vừa qua.

Đối với nhóm vận tải dầu khí, khả năng hưởng lợi trực tiếp thấp do đội tàu hầu hết đang được khai thác dưới hình thức cho thuê định hạn thay vì chạy tuyến, nên doanh thu không bao gồm chi phí nhiên liệu. Tuy nhiên, có thể có tác động gián tiếp khi nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu tăng lên một cách tương quan do giá dầu giảm, giúp các công ty này có được nguồn hàng để chạy tuyến.

Ngoài ra, dù sản lượng hàng thông qua cảng tăng trưởng khá tốt và nhiều tiềm năng từ các Hiệp định thương mại như TPP, FTA... nhưng thị phần của đội tàu Việt Nam còn thấp, khoảng hơn 10%. Nguyên nhân là do: (1) thói quen giao dịch mua giá CIF - nhập giá FOB, không bao gồm cước vận chuyển; (2) đội tàu quốc tế của Việt Nam hiện chỉ phục vụ các tuyến Châu Á.

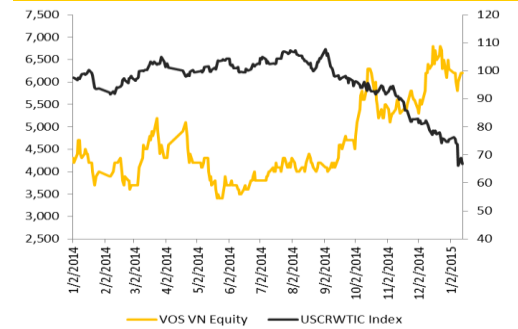
Do vậy, chúng tôi vẫn khá thận trọng đối với triển vọng của nhóm ngành vận tải biển. Một rủi ro khác cần lưu ý là tỷ lệ nợ vay của các công ty trong ngành cao, trong đó vay bằng ngoại tệ lớn, nên có nguy cơ bị ảnh hưởng bởi sự mất giá của VND. Các chỉ số định giá như PE, PB của ngành đang ở mức 9,7 và 0,9 lần.

Sản lượng hàng thông qua cảng Việt Nam



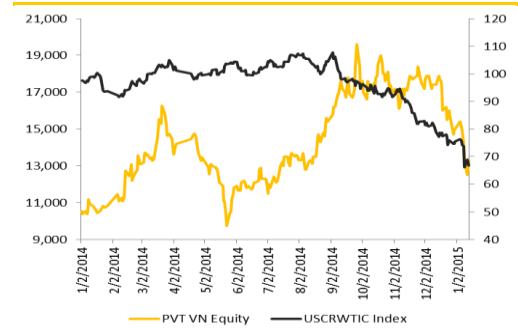
Nguồn: Cục Hàng hải VN

Diễn biến giá dầu thô WTI và cổ phiếu VOS



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá dầu thô WTI và cổ phiếu PVT



Nguồn: Bloomberg

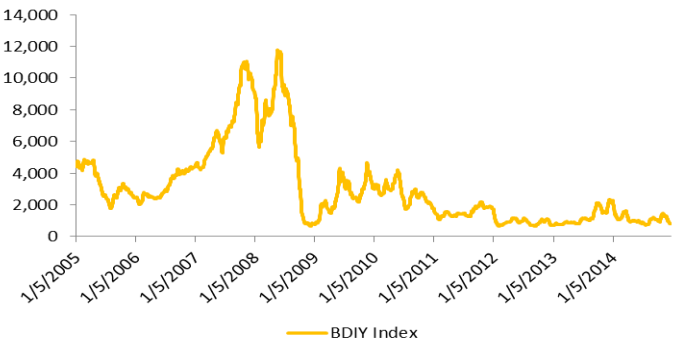


**Chỉ số BDI**

Chỉ số BDI đại diện cho chi phí vận tải hàng khô đã có đợt hồi phục ngắn hạn trong Q2/2014, nhờ giá dầu duy trì tương đối ổn định trong 2013 và nửa đầu năm 2014 trong khi nhu cầu vận chuyển tăng do nền kinh tế thế giới có dấu hiệu hồi phục, làm giảm áp lực dư cung vận tải.

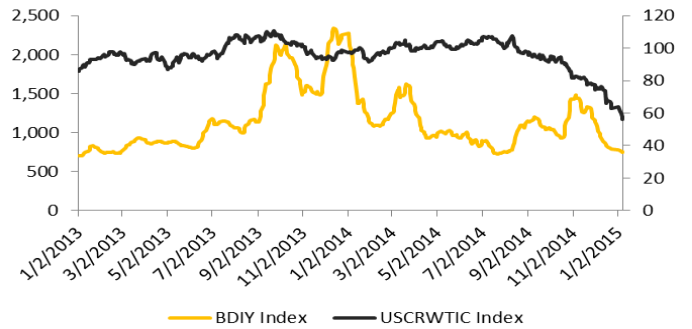
Tuy nhiên, từ tháng 8/2014 đến nay, giá dầu đã giảm mạnh hơn 50%. Thông thường, biến động của chỉ số BDI sẽ có một độ trễ nhất định so với diễn biến của giá dầu. Do vậy, chỉ số này cũng bắt đầu giảm mạnh từ tháng 11/2014 với mức sụt giảm gần tương đương với mức giảm của giá dầu, quay về vùng thấp nhất kể từ sau cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới 2008.

**Chỉ số BDI**



Nguồn: Bloomberg

**Giá dầu thô WTI và chỉ số BDI**



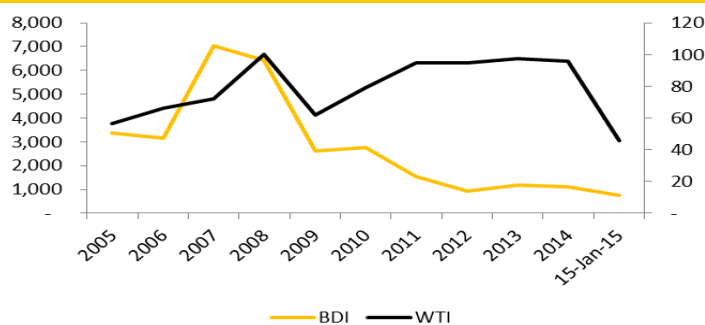
Nguồn: Bloomberg

Năm 2009, khi giá dầu thô WTI giảm mạnh từ mức 100 về 60USD/thùng, tương ứng mức giảm hơn 38% thì chỉ số BDI giảm mạnh đến hơn 59% về mức 2.600 điểm. Tuy nhiên, do bối cảnh kinh tế khác nhau, chúng tôi không cho rằng mức sụt giảm của chỉ số BDI trong giai đoạn này sẽ cao hơn mức giảm của giá dầu.

Ở chiều ngược lại, theo chúng tôi, chỉ số này cũng sẽ khó có khả năng tăng mạnh trở lại trong 2015 do: (1) giá dầu vẫn đang tiếp tục xu hướng giảm; (2) tình trạng dư cung vẫn là thách thức của ngành trong khi triển vọng kinh tế thế giới vẫn chưa thật sự tích cực do ảnh hưởng từ các vấn đề căng thẳng chính trị cũng như khu vực Châu Âu vẫn còn nhiều khó khăn.

Do vậy, tác động hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu trong 2015 của các công ty vận tải có khả năng sẽ dần bị thu hẹp lại, so với Q4/2014 vừa qua.

**Giá dầu thô WTI và chỉ số BDI bình quân năm 2005-2014**



Nguồn: Bloomberg

**VOS:** Sở hữu đội tàu hàng khô lớn nhất Việt Nam với tổng tải trọng hơn 472 ngàn tấn và phần lớn (17/19 tàu) đang được khai thác dưới hình thức chạy tuyến. Do vậy, VOS là một trong số ít công ty có khả năng được hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu giảm một cách rõ ràng và đáng kể nhất.

Hoạt động kinh doanh của VOS cũng như những công ty vận tải hàng khô khác như VST, VNA trong thời gian qua rất khó khăn, thậm chí còn đối mặt với nguy cơ huỷ niêm yết bắt buộc do lỗ 3 năm liên tiếp. Tuy nhiên, khác với 2 công ty còn lại, VOS đã thoát lỗ trong 2014 nhờ thanh lý được tàu.

Với việc hưởng lợi từ giá dầu giảm, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh cũng như tình hình tài chính của VOS sẽ dần cải thiện trong 2015. VOS đang giao dịch ở mức 0,7 lần PB và hơn 20 lần PE 2015 do giá cổ phiếu này đã tăng hơn 50%, tính từ tháng 9/2014 đến nay.

**PVT:** Dự báo tăng trưởng nhẹ trong 2015 chủ yếu nhờ: (1) kỳ vọng nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động thông suốt, thông thường chu kỳ bảo trì bảo dưỡng của nhà máy là từ 2-3 năm/lần. Trong 2014, nhà máy đã có đợt bảo trì trong Q2/2014. Do vậy, ít nhất phải đến 2016 mới lại có đợt bảo trì định kỳ tiếp theo; và (2) hoạt động chở than cho nhà máy nhiệt điện Vũng Áng.

Về dài hạn, với lợi thế là công ty con của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) đồng thời là doanh nghiệp sở hữu đội tàu vận tải dầu khí lớn nhất cũng như độc quyền vận chuyển cho nhà máy lọc dầu Dung Quất, PVT có khả năng cải thiện tăng trưởng khi nhu cầu vận chuyển gia tăng. Đặc biệt, NMLD Dung Quất đang dự kiến nâng công suất từ 6,5 lên 8,5 triệu tấn/năm. PVT đang giao dịch ở mức 14 lần PE 2015 và 1,2 lần PB.

<b>Cổ phiếu</b>	<b>VHTT (tỷ VND)</b>	<b>Giá (VND)</b>	<b>P/B (x)</b>	<b>P/E (x)</b>	<b>Nợ/VCSH (%)</b>	<b>ROE (%)</b>	<b>ROA (%)</b>
PVT	3.608	14.100	1,2	12,5	152,7	9,4	3,0
GSP	378	12.600	1,0	9,8	48,5	10,7	5,7
HCT	24	11.800	0,6	16,7	-	3,5	3,3
VNL	237	26.300	1,4	7,6	-	19,3	13,1
HTV	159	16.500	0,6	9,1	10,1	6,4	5,2
TCO	185	13.400	1,0	7,6	33,2	13,2	8,9
PJT	90	8.300	0,7	6,7	79,0	11,1	4,9
HDO	46	3.100	0,4	n.a	84,2	(40,5)	(13,4)
SFI	289	28.000	1,1	5,4	0,4	19,6	8,2
PTS	35	6.200	0,4	6,3	3,8	7,1	4,1
TJC	71	11.900	0,7	4,0	99,0	20,3	9,1
VFR	270	18.000	0,9	n.a	98,4	(3,6)	(1,6)
VNA	76	3.800	0,5	n.a	383,7	(34,1)	(5,6)
VNF	268	48.000	1,6	6,1	2,9	27,4	11,1
VNT	260	48.000	2,3	9,2	-	25,8	9,4
VOS	882	6.300	0,7	n.a	246,1	(4,0)	(0,9)
VST	153	2.600	0,6	n.a	683,7	(57,9)	(6,6)
VIP	877	13.700	0,9	23,7	70,4	3,7	2,1
VTO	702	8.900	0,7	11,7	96,4	5,7	2,6
<b>Bình quân</b>	<b>453</b>		<b>0,9</b>	<b>9,7</b>	<b>110,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>

Nguồn: Bloomberg



## Ngành mía đường

### Vụ 2014/15: Cân bằng cung cầu

- **Tồn kho đường 2013/14 tăng 13% n/n.**
- **Sản lượng đường thế giới 2014/15 ước sẽ cân bằng với thặng dư thấp và 2015/16 có khả năng thiếu hụt.**
- **Sản xuất đường nội địa dự kiến cân bằng với tiêu thụ nội địa vụ 2014/15. Tuy nhiên, lượng đường tồn kho từ vụ trước và nhập khẩu mới có thể gây áp lực lên giá đường. Thiếu hụt có thể diễn ra trong vụ 2015/16.**
- **Lợi nhuận các DN sản xuất đường chưa cải thiện trong năm nay.**

#### Tin tức/sự kiện

Bộ Công thương dự báo giá đường trong nước có xu hướng sẽ giảm nhẹ trong 2015. Hiện giá bán đường kính trắng (RS) dao động trong khoảng 11.200 - 12.400 đồng/kg, giảm 1.000 - 1.200 đồng/kg so với đầu 2014.

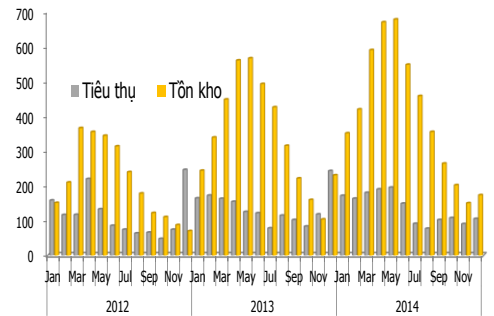
#### Nhận định của MBKE

Sản lượng đường thế giới vụ 2013/14 đạt kỷ lục 183 triệu tấn trong khi đó tiêu thụ đường chỉ có 178 triệu tấn, dẫn đến kéo dài tình trạng thặng dư. Giá đường thô thế giới đã sụt giảm 14%. Thị trường đường Việt Nam cũng trong bối cảnh chung của thế giới với sản lượng đường sản xuất vụ 2013/14 gần 1,6 triệu tấn trong khi tiêu thụ chỉ 1,4 triệu tấn, giá đường RS giảm 13%, RE (đường tinh luyện) giảm 11% trong năm 2014 so với 2013. Thêm vào đó, Bộ Giao Thông ban hành quy định về việc giới hạn tải trọng của các phương tiện vận chuyển làm cho các xe chở mía khó lưu thông, các nhà máy phải tăng xe chở mía nên chi phí vận chuyển tăng.

Chính Phủ đã có những biện pháp để đối phó với ngành đường xuống dốc bằng việc tăng xuất khẩu tiểu ngạch, tăng cường kiểm soát đường lậu, dự thảo ban hành nghị định mía đường. Các biện pháp trên tác động làm giá đường hồi phục nhẹ từ tháng 4. Tuy nhiên, căng thẳng chính trị trên biển Đông dẫn đến khó khăn trong xuất khẩu tiểu ngạch trong khi tồn kho lớn. Đường lậu Thái vẫn tràn về dẫn đến giá đường lao dốc từ tháng 6 và chạm đáy trong tháng 12.

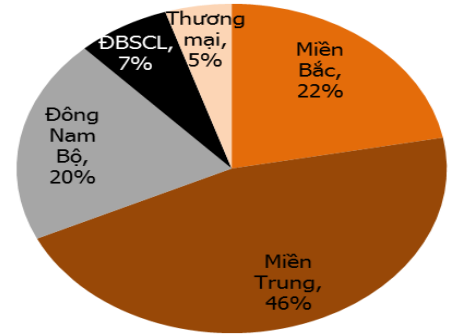
Theo dự báo thị trường, sản lượng đường niên vụ 2014/15 sẽ cân bằng nội địa nhưng do tồn kho từ vụ trước còn nhiều và lượng nhập khẩu theo hạn ngạch WTO mới sẽ gây áp lực lên giá đường.

### Đường tiêu thụ và tồn kho 2014



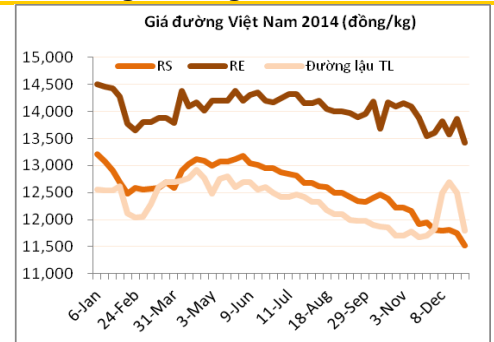
Nguồn: HHMD

### Cơ cấu tồn kho đường 2014



Nguồn: HHMD

### Diễn biến giá đường 2014



Nguồn: HHMD

## Sản lượng đường thế giới 2014/15 ước sẽ cân bằng với thặng dư thấp và có khả năng thiếu hụt 2015/16

Theo Hiệp hội mía đường thế giới (ISO), thị trường đường thế giới sẽ cân bằng trong vụ 2014/15 với lượng thặng dư thấp, khoảng 473 ngàn tấn. Thêm vào đó, thị trường có khả năng đi đến thiếu hụt trong vụ 2015/16 do hơn 80 nhà máy đường của Brazil đã đóng cửa. Đồng thời giá đường quá thấp đã dẫn đến nguồn tiền đầu tư cho hoạt động trồng trọt vụ 2015/16 của các quốc gia sản xuất đường bị thu hẹp. Dự báo sản lượng đường vụ 2014/15 tại một số quốc gia chủ chốt trong ngành như sau:

- Brazil: Sản lượng ước giảm 6% n/n, xuống còn 31,9 triệu tấn do điều kiện thời tiết khô hạn. Xuất khẩu dự báo giảm 3,3%, còn 23,9 triệu tấn. Với tình hình đóng cửa các nhà máy hiện tại, dự báo sản lượng đường sẽ tiếp tục sụt giảm 4% trong vụ 2015/16.
- Ấn Độ: Sản xuất dự kiến sẽ tăng gần 4% và đạt 25,5 triệu tấn do tăng năng suất.
- Trung Quốc: Sản lượng vụ tới dự kiến giảm 9,5% n/n và đạt 13,3 triệu tấn. Nhập khẩu ước khoảng 2,9 triệu tấn so với 4 triệu tấn của vụ này do Trung Quốc sẽ hủy bỏ chính sách về nhập khẩu đường và thay vào đó là trợ cấp trực tiếp cho sản xuất.
- Thái Lan: Sản xuất dự báo sẽ giảm từ 10% đến 18% so với vụ trước do thời tiết khô hạn.

Trong bối cảnh giá dầu giảm mạnh đã tác động làm giảm giá đường trong các tháng cuối năm 2014. *Chúng tôi cũng lưu ý trong trường hợp giá dầu duy trì ở mức thấp trong thời gian dài thì dự báo về cân bằng đường trong vụ 2014/15 có thể bị thay đổi.* Hiện nay, Brazil - quốc gia sản xuất đường chính - đang dùng hơn 50% mía để làm ethanol và phần còn lại sản xuất đường. Nếu giá dầu giảm dẫn đến giá ethanol sẽ giảm theo và việc sản xuất ethanol không mang lại lợi nhuận như mong đợi thì nhiều khả năng Brazil sẽ dùng mía để sản xuất đường nhiều hơn. Từ đó, tăng sản lượng đường tại Brazil và gây áp lực thặng dư lên thị trường đường thế giới.

## Sản xuất đường Việt Nam dự kiến cân bằng với tiêu thụ nội địa vụ 2014/15. Nhưng lượng đường tồn kho từ vụ trước và nhập khẩu mới có thể gây áp lực lên giá đường. Thiếu hụt có thể diễn ra trong vụ 2015/16.

Năng suất trồng mía và chử đường trong mía bị sụt giảm do diện tích mía một số khu vực giảm, sâu bệnh và thời tiết khô hạn tại khu vực miền Trung. Do đó, lượng mía ép và lượng đường sụt giảm so với vụ trước. Tính đến 12/12/2014, sản lượng đường sản xuất của Việt Nam trong vụ mới 2014/15 là 199 ngàn tấn, thấp hơn 33% n/n. Ước tính sản lượng cho cả niên vụ mới khoảng 1,54 triệu tấn đường (500 nghìn tấn RE và 1 triệu tấn RS), giảm 4% n/n.

Bên cạnh đó, tiêu thụ nội địa ước khoảng 1,50 triệu tấn, tăng 3% n/n. Trong đó, nhu cầu đường RE và RS sẽ tăng lần lượt 7% và 1%, tương đương 600 nghìn tấn và 800 nghìn tấn. Như vậy, đường RE dự kiến gia tăng mạnh hơn

so với RS trong thời gian tới do động lực tăng trưởng chính đến từ ngành sản xuất bánh kẹo và nước giải khát, được dự báo tăng trưởng mạnh với tốc độ 10-15%/năm. Đường RS dự báo tiêu thụ khó khăn hơn, đặc biệt là khu vực miền Trung khi các nhà máy đồng loạt nâng công suất như Quảng Ngãi (An Khê tăng từ 10.000 TMN lên 18.000 TMN), NHS (tăng từ 5.200 lên 6.000TMN), SEC (tăng từ 3.500 lên 6.000 TMN) ... dẫn đến lượng cung tăng lên đáng kể. Trong khi nhu cầu tiêu thụ bị cạnh tranh bởi đường Thái Lan nhập lậu và tình hình xuất khẩu sang Trung Quốc không còn thuận lợi như trước đây.

Sản xuất dự kiến cân bằng với tiêu thụ nội địa. Tuy nhiên do tồn kho từ vụ trước chuyển sang nhiều, kết hợp với lượng nhập khẩu theo hạn ngạch WTO nên vụ 2014/15 vẫn dư thừa đường và tồn ước cao hơn 36% cùng kỳ. Hiện tại, giá đường xuống quá thấp, rất nhiều nhà máy đường RS có thể bị thua lỗ trong vụ 2014/15 do giá bán đang thấp hơn giá thành sản xuất. Giá mía giảm tại hầu hết các khu vực dẫn đến gia tăng xu hướng chuyển đổi cây trồng và dự báo một vụ thiếu hụt đường có thể diễn ra trong vụ 2015/16.

**Lợi nhuận các DN sản xuất đường chưa cải thiện trong năm nay.**

Năm 2014 là năm M&A của ngành mía đường với nhiều thương vụ thu tóm, sáp nhập đã được diễn ra. Tập đoàn Thành Thành Công hiện là tập đoàn mía đường lớn nhất Việt Nam sau hàng loạt các thương vụ M&A. Tập đoàn đang tái cơ cấu và tập trung quản lý về 2 nguồn chính là CTCP mía đường Thành Thành Công (SBT) và CTCP mía đường Biên Hòa (BHS). Cụ thể, công ty đường Gia Lai (SEC) sẽ thuộc sở hữu của SBT; Đường Ninh Hòa (NHS), Mía đường Phan Rang (PRS) và Mía đường 333 sẽ thuộc sở hữu của BHS. Đây đều là những doanh nghiệp có quy mô lớn hàng đầu trong ngành mía đường. Việc sát nhập kì vọng giúp các DN vượt qua giai đoạn khó khăn, mở rộng thị phần và đi cùng với tiết kiệm chi phí nhờ lợi thế về quy mô.

Tuy nhiên do ngành đường hiện nay vẫn còn khó khăn, thương vụ sát nhập có thể mất nhiều thời gian, chúng tôi ước KQKD của SBT và BHS 2014/2015 đều thấp hơn so với cùng kỳ. Cụ thể:

Tỷ đồng	Doanh thu		LNST	
	2014/15	% n/n	2014/15	% n/n
SBT	1.752	-24,3	137	-30,7
BHS	2.771	-6,4	73	-7,6

*Nguồn: Maybank Kim Eng*

**Các công ty đường niêm yết**

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2014	PE 2015 (* )	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/ VCSH
BHS	687	5,8	9,4	0,8	13,3	4,5	3,5	122,8
LSS	658	8,7		0,4	4,3	2,3	3,4	46,3
SEC	468	13,0		1,0	9,3	4,3	5,2	115,3
KTS	71	9,4		0,6	4,6	4,1	2,8	0,0
<b>TB</b>	<b>735.6</b>	<b>9,2</b>		<b>0,8</b>	<b>8,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>68,6</b>

*Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng  
(\*): Maybank Kim Eng dự báo*

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

### Khuyến nghị

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

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

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

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

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

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

### Malaysia

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

### Singapore

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

### Thái Lan (Thailand)

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

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

### Mỹ (US)

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

### Anh (UK)

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

## CÔNG BỐ THÔNG TIN

### Công bố tổ chức hợp pháp

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

### Tuyên bố lợi ích

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

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

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

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

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

## NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

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

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

### Lưu ý

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

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

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

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

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

### Áp dụng khuyến nghị đầu tư

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

### Malaysia

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

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

### Philippines

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

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

### South Asia Sales Trading

Kevin FOY  
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,  
20<sup>th</sup> - 21<sup>st</sup> Floor,  
Rama 1 Road Pathumwan,  
Bangkok 10330, Thailand

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

### North Asia Sales Trading

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

### 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 17<sup>th</sup> Floor  
Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55  
Jakarta 12190, Indonesia

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

### Vietnam

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

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

### New York

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

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

### India

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

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

### Saudi Arabia

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

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