

Báo cáo chiến lược

2016 - Năm Của Thử Thách

Duy trì tăng trưởng

Tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 6,88% trong năm 2015 là kết quả của sự ổn định vĩ mô trong ba năm qua và quan trọng hơn, các cải cách thể chế hiệu quả kể từ khi mở cửa của đất nước năm 1986. Tương tự, việc cải cách doanh nghiệp nhà nước, các khu vực tài chính và chi tiêu công đã góp phần tích cực vào sự tăng trưởng của Việt Nam. Dự kiến năm 2016 sẽ là một năm nhiều thử thách. Chu kỳ thanh toán được rút ngắn, sự ra đời của chứng khoán phái sinh, chính sách nới room sở hữu nước ngoài, hành loạt các doanh nghiệp mới IPO, quy định về công bố thông tin nghiêm ngặt hơn và các quy định mới về giao dịch trong ngày là những điểm đáng mong chờ của năm 2016.

PHÒNG NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH
KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

(84) 844 555 444

retailresearch@maybank-kimeng.com.vn

TTCK 2016 - phụ thuộc nhiều ẩn số

Ảnh hưởng của Trung Quốc đối với TTCK toàn cầu là yếu tố không thể bỏ qua trong năm nay. Cùng với đó, động thái tăng lãi suất của FED sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến dòng tiền đầu tư ở các thị trường mới nổi. Biến động giá dầu và giá cả hàng hóa trên thế giới cũng như chính sách điều hành tỷ giá tiếp tục là những biến số đáng lưu tâm. Dù sẽ có nhiều trở lực và các "rủi ro hệ thống" khó đoán định, TTCK Việt Nam được chúng tôi dự báo sẽ vẫn có khả năng tăng trung bình 7-12% trong năm nay.

Cơ hội lớn từ TPP và các FTA

Ngân hàng Thế giới ước tính Hiệp định đối tác Thái Bình Dương (TPP) sau khi thỏa thuận có thể giúp GDP Việt Nam tăng thêm 8% và xuất khẩu tăng 17% trong vòng 20 năm tới. Ngành xây dựng được hưởng lợi gián tiếp từ sự gia tăng nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam. Đầu tư cơ sở hạ tầng trong 2016-2020 ước tính tăng gấp đôi so với năm 2011-2015. Dự kiến năm 2020 tổng đầu tư CSHT có thể đạt 12% GDP cả nước.

2016- IPO và niêm yết, SCIC thoái vốn

Có khoảng 400 công ty đã niêm yết ở Việt Nam từ năm 2011 đến năm 2015 (70% kế hoạch). Năm 2016 có thể là một năm đáng ghi nhận khi có nhiều công ty sẽ niêm yết lên sàn. Ngoài ra, sự kiện quan trọng nhất là việc thoái vốn của SCIC. Chúng tôi kỳ vọng đây là cơ hội cho các nhà đầu tư ngoại tham gia và là chất xúc tác cho giá các cổ phiếu đã full room như VNM, BMP, FPT, ...

Mã CP	Mã Bloomberg	Vốn hóa thị trường (Nghìn tỷ đồng)	Khuyến Nghị	Giá hiện tại (LC)	Giá mục tiêu (LC)	% Tăng trưởng (%)	P/E		P/B		Tỷ suất cổ tức (%)	
							15E	16E	15E	16E	15E	16E
VSC	VSC VN Equity	3.1	Mua	74,000	90,000	22%	10,0	9,9	2,3	2,0	3,3	3,3
VNM	VNM VN Equity	144.0	Mua	120,000	148,000	23%	19,3	18,1	7,2	6,8	3,5	3,9
CTD	CTD VN Equity	6.8	Mua	145,000	171,000	18%	12,0	10,6	2,2	1,9	2,6	2,9
FPT	FPT VN Equity	18.3	Mua	46,100	56,500	23%	11,5	9,8	1,9	1,7	4,3	4,3
PPC	PPC VN Equity	5.8	Mua	18,200	23,000	26%	27,7	6,4	1,0	0,9	5,5	5,5
BMP	BMP VN Equity	5.6	Mua	123,000	163,000	33%	11,7	10,7	2,8	2,3	2,7	2,7

Nhận định thị trường 2016 – Nhiều ẩn số

Tính đến 31/12/2015

VN-Index: 579,1 ; +6,1%

HNX-Index: 79,9 ; -3,6%

2015 – Năm của những con sóng nhỏ

Trái ngược với những “con sóng” tăng giảm mạnh trong năm 2014, TTCK Việt Nam trải qua năm 2015 với số lượng nhiều hơn các đợt tăng giảm nhưng đa phần lại chỉ là những con “sóng nhỏ” và kết quả chung của cả năm cũng phần nào gây thất vọng cho nhà đầu tư khi so sánh với 2014.

Tính chung cả năm 2015, VN-Index chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn 6,1% (HNX-Index thậm chí đã giảm nhẹ 3,6%). Sóng gió từ sự sụt giảm đột ngột của đồng Nhân dân tệ, đà lao dốc của giá dầu và động thái tăng lãi suất của FED là những điểm nhấn chính khiến thị trường gặp nhiều khó khăn trong năm vừa qua.

Dẫu vậy năm 2015 cũng là năm ghi nhận nhiều cải thiện trong tình hình kinh tế nội tại của Việt Nam với mức tăng GDP cao nhất trong 5 năm qua, tỷ lệ lạm phát tiếp tục duy trì mức rất thấp và dòng vốn FDI tăng lên mức kỷ lục từ trước đến nay. Thành công từ việc kết thúc đàm phán hiệp định TPP cũng tạo ra dấu mốc đáng nhớ cho một năm 2015 nhiều biến động.

2016 - Phụ thuộc nhiều ẩn số

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

Ngắn hạn Q1/16: Cân thận trọng

Tình trạng bất ổn từ thị trường tài chính toàn cầu, rủi ro giá dầu tiếp tục suy yếu và vấn đề về công tác nhân sự lãnh đạo ở Việt Nam đã và có thể sẽ tiếp tục khiến thị trường gặp thêm những khó khăn nhất định trong giai đoạn nửa đầu Quý 1, tình hình sẽ dần ổn định hơn trong khoảng thời gian sau đó.

1. 2015: Năm của những con sóng...nhỏ

Tính chung cả năm 2015, thị trường chia làm ba cặp sóng tăng giảm nối tiếp nhau. Dù có “nhiều sóng” hơn, thực chất việc kinh doanh của NĐT gặp phải nhiều khó khăn hơn khi mức độ tăng/giảm trung bình chỉ khoảng +/- 14%, ít hơn so với mức +/- 20% của năm 2014 trước đó. Tính chung cả năm VN-Index cũng chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn 6,1%, thấp hơn mức tăng 8,1% trong năm 2014.

Diễn biến của VN-Index trong năm 2015



Nguồn: HOSE, MBKE tổng hợp

Diễn biến thị trường năm 2015 chia thành ba con sóng tăng giảm liên tiếp, một số giai đoạn cụ thể như sau:

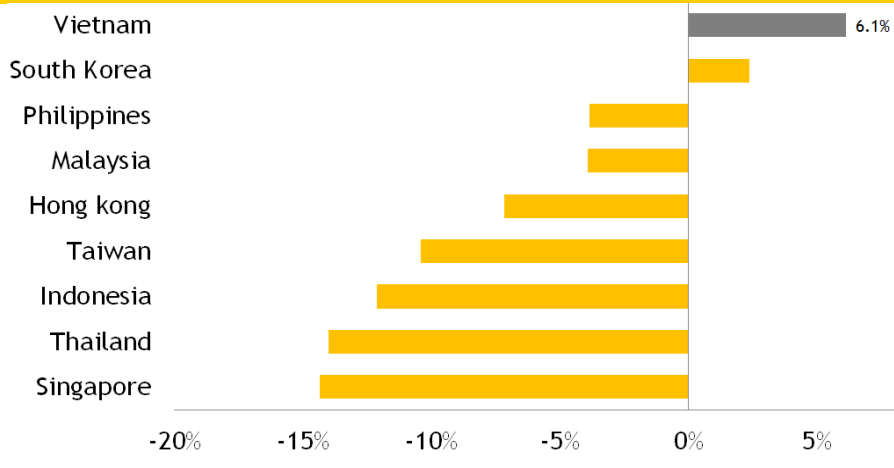
- **Hồi phục sau khi giảm mạnh (Đầu 2015 đến đầu tháng 3/2015).** Đây là giai đoạn thị trường hồi phục trở lại sau khi đã điều chỉnh giảm quá mạnh (do giá dầu rơi mạnh và vấn đề về thông tư 36) kéo dài từ cuối tháng 9/2014 đến nửa đầu tháng 12/2014. Đoạn hồi phục này ghi nhận mức tăng khiêm tốn 9,3% và thanh khoản chỉ duy trì ở mức trung bình thấp.
- **Giai đoạn điều chỉnh trở lại (Giữa tháng 3 đến giữa tháng 5/2015).** Thị trường điều chỉnh giảm trở lại, xóa bỏ toàn bộ thành quả tăng điểm trong con sóng tăng đầu tiên của năm, một phần do sự tăng lên trước đó không lôi kéo thành công dòng tiền hoạt động trên thị trường (thanh khoản thấp trong giai đoạn tăng trước đó) và đi kèm theo đó là một số thông tin bất lợi từ việc xét xử vụ án “bầu Kiên” và việc NHNN thực hiện điều chỉnh tỷ giá lần thứ 2.
- **“Con sóng tăng mạnh nhất” của năm (Cuối tháng 5 đến cuối tháng 7/2015).** Sự kết hợp giữa các thông tin tích cực như: thông tin chi tiết hơn về vấn đề nới room khối ngoại, kỳ vọng về khả năng kết thúc đàm phán TPP và dự thảo mới về giao dịch chứng khoán (rút thời gian thanh toán T+, cho phép giao dịch trong ngày T+0) cùng với động thái đẩy mạnh mua ròng của khối ngoại trong khoảng thời gian này đã giúp VN-Index tăng mạnh gần 19% chỉ trong vốn vẹn chưa đầy 2 tháng.
- **Và sau đó là....“con sóng giảm mạnh nhất” của năm (cuối tháng 7/2015 đến cuối tháng 8/2015).** Chỉ trong chưa đầy 1 tháng, TTCK Việt Nam đã thật sự trở thành nỗi “ác mộng” cho NĐT trong giai đoạn

này khi rơi gần như “không phanh” trở lại 19%. “Tiếp sức” cho cơn sóng giảm này phải kể đến những thông tin về việc Trung Quốc bất ngờ hạ mạnh giá đồng Nhân Dân Tệ, kéo theo đó là việc NHNN Việt Nam phải liên tiếp thực hiện điều chỉnh giảm tỷ giá VND và tạo ra cú sốc rất lớn về mặt tâm lý cho thị trường.

- **Con sóng hồi phục mang tên “TPP và SCIC” (Cuối tháng 8 đến nửa đầu tháng 11/2015).** Trải qua một cơn sóng giảm hết sức tồi tệ, TTCK Việt Nam đón nhận thông tin tốt lành về việc kết thúc thành công đàm phán hiệp định TPP – một trong những vấn đề đã liên tục “lở hén” với NĐT giai đoạn trước. Thêm vào đó, thông tin từ việc thoái vốn của SCIC khỏi 10 doanh nghiệp lớn với những cái tên rất “đình đám” như VNM, BMP, FPT,... đã tạo ra cú hích mạnh hơn, giúp VN-Index tăng hơn 15% trong khoảng thời gian này.
- **Giai đoạn suy giảm do thông tin từ FED (Giữa tháng 11 đến cuối năm 2015).** Sau khi tăng tương đối 15% ở giai đoạn trước đó, thị trường lại đổi mặt với thông tin không tích cực từ việc tăng lãi suất từ FED. Kết hợp thêm những căng thẳng về mặt tỷ giá trong khoảng thời gian này, khối ngoại đã liên tiếp duy trì vị thế bán ròng và khiến thị trường điều chỉnh trở lại gần 6%.

Dù kết quả tăng 6,1% là khá khiêm tốn nếu so với các năm trước, chúng tôi vẫn đánh giá đây là một năm “không tệ” với TTCK Việt Nam nếu so sánh với những gì đã xảy ra tại các quốc gia còn lại trong khu vực. Nguy cơ sụt giảm tăng trưởng từ nền kinh tế Trung Quốc kết hợp với động thái tăng lãi suất của FED và sự đi xuống liên tục của giá dầu đã khiến thị trường chứng khoán các quốc gia mới nổi hầu hết đều ghi nhận kết quả giảm điểm trong năm 2015.

Kết quả tăng/giảm TTCK các quốc gia trong khu vực năm 2015



Nguồn: HOSE, MBKE tổng hợp

2. 2016: Nhiều ẩn số

VN-Index đánh mất 6% chỉ trong hai tuần đầu tiên, xóa đi toàn bộ thành quả khó nhọc tạo ra trong năm 2015 và điều này đang khiến tâm lý của NĐT bị thử thách hơn lúc nào hết. Câu hỏi lớn nhất lúc này có lẽ là: Điều gì đang chờ đợi TTCK Việt Nam trong năm 2016? Và đâu là những hành động cần thiết trong ngắn và trung hạn để có thể đạt được kết quả đầu tư hiệu quả hơn trong giai đoạn tới đây.

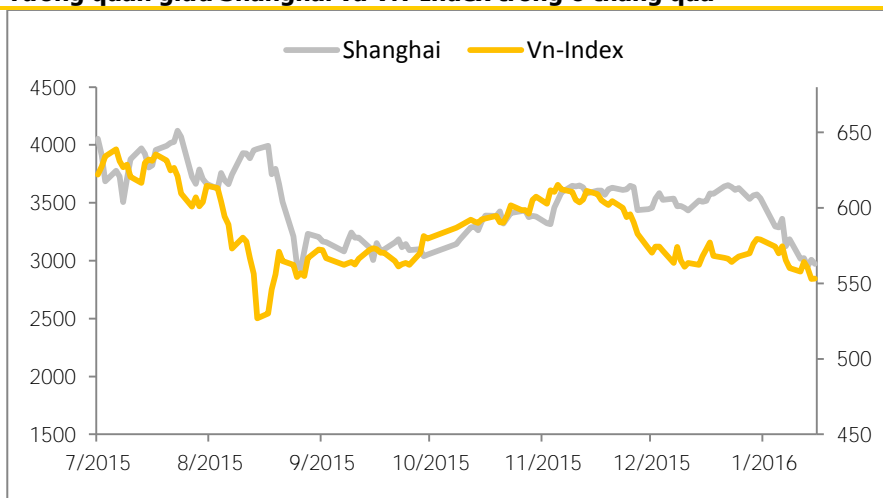
Chúng tôi đánh giá 2016 sẽ là một năm không dễ dàng đối với TTCK Việt Nam khi có rất nhiều ẩn số mà việc kiểm soát là rất khó khăn do đa phần nằm ngoài trên bình diện toàn cầu. Những ẩn số quan trọng nhất bao gồm:

2.1. Ảnh hưởng của kinh tế và TTCK Trung Quốc

Những quan ngại về sức khỏe của nền kinh tế Trung Quốc – nền kinh tế lớn thứ hai thế giới đang ngày một lớn dần lên và tạo ra rủi ro đáng kể cho TTCK toàn cầu (đĩ nhiên Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ). Hàng loạt dự báo của các định chế tài chính lớn trên thế giới đều cho rằng áp lực dành cho nền kinh tế Trung Quốc sẽ còn lớn hơn trong năm 2016 với tốc độ tăng trưởng giảm mạnh, kéo theo đó là sự sụt giảm về nhu cầu nguyên nhiên vật liệu từ quốc gia này và điều đó có tác động mạnh lên triển vọng kinh tế toàn cầu.

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

Tương quan giữa Shanghai và VN-Index trong 6 tháng qua



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

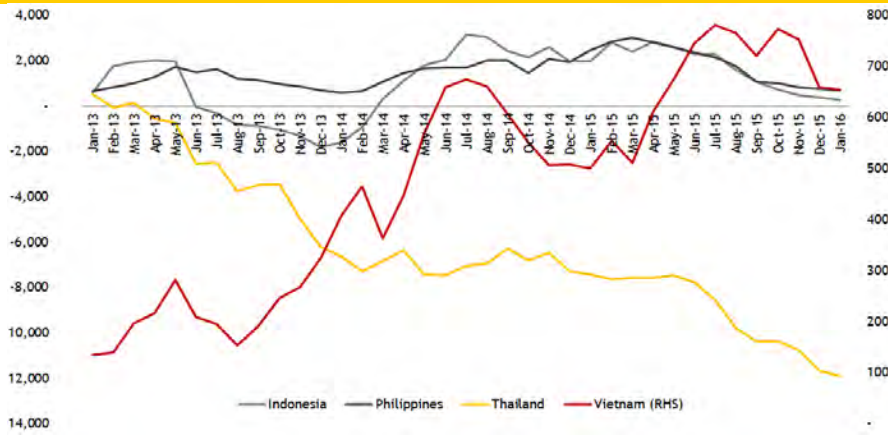
Chỉ trong hai tuần lễ đầu tiên của năm 2016, TTCK Trung Quốc đã có đến hai ngày phải đóng cửa sớm và ngừng giao dịch cho thấy độ bất ổn định và rủi ro từ TTCK Trung Quốc là rất khó dự đoán. **Chúng tôi cho rằng đây sẽ là ẩn số (theo chiều hướng rủi ro) lớn nhất có khả năng tác động đến triển vọng của TTCK Việt Nam trong năm 2016.**

2.2. Câu chuyện tăng lãi suất của FED và phản ứng tại các EMs

Ngày 17/12/2015 Fed đã tiến hành nâng lãi suất thêm 0,25%, chấm dứt 7 năm liên tiếp áp dụng mức lãi suất gần 0%. Động thái của Fed đã gây ra tác động đáng kể đến thị trường tài chính ở các thị trường mới nổi (EMs). Chưa hết, các nhà hoạt động chính sách của FED dự kiến trong năm 2016 sẽ có thể có thêm 4 lần tăng lãi suất với mức tăng tổng cộng khoảng 1%.

Về lý thuyết, nếu FED tăng lãi suất, dòng vốn thị trường toàn cầu sẽ bị ảnh hưởng. Với mức lợi tức cao hơn cũng như độ rủi ro ít hơn, các tài sản tại Mỹ sẽ thu hút các nguồn đầu tư tài chính đổ ngược trở về Mỹ. Thị trường các quốc gia mới nổi dĩ nhiên chịu tác động tiêu cực từ vấn đề này. Đặc biệt đối với Trung Quốc, một "tác động kép" từ việc tăng trưởng suy yếu và dòng vốn ngoại rút rông sẽ tạo ra những rủi ro đáng kể.

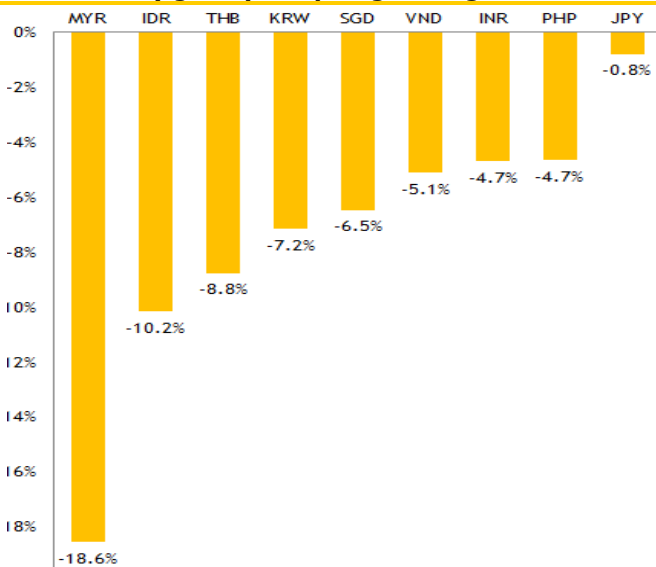
Dòng vốn nước ngoài tại một số quốc gia trong khu vực (triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Lãi suất tăng ở Mỹ nhiều khả năng cũng sẽ khiến đồng USD mạnh lên tương đối trong thời gian tới. Áp lực lên tỷ giá đồng tiền của các nước cũng gia tăng khi nhu cầu đồng USD của nhà đầu tư tăng cao. Điều này có thể khiến chính phủ các nước dùng kho dự trữ ngoại tệ để bảo vệ đồng tiền hoặc giảm giá trị của đồng nội tệ. Việt Nam sẽ còn phải "suy nghĩ nhiều" về bài toán tỷ giá và lãi suất trong năm 2016 này. Tỷ giá VND/USD sẽ chịu nhiều sức ép trong năm 2016 khi áp lực nhập siêu tăng, dự trữ ngoại hối có hạn và chính sách tăng lãi suất của FED.

Điều chỉnh tỷ giá một số quốc gia trong năm 2015

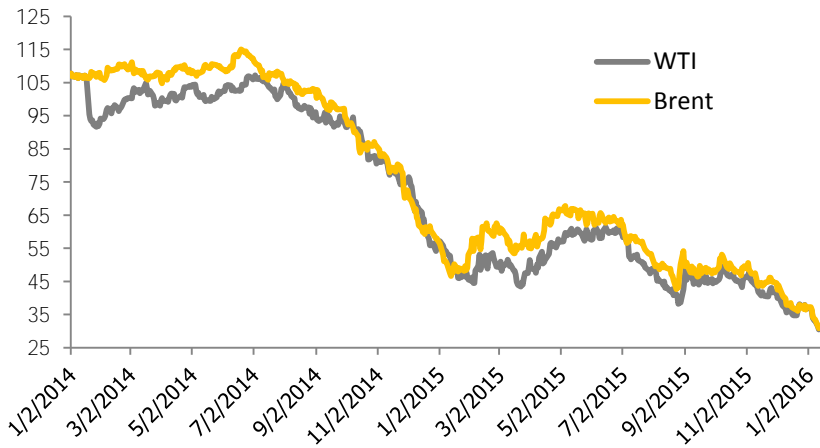


Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

2.3. Ấn số giá dầu

Trong cả năm 2015 và hai tuần đầu của 2016, giá dầu tiếp tục lao dốc về vùng thấp nhất trong 12 năm qua và đây tiếp tục là một rủi ro không nhỏ dành cho TTCK Thế giới (cũng như TTCK Việt Nam).

Diễn biến giá dầu trong hai năm qua



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Giá dầu liên tục giảm mạnh do: 1) xu hướng mạnh lên của đồng USD khiến cho giá cả các loại hàng hóa, trong đó có dầu thô giảm giá; 2) Nền kinh tế lớn thứ hai trên thế giới là Trung Quốc đang đối mặt với nguy cơ khủng hoảng khiến cho nhu cầu dầu thô giảm mạnh; 3) Nguồn cung dầu thô thế giới được dự báo tăng mạnh khi Iran được bán dầu ra thị trường.

Trong năm 2016, nhiều định chế tài chính lớn tiếp tục dự báo về rủi ro điều chỉnh sâu hơn của giá dầu. Morgan Stanley cho biết giá dầu có thể rớt về 20 USD/thùng do đồng Nhân Dân Tệ mất giá và nguồn cung mới từ IRAN. Goldman Sachs cũng đã đưa ra dự báo tương tự vào tháng 11 vừa qua. Giá dầu có thể giảm về 20 USD/thùng nếu OPEC không cắt giảm sản lượng.

Giá dầu giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tình hình hoạt động kinh doanh tại các công ty hoạt động trong lĩnh vực dầu khí ở Việt Nam, đây là nhóm chiếm tỷ trọng vốn hóa không nhỏ trên TTCK. Theo đại diện của Tập đoàn dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) gần đây thì nếu giá dầu duy trì ở mức như hiện tại thì lợi nhuận của các công ty trong ngành có thể giảm 40% - 50% trong năm 2016. Ngoài ra, giá dầu tiếp tục suy giảm và nằm ở mức thấp cũng ảnh hưởng tiêu cực đến công tác thu ngân sách của chính phủ và khiến các cân đối vĩ mô trở nên khó khăn hơn.

3. Vẫn có nhiều lý do để lạc quan.

Dù có nhiều rủi ro tiềm ẩn như đã nêu trên, về cơ bản TTCK Việt Nam tiếp tục được chúng tôi đánh giá vẫn khá lạc quan trong giai đoạn năm 2016. Lý do để lạc quan bao gồm:

3.1. Triển vọng từ sự ổn định và hồi phục của nền kinh tế

Sự ổn định và hồi phục của nền kinh tế Việt Nam là một trong những lý do rõ ràng nhất để kỳ vọng vào một kết quả tích cực cho TTCK trong năm 2016. Trong bối cảnh hầu hết các nền kinh tế mới nổi khác tại Châu Á đều được dự báo giảm tốc độ tăng trưởng GDP, Việt Nam tiếp tục được kỳ vọng đạt được tốc độ tăng trưởng cao từ 6,4 – 6,6% trong năm nay.

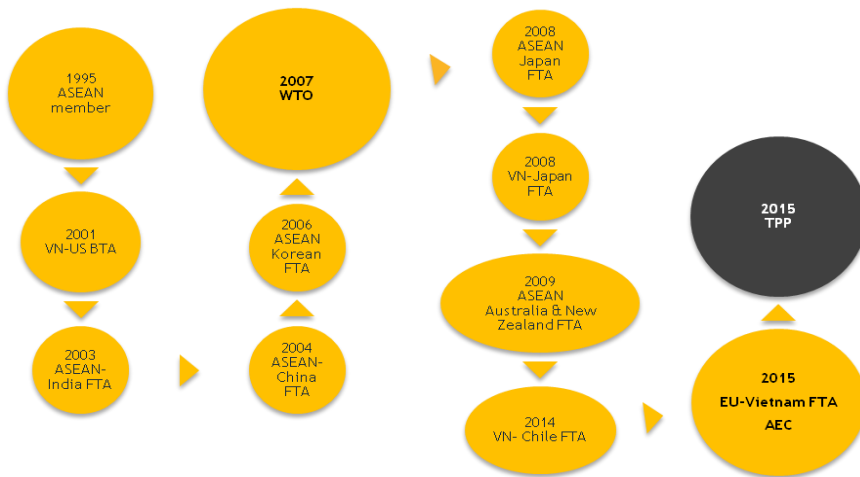
Dự báo tăng trưởng GDP 2016 một số nước trong khu vực

Country	World Bank				IMF				ADB			
	2015 Previous	2015 Latest	2016 Previous	up/down Latest	2015 Previous	2015 Latest	2016 Previous	up/down Latest	2015 Previous	2015 Latest	2016 Previous	up/down Latest
Vietnam	6.2	6.4▲	6.3	6.4▲	6.0	6.5▲	5.8	6.4▲	6.1	6.5▲	6.2	6.6▲
Malaysia	4.7	4.7	4.7	4.4▼	4.7	4.6▼	4.5	4.1▼	4.7	4.7▼	5.0	4.9▼
Singapore	N/A	N/A	N/A	N/A	2.2	1.4▼	2.9	2.8▼	3.0	2.1▼	3.4	2.5▼
Thailand	2.5	2.4▼	2	1.8▼	2.5	1.3▼	3.2	2.4▼	3.6	2.7▼	4.1	3.8▼
Indonesia	4.7	4.2▼	5.3	5.1▼	4.7	4.2▼	5.1	4.7▼	5.5	4.9▼	6.0	5.4▼
China	6.9	6.7▼	6.7	6.4▼	6.5	6.5	6.4	6.4	7.2	6.8▼	7.0	6.7▼
India	N/A	N/A	N/A	N/A	7.3	7.1▼	7.5	7.5	7.8	7.4▼	8.2	7.8▼

Nguồn: World Bank, IMF, ADB, MBKE tổng hợp

Các hiệp định tự do thương mại mà đặc biệt là hiệp định đối tác chiến lược xuyên Thái Bình Dương (TPP) cũng được kỳ vọng sẽ tạo ra cú hích mạnh mẽ về mặt dài hạn cho nền kinh tế Việt Nam các năm tới đây. Ngân hàng Thế giới ước tính Hiệp định TPP sau khi đi vào thực hiện có thể giúp GDP Việt Nam tăng thêm 8% và xuất khẩu tăng 17% trong vòng 20 năm tới.

Dự báo tăng trưởng GDP 2016 một số nước trong khu vực

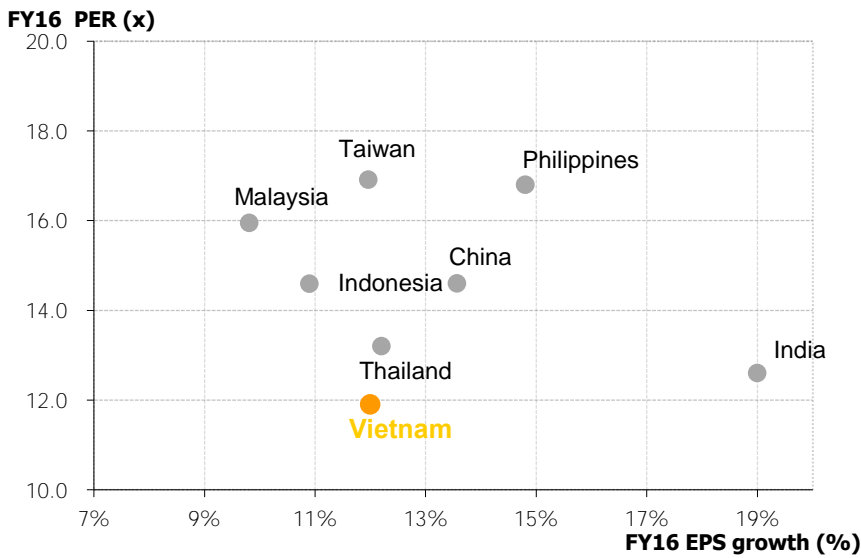


Nguồn: MBKE tổng hợp

3.2. Định giá TTCK Việt Nam đang khá hấp dẫn

Một trong những lý do khác khiến chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tích cực của thị trường trong năm 2016 đến từ các so sánh tương quan giữa TTCK Việt Nam và các quốc gia trong khu vực. PE dự phóng 2016 của TTCK Việt Nam ở mức 12 lần – mức thấp nhất trong khu vực và đi kèm với đó là mức tăng trưởng EPS dự kiến cho các doanh nghiệp niêm yết trong 2016 khoảng 12% - mức trung bình trong khu vực.

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



Nguồn: Bloomberg, MBKE tổng hợp

Sự khởi sắc trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết cũng là yếu tố được chúng tôi đặt kỳ vọng cao. Cơ hội từ TPP và các hiệp định tự do thương mại là cơ sở để chúng tôi kỳ vọng Ngành xây dựng được hưởng lợi gián tiếp từ sự gia tăng nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam, đặc biệt là doanh nghiệp Coteccons (CTD VN, MUA, 171.000 đồng). CTD là một doanh nghiệp xây dựng đầu ngành với các dự án chất lượng cao. Nhiều công ty dệt may đã chọn CTD là nhà thầu xây dựng, bao gồm Texhong, Tainan Spinning, Brotex và Nameson Group. Các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc cũng được hưởng lợi của TPP, chẳng hạn thuế nhập khẩu dệt may của Việt Nam sang Mỹ sẽ được cắt giảm về 0% từ thay vì 17% như trước đây. Ngành Logistic cũng được nhận định là sẽ hưởng lợi từ TPP. Với kỳ vọng hàng hóa xuất nhập khẩu qua cảng sẽ tăng cao, chúng tôi chuyển nghị MUA cổ phiếu VSC với giá mục tiêu là 90.000 đồng. Ngoài ra, cùng với ước tính đầu tư cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2016-2020 tăng cao, đặc biệt là trong lĩnh vực điện chúng tôi cũng khuyến nghị MUA đối với PPC với giá mục tiêu 23.000 đồng. PLC (40% thị phần nhựa đường) cũng đáng được xem xét để có mặt trong danh mục đầu tư khi được hưởng lợi từ các dự án cơ sở hạ tầng về đường cao tốc. Việc SCIC thoái vốn cũng là cơ hội cho các cổ phiếu như VNM, BMP, FPT.

4. Góc Nhìn Kỹ Thuật

Dù hai tuần đầu tiên của năm 2016 đã trôi qua rất đáng thất vọng. Đồ thị kỹ thuật của VN-Index vẫn khiến chúng tôi cảm thấy "có quyền" lạc quan về trung hạn cho cả năm 2016. Dù vậy chúng tôi cũng dành một sự cảnh báo "cao độ" trong ngắn hạn ở nửa đầu quý 1, khi mà những rủi ro suy giảm vẫn ở mức độ đáng báo động.

4.1. Trung hạn: Xu hướng tích lũy và tăng vẫn là chủ đạo

Đồ thị tuần của VN-Index 5 năm qua



Nguồn: HSX, MBKE

Nhìn lại quá khứ, có thể thấy xu hướng trung hạn của VN-Index là “tăng và tích lũy”, điều này đã được thiết lập từ nửa cuối năm 2012 và đến hiện tại vẫn đang duy trì. Hỗ trợ quan trọng mà VN-Index cần giữ vững để tiếp tục duy trì xu hướng tích cực này là vùng giá 515 – 527 điểm, khu vực mà đường giá đã liên tiếp có những phản ứng trong các năm trở lại đây và tạm thời có thể xem đây là vùng hỗ trợ quan trọng nhất của thị trường trong năm 2016.

Dựa trên các đánh giá về triển vọng và rủi ro đã nêu trên, chúng tôi đánh giá cao (xác suất 80%) VN-Index sẽ bảo vệ thành công vùng hỗ trợ 515 – 527 điểm. Nếu điều này xảy ra, sự hồi phục sẽ đến vào sau đó và có khả năng giúp VN-Index tiệm cận vùng giá 620 đến 650 trong năm 2016, tương ứng với mức tăng 7% đến 12% tùy vào từng kịch bản.

Dĩ nhiên vẫn còn đó một xác suất thấp (20%) khả năng VN-Index phá vỡ vùng hỗ trợ 515 – 527 điểm và nếu điều này xảy ra, thị trường sẽ chính thức xác nhận kết thúc xu hướng “tăng và tích lũy” kéo dài gần 4 năm. Chúng tôi cho rằng chỉ trừ khi TTCK Việt Nam đối diện với các rủi ro hệ thống lớn hơn hiện tại rất nhiều, kịch bản này sẽ khó có thể thành hiện thực.

4.2. Ngắn hạn: Cần thận trọng trong nửa đầu Quý 1/2016

Đồ thị ngày của VN-Index trong 9 tháng qua



Nguồn: HSX, MBKE

Dù có nhiều lý do để tiếp tục lạc quan trong trung hạn cả năm 2016. Chúng tôi đồng thời khuyến nghị nhà đầu tư hết sức thận trọng trong giai đoạn ngắn hạn hiện nay của thị trường.

Quan sát đồ thị ngày của VN-Index, có thể thấy đường giá đang di chuyển theo một xu hướng giảm ngắn hạn khá rõ nét, đặc biệt sau khi vùng hỗ trợ ngắn hạn tại 557 điểm bị phá vỡ. Hầu hết cả chỉ báo kỹ thuật hiện tại đều đồng thuận về một kịch bản tiếp tục đi xuống của thị trường và khả năng giảm thêm 3% đến 6% trong thời gian tới để VN-Index tiếp cận trở lại vùng hỗ trợ mạnh 515 – 527 điểm là điều cần được lưu tâm.

Trong một bối cảnh như hiện nay, khi các tín hiệu kỹ thuật đang cho thấy sự bi quan đáng kể trong ngắn hạn và tình hình biến động của TTCK toàn cầu cũng khá tiêu cực, chúng tôi cho rằng chỉ có thể kỳ vọng sự hồi phục của VN-Index nói riêng và thị trường nói chung ở sau giai đoạn tết âm lịch hoặc xa hơn nữa là nửa sau của quý 1.

Chiến lược phù hợp trong ngắn hạn có lẽ vẫn là cố gắng duy trì một tỷ trọng tiền mặt ở mức cao và kiên nhẫn chờ đợi các tín hiệu khởi sắc hơn trước khi thực hiện giải ngân mới.

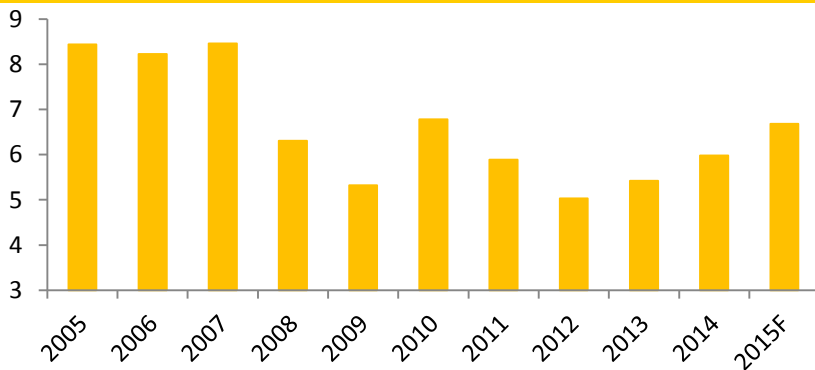
5. Tổng quan tình hình vĩ mô 2015

Nhìn chung các số liệu kinh tế cả năm 2015 tương đối tích cực. Trong đó, tổng sản phẩm trong nước (GDP) tăng 6,68% so với 2014, vượt đáng kể so với mục tiêu tăng trưởng 6,2%. Sản xuất công nghiệp và Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng lần lượt tăng 9,8% và 9,5%, cao hơn mức tăng cùng kỳ. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện tính đến ngày 15/12/2015 cao kỷ lục dù số liệu chưa đủ năm nhờ môi trường kinh tế, chính trị và xã hội ổn định. Lạm phát tháng 12 vẫn tăng thấp (+0,02% y/y). Thâm hụt thương mại lên đến 3,3 tỷ USD chủ yếu là do khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 20,3 tỷ USD. Tỷ giá tiếp tục căng thẳng trong tháng 12 do sự kiện FED điều chỉnh tăng lãi suất.

5.1. GDP tăng trưởng vượt xa mục tiêu cả năm.

Tổng cục Thống kê đã công bố số liệu tổng sản phẩm trong nước (GDP) cả nước cả năm 2015 đạt 4,2 triệu tỷ đồng tăng 6,68% so với 2014. Đây là năm có mức tăng trưởng cao nhất trong 4 năm trở lại đây. Đáng chú ý, tăng trưởng kinh tế Q4/15 đạt 7,01%, cao kỷ lục kể từ 2008. Như vậy, tăng trưởng kinh tế 2015 chính thức vượt mục tiêu tăng trưởng là 6,2% cho cả năm 2015.

Tăng trưởng GDP cả nước (%)

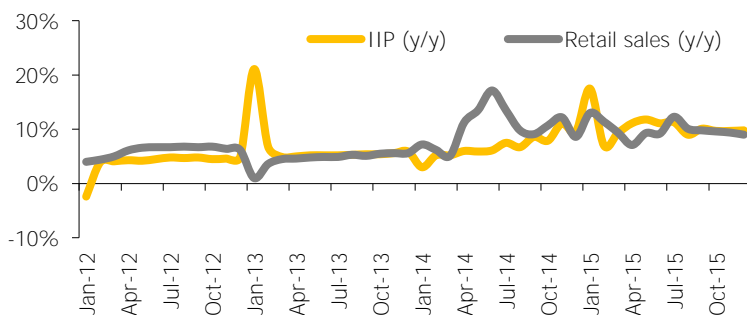


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

5.2. Sản xuất công nghiệp và tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu tiêu dùng tiếp tục tăng tốt.

Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) tháng Mười Hai ước tính tăng 9% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung cả năm 2015, chỉ số IIP ước tính tăng 9,8% so với năm 2014, cao hơn nhiều mức tăng 5,9% của năm 2013 và 7,6% của năm 2014. Trong khi đó, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng cả năm 2015 ước tính đạt 3242,9 nghìn tỷ đồng, tăng 9,5% so với năm trước (loại trừ yếu tố giá tăng 8,4%, cao hơn mức tăng 8,1% của năm 2014).

Tăng trưởng GDP cả nước (%)



Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

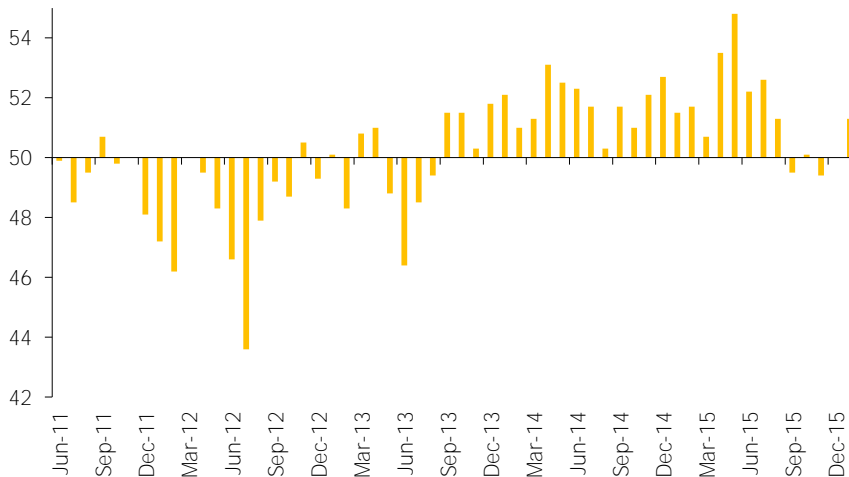
Ở khía cạnh khác, Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) của Nikkie và Markit Economics tháng 12/2015 ghi nhận mức 51,3 cho thấy ngành sản xuất mở rộng sau khi đứng dưới 50 vào tháng 11. Sản lượng, số lượng đơn đặt hàng mới và việc làm tháng 12 đều tăng.

Số lượng đơn hàng mới tăng lần đầu tiên trong 4 tháng. Tương tự, số lượng đơn hàng xuất khẩu mới cũng tăng với mức tăng mạnh nhất kể từ tháng 12.

Các doanh nghiệp sản xuất cho biết giá cả nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm trong tháng 12. Tuy nhiên, khảo sát cũng cho thấy giá bán đầu ra của các doanh nghiệp tiếp tục duy trì đà giảm mạnh. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng rằng giá cả nguyên liệu đầu vào có thể sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp do giá dầu và giá cả các nguyên vật liệu đầu vào chưa có dấu hiệu tăng trở lại.

Theo dữ liệu thống kê, chúng tôi lưu ý PMI có xu hướng mạnh hơn trong tháng 12 do đây là mùa lễ hội khiến cho số lượng đơn hàng mới gia tăng.

Chỉ số PMI – Việt Nam



Nguồn: Nikkie - Markit

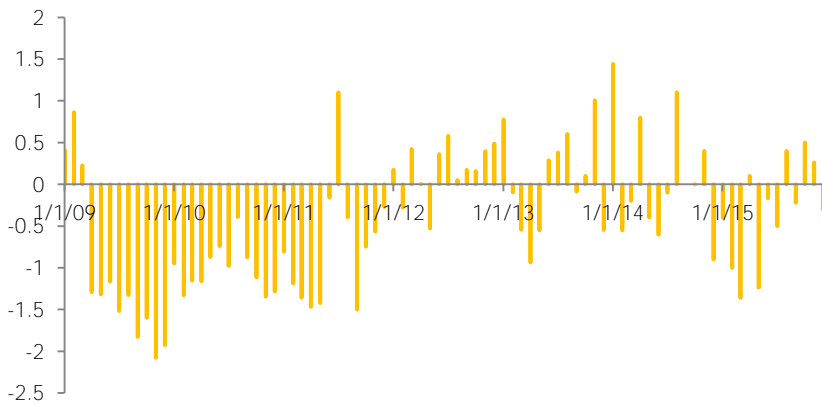
5.3. Nhập siêu 3,2 tỷ USD chủ yếu do khu vực kinh tế trong nước.

Theo tổng cục thống kê, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu ước tính cả năm 2015 đạt 162,4 tỷ USD, tăng 8,1% so với cùng kỳ năm trước (thấp hơn mục tiêu tăng trưởng 10%). Tổng cục thống kê cho biết xuất khẩu giảm là do do chỉ số giá và sản lượng đều giảm. Cụ thể, chỉ số giá xuất khẩu nhiều mặt hàng chủ lực giảm mạnh so với năm trước, bình quân chung giảm 3,8%. Lượng xuất khẩu nhiều mặt hàng nông sản chủ lực giảm mạnh: Cà phê giảm 24,3%; hạt tiêu giảm 14,7%; chè giảm 6%.

Trong khi đó, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu ước tính đạt 165,6 tỷ USD, tăng 12% so với cùng kỳ năm 2014. Đáng chú ý, kim ngạch nhập khẩu ô tô tăng trưởng khá mạnh 59%, đạt 6 tỷ USD, trong đó ô tô nguyên chiếc đạt 3 tỷ USD, tăng 87,7%.

Như vậy cả nước ước nhập siêu 3,2 tỷ USD trong năm 2015, trong đó khu vực kinh tế trong nước nhập siêu cao ở mức 20,3 tỷ USD; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục xuất siêu 17,1 tỷ USD. Nhập siêu tăng có thể tạo thêm lực không nhỏ lên tỷ giá trong năm 2016.

Cán cân thương mại (tỷ USD)

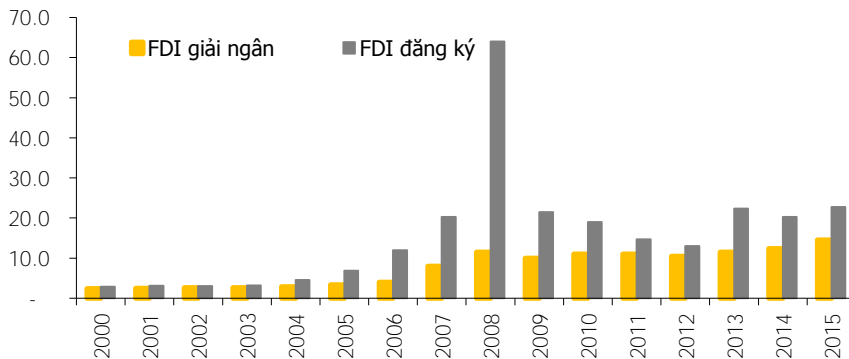


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

5.4. FDI cao kỷ lục.

Chúng tôi lưu ý, đầu tư trực tiếp nước ngoài từ đầu năm 2015 tính đến ngày 15/12/2015 tăng trưởng rất tốt phần lớn nhờ môi trường kinh tế, chính trị và xã hội của Việt Nam khá ổn định. Cụ thể, tổng vốn đăng ký của các dự án cấp mới và vốn cấp bổ sung đạt 22,76 tỷ USD, tăng 12,5% so với cùng kỳ năm trước. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cả năm nay ước tính đạt 14,50 tỷ USD, tăng 17,4% so với cùng kỳ năm 2014. Đây là con số cao kỷ lục từ trước đến nay, góp phần giúp kinh tế tăng trưởng ấn tượng.

FDI đăng ký và giải ngân (tỷ USD)

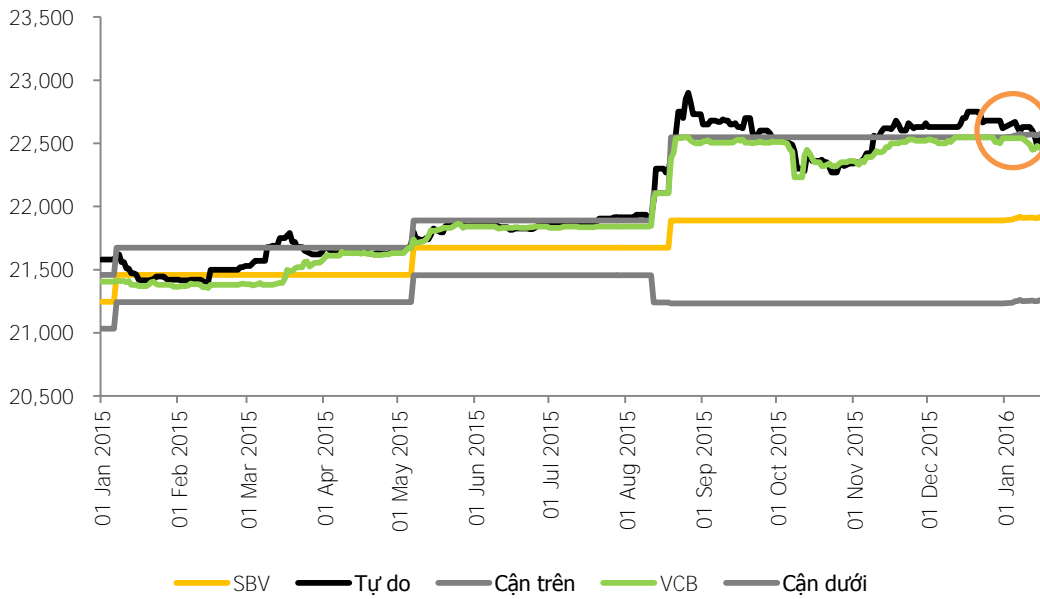


Nguồn: GSO, MBKE tổng hợp

5.5. NHNN quyết liệt hơn trong điều hành tỷ giá.

Tỷ giá giai đoạn cuối 2015 tương đối căng thẳng nhất là sau khi FED công bố tăng lãi suất làm giá USD trên thị trường ngoại hối quốc tế đang có xu hướng mạnh hơn so với rổ ngoại tệ lớn. Ngoài ra còn nhiều nguyên nhân khác tác động lên giá USD: 1) Tính chu kỳ, nhu cầu USD cho các hoạt động thanh toán bằng ngoại tệ thường có xu hướng tăng vào cuối năm; 2) tâm lý găm giữ USD của người dân làm tăng nhu cầu USD trên thị trường; 3) cán cân thương mại thâm hụt gây áp lực tỷ giá.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: SBV, VCB, MBKE tổng hợp

Ngày 31/12/2015, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá tính chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác. Theo đó, tỷ giá trung tâm được xác định dựa trên 1) sự biến động của 8 ngoại tệ của các nước mà Việt Nam có quan hệ thương mại, vay, đầu tư; 2) Các yếu tố vĩ mô và 3) Mục tiêu chính sách tiền tệ.

Tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ do NHNN công bố hàng ngày là cơ sở để các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được phép thực hiện hoạt động kinh doanh, cung ứng dịch vụ ngoại hối xác định tỷ giá mua, tỷ giá bán của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ.

Tác động dễ thấy nhất đối với tỷ giá là sẽ được phản ánh linh động hơn, phù hợp hơn với diễn biến thị trường. Tỷ giá sẽ biến động dựa trên cung cầu trên thị trường liên ngân hàng và do đó sẽ không có tình trạng tỷ giá được công bố hằng ngày nhưng không biến động trong thời gian dài như trước đây. Biên độ +/-3% tiếp tục được thực hiện, các NHTM quyết định tỷ giá giao dịch với khách hàng của mình trong biên độ này. NHNN cũng đã đề cập đến việc sẽ can thiệp vào thị trường ngoại hối nếu cần thiết để ổn định thị trường. Điều này chứng tỏ rằng, ngoài mục tiêu tăng sự linh động cho tỷ giá, NHNN vẫn ưu tiên mục tiêu bình ổn thị trường ngoại hối và đây cũng là 1 phần quan trọng trong mục tiêu tổng thể ổn định kinh tế vĩ mô trong việc điều hành chính sách tiền tệ.

Sau khi áp dụng cơ chế điều hành tỷ giá mới, tỷ giá trong nước có dấu hiệu hạ nhiệt đáng kể. Hiện giá USD niêm yết tại VCB giảm 0,4% so với đầu năm xuống còn 22.460 đồng. Tỷ giá tự do giảm 0,5% xuống còn 22.540 đồng.

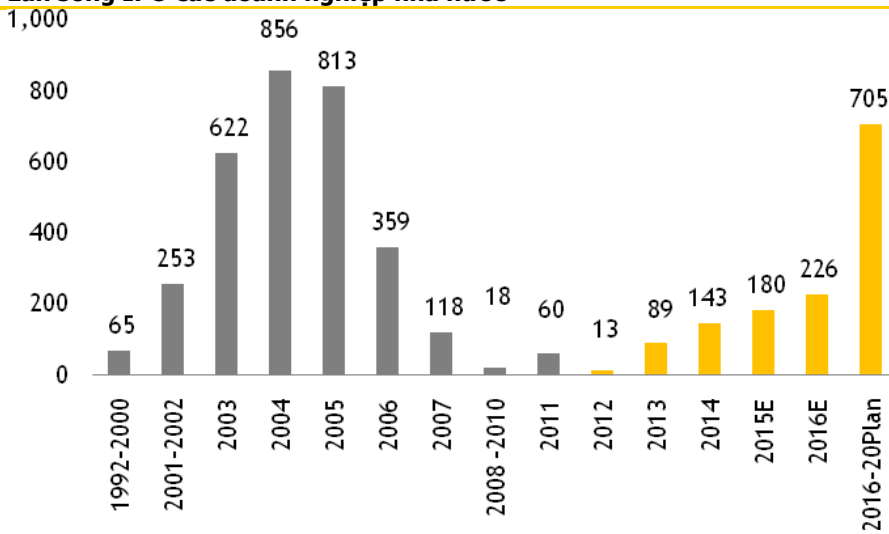
Theo Ủy Ban giám sát tài chính Quốc gia, áp lực lên tỷ giá năm 2016 có thể sẽ gia tăng. Một số dự báo cho rằng, tỷ giá USD/VND có thể tăng khoảng 2% đến 3% trong 2016 trước việc đồng USD được dự báo tiếp tục mạnh lên và cán cân thương mại thâm hụt. Chúng tôi cho rằng, việc điều chỉnh tỷ giá từ 2% đến 3% trong năm 2016 là khó tránh khỏi và nên xem đây là yếu tố tích cực hỗ trợ cán cân thương mại, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô.

6. IPO và niêm yết

Cổ phần hóa đóng vai trò quan trọng trong việc tái cấu trúc các doanh nghiệp nhà nước vốn nổi tiếng là năng suất thấp, đầu tư dàn trải và nợ xấu ảnh hưởng đến hệ thống ngân hàng. Trong hai năm qua, số lượng các công ty được IPO nhiều hơn tổng cộng trong 5 năm trước đó. Trong khi chỉ có 30% các công ty đã IPO thực hiện niêm yết theo kế hoạch trong giai đoạn 2009-2013, đến năm 2015 con số này đã tăng lên được 70%.

Ước tính trong năm 2016 sẽ cổ phần hóa 226 công ty và kế hoạch đến 2020 sẽ có thêm 705 công ty.

Làn sóng IPO các doanh nghiệp nhà nước



Nguồn: MBKE tổng hợp

Nhà nước vẫn nắm giữ cổ phần chi phối ở các công ty, tập đoàn lớn được cổ phần hóa. Điển hình là đợt IPO Vietnam Airline vừa qua, chỉ đấu giá ít hơn 4% ra công chúng. Tương tự, nhà nước vẫn nắm cổ phần chi phối ở BIDV, GAS. Tuy nhiên, với Quyết định 1878, ngày 8/10/2015, về việc thoái vốn toàn bộ ở các công ty làm ăn tốt như VNM, FPT telecom, được cho là dấu hiệu nhà nước sẵn sàng dỡ bỏ ảnh hưởng của mình lên những ngành được cho là không "nhạy cảm".

Ngành xây dựng CSHT

Kỷ nguyên mới của sự phát triển cơ sở hạ tầng

Tình hình hiện nay

Cơ sở hạ tầng của Việt Nam vẫn còn lạc hậu, cả về cơ sở vật chất lẫn thủ tục hành chính (hay còn gọi là "hạ tầng mềm"). Đây là yếu tố đứng đầu trong danh sách các yếu tố làm cản trở đầu tư tư nhân vào lĩnh vực này mặc dù nước ta có chi phí lao động thấp và thể chế chính trị tương đối ổn định. Việc thiếu đường giao thông và các cảng cùng với các thủ tục hành chính kéo dài và các quy định không rõ ràng được coi là những khó khăn chính cho việc đầu tư kinh doanh tại Việt Nam. Trong ba năm qua, Việt Nam đã có nhiều cải thiện về chỉ số năng lực cạnh tranh theo Diễn Đàn Kinh tế Thế giới, tăng 19 bậc lên hạng 56 trong tổng số 144 nước của bảng xếp hạng mới nhất năm 2015-2016.

Mặc dù vậy, cơ sở hạ tầng của Việt Nam vẫn còn lạc hậu, xếp hạng chỉ ở trên Philippines khi so sánh với nhóm nước ASEAN-4, trong đó cũng bao gồm Malaysia, Thái Lan và Indonesia. "Cơ sở hạ tầng mềm" của VN, được tính bởi Ease of Doing business, theo xếp hạng của Ngân hàng Thế giới, cải thiện lên vị trí thứ 90 trong số 185 quốc gia và vùng lãnh thổ theo World Bank Doing Business 2016 với số điểm là 62,1, cao hơn so với Philippines (60,1) và Indonesia (58,1). Tuy nhiên mức này vẫn còn dưới mức trung bình 67,2 của nhóm nước ASEAN-4.

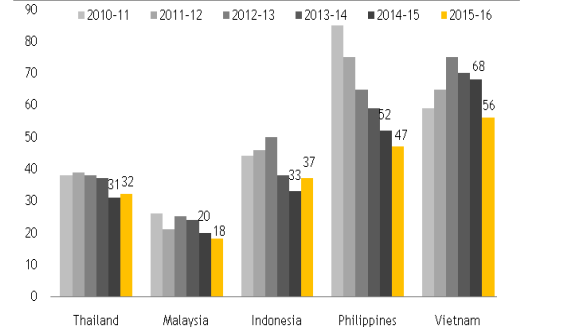
Đầu tư hạ tầng giai đoạn 2016-2020

Chính phủ đã thể hiện quyết tâm nâng cao hơn nữa năng lực cạnh tranh của đất nước thông qua Nghị quyết 19/NQ-CP/2015. Nghị quyết này nhằm giảm quan liêu trong thủ tục cấp phép kinh doanh tại Việt Nam, đơn giản hóa các thủ tục cấp giấy phép xây dựng, tăng thời gian giảm thuế và rút ngắn thời gian xử lý thông quan cho hàng hóa xuất nhập khẩu. Chính phủ Việt Nam dự kiến thu hẹp khoảng cách với các nước trong nhóm ASEAN-4 về "Ease of Doing Business" vào cuối năm 2016.

Đối với CSHT cứng, sẽ có nhiều khó khăn hơn do cần nhiều nguồn vốn lớn. Theo Bộ Kế hoạch Đầu tư, tổng vốn đầu tư CSHT trong GD 2000-10 là 80 tỷ USD, tương đương 9% GDP. Vốn đầu tư đã có dấu hiệu chậm lại do hiệu quả thấp trong các dự án CSHT được thực hiện bởi khu vực nhà nước, và thiếu khung pháp lý để khuyến khích đầu tư tư nhân tham gia. Điều này sẽ thay đổi trong năm năm tới khi các quy định mới được ban hành, trong đó nghị định về quan hệ đối tác Nhà Nước – Tư nhân (PPP) đã được sửa đổi và các dự án trọng điểm tiếp tục được thực hiện để đáp ứng nhu cầu của nền kinh tế. Đầu tư cơ sở hạ tầng trong 2016-2020 ước tính tăng gấp đôi so với giai đoạn 2011-2015. Tới năm 2020, đầu tư CSHT có thể đạt khoảng 12% GDP cả nước.

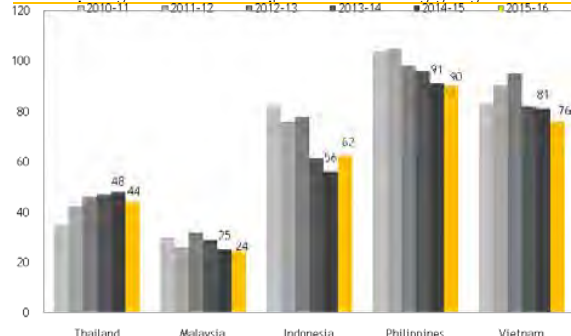
Các khoản đầu tư lớn nhất sẽ tập trung vào mạng giao thông vận tải và các dịch vụ công, bao gồm việc xây mới và nâng cấp các sân bay, đường sắt, cảng, nhà máy lọc dầu mới (Việt Nam hiện nay chỉ có một nhà máy lọc dầu, đáp ứng ít hơn một phần ba nhu cầu trong nước đối với dầu tinh luyện), và các nhà máy năng lượng và điện. Trong số này, các nhà máy điện là khẩn cấp nhất vì tình trạng thiếu điện sắp xảy ra do hầu hết việc xây dựng của các nhà máy nhiệt điện lớn, đặc biệt là ở khu vực phía Nam, đã bị trì hoãn trong vòng năm năm qua.

Chỉ số năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong giai đoạn 2015-16



Nguồn WEF. Chỉ số cạnh tranh thi cạnh tranh càng yếu

Cơ sở hạ tầng vẫn xa mới bắt kịp với các nước láng giềng



Nguồn WEF. Chỉ số càng thấp thi cạnh tranh càng yếu

Việt Nam vẫn còn thua kém các nước trong nhóm ASEAN-4 về mặt 'Ease of Doing Business'



Nguồn: World Bank Doing Business 2016

Những vấn đề chính được liệt kê bởi các doanh nghiệp nước ngoài đang hoạt động kinh doanh tại Việt Nam

% trả lời của các DN

Doanh nghiệp sản xuất

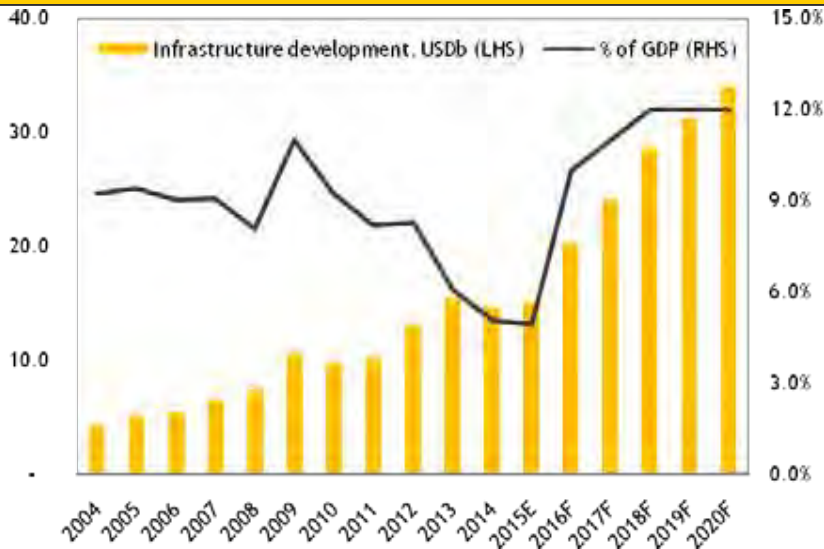
Cơ sở hạ tầng kém phát triển	69,2%
Thủ tục hành chính phức tạp, phiền hà	50,0%
Hệ thống kinh tế và pháp lý còn kém phát triển, quản lý và áp dụng luật pháp tùy ý	46,2%
Chính sách quản lý của chính quyền địa phương không rõ ràng, chằng chịt	38,5%
Rắc rối, phiền hà về thuế	23,1%

Doanh nghiệp phi sản xuất

Cơ sở hạ tầng kém phát triển	76,9%
Giá thuê mặt bằng tăng, diện tích văn phòng còn hạn chế	69,2%
Hệ thống kinh tế và pháp lý còn kém phát triển, quản lý và áp dụng luật pháp tùy ý	57,7%
Thủ tục hành chính phiền hà và phức tạp	46,2%
Chính sách quản lý của chính quyền địa phương không rõ ràng, chằng chịt	42,3%

Nguồn: Japanese External Trade Organization, 2007 Survey

Phát triển cơ sở hạ tầng nhanh chóng nhằm đáp ứng phát triển kinh tế



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, Ngân hàng thế giới, MBKE tổng hợp nhiều nguồn khác

Quan hệ đối tác Nhà Nước – Tư nhân (PPP), động lực để thúc đẩy sự phát triển cơ sở hạ tầng

Lần đầu tiên tại Việt Nam, Luật Đầu tư công đã được thông qua vào ngày 18/6/2014 và có hiệu lực từ 1 tháng 1 năm 2015. Luật này giúp nâng cao hiệu quả, công khai, minh bạch về quy hoạch và thực hiện các khoản đầu tư công. Theo sau đó là Nghị định 15, về hợp tác công tư (PPP) trong các dự án cơ sở hạ tầng, có hiệu lực từ ngày 10/4/2015. Đây là sự quyết tâm của Việt Nam trong nỗ lực nhằm thu hẹp khoảng cách về đầu cơ sở hạ tầng và nguồn lực đầu tư (infrastructure gap). Điều đã kiềm chế tăng trưởng kinh tế và tiếp tục là thách thức khi Việt Nam trở thành một quốc gia có "thu nhập trung bình" từ năm 2014, nghĩa là được hưởng ưu đãi ít hơn từ các khoản vay nước ngoài. Trong số 100 tỷ USD cần thiết cho phát triển cơ sở hạ tầng, chỉ một nửa có thể được đáp ứng từ ngân sách Nhà nước và các hình thức hỗ trợ phát triển chính thức. Luật đầu tư công nhằm xác định phạm vi và phương pháp tiếp cận các dự án chính phủ tài trợ, trong khi Nghị định PPP tạo khuôn khổ pháp lý thống nhất và rõ ràng hơn cho

phép các công ty tư nhân đầu tư vào các dự án công. PPP dự kiến sẽ giúp giảm bớt gánh nặng thâm hụt ngân sách ngày càng lớn và cuối cùng sẽ giúp nâng cao hiệu quả của các dự án cơ sở hạ tầng.

Nghị định 15 được cho là đã giải quyết được một số thiếu sót trong quy định trước đây, chẳng hạn như: (1) đưa ra nhiều hơn các loại hình đầu tư (Xây dựng-Chuyển giao- Cho thuê, Xây dựng- cho thuê -Chuyển giao, Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao, so với trước kia chỉ có Xây dựng-Chuyển giao); (2) mở rộng hơn phạm vi được đầu tư như viễn thông và công nghệ, v. v; (3) cụ thể các quy định, quy trình, hợp đồng PPP và quy định về chuyển giao toàn bộ hoặc một phần các dự án PPP (cho phép chứng khoán hóa các dự án PPP); (4) áp dụng luật pháp nước ngoài (trước đây chỉ được sử dụng luật pháp Việt Nam) cho các nhà đầu tư nước ngoài; (5) quyết toán các dự án, tài sản thế chấp (trong vòng 06 tháng so với trước kia là 1 năm đối với các dự án sử dụng ngân sách nhà nước); và (6) xác định vai trò và trách nhiệm của các đối tác tư nhân đối với Nhà nước trong các dự án PPP.

Các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm trong giai đoạn 2016-2020

Tên dự án	Loại	Vốn đầu tư (tỷ USD)
Sân bay Long Thanh	Sân bay	16
Block B - O mon	Khí tự nhiên	10
Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn	Nhà máy lọc dầu	10
Nhà máy lọc dầu Long Sơn	Nhà máy lọc dầu	4.5
Tuyến đường sắt mới, Hanoi - Vinh	Đường sắt	10.2
Tuyến đường sắt mới, Hochiminh - NhaTrang	Đường sắt	9.9
1st 5 Metrolines in Hanoi and Hochiminh	Đường sắt	3.9
CaiMep cluster deep seaport	Cảng biển	3
LachHuyen cluster deep seaport	Cảng biển	1.5
VungAng 2	Năng lượng	2
Hai Duong	Năng lượng	2
Nam Dinh 1	Năng lượng	2
Van Phong	Năng lượng	2
Vinh Tan 3	Năng lượng	2
DuyenHai 2	Năng lượng	2
Quang Tri	Năng lượng	2
Dung Quat	Năng lượng	2
Long Phu 2	Năng lượng	2
Tổng cộng		87

Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, Ngân hàng thế giới, MBKE tổng hợp nhiều nguồn khác

CTCP Xây dựng Cotec (CTD VN)

Triển vọng tốt trong năm 2016

Triển vọng tốt trong năm 2016

CTD là cổ phiếu có mức tăng giá tốt nhất trong số các cổ phiếu được các CTCK khuyến nghị ở thị trường Việt Nam, theo Bloomberg. Chúng tôi đã nâng dự báo lợi nhuận và đặt giá mục tiêu năm 2016 ứng với mức P/E 12x (tương đương với TB ngành trong khu vực), tăng từ mức 10x. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại vẫn còn hấp dẫn với động lực tăng trưởng nhờ vào biên lợi nhuận tăng và các hợp đồng ký mới. Giá trị hợp đồng đã ký nhưng chưa thực hiện đạt mức cao và ngành xây dựng đang có đà tăng trưởng mạnh là cơ sở lạc quan về triển vọng của CTD trong năm 2016 – 2017.

Tiềm năng từ mảng thiết kế và thi công khi giá trị hợp đồng ký mới đang tăng trưởng tốt

Chúng tôi tin rằng mảng tổng thầu thiết kế và thi công sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chủ yếu của CTD, do uy tín đến từ các dự án trước có thể giúp CTD có được thêm nhiều hợp đồng tương tự hơn nữa. Giá trị hợp đồng ký mới tăng trưởng tốt trong bối cảnh ngành xây dựng đang phát triển mạnh mẽ cũng là nền tảng củng cố cho lợi nhuận của CTD.

Mở thêm room cho NĐTNN vào tháng 1/2016

CTD đã thực hiện phát hành thêm 3,6 triệu cổ phiếu để hoán đổi cổ phiếu công ty con Unicons vào đầu tháng 1/2016. Theo đó, khoảng 1,8 triệu cổ phiếu phát hành thêm sẽ được mở room cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Kết quả kinh doanh Q3/15 cao nhất trong lịch sử

CTD đã công bố doanh thu và LNST Q3/15 tăng trưởng lần lượt đạt 78% và 123% so với cùng kỳ năm trước, trong đó LNST đạt 199 tỷ đồng, mức cao nhất trong lịch sử. Doanh thu và LNST 9T/15 tăng lần lượt 64% và 76% so với cùng kỳ. Nhờ kiểm soát tốt chi phí quản lý hoạt động, chi phí QLDN&BH trong Q3/15 giảm 17% so với cùng kỳ, biên lợi nhuận cao của mảng thiết kế và xây dựng giúp biên lợi nhuận ròng Q3/15 tăng lên 5,2%, cao nhất từ Q1/14.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
Doanh thu	6.190	7.634	11.069	14.943	18.679
EBITDA	288	359	659	740	925
Lợi nhuận ròng	259	327	543	684	855
EPS	6.137	7.762	12.701	14.443	17.836
Tăng trưởng EPS (%)	9,7	26,5	63,6	13,7	23,5
Cổ tức/cổ phiếu	2.000	2.000	4.000	4.500	5.500
PER	24,9	19,7	12,0	10,6	8,6
P/BV (x)	2,8	2,6	2,2	1,9	1,7
Lợi tức (%)	1,3	1,3	2,6	2,9	3,6
ROAE (%)	11,8	13,5	18,8	19,4	20,7
ROAA (%)	6,3	6,9	9,8	9,8	10,2
EV/EBITDA (x)	2,2	4,1	8,1	7,9	6,0
Nợ ròng/VCSH (%)	TM ròng	TM ròng	TM ròng	TM ròng	TM ròng

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

MUA

Giá cổ phiếu: 145.000 VND

Giá mục tiêu: 171.000 VND (+18%)

Tổng quan về công ty

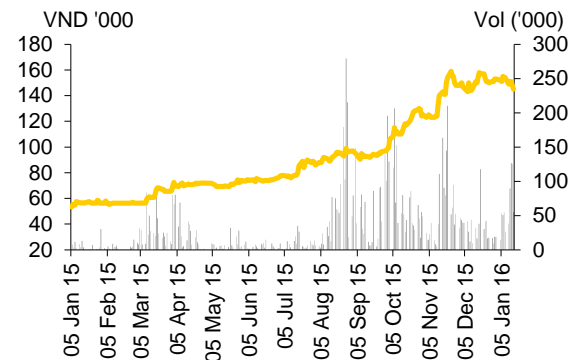
CTD là công ty xây dựng cung cấp dịch vụ tổng thầu thiết kế và thi công, chuyên xây dựng toà nhà chung cư, trung tâm thương mại và nhà xưởng.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	160.000/59.000
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	7,08
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	42,61
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	46,8
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6.784

Cổ đông lớn (%)

Kusto Group	22,3%
Công ty Thành Thành Công	17,9%
The Ton Poh Thailand Fund	5,3%

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	-3,3	22,9	139,7
So với Vn-Index (%)	1,1	34,1	155,0

Nguồn: Bloomberg

Viconship (VSC VN)

Mở rộng công suất đón đầu tăng trưởng ngành

Triển vọng ngành tích cực

Tổng sản lượng hàng thông qua cảng khu vực Hải Phòng ước tăng hơn 12% n/n trong 2015, và kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng tích cực từ 2016. Điều này là nhờ hoạt động xuất nhập khẩu cả nước, và đặc biệt là khu vực Hải Phòng dự báo sôi động hơn khi các hiệp định thương mại tự do có hiệu lực trong thời gian tới và nguồn vốn FDI vẫn tiếp tục tăng.

Công suất 2016 đạt 850.000 TEU, tăng 143%

Hầu hết các cảng lớn và có vị trí thuận lợi tại Hải Phòng đều đang hoạt động ở mức toàn dụng. Tuy nhiên, trong 2016, chỉ Gemadept có kế hoạch mở rộng cảng Nam Hải Đình Vũ (NHDV) và VSC có cảng mới là cảng Xanh VIP (VGP). So với NHDV, VGP có vị trí thuận lợi hơn, sát cửa biển. Do vậy, VSC sẽ có khả năng được hưởng lợi đáng kể từ sự gia tăng sản lượng hàng hoá thông qua cảng ở khu vực này. Dự kiến, giai đoạn 2 của VGP sẽ đi vào hoạt động trong tháng 5-6/2016, giúp tăng tổng công suất bốc dỡ của VSC lên 850.000 TEU (+143%). Khi đó, cùng với Cảng Hải Phòng và GMD, VSC sẽ trở thành 1 trong 3 công ty có năng lực khai thác cảng lớn nhất tại Hải Phòng. Chúng tôi khá lạc quan về tiềm năng khai thác của VGP với mức hữu dụng kỳ vọng khoảng 53% cho 2016, cao hơn mức hoà vốn 50%.

Dự báo doanh thu 2016 tăng mạnh ~27% n/n

Chúng tôi ước tính DT và LN 2015 của VSC sẽ tăng 8,9% n/n và 25,9% n/n, đạt 971 và 312 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự gia tăng đột biến của mảng container lạnh. Một cách thận trọng, chúng tôi dự báo DT mảng này sẽ giảm 50% n/n trong 2016. Tuy nhiên, tổng DT của VSC ước tăng mạnh đến 26,6% n/n, đạt 1.299 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng hàng thông qua cảng dự báo tăng hơn 70% do có thêm VGP. Mặc dù vậy, do mới đi vào hoạt động, lợi nhuận từ VGP chưa cao. Đồng thời, mảng container lạnh có biên lãi gộp cao (~50%) giảm nên lãi ròng 2016 ước đạt 313 tỷ đồng.

Khuyến nghị MUA

VSC đang giao dịch ở mức 10 lần PE2016, thấp hơn mức 11 lần bình quân các công ty cảng tại Hải Phòng niêm yết. Tăng trưởng lợi nhuận từ 2017 sẽ tốt hơn khi VGP đạt được suất khai thác cao hơn. Ngoài ra, VSC có tình hình tài chính lành mạnh và hiệu quả hoạt động tốt hơn BQ ngành.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
Doanh thu thuần	779	792	891	970	1.229
EBITDA	276	323	324	240	244
Lợi nhuận ròng	229	240	248	312	313
EPS	5.753	6.013	6.171	7.535	7.541
Tăng trưởng EPS (%)	19,2	4,5	2,6	22,1	0,1
Cổ tức/cổ phiếu	4.000	4.000	1.500	2.500	2.500
PER	13,0	12,5	12,2	10,0	9,9
EV/EBITDA (x)	10,1	8,6	8,8	12,4	11,8
Lợi tức (%)	5,3	5,3	2,0	3,3	3,3
P/BV(x)	4,1	3,5	2,9	2,3	2,0
Nợ ròng/VCSH (%)	-0,9	-30,9	-19,2	-5,9	-11,3
ROE (%)	32,1	29,3	25,6	26,0	21,5
ROA (%)	23,9	22,0	18,9	17,5	13,3

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

MUA

Giá cổ phiếu: 74.000 VND

Giá mục tiêu: 90.000 VND (+22%)

Tổng quan về công ty

VSC là công ty vận hành và khai thác cảng ở khu vực Hải Phòng, bao gồm cảng Xanh gần khu Chùa Vẽ (công suất 350.000 TEU) và cảng Xanh VIP tại khu kinh tế Đình Vũ - Cát Hải (gồm 2 cầu tàu với tổng công suất 500.000 TEU, cầu tàu 1 đã bắt đầu khai thác từ cuối tháng 11/2015 và cầu tàu thứ 2 dự kiến được đưa vào hoạt động trong tháng 5-6/2016).

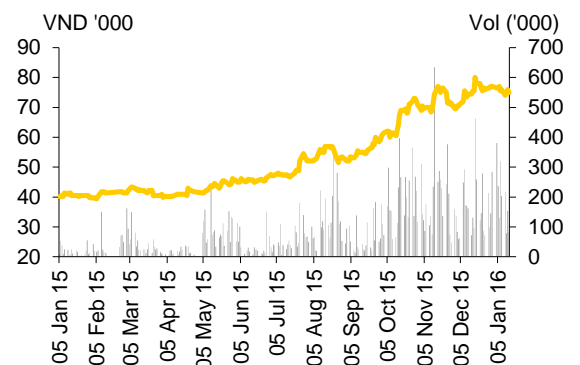
Ngoài ra, VSC còn cung cấp các dịch vụ logistics khác như khai thác kho bãi, vận tải container, đại lý giao nhận,... VSC đang sở hữu hệ thống kho bãi khá lớn với 400.000 m² bãi container và 20.000 m² kho CFS hiện đại (50.000m² tại Chùa Vẽ và 15.000 m² tại KCN Đình Vũ. Đội xe của VSC hiện có khoảng 110 xe đầu kéo.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	80.000 / 40.417
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	14,40
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	77,09
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	41,4
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.106

Cổ đông lớn (%)

Vietnam Holding Limited	7,0
Swiftcurrent Offshore, Ltd	6,3
Forum One - VCG Partners Vietnam Fund	4,9

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	-2,0	9,6	77,6
So với Vn-Index (%)	2,5	19,6	88,9

Nguồn: Bloomberg

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC VN)

Lợi nhuận 2016 cải thiện

Lợi nhuận 2016 ước tính cải thiện đáng kể

Năm 2015, chúng tôi ước tính lợi nhuận 2015 đạt thấp, khoảng 211 tỷ do (1) lỗ chênh lệch tỷ giá 289 tỷ; (2) lỗ/chi phí dự phòng tài chính từ CTCP Nhiệt điện Hải Phòng và CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh với ước tính hai công ty ghi nhận lỗ trong năm 2015 do phân bổ lỗ tỷ giá trong thời gian xây dựng. Trong ngắn hạn có thể có rủi ro giảm giá cổ phiếu vào thời điểm công bố báo cáo 2015. Tuy nhiên, sang 2016, kỳ vọng lợi nhuận của PPC sẽ cải thiện đáng kể nhờ: (1) khấu hao giảm; (2) khoản đầu tư vào công ty liên kết ước tính có lãi do đã phân bổ hết lợi thế thương mại và lỗ chênh lệch tỷ giá trong thời gian xây dựng. Ước tính lợi nhuận ròng 2016 đạt 916 tỷ. EPS 2016 ước tính đạt 2.880VND. Ở giá 18.300VND/cp, PPC giao dịch với P/E dự phóng 6,4x.

Biên lợi nhuận tăng nhờ khấu hao giảm

Năm 2016, chi phí khấu hao sẽ giảm đáng kể còn khoảng hơn 50 tỷ so với mức bình quân hơn 600 tỷ trước đây do phần máy móc thiết bị của Nhà máy Phả Lại 2 đã hết khấu hao. Nhờ đó, biên lợi nhuận từ hoạt động SXKD cốt lõi sẽ tăng lên, giúp cải thiện lợi nhuận. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận hoạt động 2016 đạt 10,6%, tăng so với ước tính 8,8% năm 2015 và 5,2% năm 2014.

Đóng góp tích cực hơn từ công ty liên kết

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng là công ty liên kết mà PPC sở hữu 25,97%. Có 4 tổ máy với tổng công suất 1.200MW, hoạt động sản xuất của Nhiệt điện Hải Phòng ổn định với sản lượng điện bình quân khoảng 6 tỷ kWh. Ước tính lợi nhuận 2016 của Nhiệt điện Hải Phòng sẽ cải thiện sau khi phân bổ hết khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong thời gian xây dựng trong năm 2015. Mặc dù vẫn có rủi ro tỷ giá liên quan đến khoản vay dài hạn bằng USD và JPY, ước tính Nhiệt điện Hải Phòng ghi nhận lợi nhuận 2016 khoảng 270 tỷ. Theo đó, PPC có thể ghi nhận lãi 71 tỷ từ công ty liên kết năm 2016, so với lỗ ước tính 130 tỷ trong năm 2015.

Rủi ro tỷ giá dự báo giảm so với 2015

Theo dự báo của Bộ phận nghiên cứu ngoại hối, Tập đoàn Maybank Kim Eng, tỷ giá JPY/USD đứng ở mức 120 và tỷ giá VND/JPY – 23.450 vào cuối năm 2016. Theo đó, chúng tôi ước tính PPC ghi nhận lỗ tỷ giá khoảng 160 tỷ năm 2016, giảm so với lỗ tỷ giá 289 tỷ trong năm 2015.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
Doanh thu	4.131	6.589	7.482	7.760	7.931
EBITDA	1.060	1.622	1.091	1.205	904
Lợi nhuận ròng	505	1.630	1.045	211	916
EPS	1.587	5.122	3.284	662	2.880
Tăng trưởng EPS (%)	13.045	223	-36	-80	335
Cổ tức/cổ phiếu	1.000	1.500	1.000	1.000	1.000
PER	11,5	3,6	5,6	27,7	6,4
P/BV (x)	1,4	1,1	1,0	1,0	0,9
Lợi tức (%)	5,5	8,2	5,5	5,5	5,5
ROAE (%)	14,4	34,3	19,0	3,8	15,6
ROAA (%)	4,3	13,7	9,1	1,9	8,1
EV/EBITDA (x)	10,9	6,2	7,5	6,9	8,7
Nợ ròng/VCSH (%)	142,6	77,6	56,8	45,5	34,1

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

MUA

Giá cổ phiếu: 18.200 VND

Giá mục tiêu: 23.000 VND

Tổng quan về công ty

PPC là nhà máy nhiệt điện chạy than với công suất 1.040MW và sản lượng bình quân khoảng 6 tỷ kWh/năm.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	27.500 / 16.500
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	3,2
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	19,4
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	318,2
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.790
Cổ đông lớn (%)	
GENCO 2	52,3%
REE Corp	22,4%
Halley Sicav – Halley	6,0%

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	3,4	-2,2	-32,6
So với Vn-Index (%)	8,2	6,7	-28,3

Nguồn: Bloomberg

CTCP Nhựa Bình Minh (BMP VN)

Tăng trưởng từ nhà máy mới

Sản lượng 2016 ước tăng 8% nhờ nhà máy mới

Tổng công suất ống nhựa và phụ tùng hiện nay của BMP là 60.000 tấn sp/năm từ 3 nhà máy (NM) đặt tại HCM, Bình Dương và Hưng Yên. T11/15 vừa qua, giai đoạn 1 NM thứ 4 đặt tại Long An đã chính thức đưa vào hoạt động, giúp tăng thêm 5.000 tấn phụ tùng mỗi năm. Do chỉ mới hoạt động từ 2 tháng cuối 2015 nên NM mới chưa đóng góp nhiều vào DT và LN 2015. Từ 2016, giai đoạn 1 của NM thứ 4 sẽ hoạt động tròn năm, giúp gia tăng tổng sản lượng sản xuất thêm 8% n/n và tạo tăng trưởng DT và LNST 2016. Dự kiến giai đoạn 2 của NM sẽ được triển khai trong 2016.

LNST FY16 ước tăng 9% n/n

BMP cho biết DT và LNTT FY15 dự kiến đạt khoảng 3.000 tỷ và 680 tỷ, tăng 25% và 41% n/n với biên LNTT ước ở mức 23%, tăng 3 điểm phần trăm n/n nhờ giá nhựa nguyên liệu đầu vào giảm mạnh (cùng với xu hướng giá dầu thế giới). Chúng tôi ước tính DT 2016 khoảng 3.224 tỷ, tăng 8% n/n nhờ sản lượng bán ra tăng trong khi giá bán không thay đổi. Với dự báo giá dầu vẫn chưa thể hồi phục và giá nhựa nguyên liệu chưa cải thiện, biên LNG tương đương 2015 ở mức 30%. Các chi phí khác không biến động nhiều, LNST 2016 ước tăng 8% n/n, đạt 573 tỷ.

Cổ đông nhà nước thoái vốn

Công ty nhựa Thái Lan Nawaplastic, hiện đang nắm giữ 20,4% cổ phần BMP, kì vọng nâng tỷ lệ sở hữu lên mức tối đa theo mức pháp luật Việt Nam cho phép. Việc TCT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC- đang nắm giữ 29,5% của BMP) công bố danh sách các công ty sẽ thoái vốn, trong đó có BMP, sẽ là cơ hội để Nawaplastic gia tăng tỷ lệ sở hữu tại BMP. Qua đó, Nawaplastic có thể hỗ trợ BMP về chuyên môn và tài chính.

Định giá vẫn còn hấp dẫn

Trong ngành nhựa Việt Nam, BMP là một trong những doanh nghiệp hàng đầu, có uy tín. Không chỉ được người tiêu dùng biết đến bởi mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc mà còn khẳng định tên tuổi bằng chất lượng sản phẩm. EPS 2015 và 2016 ước đạt lần lượt 10.668 đồng/cp và 11.474 đồng/cp, tương ứng P/E ở mức hấp dẫn với P/E₂₀₁₅ 12x và P/E₂₀₁₆ 11,2x, thấp hơn mức 14x của một số công ty cùng ngành trong khu vực.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
Doanh thu	1.924	2.132	2.501	3.007	3.244
EBITDA	554	565	556	796	872
Lợi nhuận ròng	361	371	377	547	596
EPS	10.306	8.153	8.292	12.025	13.106
Tăng trưởng EPS (%)	22	(21)	2	45	9
Cổ tức/cổ phiếu	3.000	3.000	3.500	3.500	3.500
PER	13,6	17,3	17,0	11,7	10,7
EV/EBITDA (x)	7,4	9,6	9,7	7,0	6,1
Lợi tức (%)	2,3	2,3	2,7	2,7	2,7
P/BV(x)	3,5	3,9	3,4	2,8	2,3
Nợ ròng/VCSH (%)	(8)	(27)	(27)	(23)	(10)
ROE (%)	28	25	22	26	23
ROA (%)	25	22	19	23	21

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

MUA

Giá cổ phiếu: 123.000 VND

Giá mục tiêu: 163.000 VND (+33%)

Tổng quan về công ty

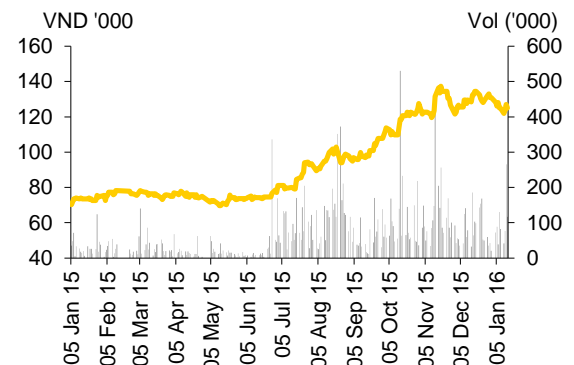
BMP là công ty chuyên sản xuất các ống nhựa công nghiệp và vật liệu xây dựng. Hệ thống phân phối của Công ty bao gồm các kênh: cửa hàng bán sản phẩm; khách hàng riêng lẻ và đấu thầu các công trình; trong đó kênh tiêu thụ chính là hệ thống các cửa hàng. Hiện Công ty có hệ thống bao phủ gần như toàn bộ khu vực miền Trung trở vào với thị phần ống nhựa chiếm 20% trên toàn quốc.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	140.000 / 72.000
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	13,72
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	55,06
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	45,5
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.593

Cổ đông lớn (%)

SCIC	29,5
Nawaplastic	20,4
Templeton Frontier Markets Fund	9,01

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	-8,2	2,5	53,8
So với Vn-Index (%)	-4,0	11,8	69,9

Nguồn: Bloomberg

Vinamilk (VNM VN)

Doanh nghiệp tăng trưởng bền vững

Thương hiệu số 1 thị trường sữa Việt Nam

Là công ty sữa lớn nhất (chiếm khoảng 50% thị phần) với nhiều loại sản phẩm đa dạng, VNM là công ty lý tưởng để đầu tư, nhiều tiềm năng của ngành công nghiệp trong nước. Hưởng lợi từ lối sống thay đổi nhanh chóng tại Việt Nam, VNM đã tăng trưởng ở mức CAGR 23% doanh số bán hàng và CAGR 28% lợi nhuận sau thuế

Sản phẩm sữa kỳ vọng sẽ còn tiêu thụ mạnh

Mặc dù tăng trưởng rất nhanh trong thập kỷ qua, mức tiêu thụ sữa của người Việt vẫn còn thấp, khoảng 16-18 kg mỗi năm trên bình quân đầu người (so với 40kg ở Thái Lan hay 26kg ở Trung Quốc). Với nhận thức ngày càng tăng về lợi ích của sữa đối với sức khỏe, dân số đông, cùng với việc bãi bỏ chính sách 1 gia đình chỉ có 2 con và sức tiêu thụ sữa nội địa tăng mạnh, ngành công nghiệp sữa được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ít nhất 2 con số trong 5 năm tiếp theo.

Lợi nhuận cao, cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Vinamilk đã được hưởng lợi lớn từ sự giảm giá của sữa bột nguyên liệu thế giới kể từ ngày 14/5. Biên lợi nhuận đã được cải thiện từ khoảng 32% trong 9T15 đến 38% trong Quý 4/14 và tiếp tục tăng lên mức 39,6% trong 9T15. Tuy nhiên VNM hiện đang gặp phải sự cạnh tranh khốc liệt từ 2 đối thủ đứng thứ 2 và thứ 3 trong ngành, đó là Dutch Lady và Nestle (phần khúc sữa bột và phần khúc sữa nước) cũng như từ các nhà sản xuất khác trong nước như TH Milk, Đà Lạt Milk, Mộc Châu Milk (sản phẩm sữa tươi) trong 3 năm qua, dẫn đến tỷ lệ CPBH/DT tăng cao. Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng vẫn ở mức 18-20% trong 5 năm tiếp theo, gấp 2 lần mức trung bình trong khu vực.

Định giá vẫn còn hấp dẫn

VNM đang được giao dịch với PER 2016 là 17,7x, thấp so với các công ty cùng ngành trong khu vực (ở mức 23x). Chúng tôi định giá VNM dựa trên mô hình DCF là 148.100 VNĐ; cao hơn 15,7% so với giá đóng cửa ngày 31 tháng 12 năm 2015. Một điểm khiến VNM trở nên hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư: năm 2016 có thể sẽ nới room sở hữu nước ngoài (FOL), các nhà đầu tư nước ngoài sẽ dễ dàng hơn trong việc mua cổ phiếu VNM.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E
Doanh thu	30.949	34.977	40.615	45.839	51.980
EBITDA	8.062	7.850	10.180	10.780	11.918
Lợi nhuận ròng	6.534	6.068	7.961	8.494	9.440
EPS	5.444	5.056	6.626	7.077	7.866
Tăng trưởng EPS (%)	12,3	-7,1	31,1	6,8	11,1
Cổ tức/cổ phiếu	4.000	4.000	4.500	5.000	5.000
PER	23,5	25,3	19,3	18,1	16,3
P/BV (x)	8,8	7,8	7,2	6,8	6,5
Lợi tức (%)	3,1	3,1	3,5	3,9	4,7
ROAE (%)	39,6	32,6	38,9	38,7	40,8
ROAA (%)	30,7	24,9	29,3	29,1	30,9
EV/EBITDA (x)	13,1	11,2	14,4	13,4	12,1
Nợ ròng/VCSH (%)	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

MUA

Giá cổ phiếu: 120.000 VND

Giá mục tiêu: 148.000 VND

Tổng quan về công ty

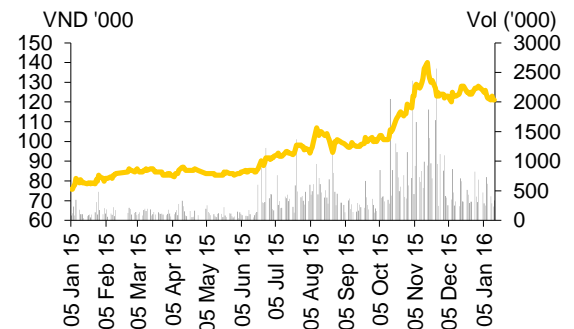
VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam chiếm khoảng 50% thị phần, với nhiều loại sản phẩm đa dạng.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	140.000 / 82.083
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	90,25
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	38,6
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	1.200
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	144,01

Cổ đông lớn (%)

STATE CAPITAL INVEST	45,1%
F&N DAIRY INVESTMENT	11,0%
MATTHEWS INTERNATION	5,3%

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	-4.0	15.2	45.2
So với Vn-Index (%)	0.1	25.3	54.0

Nguồn: Bloomberg

CTCP FPT (FPT VN)

2016 - hứa hẹn một số thay đổi cơ bản

Khuyến nghị MUA giá mục tiêu 56.500VND

Trong 11 tháng 2015, FPT ghi nhận doanh thu tăng 16% và lợi nhuận ròng tăng 7% so với cùng kỳ. Với mức tăng trưởng này, mục tiêu tăng trưởng LN năm nay khó có thể hoàn thành. Tuy nhiên, FPT vẫn là cổ phiếu cơ bản mà chúng tôi khuyến nghị MUA trong trung và dài hạn. Động lực tăng giá cổ phiếu FPT trong năm 2016 kỳ vọng tới từ (1) tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn trong năm 2016; (2) kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu ở mảng phân phối và bán lẻ; (3) khả năng nâng tỷ lệ sở hữu ở FPT Telecom. Giá mục tiêu 12 tháng là 56.500VND/cp dựa trên P/E dự phóng 12x.

Dự báo tăng trưởng tốt hơn trong 2016

Mặc dù doanh thu 11T2015 tăng tốt, LN ròng tăng thấp hơn kỳ vọng biên lợi nhuận giảm ở một số lĩnh vực (viễn thông, phát triển phần mềm, tích hợp hệ thống). Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo 2015 với doanh thu 38.491 tỷ, tăng 17,9% và LN ròng 1.779 tỷ, tăng 9% so với 2014. Năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 12,9% đạt 43.437 tỷ và lợi nhuận ròng tăng 16,9% đạt 2.080 tỷ. Dự báo này chưa tính đến phương án giảm tỷ lệ sở hữu ở lĩnh vực phân phối & bán lẻ và tăng tỷ lệ sở hữu ở FPT Telecom.

Kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu ở mảng PP & bán lẻ

Được biết FPT dự kiến thực hiện giảm tỷ lệ sở hữu ở lĩnh vực phân phối và bán lẻ trong năm 2016. Hiện nay, Tập đoàn FPT sở hữu 100% cổ phần Công ty TNHH Thương mại FPT và 80,95% CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT. Mảng phân phối bán lẻ đóng góp nhiều nhất vào doanh thu hợp nhất của FPT (65%), tuy nhiên do lợi nhuận biên thấp nên chỉ đóng góp 25% LNTT. Kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu ở lĩnh vực phân phối & bán lẻ sẽ giúp FPT tập trung hơn cho lĩnh vực cốt lõi là công nghệ và viễn thông.

Cơ hội nâng tỷ lệ sở hữu ở FPT Telecom

FPT Telecom là một trong những công ty mà SCICI sẽ thoái hết vốn theo Đề án tái cơ cấu SCIC mà Chính phủ ban hành vào tháng 10/2015. SCIC hiện sở hữu 50,2%, trong khi FPT sở hữu 45,6% cổ phần ở FPT Telecom. Được biết, FPT quan tâm đến việc tăng tỷ lệ sở hữu ở FPT Telecom. Tuy nhiên, việc thực hiện còn chờ kế hoạch thoái vốn cụ thể từ phía SCIC. Nhìn chung, việc nâng tỷ lệ sở hữu ở FPT Telecom nếu được thực hiện cũng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho FPT.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
Doanh thu	24.594	27.028	32.645	38.491	43.437
EBITDA	2.631	2.779	2.935	3.400	3.955
Lợi nhuận ròng	1.540	1.608	1.632	1.779	2.080
EPS	3.930	4.075	4.127	4.033	4.709
Tăng trưởng EPS (%)	-16,7	3,7	1,3	-2,3	16,7
Cổ tức/cổ phiếu	2.000	3.000	2.000	2.000	2.000
PER	11,8	11,3	11,2	11,5	9,8
P/BV (x)	2,9	2,5	2,3	1,9	1,7
Lợi tức (%)	4,3	6,5	4,3	4,3	4,3
ROAE (%)	26,3	24,0	21,6	20,5	20,7
ROAA (%)	10,6	10,1	8,1	7,5	8,1
EV/EBITDA (x)	6,9	6,6	6,6	5,8	4,9
Nợ ròng/VCSH (%)	2,5	3,6	15,5	17,2	10,6

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

MUA

Giá cổ phiếu: 46.100 VND

Giá mục tiêu: 56.500 VND (+23%)

Tổng quan về công ty

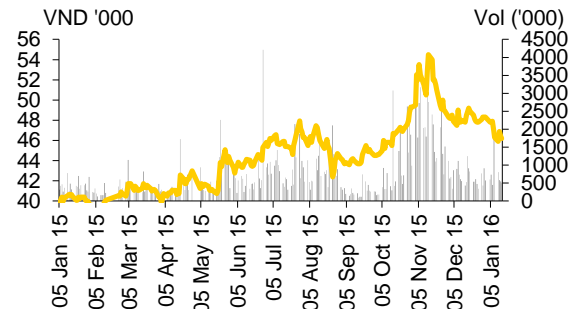
FPT là công ty công nghệ thông tin hàng đầu ở Việt Nam với các lĩnh vực hoạt động chính gồm phát triển phần mềm, tích hợp hệ thống, dịch vụ internet, nội dung số, phân phối và bán lẻ sản phẩm CNTT.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	55.000 / 40.609
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	65,1
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	88,6
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	397,4
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	18.322

Cổ đông lớn (%)

Ông Trương Gia Bình	7,1%
Red River Holding	5,7%
Dragon Capital	3,9%

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	-4,9	-1,1	8,9
So với Vn-Index (%)	-0,6	7,9	15,8

Nguồn: Bloomberg

Dự báo KQKD theo lĩnh vực hoạt động

Lĩnh vực	2015				2016			
	Doanh thu	Tăng/ Giảm	LNTT	Tăng/ Giảm	Doanh thu	Tăng/ Giảm	LNTT	Tăng/ Giảm
Khôi công nghệ								
Phát triển phần mềm	5.086	45%	687	32%	6.612	30%	893	30%
Tích hợp hệ thống	2.788	3%	98	-29%	2.928	5%	103	5%
Dịch vụ tin học	832	15%	108	28%	915	10%	110	2%
Khôi viễn thông								
Dịch vụ viễn thông	4.837	25%	909	9%	6.047	25%	1.137	25%
Nội dung số	473	-50%	213	108%	521	10%	208	-2%
Khôi phân phối, bán lẻ	23.931	18%	646	10%	25.845	8%	672	4%
Khôi giáo dục	543	-3%	155	-9%	570	5%	160	3%
Tổng	38.491	18%	2.816	16%	43.437	13%	3.282	17%

Nguồn: MBKE ước tính

TCT Hóa dầu Petrolimex (PLC VN)

Hưởng lợi nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh

Nhà cung cấp nhựa đường hàng đầu

PLC là nhà cung cấp nhựa đường hàng đầu tại Việt Nam với thị phần 33% và được hưởng lợi lớn dự án xây dựng 2.500 km đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2016-2020 (từ mức 600 km như hiện nay). PLC cũng là nhà cung cấp dầu nhờn lớn thứ hai tại Việt Nam với thị phần 14%, chỉ sau BP Castrol (22%), chuyên cung cấp cho các khách hàng bán lẻ và công nghiệp (bao gồm cả BP Castrol).

Sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp cả nước

Phân phối nhựa đường là mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu của PLC. Hiện nay PLC đang sở hữu sáu nhà kho trải dài từ Bắc đến Nam. Với tổng công suất kho là 30.000 tấn và mạng lưới phân phối rộng khắp, đây là một lợi thế cạnh tranh lớn của PLC và khó bị cạnh tranh bởi các đối thủ do các yêu cầu chi phí đầu tư lớn. Transmeco, đối thủ cạnh tranh lớn đứng thứ 2 về thị phần, hiện nay chỉ đang hoạt động tại thị trường miền Bắc và miền Trung.

Giá bán bình quân mảng dầu nhờn khá ổn định

Dầu nhờn của PLC phân phối trên toàn quốc thông qua 2.170 trạm xăng của Petrolimex (công ty mẹ) tương đương với 16% của mạng lưới trạm xăng dầu của Việt Nam. Giá bán bình quân mảng dầu nhờn khá ổn định trong các năm qua phần lớn là nhờ sự ảnh hưởng của BP Castrol lên giá bán trong nước. Công ty mẹ của PLC (petrolimex) hiện nắm giữ 35% cổ phần BP Castrol).

Định giá thấp so với bình quân ngành trong khu vực

PLC đang được giao dịch ở P/E lũy kế 8,8x so với trung bình khu vực là 31,3x. Hai yếu tố tích cực gồm: giá dầu gốc - nguyên liệu đầu vào quan trọng mảng dầu nhờn và Giá nhựa đường lỏng (đầu vào chính của mảng nhựa đường) đều trong xu hướng giảm; và Đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng giao thông của chính phủ trong giai đoạn 2016-2020. Tuy nhiên do phần lớn nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu, PLC có thể phải chịu rủi ro về tỷ giá.

Năm tài khóa 31/12 (tỷ VND)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
Doanh thu	6.063	6.198	6.808	N/A	N/A
EBITDA	324	325	374	N/A	N/A
Lợi nhuận ròng	169	189	267	N/A	N/A
EPS	2.184	2.448	3.453	N/A	N/A
Tăng trưởng EPS (%)	-26,4	12,0	41,1	N/A	N/A
Cổ tức/cổ phiếu	1.500	1.500	2.700	N/A	N/A
PER	17,6	15,7	11,1	N/A	N/A
P/BV (x)	3,1	2,7	2,7	N/A	N/A
Lợi tức (%)	3,91	3,91	7,03	N/A	N/A
ROAE (%)	17,3	17,8	23,9	N/A	N/A
ROAA (%)	6,3	6,9	8,1	N/A	N/A
EV/EBITDA (x)	11,3	11,2	9,1	N/A	N/A
Nợ ròng/VCSH (%)	60,1	51,5	41,1	N/A	N/A

Phòng Nghiên cứu Phân tích Khách hàng cá nhân
Retail.Research@maybank-kimeng.com.vn
(84) 844 55 58 88

N/A [\[Tải báo cáo\]](#)

Giá cổ phiếu: 38.100 VND

Tổng quan về công ty

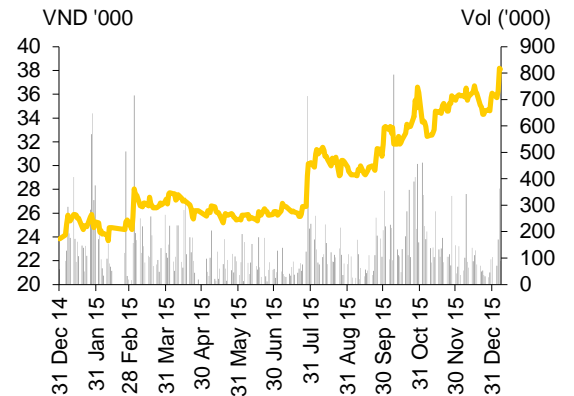
PLC là công ty hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh nhựa đường, dầu nhờn, các sản phẩm hóa dầu.

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND)	40.700 / 25.200
GTGD bình quân 3 tháng (tỷ VND)	5.59
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	19.72
Số lượng cp phát hành (triệu cp)	80,8
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3078,4

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	79,1%
Đỗ Thị Hạnh	1,8%
Intereffekt Investment Funds N.V	1,1%

Biểu đồ giá



	1 tháng	3 tháng	12 tháng
Giá CP (%)	5,5	10,4	34,2
So với Vn-Index (%)	7,3	17,8	54,9

Nguồn: Bloomberg

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

Khuyến nghị

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

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

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

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

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

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

Malaysia

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

Singapore

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

Thái Lan (Thailand)

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

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

Mỹ (US)

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

Anh (UK)

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

CÔNG BỐ THÔNG TIN

Công bố tổ chức hợp pháp

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

Tuyên bố lợi ích

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

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

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

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

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

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

NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

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

Lưu ý

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

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

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

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

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

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

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

Malaysia

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

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

Philippines

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

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

South Asia Sales Trading

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

Malaysia

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

Indonesia

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

New York

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

Vietnam

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

Singapore

Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
50 North Canal Road
Singapore 059304

Tel: (65) 6336 9090

Hong Kong

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

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

Thailand

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

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

North Asia Sales Trading

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

Thailand

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

India

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

Philippines

Keith Roy
keith_roy@maybank-atrke.com
Tel: (63) 2 848-5288

London

Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd
5th Floor, Aldermay House
10-15 Queen Street
London EC4N 1TX, UK

Tel: (44) 20 7332 0221
Fax: (44) 20 7332 0302

Indonesia

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

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

Vietnam

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

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

New York

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

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

India

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

Tel: (91) 22 6623 2600
Fax: (91) 22 6623 2604

Saudi Arabia

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

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