

2018

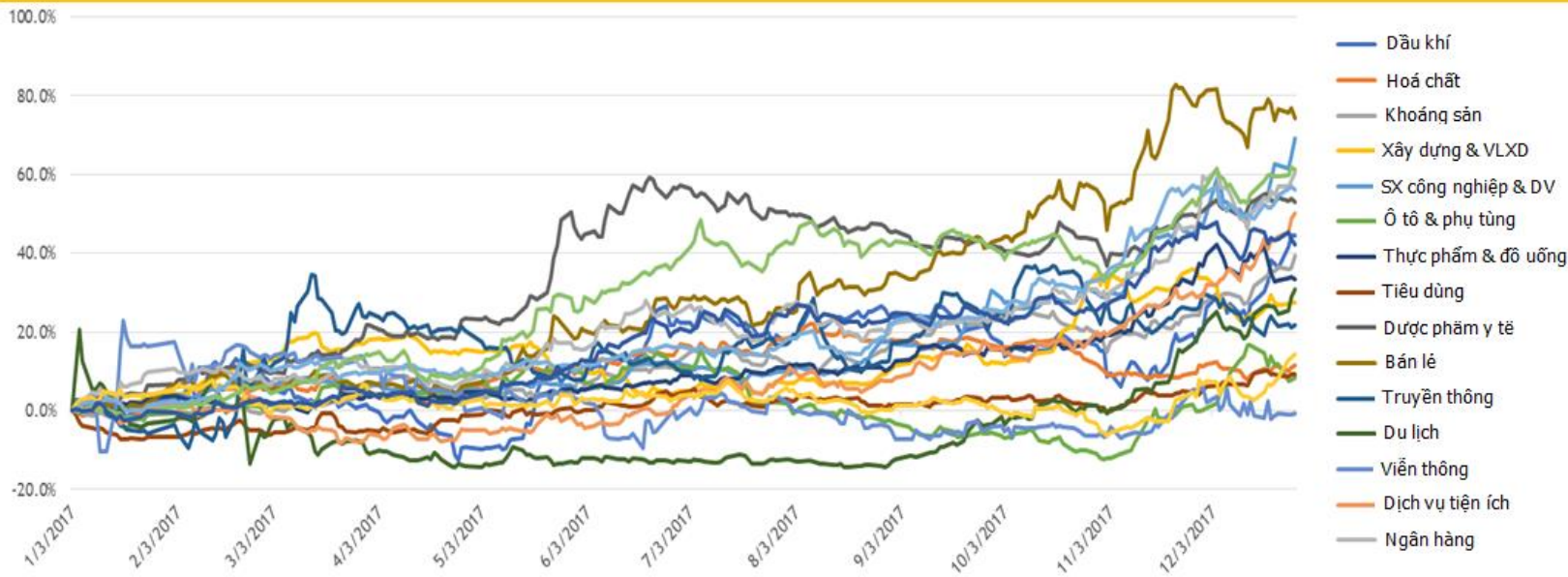
# Đột phá cơ hội lớn



## 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 Centre Đồng Khởi  
72 Lê Thánh Tôn, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam  
(84) 28 44 555 888  
[http:// maybank-kimeng.com.vn](http://maybank-kimeng.com.vn)

## Biến động giá cổ phiếu các ngành trong năm 2017



- Thị trường 2018 | **1**
- Kinh tế vĩ mô 2018 | **8**
- Ngành Ngân hàng | **14**
- Ngành Bất động sản | **18**
- Ngành Xây dựng | **20**
- Ngành Tiêu dùng | **22**
- Ngành Điện | **24**
- Ngành Dược phẩm | **27**
- Ngành Dầu khí | **33**
- Ngành Cao su | **36**



## Thị trường 2018: Chờ đợi những cơ hội lớn hơn

### 2017: Có thật sự là bất ngờ?

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam với đại diện là chỉ số VN-Index chính thức khép lại năm 2017 ghi nhận mức tăng hơn 48% so với năm 2016, kết quả chắc chắn rất ấn tượng với rất nhiều người. Dù rất đáng khích lệ với mức tăng mạnh mẽ vừa qua, khá nhiều NĐT đang có quan điểm mức tăng mạnh này hàm chứa nhiều yếu tố bất ngờ, thậm chí lo lắng về khả năng “tăng nóng” hay “bong bóng” trên TTCK Việt Nam.

Rõ ràng với mức tăng ấn tượng vừa trải qua thật khó để nói rằng không có gì bất ngờ cả về kết quả của năm 2017. Nhưng chúng tôi cho rằng điều này chỉ hợp lý khi đặt vấn đề ở góc nhìn vào đầu năm 2017, lúc mà những khó khăn, nghi ngại (có cơ sở) vẫn phủ bóng không nhỏ lên thị trường. Nếu có một sự bất ngờ nào đó lớn nhất, có lẽ đó là khả năng hành động của Chính phủ trong năm nay với hàng loạt những giải pháp để gỡ bỏ những nút thắt, vốn cũng là những lo ngại lớn nhất của thị trường ngày từ đầu năm 2017. Và khi nhìn vào cách những nút thắt ngày được tháo gỡ, NĐT sẽ thấy rằng “sự bất ngờ” thật ra đã dần không còn bất ngờ theo thời gian trôi qua của năm 2017.

### 2018: Chờ đợi những cơ hội lớn hơn

Có nhiều lý do để chúng tôi tiếp tục dành sự tin tưởng lớn vào triển vọng của thị trường trong năm 2018. Xu hướng tăng trung hạn dự kiến sẽ vẫn phát triển lành mạnh trong 12 tháng tới và mức độ tăng điểm của VN-Index có thể sẽ xấp xỉ những gì chỉ số này đã làm được trong năm 2017. Một số nguyên nhân quan trọng đưa chúng tôi đến nhìn nhận này bao gồm: (1) Kinh tế vĩ mô sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao, (2) 2018 tiếp tục là năm cao điểm trong tiến trình tái cơ cấu, thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước, (3) Đây là giai đoạn chuẩn bị quan trọng nhất cho mục tiêu nâng hạng thị trường trong 2019-2020 và (4) Sự cải thiện mạnh hơn nữa trong tình hình kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp trên sàn.

**VN-Index: 984,24**

(Đóng cửa 29/12/2017)

**Nguyễn Thanh Lâm**

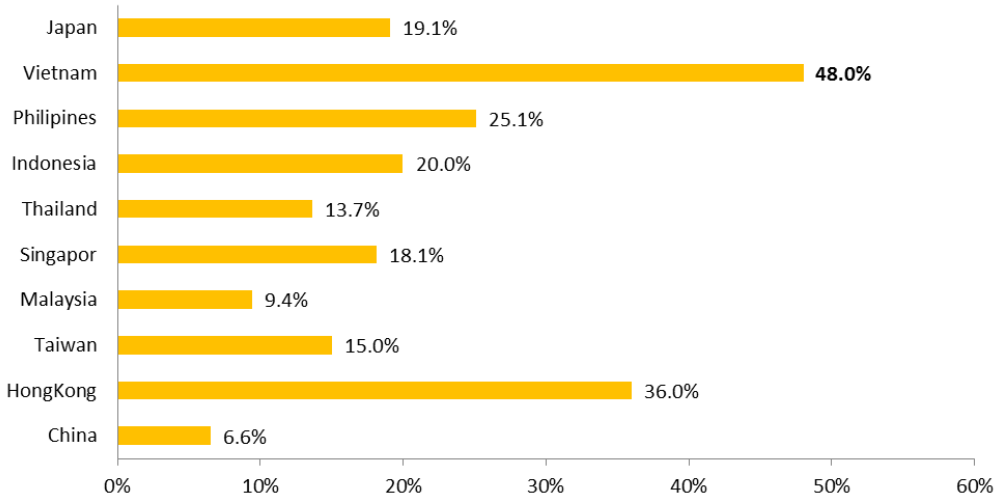
thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

(+84) 28 44 555 888 x 8086

## 2017: Có thật sự là bất ngờ?

**VN-Index kết thúc năm 2017 ở mức 984.24 điểm, ghi nhận mức tăng 48% - mức tăng vào loại cao nhất trong khu vực và trên thế giới (!).** Để lại đằng sau những vui mừng và phấn khởi đã có, không phải không có lý khi một bộ phận không nhỏ NĐT đang tỏ ra lo ngại về khả năng “tăng nóng” hay “bong bóng” trên TTCK Việt Nam.

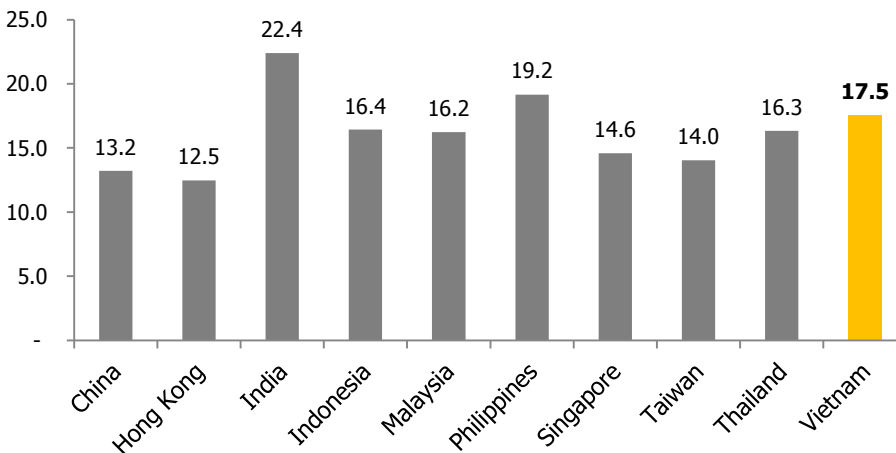
### Mức tăng các thị trường trong năm



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Nỗi lo này thậm chí “có vẻ” có căn cứ hơn khi thực hiện thêm so sánh PE với các thị trường trong khu vực. Mức PE trung bình của khu vực hiện quanh mức 16,2 lần trong khi PE của TTCK Việt Nam đã lên mức 17,5 lần – cao hơn 8% so với trung bình khu vực.

### PE các nước trong khu vực



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Chúng tôi cho rằng những “thống kê số học” về mức tăng có phần cao đột biến và định giá cao hơn trung bình khu vực chưa thật sự phản ánh đúng bản chất của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2017. Có hai luận điểm quan trọng cho ý kiến vừa nêu của chúng tôi:

## Hãy thử loại bỏ một số thành phần “ngoại lệ”

Lẽ dĩ nhiên, bất kỳ thị trường chứng khoán nào cũng tồn tại những mã cổ phiếu mang tính chất “cá biệt” và biến động của những cổ phiếu này phần nào “bóp méo” diễn biến thật sự của thị trường. Dù vậy tại Việt Nam, điều này sẽ tạo ra ảnh hưởng nghiêm trọng hơn. Điều này xuất phát từ thực tế là quy mô của thị trường, xét về cả về số lượng và chất lượng các công ty niêm yết tại Việt Nam dù đã có cải thiện rất đáng kể thời gian qua, vẫn còn cách xa mức trung bình của khu vực.

Chỉ cần nhìn vào danh sách top 10 cổ phiếu vốn hóa cao nhất tại HSX trong năm 2016 và 2017, chúng ta sẽ thấy rõ sự thay đổi là lớn đến mức nào. Ba “ngoại lệ” đáng kể nhất mà chúng tôi muốn nói đến là VIC, MSN và ROS. Khoản bàn đến yếu tố cơ bản, với mức tăng lần lượt là 92%, 105% và 60%, ba cổ phiếu nằm trong top 10 vốn hóa tại HSX đã tác động rất lớn đến mức tăng chung toàn thị trường. Cụ thể, bộ ba này theo tính toán của chúng tôi đã đóng góp đến hơn 17% trong mức tăng tổng 48% của VN-Index. Nói cách khác, nếu loại bỏ phần tăng điểm từ bộ ba này thì kết quả tăng của VN-Index vào khoảng 29%, vẫn cao nhưng không còn quá cá biệt với phần còn lại của khu vực.

Thêm vào đó, PE lũy kế tính đến hiện tại của nhiều cổ phiếu trong top 10 như: ROS, VIC, MSN và SAB theo số liệu của Bloomberg đang ở mức rất cao, lần lượt là 176, 62, 44 và 39. Nếu loại bỏ ảnh hưởng từ bốn cổ phiếu này thì mức PE tại HSX sẽ rơi về khoảng 15 lần, trở lại thấp hơn mức trung bình của khu vực (khoảng 16,2 lần).

## Hai “đặc sản” mà các nước khác không có vào lúc này

Không những chỉ có một, TTCK Việt Nam đang có “hai câu chuyện” mà các TTCK khác trong khu vực không có (hoặc chưa có). Đó là câu chuyện về thoái vốn nhà nước và câu chuyện nâng hạng thị trường.

Với câu chuyện thoái vốn nhà nước, 2017 là năm chúng ta được kiểm chứng mức độ “quyết liệt” của Chính phủ trong việc đẩy nhanh tiến độ thoái vốn tại hầu hết các cổ phiếu được nhà đầu tư trong và ngoài nước trông đợi. Mức độ thành công rực rỡ trong lần đấu giá vốn lần thứ hai của VNM vừa qua là một dẫn chứng sinh động cho việc nhà đầu tư nước ngoài quan tâm ra sao đến câu chuyện này.

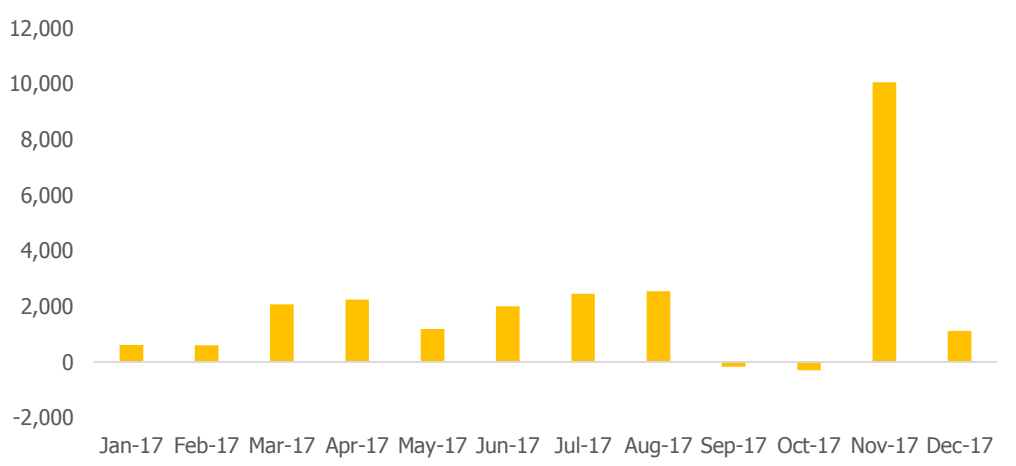
Sau VNM, và đặc biệt là SAB, câu chuyện thoái vốn nhà nước sẽ vẫn còn “nóng hổi” với hàng loạt cái tên đã được nói đến như VCG, FPT, BMP, NTP, DMC.... Cơ hội được tham gia vào những doanh nghiệp đang nắm giữ vị thế quan trọng trong một nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh và dân số trẻ như Việt Nam là điều mà các nhà đầu tư nước ngoài sẽ rất khó có thể tìm kiếm được ở nơi nào khác trong một vài năm tới đây.

Câu chuyện về nâng hạng thị trường cũng là một điểm nhấn rất riêng của Việt Nam. Trong chia sẻ gần đây nhất của MSCI, đại diện của tổ chức này đã đề cập chi tiết về khả năng thăng hạng của TTCK Việt Nam trong giai đoạn tới. Dù vẫn sẽ còn một quãng đường dài với nhiều việc cần làm, tâm lý kỳ vọng vào kết quả thăng hạng thị trường là điều rõ ràng. Cũng cần nói thêm, các nhà đầu tư nước ngoài thường sẽ “đi trước một bước” trong việc đón đầu về khả năng thăng hạng của TTCK Việt Nam. Và chính các cải cách, thay đổi nhằm đáp ứng mục tiêu thăng hạng cũng sẽ tạo ra những cơ hội và động lực “rất riêng” của TTCK Việt Nam, điều khó có thể tìm thấy ở các trường khác vào lúc này.

Con số mua ròng (tính riêng tại HSX) của nhóm nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) tại TTCK Việt Nam là gần 1 tỉ đô la Mỹ trong năm 2017, một “kỳ lục” thật sự và là câu

trả lời rõ ràng nhất về mức độ quan tâm dành cho những câu chuyện “rất riêng” của TTCK Việt Nam vào lúc này.

**Giao dịch khối ngoại trong 2017 (tỷ đồng)**



*Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng*

**Và hai lo ngại lớn đã được tháo gỡ trong năm 2017**

**Lo ngại về tăng trưởng kinh tế.** Với kết quả tăng trưởng GDP 2016 không hoàn thành kế hoạch và sự “ì ạch” vẫn đeo bám nền kinh tế trong ít nhất hai quý đầu 2017, đây rõ ràng là lo ngại “có cơ sở” cho nền kinh tế nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng trong năm 2017. Dù vậy với hàng loạt các giải pháp quyết liệt, GDP đã có sự thay đổi ngoạn mục trong nửa cuối năm 2017 và “cán đích” vượt chỉ tiêu mà Chính phủ đã đặt ra trước đó. Dù những lo ngại về các biện pháp đang được thực thi có để lại một số hậu quả nhất định nào đó trong trung dài hạn hay không, cần nhìn nhận rõ ràng việc hoàn thành kế hoạch tăng trưởng (vốn rất thách thức) cho năm 2017 đã giải tỏa được nút thắt rất quan trọng về triển vọng của TTCK Việt Nam trong năm nay.

**Lo ngại về nợ công, biến động tỷ giá.** Cũng ở giai đoạn đầu năm 2017, không ít lo ngại xoay quanh vấn đề khó khăn là nợ công đã chạm trần và diễn biến tỷ giá có thể bất lợi hơn trong năm nay. Những lo ngại này hoàn toàn có cơ sở khi ở bình diện thế giới, việc Fed tiếp tục thực hiện mạnh hơn việc tăng lãi suất có khả năng cao sẽ khiến đô la mạnh lên so với hầu hết các đồng tiền khác. Dù vậy nhìn lại cả năm 2017, với mức FDI và FII đều cao kỷ lục cộng với việc bán thành công vốn nhà nước ở nhiều công ty trọng điểm (đáng kể nhất là thương vụ gần 5 tỉ đô la tại SAB) đã khiến việc cân đối về nợ công và tỷ giá không còn là vấn đề nan giải với Chính phủ trong năm nay. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam vào cuối năm 2017 đã đạt con số kỷ lục 51,5 tỉ đô la, tỷ giá đô la/đồng ở mức ổn định nhất so với các đồng tiền khác trong khu vực là những bằng chứng rõ nét nhất cho việc nút thắt này đã được tháo gỡ.

**Nếu nhìn lại cách những nút thắt được xử lý dần trong năm 2017, điều mà chúng ta cho là bất ngờ về kết quả tăng điểm của TTCK Việt Nam trong năm 2017 sẽ không còn là bất ngờ.**

## 2018: Chờ đợi những cơ hội lớn hơn?

**Chúng tôi tiếp tục dành đánh giá lạc quan cho triển vọng TTCK Việt Nam năm 2018.** Những luận điểm chính để ủng hộ một kịch bản lạc quan dành cho thị trường chứng khoán Việt Nam gồm: (1) Kinh tế vĩ mô sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao, (2) 2018 tiếp tục là năm cao điểm trong tiến trình tái cơ cấu, thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước, (3) Đây là giai đoạn chuẩn bị quan trọng nhất cho mục tiêu nâng hạng thị trường trong 2019-2020 và (4) Sự cải thiện mạnh hơn nữa trong tình hình kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp trên sàn.

### Kinh tế vĩ mô đang trong pha tăng trưởng

Với những kết quả thuận lợi về kinh tế vĩ mô đã tạo lập trong năm 2017, chúng tôi đánh giá nền kinh tế Việt Nam đang chuyển mình từ giai đoạn hồi phục sang tăng tốc với những bứt phá mạnh mẽ hơn kể từ năm 2017. Trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế được duy trì ở mức cao (kế hoạch tăng trưởng GDP cho 2018 gần tương đương 2017 và nhiều khả năng mức thực hiện sẽ cao hơn 2017), lạm phát được kiểm soát khá tốt, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp, tỷ giá được điều hành chủ động (được hậu thuẫn bởi dòng vốn ngoại mạnh mẽ chảy vào nền kinh tế), hoàn toàn có thể kỳ vọng những cải thiện mạnh mẽ hơn về mặt kinh tế vĩ mô sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2018.

Với những động thái trong nửa cuối năm 2017, chúng tôi cho rằng chính phủ sẽ tiếp tục thực hiện một chính sách tiền tệ linh hoạt theo hướng hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng và đây là một lợi điểm quan trọng cho TTCK Việt Nam. Một chính sách tiền tệ theo hướng hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng sẽ giúp duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp, khiến các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn chi phí rẻ và qua đó hỗ trợ cải thiện triển vọng kinh doanh của nền kinh tế. Thêm vào đó, dù vẫn còn nhiều vấn đề quan ngại về trạng thái nợ công của Việt Nam, chính sách tài khóa được đánh giá sẽ “dễ thở” hơn trong giai đoạn năm 2018 khi các cân đối vĩ mô đã được xử lý tốt trong năm 2017. Dù vẫn sẽ kiên định mục tiêu thực hiện một chính sách tài khóa “chặt chẽ”, việc có dư địa tốt hơn trong năm 2018 cũng là một điểm cộng không nhỏ cho nhìn nhận về triển vọng của TTCK Việt Nam trong năm nay.

### 2018: Năm cao điểm của IPO, cơ cấu, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước

Đã không còn là những “chỉ đạo hình thức”, những bước đi trong năm 2017 cho thấy rõ chuyển biến mạnh trong vấn đề cơ cấu lại, thoái vốn và đốc thúc thực hiện niêm yết tại các doanh nghiệp nhà nước. Các quy định mới của chính phủ đã thiết lập một lộ trình nhằm đảm bảo các doanh nghiệp IPO sắp tới sẽ phải thực hiện việc niêm yết trong vòng một năm từ năm 2018, đây là một thay đổi quan trọng theo hướng tích cực cho việc gia tăng hàng hóa chất lượng trên TTCK Việt Nam. Tính toán của chúng tôi cho thấy chỉ riêng 15 công ty lớn chưa niêm yết, đã có kế hoạch IPO, giá trị vốn hóa đã có thể đạt xấp xỉ 9 tỷ USD cộng thêm cho vốn hóa thị trường.



## Một số doanh nghiệp lớn sẽ IPO trong 2018



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

Cùng với các đợt IPO lớn sẽ diễn ra trong năm 2018, lộ trình thoái vốn tại các DNNN cũng được kỳ vọng sẽ diễn ra nhanh hơn và mạnh hơn đáng kể trong năm nay. Trong năm 2018, theo kế hoạch chính phủ đã đề ra, sẽ có đến hơn 150 công ty nằm trong diện thoái vốn trong năm nay và đây sẽ là năm trọng điểm nhất trong việc thoái vốn giai đoạn 2018-2020. Sau những thành công tốt đẹp từ việc thoái vốn tại VNM và gần đây nhất là SAB vào cuối năm 2017, cơ sở để tin tưởng vào việc tiếp tục thực hiện thoái vốn thành công trong năm 2018 là khá rõ ràng và điều này sẽ tạo ra thêm nhiều hàng hóa chất lượng trên thị trường, qua đó giúp kích thích mạnh hơn dòng vốn ngoại tham gia vào TTCK Việt Nam cũng như giúp cải thiện mạnh mẽ hiệu quả kinh doanh tại các công ty hậu thoái vốn.

### Giai đoạn chuẩn bị quan trọng cho mục tiêu nâng hạng thị trường

Câu chuyện về mục tiêu nâng hạng thị trường sẽ tiếp tục là một điểm hỗ trợ quan trọng cho TTCK Việt Nam trong năm 2018. Như đã đề cập, các nhà đầu tư nước ngoài nhường như đã "đi trước một bước" trong một đòn đầu khả năng thăng hạng dành cho TTCK Việt Nam trong năm 2017, và điều này khả năng cao sẽ tiếp diễn trong trong năm 2018.

Trên thực tế, dù vẫn đang nằm ở nhóm thị trường cận biên, TTCK Việt Nam đang khá hứa hẹn sẽ thực hiện thành công các bước chạy đà quan trọng nhằm tạo tiền đề cho việc nâng hạng sẽ có thể xảy ra trong giai đoạn 2019-2020. Để được nâng hạng, ngoài các các yếu tố định lượng đã được đề cập khá nhiều lần (về vốn hóa, giá trị giao dịch,...) thì các yếu tố định tính mới là vấn đề mà MSCI đánh giá chúng ta cần tiếp tục cải thiện. Các yếu tố đó, theo MSCI, bao gồm: Độ mở và thủ tục tiếp cận thị trường cho nhà đầu tư nước ngoài; đảm bảo quyền bình đẳng đối với nhà đầu tư nước ngoài; minh bạch hóa thông tin ở mức cao hơn, các quy định liên quan đến giao dịch như cho vay chứng khoán và bán khống... Tất cả những vấn đề cả định tính và định lượng này nếu được cải thiện để đáp ứng tiêu chí nâng hạng, đều là những điểm cộng quan trọng cho triển vọng của thị trường trong năm 2018.



## Sự cải thiện mạnh hơn nữa trong tình hình kinh doanh của phần lớn các doanh nghiệp trên sàn.

Theo dự báo của chúng tôi, triển vọng sáng nhất cho năm này bao gồm các ngành: (1)**ngân hàng**: Nền tảng hạ tầng tiếp tục được cải thiện, tính dụng tiêu dung kỳ vọng bùng nổ từ năm 2018. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 được kỳ vọng sẽ đặt ở mức cao 18-20%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế bình quân của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt hơn 20% trong năm 2018 và mức ROE toàn ngành vào khoảng 14%; (2)**bất động sản**: 2018 được kỳ vọng là năm thị trường của người bán. Sau khi cân nhắc xu hướng phát triển hạ tầng, cơ cấu cung-cầu, quan điểm hỗ trợ của chính phủ, triển vọng cho vay từ ngân hàng, các chỉ số tài chính hiện tại và điểm rơi bàn giao nhà từ một số doanh nghiệp bất động sản chủ chốt, chúng tôi kỳ vọng ngành bất động sản năm 2018 sẽ có tăng trưởng cao hơn mặt bằng chung của Index. Chúng tôi kỳ vọng lượng cầu hiện nay có thể hấp thụ hết lượng cung trong các năm 2018-2019. Năm thị trường của người bán sẽ có lợi cho những công ty bất động sản vừa và nhỏ nhưng có các chỉ số định giá vẫn còn thấp; (3)**tiêu dùng**: Kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ cơ cấu dân số thuận lợi, thu nhập tiêu dung gia tăng. Xu hướng tiêu dung ngày càng tiếp cận với công nghệ và mua sắm trực tuyến.

Ở mức trung lập hơn, ngành dầu khí có thể lạc quan theo sự phục hồi của theo giá dầu. Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn cần phải tinh táo để lựa chọn được cổ phiếu tốt trong ngành do đặc thù kinh doanh của mỗi doanh nghiệp khác nhau nên sức ảnh hưởng của giá dầu đến doanh nghiệp cũng khác nhau. Ngoài ra, cũng cần kể đến cơ hội đầu tư ở một số doanh nghiệp (dù triển vọng ngành không sáng sủa nhưng lại được kỳ vọng sẽ có đột biến trong lợi nhuận nhờ thoái vốn khỏi các khoản đầu tư, hoặc chuyển nhượng đất đai, dự án. Ngành điện phù hợp với đầu tư giá trị, kỳ vọng cổ tức cao

Cũng nên xem xét cơ hội đầu tư ở các công ty được hưởng lợi từ vốn FDI tăng mạnh và cũng không nên bỏ qua các cổ phiếu chiếm tỷ trọng cao trong Index có tầm nhìn rõ ràng và quản trị minh bạch.



## Kinh tế vĩ mô 2018 tiếp tục thuận lợi

### Vĩ mô 2017: GDP tăng trưởng kỷ lục

Năm 2017 đã khép lại với nhiều thông tin vĩ mô khá tích cực tích cực. Điểm nhấn nổi bật là tốc độ tăng trưởng GDP vượt mục tiêu đề ra. Cụ thể, ước tính tăng trưởng GDP 2017 đạt 6,81% so với năm 2016, vượt mục tiêu tăng trưởng cả năm là 6,7%. Tăng trưởng GDP ấn tượng nhờ đóng góp của khu vực công nghiệp, xây dựng và sự hồi phục đáng kể của ngành nông nghiệp.

Bên cạnh đó, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đóng góp của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Nhu cầu nội địa tiếp tục duy trì tăng trưởng bền vững với chỉ số bán lẻ tăng trưởng ở mức 2 con số trong khi nhu cầu bên ngoài tạo điểm nhấn vĩ mô quan trọng. Theo đó, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu năm 2017 tăng 17,6%/n, đẩy cán cân thương mại thặng dư kỷ lục cùng với dòng vốn đầu tư nước ngoài dồi dào là yếu tố đóng góp tích cực vào cán cân thanh toán và sự ổn định của thị trường ngoại hối.

### Kinh tế thế giới tăng trưởng ổn định thúc đẩy thương mại quốc tế khu vực ASEAN và Việt Nam

Tập đoàn MBKE kỳ vọng kinh tế thế giới sẽ tiếp tục giữ được đà tăng trưởng và sẽ đạt tốc độ tăng trưởng 3,6%, tương đương mức tăng trong năm 2017, dựa trên sự dẫn dắt của nhóm nền kinh tế G3 (Mỹ, Nhật, EU). Cụ thể, các chính sách tăng lãi suất cơ bản chậm rãi của FED cùng với các chính sách tài khóa mở rộng thông qua cắt giảm thuế sẽ giúp kéo dài chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ. Bên cạnh đó, khu vực Eurozone và Nhật Bản sẽ tiếp tục tăng trưởng và lạm phát được giữ ở mức hợp lý. Sự tăng trưởng của các nước G3 sẽ kích thích thương mại quốc tế và đây là tín hiệu rất tích cực cho khu vực ASEAN nói chung và Việt Nam nói riêng quốc gia có thặng dư thương mại lớn với các nền kinh tế G3 (Mỹ, Nhật, EU).

### Triển vọng Vĩ mô 2018 tiếp tục thuận lợi

Chúng tôi kỳ vọng tình hình vĩ mô năm 2018 sẽ tiếp tục thuận lợi nhờ 1) nhu cầu bên ngoài tiếp tục ổn định thể hiện qua tăng trưởng xuất khẩu; 2) Chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng, hỗ trợ tăng trưởng; 3) Sự cải thiện của môi trường kinh doanh tiếp tục trở thành yếu tố thu hút đầu tư nước ngoài dồi dào. Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2018 được dự báo ở mức 6,5%, phù hợp với mục tiêu đã được Quốc Hội thông qua trước đó là 6,5 - 6,7%. Bên cạnh đó, Nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội năm 2018 cũng đã đề ra các mục tiêu khác gồm tốc độ tăng giá tiêu dùng bình quân khoảng 4%, tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 7-8%, tỷ lệ nhập siêu so với tổng kim ngạch xuất khẩu dưới 3%.

**Trương Quang Bình**  
binh.truong@maybank-kimeng.com.vn  
(+84) 28 44 555 888 x 8087

## Ước tính tăng trưởng GDP cao nhất kể từ 2007

Tổng cục thống kê đã công bố ước tính Tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2017. Theo đó, ước tính Tốc độ tăng trưởng GDP trong nước đạt 6,81% so với năm 2016 theo đó vượt mục tiêu tăng trưởng cả năm là 6,7%. Tăng trưởng GDP ấn tượng nhờ đóng góp của khu vực công nghiệp và xây dựng và sự hồi phục đáng kể của ngành nông nghiệp. Cụ thể, trong mức tăng 6,81%:

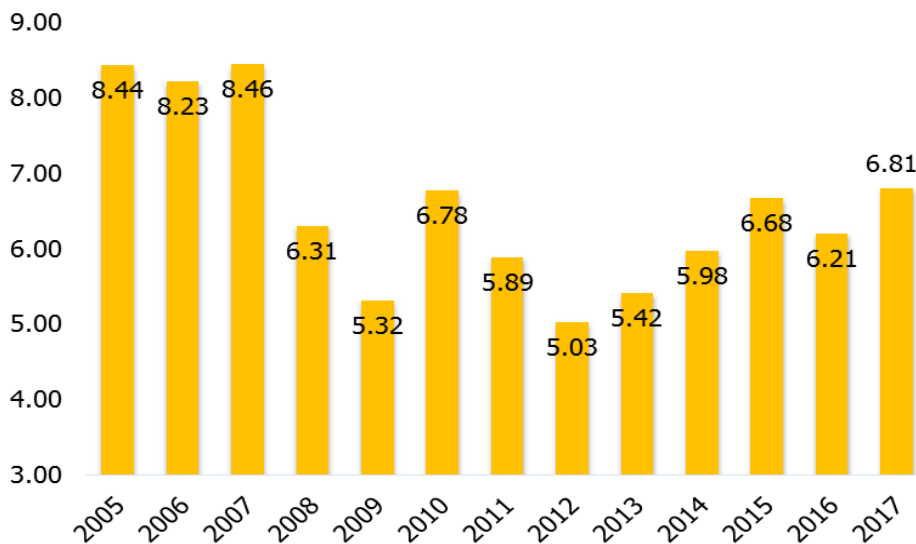
Khu vực Công Nghiệp và Xây Dựng, chiếm 35% GDP, tăng 8% (năm 2016 tăng 7,57%). Đáng lưu ý, ngành chế biến chế tạo có mức tăng trưởng mạnh mẽ nhất trong các lĩnh vực với mức tăng 14,4% (chiếm 17,4% GDP).

Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản hồi phục đáng kể so với năm 2016. Cụ thể, khu vực này chiếm 14,8% GDP, tăng 2,9% so với cùng kỳ, và cao hơn đáng kể so với mức tăng 1,36% của năm 2016.

Khu vực dịch vụ, chiếm 38,8% GDP, tăng 7,44% trong khi năm 2016 tăng 6,98%. Trong đó, ngành Bán buôn và bán lẻ; sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy và xe có động cơ khác, chiếm 9,6% GDP, đạt mức tăng trưởng 8,36%.

Chúng tôi cho rằng, ngành chế biến chế tạo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2018 nhờ nhu cầu bên ngoài. Trong khi đó, ngành dịch vụ sẽ duy trì tăng trưởng tốt như trong năm 2017 nhờ nhu cầu nội địa.

### Tăng trưởng GDP 2017 đạt mức cao kỷ lục kể từ 2007 (%)



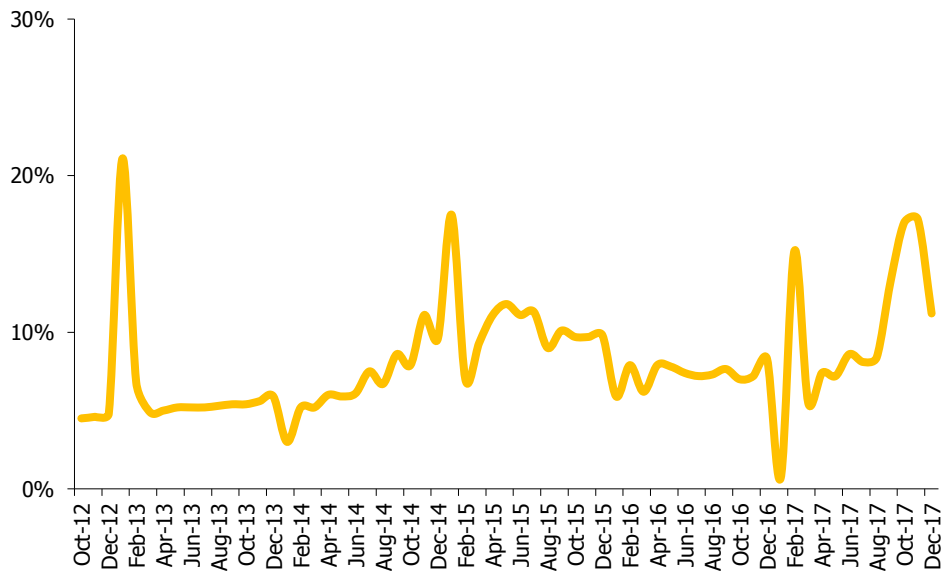
Nguồn: GSO, Maybank Kim Eng

### Chỉ số sản xuất công nghiệp cao hơn đáng kể so với cùng kỳ

IIP tháng 12 tăng trưởng có chững lại so với số liệu kỷ lục của tháng trước nhưng vẫn khá cao so với nhiều tháng gần đây, đạt 11,2% n/n. Đáng chú ý, khu vực chế biến, chế tạo tiếp tục vai trò dẫn dắt với mức tăng đột phá 17,8% n/n, dù chậm hơn tháng trước là 24,3%. Ở chiều ngược lại ngành khai khoáng tiếp tục giảm 10% n/n. Trong đó, khai khoáng dầu thô và khí đốt giảm 14,7% n/n.

Tính chung cả năm 2017, chỉ số IIP tăng 9,4% so với năm 2016 (Q1/17 tăng 4%; Q2/17 tăng 8,2%; Q3/17 tăng 9,7%; Q4/17 ước tính tăng 14,4%), cao hơn nhiều so với mức tăng 7,4% của năm 2016.

**Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)**



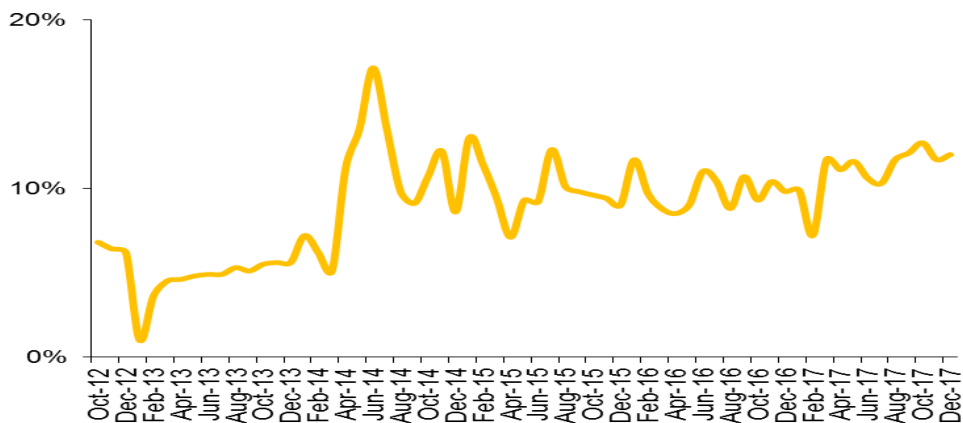
Nguồn: GSO Maybank Kim Eng

**Tiêu dùng nội địa duy trì tăng trưởng 2 con số**

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 12 ước tính đạt 352,4 nghìn tỷ đồng, tăng 2,7% so với tháng trước và tăng 12% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung cả năm 2017, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính đạt 3.934,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,9% so với năm trước (Năm 2016 tăng 10,1%), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 9,46%,(cùng kỳ năm 2016 tăng 8,33%).

Tốc độ tăng trưởng bán lẻ đã liên tục đã liên tục duy trì ở mức cao trong 6 tháng qua phần nào cho thấy các chính sách kích cầu đang phát huy tác dụng thúc đẩy tổng cầu tiếp tục cải thiện đáng kể. Nhiều khả năng, chính sách tiền tệ mở rộng sẽ tiếp tục được duy trì và phát huy tác dụng trong năm 2018.

**Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng**



Nguồn: GSO Maybank Kim Eng

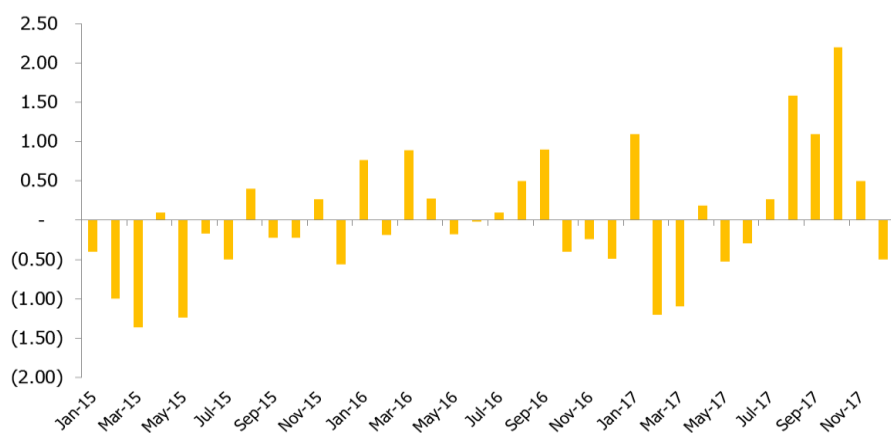
## Thặng dư thương mại kỷ lục!

Trong tháng 11, thặng dư thương mại thực hiện đạt 500 triệu USD cao hơn so với ước tính trước đó là chỉ 200 triệu USD. Trong tháng 12, GSO ước tính Việt Nam nhập siêu 500 triệu USD đẩy thặng dư thương mại cả năm 2017 lên mức kỷ lục từ trước đến nay là 3,42 tỷ USD. Nếu loại trừ yếu tố giá, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu năm 2017 tăng 17,6% so với năm 2016.

Kim ngạch xuất khẩu một số mặt hàng chủ lực tăng khá so với năm trước: Điện thoại và linh kiện đạt 45,1 tỷ USD, tăng 31,4%; dệt may đạt 25,9 tỷ USD, tăng 8,8%; điện tử, máy tính và linh kiện đạt 25,9 tỷ USD, tăng 36,5%; giày dép 14,6 tỷ USD, tăng 12,6%; máy móc thiết bị, dụng cụ phụ tùng đạt 12,8 tỷ USD, tăng 26,4%; thủy sản đạt 8,4 tỷ USD, tăng 18,5%; gỗ và sản phẩm gỗ đạt 7,6 tỷ USD, tăng 9,2%.

Kinh tế thế giới, được dự báo và sẽ đạt tốc độ tăng trưởng 3,6%, tương đương mức tăng trong năm 2017, đặc biệt được dẫn dắt bởi các nền kinh tế G3 sẽ tiếp tục thúc đẩy thương mại khu vực ASEAN, trong đó có Việt Nam, quốc gia có thặng dư thương mại lớn với các nền kinh tế G3 (Mỹ, Nhật, EU).

### Thặng dư thương mại cả năm 2017 lên mức kỷ lục từ trước đến nay 3,42 tỷ USD



Nguồn: GSO Maybank Kim Eng

## Dòng vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục mạnh

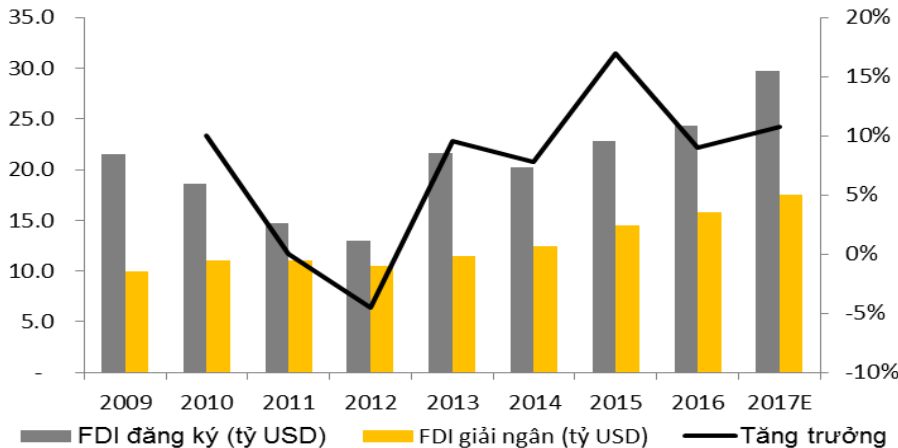
FDI đăng ký và tăng thêm trong năm 2017 tăng 44,2% so với năm 2016, lên 29,7 tỷ USD. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện 11 tháng ước tính đạt 17,5 tỷ USD, tăng 10,8% so với năm 2016.

Đáng lưu ý, vốn đầu tư góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài năm 2017 năm đạt 6,2 tỷ USD, tăng 45,1% so với 2016. Dòng vốn FII mạnh mẽ là chỉ báo tích cực cho dòng tiền trên thị trường chứng khoán.

Dòng vốn FDI và FII dồi dào sẽ củng cố thặng dư cán cân thanh toán cả năm 2017 và giúp ổn định tỷ giá những tháng cuối năm.

Theo Báo cáo Môi trường kinh doanh 2018 của Ngân hàng Thế Giới, Việt Nam năm 2018 xếp hạng 68/190, tăng 14 bậc so với năm trước. Sự cải thiện của môi trường kinh doanh tiếp tục trở thành yếu tố thu hút đầu tư nước ngoài dồi dào trong năm 2018.

**FDI đăng ký và giải ngân tăng trưởng bền vững (tỷ USD)**



Nguồn: GSO Maybank Kim Eng

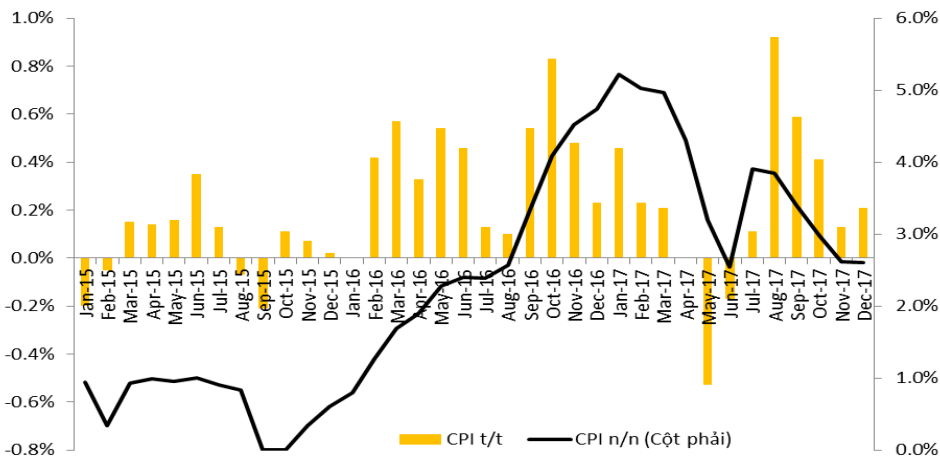
**Lạm phát tiếp tục được kiểm soát tốt**

Chỉ số CPI tháng 12 không có bất ngờ, tăng nhẹ 0,21% so với tháng trước. Có 9/11 mặt hàng trong rổ CPI tăng giá trong tháng 12. Đáng chú ý, nhóm thuốc và dịch vụ y tế, chiếm 5,61% rổ CPI, tăng cao nhất với 2,55% (dịch vụ y tế tăng 3,30%) do trong tháng có 15 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương điều chỉnh tăng giá dịch vụ y tế (tác động làm CPI chung tăng khoảng 0,13%). Nhóm giao thông, chiếm 8,87% rổ CPI, tăng 0,84%. Nhóm may mặc, mũ nón, giày dép, chiếm 7,28% rổ CPI, tăng 0,43% do nhu cầu mua sắm hàng mùa đông tăng lên

So với cùng kỳ năm trước, CPI tăng 2,6% cao hơn so với dự báo của chúng tôi trước đó là 2,4%. Lạm phát cơ bản tăng 1,29% so với cùng kỳ.

Lạm phát 2018 được dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực từ việc tăng giá dịch vụ công (y tế, giáo dục) và sự hồi phục của giá thực phẩm. Mặc dù vậy, giá cả hàng hóa được dự báo ít biến động nên ảnh hưởng lên lạm phát được cho là không đáng kể. Do vậy, mục tiêu lạm phát 4% năm 2018 là khả thi.

**CPI (%)**



Nguồn: GSO Maybank Kim Eng

## **Triển vọng Vĩ mô 2018 tiếp tục thuận lợi**

Chúng tôi kỳ vọng tình hình vĩ mô năm 2018 sẽ tiếp tục thuận lợi nhờ 1) nhu cầu bên ngoài tiếp tục ổn định; 2) Chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng linh hoạt theo diễn biến của lạm phát; 3) Sự cải thiện của môi trường kinh doanh tiếp tục là yếu tố thu hút đầu tư nước ngoài dồi dào.

Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2018 được dự báo ở mức 6,5%, phù hợp với mục tiêu đã được Quốc Hội thông qua trước đó là 6,5 - 6,7%.

Bên cạnh đó, nghị quyết về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội năm 2018 cũng đã đề ra các mục tiêu khác gồm tốc độ tăng giá tiêu dùng bình quân khoảng 4%, tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 7 - 8%, tỷ lệ nhập siêu so với tổng kim ngạch xuất khẩu dưới 3%.

Cũng cần chú ý rằng năng lực cạnh tranh của nền kinh tế tuy có chuyển biến tích cực nhưng chưa thật sự đột phá. Trình độ công nghệ thấp, đất đai tài nguyên đang dần cạn kiệt, năng suất và hiệu quả chưa cao ... là những vấn đề cần được quan tâm giải quyết nhằm tránh nguy cơ Việt Nam bị tụt hậu phía sau trong bối cảnh cách mạng công nghiệp 4.0.





## Ngành Ngân hàng: Triển vọng tích cực

### Ngân hàng bán lẻ tiếp tục phát triển

Mặc dù phát triển khá mạnh mẽ trong các năm qua, chúng tôi vẫn tin tưởng mảng ngân hàng bán lẻ (retail banking) sẽ có những đột phá từ năm 2018. Tỷ lệ thâm nhập của ngành ngân hàng (chỉ vào khoảng 30%, theo Wordbank) vẫn đang tiếp tục tiến triển nhờ vào nền tảng hạ tầng được cải thiện, khách hàng cá nhân ngày càng am hiểu và yêu thích ứng dụng công nghệ hơn, đồng thời lối sống và quan điểm tiêu dùng cũng thay đổi theo hướng tiến bộ.

### Tài chính tiêu dùng bùng nổ

Theo ủy ban giám sát tài chính quốc gia (NFSC), 2017 tín dụng tiêu dùng ước tăng 65% (năm 2016 tăng 50,2%). Tỷ trọng tín dụng tiêu dùng trong tổng tín dụng tăng từ 12,3% (năm 2016) lên 18% (năm 2017). Ngày càng xuất hiện nhiều sản phẩm tài chính nhằm tăng cường đáp ứng, thúc đẩy yêu cầu của người tiêu dùng. NFSC dự báo tín dụng tiêu dùng là mảng hoạt động tiềm năng và chiến lược của các tổ chức tín dụng, và sẽ tăng trưởng cao trong thời gian tới.

### Xử lý nợ xấu

Mặc dù tỷ lệ nợ xấu toàn ngành giảm đáng kể nhưng dự phòng cho các khoản nợ xấu từ những năm trước vẫn sẽ còn ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của ngân hàng trong nhiều năm tới (chủ yếu là dự phòng của các khoản nợ đã bán cho VAMC). Theo NFSC, tổng nợ xấu toàn ngành năm 2017 ở khoảng 9,5%, giảm so với mức 11,9% ở cuối năm 2016. Về xử lý nợ xấu, trong năm 2017 xử lý được khoảng 70.000 tỷ đồng (+40% so với năm trước). Trong đó hơn phân nửa (54%) là thu nợ từ khách hàng, và hơn 42% là sử dụng dự phòng rủi ro, chỉ có khoảng 2,3% là từ phát mãi tài sản đảm bảo.

### Đánh giá của các cổ phiếu trong ngành

Mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 được kỳ vọng sẽ đặt ở mức cao 18-20%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế bình quân của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt hơn 20% trong năm 2018 và mức ROE toàn ngành vào khoảng 14%. Theo quan sát của chúng tôi, các cổ phiếu đáng chú ý để đầu tư trong năm 2018 gồm có VCB, MBB, ACB, VPB.

Lê Hồng Liên

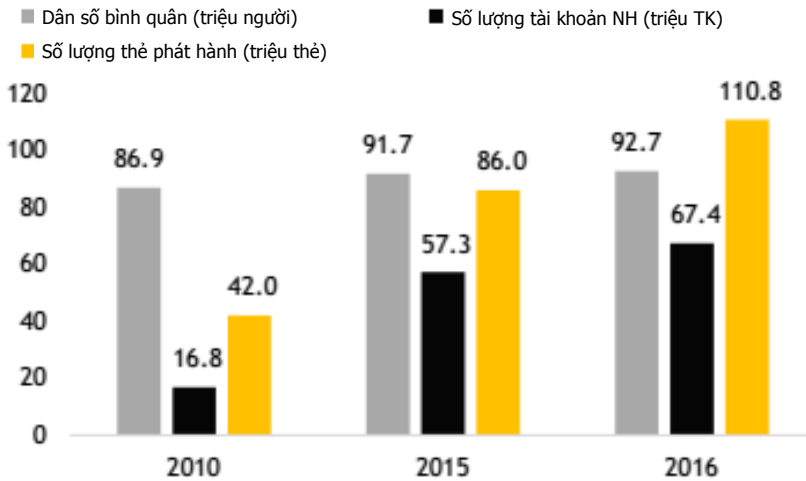
lien.le@maybank-kimeng.com.vn

(+84) 28 44 555 888 x 8181

## Nền tảng hạ tầng ngân hàng được cải thiện.

Nền tảng hạ tầng của ngành Ngân hàng tăng trưởng mạnh trong các năm qua. Số lượng tài khoản ngân hàng tăng gấp 4 lần trong giai đoạn 2011-2016 đạt 67,4 triệu tài khoản. Tổng số lượng thẻ phát hành trong giai đoạn này cũng tăng 2,6 lần đạt 111 triệu thẻ; các điểm ATMs cũng như điểm giao dịch cũng gia tăng lần lượt đạt 17.400 và 254.000 điểm.

### Số lượng tài khoản ngân hàng, thẻ phát hành và điểm giao dịch tăng mạnh



Nguồn: Vietnam banking Association

### Ngân hàng bán lẻ tăng mạnh tín dụng tiêu dùng

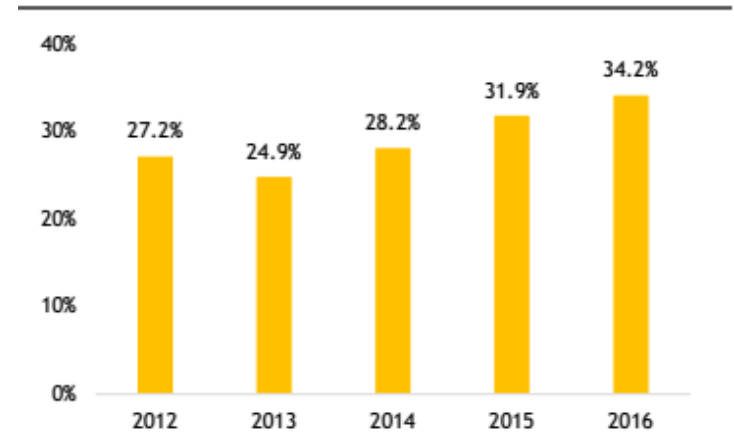
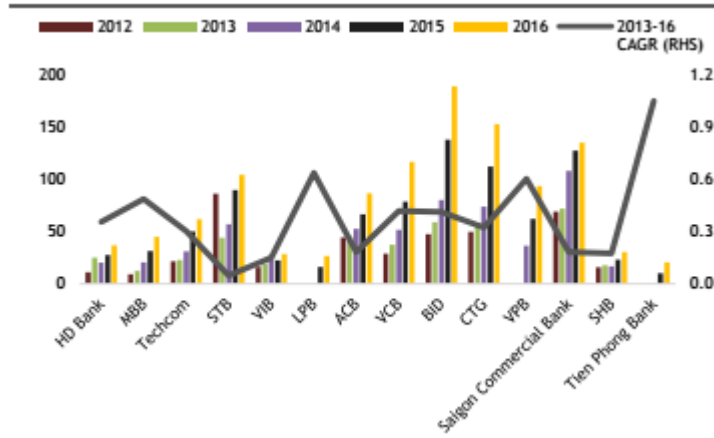
Báo cáo mới nhất của Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia cho thấy, 2016 và 2017 tín dụng tiêu dùng có tỷ lệ tăng trưởng rất mạnh. Cụ thể, năm 2017 tín dụng tiêu dùng ước tăng 65% (năm 2016 tăng 50,2%). Tỷ trọng tín dụng tiêu dùng trong tổng tín dụng tăng từ 12,3% (năm 2016) lên 18% (năm 2017). Trong đó, cho vay với mục đích mua, sửa chữa nhà ở tiếp tục chiếm tỷ trọng chính và là lĩnh vực tăng trưởng mạnh nhất, năm 2017 chiếm 52,9% (năm 2016 chiếm 49,5%), tốc độ tăng trưởng là 76,5% (năm 2016 tăng 78,4%). Cho vay mua trang thiết bị gia đình tăng 6,5%, chiếm 15,3%; cho vay mua phương tiện đi lại tăng 35,2%, chiếm 8,3%.

Thực tế, tín dụng tiêu dùng chỉ tăng trưởng mạnh trong 3 năm trở lại đây khi trần lãi suất được dỡ bỏ và có sự dịch chuyển mạnh mẽ của nhóm ngân hàng thương mại nhà nước. Thị phần tín dụng tiêu dùng của nhóm NHTM nhà nước tăng từ 39% toàn ngành năm 2016 lên 45,7% cuối năm 2017; nhóm NHTM cổ phần chiếm 42,4%, giảm nhẹ từ mức 47% cuối năm 2016; nhóm Công ty tài chính và cho thuê tài chính chiếm 7,6% (năm 2016 là 9,3%), còn lại là nhóm NH nước ngoài. Nhóm công ty tài chính chiếm thị phần nhỏ trong tổng dư nợ tín dụng là do nhóm này hướng đến những khoản vay có giá trị thấp. Tuy nhiên tiềm năng của mảng này thật sự lớn nhờ cơ cấu dân số thuận lợi và xu hướng tiêu dùng thay đổi. Hàng loạt các thương vụ M&A để cho ra đời các công ty tài chính tiêu dùng để nhập cuộc.

Thống kê 14 ngân hàng lớn nhất Việt Nam (không bao gồm Agribank: chiếm khoảng 60% tổng dư nợ vay), tỷ trọng dư nợ của tín dụng tiêu dùng trong tổng dư nợ đã tăng lên 34,2% vào cuối năm 2016 so với mức 27,2% của những năm trước đó. Tốc độ tăng trưởng của cho vay tiêu dùng trong giai đoạn 2013-2016 cũng tăng cao hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn ngành.

**Cho vay tiêu dùng dẫn dắt tăng trưởng tín dụng**

**Tỷ trọng cho vay tiêu dùng trong tổng dư nợ cho vay**

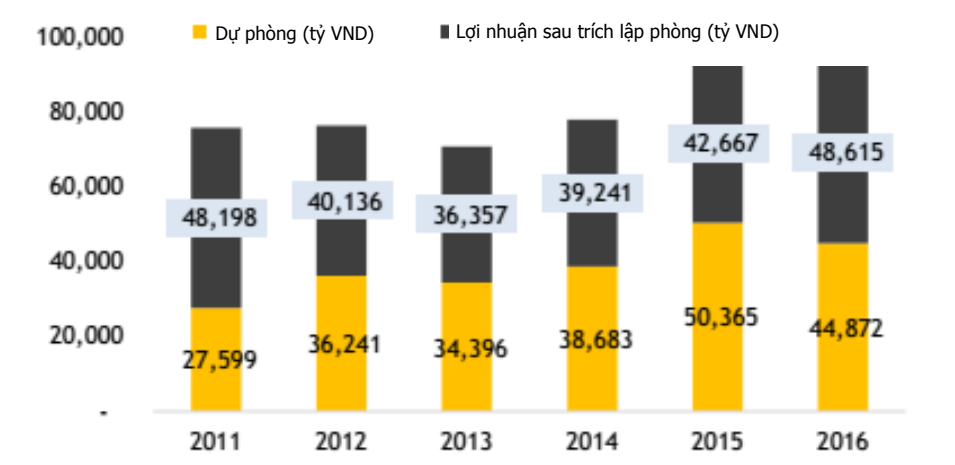


Nguồn: dữ liệu công ty

**Xử lý nợ xấu**

Theo Ủy ban Giám sát tài chính Quốc Gia, tổng nợ xấu toàn ngành năm 2017 ở khoảng 9,5%, giảm so với mức 11,9% ở cuối năm 2016. Về xử lý nợ xấu, trong năm 2017 xử lý được khoảng 70.000 tỷ đồng (+40% so với năm trước). Trong đó hơn phân nửa (54%) là thu nợ từ khách hàng, và hơn 42% là sử dụng dự phòng rủi ro, chỉ có khoảng 2,3% là từ phát mãi tài sản đảm bảo. Điều này cho thấy, mặc dù tác dụng của nghị quyết 42 trong xử lý nợ xấu là không thể chối cãi nhưng quá trình xử lý nợ xấu được đẩy nhanh hơn ở các tháng cuối năm vẫn chưa làm gia tăng tỷ trọng của việc xử lý tài sản đảm bảo. Vì vậy có thể kỳ vọng trong năm 2018 hoạt động xử lý nợ xấu sẽ càng được thúc đẩy nhanh hơn, tích cực hơn và thực chất hơn khi mà khuôn khổ pháp lý cho việc xử lý tài sản đảm bảo ngày càng được hoàn thiện và thị trường bất động sản vẫn đang tiếp tục cải thiện theo hướng khởi sắc hơn.

**2011-2016: lợi nhuận trước thuế bị ảnh hưởng bởi dự phòng**



Nguồn: Bloomberg, dữ liệu công ty

**Triển vọng ngành ngân hàng trong dài hạn**

Trong dài hạn, các ngân hàng sẽ tiếp tục củng cố trong giai đoạn 2018-2020 để đáp ứng triển khai Basel II. Do đó, đòi hỏi mỗi ngân hàng muốn tồn tại và phát triển cần xây dựng tiềm lực tài chính lành mạnh, quản trị rủi ro toàn diện và hiệu quả, áp

dụng công nghệ tiên tiến hướng tới đối tượng tiêu dùng trẻ, năng động và am hiểu công nghệ, kỹ thuật số ...

### Đánh giá

Đa số các ngân hàng cũng đã và đang tích cực xử lý nợ xấu. Đặc biệt là khi Nghị quyết 42/2017/QH14 về xử lý nợ xấu có hiệu lực từ 15/8/2017 sẽ giúp các ngân hàng đẩy nhanh hoạt động này. Một số ngân hàng đã thực hiện trích lập dự phòng đầy đủ giai đoạn 2016-2017 có khả năng sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường trong tương lai khi nợ xấu được xử lý và thu hồi, trong đó cần chú ý là VCB, ACB và MBB.

Mục tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm 2018 được kỳ vọng sẽ đặt ở mức cao 18-20%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế bình quân của các ngân hàng niêm yết sẽ đạt hơn 20% trong năm 2018 và mức ROE toàn ngành vào khoảng 14%. Bên cạnh đó, sẽ tiếp tục có thêm nhiều cổ phiếu ngân hàng lên sàn trong năm 2018 như HDB, TPB, OCB, NAB...

### Một số chỉ tiêu cơ bản các ngân hàng niêm yết

Ticker (Stock exchange)	Market cap	Retail loans CAGR	Retail loans, % of Total loans	Current	CAR	ROE	2016 PBT	9M17 PBT	NIM	CIR	Provision cover ratio	NPL
	(USDm)	(2013-16)	(2016)	P/B	(2016)	(trailing)	+/-	+/-	(2016)	(9M17)	(3Q17)	(3Q17)
VPB (HSX)	2,671	50.1%	63.1%	2.2	16.7%	28.6%	59.2%	79.1%	7.7%	36.0%	49.5%	3.1%
MBB (HSX)	788	48.5%	30.3%	1.7	12.0%	14.3%	13.4%	43.6%	3.4%	40.7%	87.0%	1.4%
VCB (HSX)	8,574	41.8%	25.7%	3.6	10.3%	13.0%	24.7%	25.6%	2.6%	52.4%	164.8%	1.2%
BID (HSX)	3,727	41.2%	26.4%	1.8	9.3%	9.4%	-2.7%	-3.0%	2.7%	37.4%	84.0%	2.1%
LPB (UpCOM)	367	40.0%	33.5%	0.9	11.0%	17.1%	219.4%	71.4%	3.7%	49.1%	105.5%	1.2%
HD Bank (Unlisted)	1,206	35.5%	44.7%	2.6	12.5%	17.4%	61.4%	279.0%	4.0%	52.4%	73.2%	1.6%
STB (HSX)	1,075	32.8%	53.0%	1.7	9.6%	3.1%	-82.2%	393.3%	2.0%	77.7%	19.1%	5.9%
CTG (HSX)	3,978	32.3%	23.3%	1.4	10.4%	10.4%	16.6%	11.5%	2.7%	42.0%	100.7%	1.2%
ACB (HNX)	1,598	18.2%	53.5%	2.4	13.2%	12.6%	26.9%	61.2%	3.6%	56.2%	151.0%	1.0%
SHB (HSX)	454	17.5%	18.9%	0.8	n/a	10.2%	13.0%	68.8%	2.1%	44.8%	59.8%	1.9%
VIB (UpCOM)	572	15.1%	47.9%	1.5	13.3%	8.3%	7.1%	52.0%	2.9%	60.8%	49.8%	2.5%
EIB (HSX)	683	10.8%	46.4%	1.1	n/a	3.8%	540.8%	176.7%	2.8%	63.0%	41.5%	2.5%
<b>Average</b>	<b>2,141</b>	<b>32.0%</b>	<b>38.9%</b>	<b>1.80</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.4%</b>	<b>74.8%</b>	<b>104.9%</b>	<b>3.4%</b>	<b>51.0%</b>	<b>82.2%</b>	<b>2.1%</b>

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu công ty

Chúng tôi nhận thấy VPB, VCB, MBB báo cáo tốc độ tăng trưởng tín dụng tiêu dùng cao nhất trong 4 năm qua. Đặc biệt, VPB có tỷ trọng tín dụng tiêu dùng chiếm hơn 63% tổng dư nợ, hệ số an toàn vốn (CAR) đạt mức cao 16,7% và ROE cao hơn hết, đạt 28,6%.



## Ngành Bất động sản: Thị trường của người bán

### 2018: thị trường của người bán

Theo thống kê của JLL, giá căn hộ thị trường sơ cấp đã tăng 5% trong Q3/17, đây là mức tăng cao nhất nhiều năm trở lại đây. Sau khi cân nhắc xu hướng phát triển hạ tầng, cơ cấu cung-cầu, quan điểm hỗ trợ của chính phủ, triển vọng cho vay từ ngân hàng, các chỉ số tài chính hiện tại và điểm rơi bàn giao nhà từ một số doanh nghiệp bất động sản chủ chốt, chúng tôi kỳ vọng ngành bất động sản năm 2018 sẽ có tăng trưởng cao. Chúng tôi kỳ vọng lượng cầu hiện nay có thể hấp thụ hết lượng cung trong các năm 2018-2019 mặc dù nguồn cầu cho phân khúc cao cấp có thể hơi "vơi" so với cung vào cuối 2019. Chúng tôi nâng mức đánh giá từ trung lập lên khả quan cho ngành bất động sản.

### Khuyến nghị chiến lược VIC và NLG

Trong môi trường kinh doanh hiện tại, chúng tôi ưa chuộng các chủ đầu tư bất động sản có tầm nhìn lợi nhuận rõ ràng trong ngắn hạn và năng lực mở rộng quỹ đất trong dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị mua đối với VIC và NLG. Khả năng tăng trưởng RNAV của Vingroup, hiện giờ đã bao gồm phần lớn nhà ở phân khúc bình dân có thể bù đắp cho các chỉ số định giá đang ở mức cao và những sự không chắc chắn về tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư trong các lĩnh vực không cốt lõi. Trong Q3/17, quỹ đất của Vingroup đã tăng thêm 50% so với trong Q2/17. Bên cạnh đó, chúng tôi khuyến nghị mua NLG. Thị trường của người bán có lợi cho các doanh nghiệp bất động sản vừa và nhỏ với các chỉ số định giá thấp. Việc liên doanh với các chủ đầu tư Nhật bản có thể giúp NLG xây dựng và hoàn thiện được mô hình kinh doanh khác biệt, giúp tái lập thành công Mizuki Park và tăng trưởng quỹ đất sau này.

### Có thể cân nhắc thêm CTD và KBC

Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị mua đối với CTD, mức PEG hợp lý 2018 là 0,9x. Giá cổ phiếu CTD có sự điều chỉnh gần đây có vẻ như là gẫn với những bất đồng pháp lý với chủ đầu tư Panorama Nha Trang. Chúng tôi cho rằng biến cố này khó có thể làm chậm tiến độ kinh doanh hiện tại của CTD, và sự điều chỉnh giá là cơ hội để mua vào. Tuy nhiên đối với một số nhà đầu tư tham vọng, sự tăng trưởng nhân sự có phần thận trọng của CTD và dự định đầu tư vào các tài sản mang lại thu nhập định kỳ có thể làm mức tăng trưởng EPS giai đoạn 2018-2019 không cao (12% theo ước tính của chúng tôi). Trong khi đó KBC vẫn hấp dẫn, dựa trên đánh giá lại tài sản, mặc dù cạnh tranh cho dòng vốn FDI tăng cao.

Ticker	New TP (VND)	New Rating	Old TP (VND)	Old Rating
VIC	92,000	BUY	45,000	HOLD
NVL	57,000	HOLD	54,100	SELL
CTD	271,000	BUY	258,000	BUY
KBC	18,500	BUY	21,500	BUY
NLG	36,500	BUY	28,192	HOLD

**Thái Quang Trung**  
 trung.thai@maybank-kimeng.com.vn  
 (+84) 28 44 555 888 x 8180



Các cổ phiếu khuyến nghị

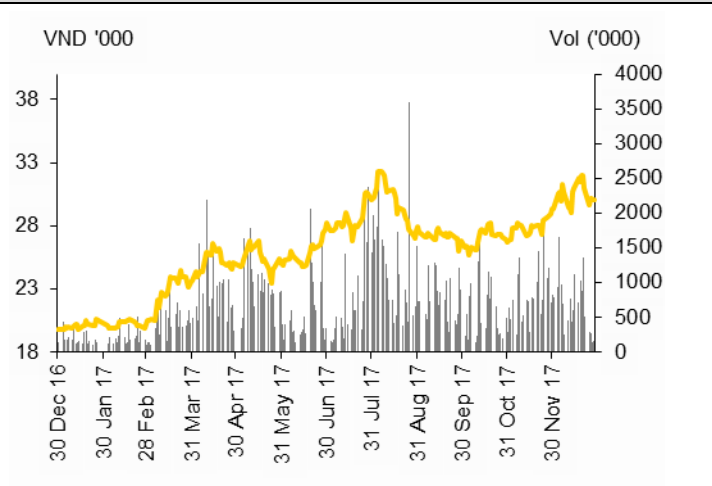
Stock	Bloomberg code	Mkt cap (USD'm)	Rating	Price (LC)	TP (LC)	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		Div yld (%)	
							17E	18E	17E	18E	17E	18E
Vingroup JSC	VIC VN	7,592	Buy	70,200	92,000	31	37.2	14.0	5.5	4.0	0.0	0.0
Novaland	NVL VN	1,606	Hold	61,900	57,000	(8)	13.4	10.9	3.3	2.7	0.0	0.0
Coteccons	CTD VN	766	Buy	226,000	271,000	20	10.9	9.5	2.4	2.0	1.3	0.0
Kinh Bac City	KBC VN	275	Buy	13,300	18,500	39	13.5	8.8	0.7	0.7	0.0	0.0
Nam Long	NLG VN	206	Buy	31,000	36,500	18	18.5	11.6	1.6	1.4	1.6	1.6

Nguồn: Vietnam banking Association

**CTCP Đầu tư Nam Long (NLG – HSX, 30.100 VND) | Tích cực**

Yếu tố tăng trưởng	Giá trị doanh nghiệp
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Thế mạnh của công ty là doanh nghiệp bất động sản tiên phong trong phân khúc căn hộ trung bình đã xây dựng được thương hiệu nổi tiếng EHOME.</li> <li>➢ Có thế mạnh trong việc nghiên cứu thị trường để đưa ra những sản phẩm cạnh tranh mà đối thủ khó bắt chước.</li> <li>➢ Hiện đang hợp tác với Hankyu Realty/Nishi-Nippon để phát triển nhà ở (township) với giá cả hợp lý dựa trên chuỗi giá trị đã có sẵn là Ehome.</li> <li>➢ Với quỹ đất hơn 355ha ở ngoại vi Tp.HCM, NLG cần kết hợp với nhà đầu tư chiến lược hoặc liên kết để phát huy tối đa giá trị của dự án Waterpoint</li> <li>➢ Việc hợp tác với các đối tác Nhật Bản có thể giúp NLG phát triển quỹ đất nhanh hơn kỳ vọng</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Tỷ suất lợi nhuận biên sẽ duy trì ở mức 30% (trước đây là 40%) do NLG vẫn tập trung phát triển căn hộ nhiều hơn là đất nền.</li> <li>➢ Dự báo doanh thu và lợi nhuận cho giai đoạn 2018-2019 tăng mạnh nhờ tăng trưởng cả về số lượng lẫn giá bán.</li> <li>➢ Việc tăng vốn (tỷ lệ 5:1) sắp tới sẽ tác động tích cực đến RNAV.</li> </ul>
	Yếu tố rủi ro
	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Các dự án nhà ở phân khúc trung bình thường ở cách xa các quận trung tâm (khoảng 10km). Do đó, cơ sở hạ tầng chậm tiến độ sẽ ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của công ty</li> <li>➢ Chi phí bảo trì cho các dự án ở phân khúc nhà trung bình có thể sẽ vượt cao hơn mức dự báo.</li> <li>➢ Sự chậm trễ trong việc tìm đối tác chiến lược cho dự án Waterpoint có thể làm thay đổi RNAV</li> </ul>

**Lịch sử giá cổ phiếu**



Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	32.288/19.860
GTGD bình quân 3T	20,05 (tỷ VND)
Tỷ lệ giao dịch tự do	68,44%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	157,2 (triệu cp)
Giá trị vốn hoá thị trường	4.842,6 (tỷ VND)
	<b>1T</b> <b>3T</b> <b>12T</b>
% tăng/giảm	0,3      +16,2      +51,2
So với VN-Index (%)	-7,5      -7,9      +0,8

Nguồn: Bloomberg



## Ngành Xây dựng: Điểm nhấn xây dựng hạ tầng

### Đóng góp đáng kể vào tăng trưởng GDP

Trong năm 2017, ngành xây dựng duy trì tăng trưởng khá với tốc độ 8,7% so với năm trước, đóng góp 0,54 điểm phần trăm vào tỷ lệ tăng trưởng GDP 6,81%. Tỷ lệ đóng góp vào mức tăng trưởng kinh tế chung của ngành xây dựng chỉ đứng sau ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với mức đóng góp 2,33 điểm phần trăm và ngành dịch vụ bán buôn và bán lẻ với mức đóng góp 0,79 điểm phần trăm (theo số liệu Tổng cục Thống kê). Số liệu này cho thấy ngành xây dựng là một trong những động lực quan trọng đối với tăng trưởng chung của nền kinh tế. Bước sang năm 2018, ngành xây dựng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng với mục tiêu của Chính phủ đạt tăng trưởng trong khoảng 8,46% - 9,21%. Điểm nhấn sẽ từ lĩnh vực xây dựng hạ tầng theo định hướng chiến lược xây dựng kết cấu hạ tầng đồng bộ, hiệu quả của Chính phủ. Bên cạnh đó, thị trường BĐS tiếp tục đà tăng trưởng sẽ tạo nguồn cầu đáng kể cho các công ty xây dựng dân dụng.

### Xây dựng cơ sở hạ tầng là một trong những đột phá chiến lược trong năm 2018

Trong Nghị quyết 01/NQ-CP ngày 1/1/2018, Chính phủ nêu rõ một trong ba đột phá chiến lược năm 2018 là xây dựng kết cấu hạ tầng đồng bộ, hiệu quả; xây dựng cơ chế chính sách phù hợp nhằm tăng tính hấp dẫn để khuyến khích các thành phần kinh tế tham gia đầu tư phát triển hạ tầng, nhất là hạ tầng giao thông, lưới điện, thủy lợi, ... Đồng thời, Chính phủ sẽ tập trung nguồn lực đẩy nhanh tiến độ thực hiện các dự án quan trọng, công trình thiết yếu có quy mô lớn, có sức lan tỏa như tuyến đường bộ cao tốc Bắc - Nam, dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành, cảng biển, điện và năng lượng; đẩy nhanh tiến độ và sớm hoàn thành hai tuyến metro ở Hà Nội và TPHCM, ... Theo định hướng này, các công ty xây dựng hạ tầng kỳ vọng sẽ là nhóm được hưởng lợi; trong đó lưu ý cổ phiếu FCN của CTCP FECON với kinh nghiệm và năng lực thực hiện nhiều dự án hạ tầng nhà máy điện, đường cao tốc. Hiện nay, FCN cũng đang tham gia dự án metro ở cả TPHCM và Hà Nội và tập trung đẩy mạnh mảng hạ tầng, gồm cả hạ tầng giao thông và hạ tầng năng lượng.

### Thị trường BĐS 2018 dự báo tăng trưởng ổn định

Thị trường BĐS năm 2018 được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng và giữ được ổn định với kinh tế vĩ mô tăng trưởng, khả năng chi trả cho nhà ở được cải thiện, dòng vốn FDI đổ vào BĐS tiếp tục xu hướng tăng với mức tăng 54,8% so với năm 2016, và tín dụng BĐS không tăng quá nóng như trước đây với tỷ trọng dư nợ tín dụng vào hoạt động kinh doanh BĐS chiếm khoảng 5,9% (theo Báo cáo Tổng quan thị trường tài chính 2017 của Ủy ban Giám sát Tài chính quốc gia). Thực tế, các công ty xây dựng dân dụng lớn như Coteccons (CTD), Hòa Bình (HBC) tiếp tục ký được nhiều hợp đồng mới trong năm 2017 với tổng giá trị hợp đồng đạt mức kỷ lục, bảo đảm nguồn dự án gối đầu cho năm nay.

Trịnh Thị Ngọc Diệp  
diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn  
(+84) 28 44 555 888 x 8208



## Một số công ty với tiềm năng tăng trưởng tốt và định giá hấp dẫn

Trong số khá nhiều công ty xây dựng niêm yết, chúng tôi nhận thấy một số cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng tốt trong thời gian tới như FCN và CTD. Tiềm năng tăng trưởng của FCN gắn liền với định hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Chính phủ trong năm nay và các năm tiếp theo. Về định giá, FCN giao dịch với P/E bốn quý gần nhất ở mức hấp dẫn 6x so với ROE đạt 21,3%. Đối với CTD, đà tăng trưởng dự báo sẽ được duy trì trong năm nay với giá trị trúng thầu tăng cao hơn kỳ vọng, năng lực thực hiện các hợp đồng tổng thầu thiết kế và thi công (D&B) với biên lợi nhuận tốt. CTD có mức định giá khá hấp dẫn với P/E bốn quý gần nhất 10,7% so với ROE 28,2%.



## Ngành Tiêu dùng: Tiếp tục tăng trưởng

### Giữ vững đà tăng trưởng

Tăng trưởng kinh tế 2017 đạt 6,81% vượt kế hoạch đề ra, nền tảng vĩ mô được thiết lập vững chắc. Thu nhập bình quân đầu người tăng, từ đó kỳ vọng chi tiêu cho tiêu dùng tiếp tục gia tăng. Dù năm 2015 có khoảng 17,6% hộ gia đình ở VN vẫn đang ở mức thấp (<1.000USD), BMI vẫn dự báo lạc quan trong 5 năm tới sẽ có thêm hơn 6 triệu hộ gia đình gia nhập nhóm thu nhập 5.000-10.000 USD. Euromonitor cũng dự báo chi tiêu tiêu dùng sẽ tăng 47% từ nay đến năm 2019.

### Cơ cấu dân số thuận lợi

Việt Nam là nước đông dân số đứng thứ 3 trong ASEAN. Trong đó, lực lượng lao động ước tăng trưởng 1,2%/năm và đạt tới 96,6 triệu người năm 2020. BMI ước tính hơn 49% dân số Việt Nam dưới 30 tuổi. Đây là điều kiện lý tưởng để các công ty trong ngành tiêu tập trung vào vào phân khúc thị trường bình dân. Tốc độ đô thị hóa nhanh chóng cũng góp phần tạo cơ hội cho các sản phẩm tiêu dùng phù hợp với lối sống hiện đại, nhất là các mặt hàng tiêu dùng nhanh (FMCG)

### Tổng mức bán lẻ hàng hóa 2017 tăng 10,9%

Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 12 năm 2017 tăng 10,9% so với năm trước. Nếu loại trừ yếu tố giá, chỉ số này tăng 9,46%. Tốc độ tăng trưởng bán lẻ đã liên tục đã liên tục duy trì ở mức cao trong 6 tháng qua phần nào cho thấy các chính sách kích cầu đang phát huy tác dụng thúc đẩy tổng cầu tiếp tục cải thiện đáng kể.

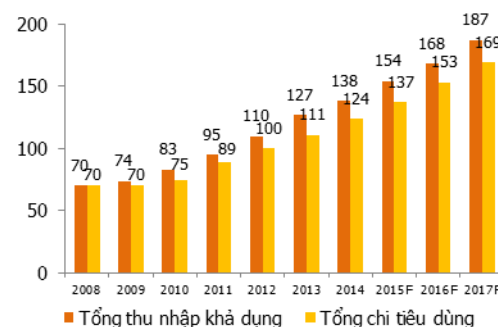
### Người tiêu dùng thời kỹ thuật số: chỉ mới bắt đầu

Người tiêu dùng ở Việt Nam được đánh giá là trẻ và am hiểu công nghệ. Chúng ta đã chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ về mobile internet và sự thâm nhập đáng kể của mạng xã hội trong đời sống. Năm 2018 kỳ vọng sẽ là năm đột phá khi số lượng người sử dụng mobile internet có thể tăng lên đạt mức 50% dân số. Tuy nhiên, thương mại điện tử lại là một cuộc chiến không dễ dàng do người tiêu dùng dành nhiều thời gian online nhưng không tin tưởng vào mua hàng trực tuyến và có nhiều trở ngại về thanh toán và giao nhận.

### Định giá các công ty trong ngành

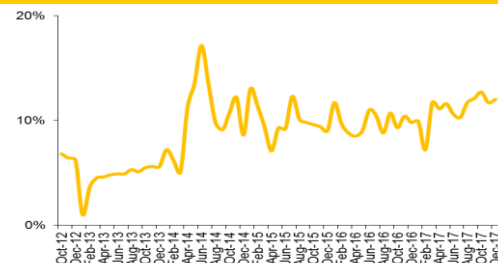
Mức P/E bình quân của các công ty trong ngành hiện là 25x, so với 34x của khu vực. Định giá của các cổ phiếu trong ngành sẽ trở nên hấp dẫn hơn với kỳ vọng mức chi tiêu tiêu dùng gia tăng sẽ giúp cho các công ty trong ngành khôi phục và duy trì tăng trưởng doanh số cũng như lợi nhuận trong 2018.

### Tổng thu nhập khả dụng và tổng chi tiêu



Nguồn: EIU

### Tổng mức bán lẻ hàng hóa

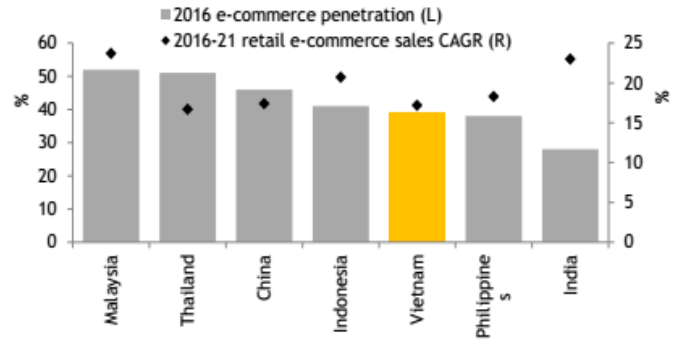
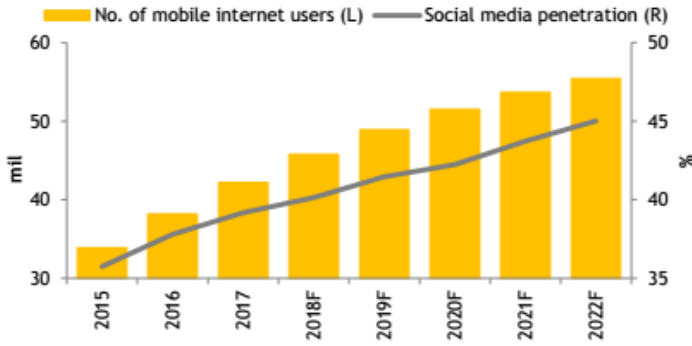


Nguồn: GSO

**Nguyễn Thị Ngân Tuyền**  
 tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn  
 (+84) 28 44 555 888 x 8081

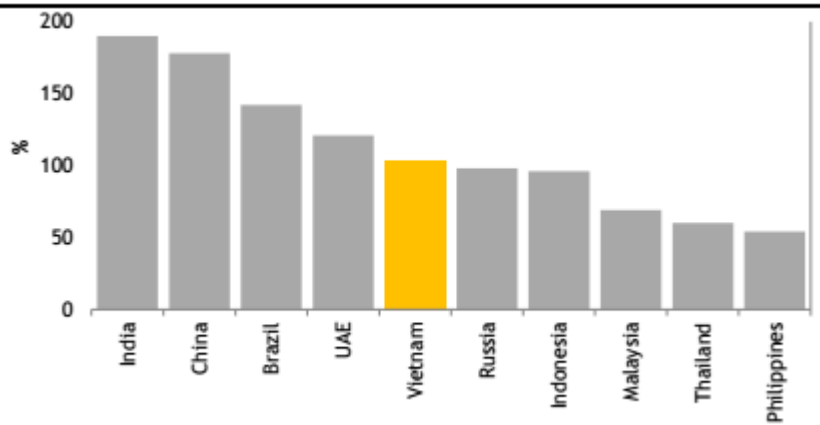
Tỷ lệ thâm nhập của mobile internet và mạng xã hội ở VN

Tỷ lệ thâm nhập và tăng trưởng thương mại điện tử



Nguồn: Statista Digital Market Outlook

Kế hoạch đầu tư vào logistic trong 5 năm tới (từ 2016)



Nguồn: transport intelligent, statista estimate

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

CP	VHTT (tỷ đồng)	PE 2018	PE 2019	PB	ROE	ROA	Biên LNR	Nợ/VCSH
VNM	304.478	30,5	27,1	12,7	41,9	35,0	20,0	7,4
MWG	41.653	18,7	15,2	7,7	45,6	14,8	3,5	124,7
KDC	9.111	36,5	40,0	1,4	9,2	6,0	52,5	29,7
MSN	90.083	38,5	30,2	5,2	12,4	3,1	6,4	202,3
DQC	1.309	14,0	14,2	1,2	10,2	7,9	19,6	4,2
VNS	1.086	n/a	n/a	0,6	13,0	7,2	6,9	75,3
PNJ	14.507	21,4	16,6	5,3	28,9	16,4	5,3	100,5
DGW	853	14,3	11,5	1,3	10,6	4,9	1,8	54,4
<b>Trung bình</b>		<b>24,9</b>	<b>22,1</b>	<b>4,4</b>	<b>21,5</b>	<b>11,9</b>	<b>14,5</b>	<b>74,8</b>

Nguồn: Bloomberg, Maybank Kim Eng



## Ngành Điện: Lợi suất cổ tức cao

### Tăng trưởng nhu cầu điện duy trì hơn 10%/năm

Cùng với tăng trưởng chung của nền kinh tế, nhu cầu về điện - nguồn nhiên liệu thiết yếu của mọi hoạt động trong phát triển kinh tế xã hội - cũng liên tục tăng cao; tăng trưởng bình quân đạt 13%/năm giai đoạn 2001-2010, 11%/năm giai đoạn 2011-2015 và dự kiến tiếp tục duy trì trên 10%/năm trong vòng 10 năm tới. Năm 2017 vừa qua, tăng trưởng sản xuất điện đạt 9,4% GDP, đóng góp 0,6 điểm phần trăm vào tăng trưởng chung 9,4% của toàn ngành công nghiệp.

### Hưởng lợi từ thị trường điện cạnh tranh

Việt Nam đã triển khai thị trường phát điện cạnh tranh được hơn 5 năm kể từ tháng 7/2012; đây là giai đoạn đầu trong lộ trình hướng tới thị trường bán buôn điện cạnh tranh và thị trường bán lẻ điện cạnh tranh. Đến nay, thị trường phát điện cạnh tranh đã được vận hành hiệu quả với 76 nhà máy tham gia với tổng công suất 20.728MW, tăng 2,45 lần so với thời điểm mới vận hành. Nhiều nhà máy điện, trong đó có các nhà máy thuộc công ty điện niêm yết, đã được hưởng lợi khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh với giá bán bình quân trên thị trường cạnh tranh cao hơn giá bán theo hợp đồng PPA. Bước tiếp theo trong lộ trình thực hiện thị trường điện cạnh tranh là thị trường bán buôn điện cạnh tranh, hiện đang được triển khai thí điểm và dự kiến được đưa vào vận hành chính thức từ 2019.

### Lợi suất cổ tức cao

Các công ty sản xuất điện là nhóm công ty thường duy trì chính sách cổ tức cao nhờ dòng tiền ổn định từ hoạt động SXKD cốt lõi. Lợi suất cổ tức bình quân của nhóm cổ phiếu điện niêm yết năm vừa qua đạt 8,2%; trong đó PPC, NBP và TMP có lợi suất cổ tức cao nhất trong ngành với tỷ lệ 10,9%; 10,8% và 10%. Chúng tôi cho rằng chính sách cổ tức cao của các công ty điện niêm yết sẽ được duy trì trong các năm tới khi hoạt động sản xuất điện của toàn ngành được dự báo tiếp tục tăng trưởng hơn 10%/năm.

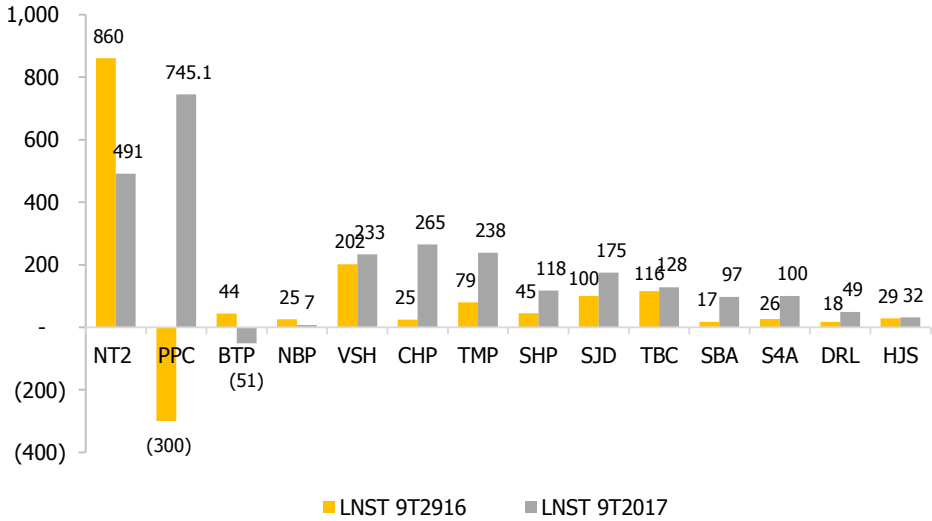
### Định giá khá hấp dẫn

Kết quả SXKD trong 9 tháng năm 2017 ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận của đa số các công ty điện niêm yết đạt mức cao. Trong nhóm nhiệt điện, đáng lưu ý là CTCP Nhiệt điện Phả Lại với LNST đạt 745 tỷ, tăng nhiều so với số lỗ 300 tỷ trong cùng kỳ năm trước nhờ rủi ro biến động tỷ giá đồng Yên được loại bỏ do công ty đã đạt được thỏa thuận trả EVN toàn bộ số dư nợ dài hạn bằng đồng Yên và hơn ¾ dư nợ được trả trong năm 2017, số còn lại khoảng 5 tỷ Yên sẽ được trả nốt trong 2018-2019. Ở nhóm thủy điện, các công ty niêm yết đều ghi nhận lợi nhuận cao hơn so với cùng kỳ; trong đó nổi trội là CHP (+971%), SBA (+460%), TMP (+200%).

**Trịnh Thị Ngọc Diệp**  
 diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn  
 (+84) 28 44 555 888 x 8208

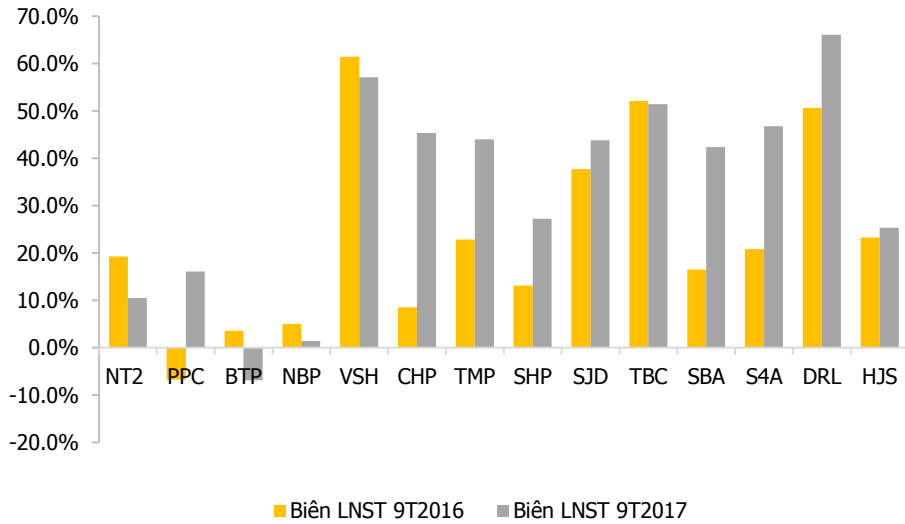
Về định giá, PPC, S4A, SJD, và SBA có mức định giá thấp so với các công ty trong ngành với P/E bốn quý gần nhất 4,3x; 6,8x; 7,4x, và 7,1x. P/E bình quân ngành cũng ở mức khá hấp dẫn 11x (lưu ý, loại trừ NBP với P/E 56,5x khi tính P/E bình quân).

**Lợi nhuận sau thuế 9 tháng 2017 (tỷ VND)**



Nguồn: Bloomberg

**Biên lợi nhuận sau thuế**



Nguồn: Bloomberg

## Chi số tài chính các công ty điện niêm yết

Công ty	Công suất (MW)	ROE (%)	ROA (%)	P/E (x)	P/B (x)	Lợi suất cổ tức (%)	Nợ ròng/VCSH (%)
NT2	750,0	14,4	6,7	13,9	2,0	7,9	96,6
PPC	1.040,0	32,1	18,1	4,3	1,2	10,9	81,6
BTP	388,9	2,4	1,3	27,8	0,7	8,8	48,5
NBP	100,0	1,2	0,8	56,5	0,7	10,8	TM ròng
VSH	136,0	10,2	4,7	12,2	1,2	5,9	107,1
CHP	170,0	31,3	16,9	6,8	1,9	6,1	76,7
TMP	150,0	26,6	18,3	8,8	2,3	10,0	21,3
SHP	122,5	14,3	6,5	12,7	1,8	6,8	115,5
SJD	104,0	19,9	14,3	7,4	1,5	9,8	25,1
TBC	120,0	13,6	13,1	12,3	1,7	9,2	TM ròng
SBA	73,0	20,4	10,2	7,1	1,4	5,9	94,6
S4A	63,0	29,9	11,5	6,8	2,0	11,3	165,2
DRL	16,0	51,4	51,2	7,6	3,7	6,2	TM ròng
HJS	12,0	10,6	5,9	15,6	1,6	5,1	76,4
<b>Bình quân</b>		<b>19,9</b>	<b>12,8</b>	<b>11,0<sup>(*)</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>8,2</b>	<b>64,9</b>

Nguồn: Công ty, Bloomberg



## **Ngành Dược phẩm: Kênh bệnh viện - Cơ hội cho các doanh nghiệp nội địa**

### **Dự báo tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn ở mức 2 con số**

Theo dự báo của BMI, tốc độ tăng trưởng tổng chỉ tiêu thuốc cả nước bình quân 5 năm 2017-2021 sẽ ở mức 11,5%/năm. Dù thấp hơn mức 15,6%/năm bình quân giai đoạn trước (2012-2016), nhưng tỷ lệ tăng trưởng này vẫn cao hơn cả mức 6-9% bình quân của các nước có ngành công nghiệp dược đang phát triển (pharmerging countries) lẫn mức 4-7% bình quân toàn thế giới (theo dự báo của IMS Market Prognosis). Trong đó, thuốc kê toa (prescription drug) (2017-2021) dự báo tăng 11,9%/năm, cao hơn thị trường chung.

### **Kênh bệnh viện: Cơ hội cho các doanh nghiệp nội địa**

Tỷ lệ bao phủ BHYT dược mở rộng từ mức 65% của năm 2012 lên 85,3% (tính đến hết tháng 10/2017), mục tiêu đến năm 2020, trên 90% dân số cả nước sẽ tham gia BHYT. Tỷ lệ bao phủ BHYT gia tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu khám chữa bệnh tại các bệnh viện, cơ sở y tế lẫn việc quản lý giá thuốc và tính hiệu quả trong sử dụng quỹ BHYT. Chi phí thuốc từ BHYT ước tính chiếm hơn 40% tổng giá trị chi tiêu thuốc cả nước. Các giải pháp đang được thực hiện là: (i) Ưu tiên sử dụng thuốc generic sản xuất trong nước, đẩy mạnh thay thế các loại thuốc biệt dược gốc đã hết thời hạn bảo hộ bằng các thuốc đấu thầu thuộc nhóm 1 (hiện nay chủ yếu là các thuốc generic đạt tiêu chuẩn GMP-EU hoặc PIC/s-GMP có visa xuất khẩu đi các nước tham gia ICH và Australia); và (ii) đấu thầu tập trung cấp quốc gia. Đây sẽ là cơ hội cho công ty dược trong nước có sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng GMP-EU hoặc PIC/s-GMP giành lại thị phần ở kênh bệnh viện từ các thuốc ngoại nhập.

### **PME, IMP: Khả năng hưởng lợi nhờ sản xuất được các loại thuốc generic đạt tiêu chuẩn GMP-EU**

PME và IMP là 2 trong số ít các công ty trong nước có sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng GMP-EU. Nhờ vị thế tiên phong đầu tư cho chất lượng sản xuất, chúng tôi kỳ vọng 2 công ty này có thể hưởng lợi từ cơ hội mở rộng thị phần kênh bệnh viện. PME và IMP đang giao dịch ở mức PE 2018 lần lượt là 16,8 lần và 17 lần.

### **Định giá vẫn tương đối hấp dẫn so với khu vực**

Dù tăng 37% trong năm 2017, trung bình PE lũy kế 12 tháng (T12M PE) của các cổ phiếu công ty sản xuất dược niêm yết của Việt Nam hiện chỉ ở mức 17,5 lần. Nếu tính riêng 6 công ty có giá trị vốn hoá trên 100 triệu USD (gồm: DHG, PME, TRA, DMC, IMP và DBD), T12M PE của các cổ phiếu này cũng chỉ ở mức 20,9 lần. Dựa trên ước tính của chúng tôi cho năm 2018, PE 2018 bình quân của 6 công ty này là 18,4 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình khoảng 33 lần của các nước khác trong khu vực.

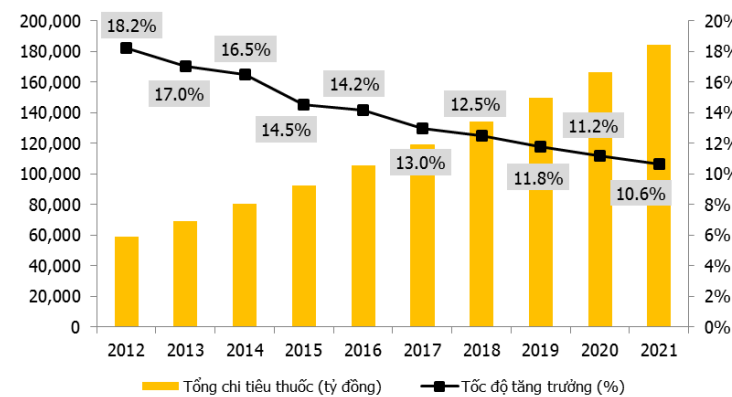
**Nguyễn Thị Sony Trà Mi**  
 mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn  
 (+84) 28 44 555 888 x 8084



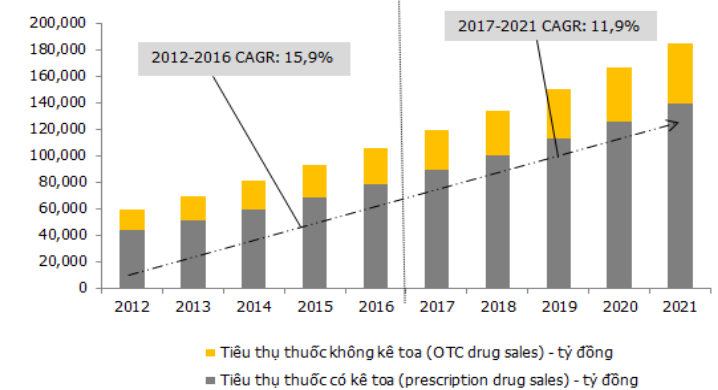
## Dự báo tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn ở mức 2 con số.

Theo dự báo của BMI, tốc độ tăng trưởng tổng chi tiêu thuốc cả nước bình quân 5 năm 2017-2021 sẽ ở mức 11,5%/năm. Dù thấp hơn mức 15,6%/năm bình quân giai đoạn trước (2012-2016), nhưng tỷ lệ tăng trưởng này vẫn cao hơn cả mức 6-9% bình quân của các nước có ngành công nghiệp dược đang phát triển (pharmerging countries) lẫn mức 4-7% bình quân toàn thế giới (theo dự báo của IMS Market Prognosis). Việt Nam vẫn được đánh giá là thị trường dược phẩm hấp dẫn với đặc điểm quy mô dân số khá lớn, tuổi thọ trung bình đang gia tăng đi kèm với việc nhận thức về sức khỏe của người dân ngày càng được nâng cao. Ngoài ra, mặc dù thuộc nhóm 3 (nhóm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất) trong số 17 nước pharmerging nhưng chi tiêu thuốc bình quân đầu người của Việt Nam vẫn chưa đến 40 USD/người/năm, chỉ bằng khoảng 1/2 mức bình quân của các nước pharmerging.

**Tổng giá trị chi tiêu thuốc cả nước qua các năm (tỷ đồng)**



**Giá trị tiêu thụ thuốc kê toa (prescription drug) qua các năm**



Nguồn: BMI, Maybank Kim Eng

**Thuốc kê toa (prescription drug) tăng cao hơn thị trường chung.** Thuốc kê toa hiện chiếm hơn 74% tổng giá trị chi tiêu tiền thuốc cả nước (theo BMI), với tốc độ tăng trưởng bình quân các năm 2012-2016 là 15,9%/năm và dự báo cho giai đoạn 2017-2021 là 11,9%/năm, đều cao hơn mức tăng của thị trường chung. Trong đó, thuốc generic (chiếm hơn 70% giá trị) dự báo tăng 12,9%/năm, cao hơn mức tăng 9,1%/năm của tổng giá trị thuốc gốc (patented drug). Dự báo này tương đối phù hợp với định hướng điều hành của Chính phủ là ưu tiên sử dụng thuốc generic sản xuất trong nước với giá cả hợp lý.

**Chính phủ chủ trương gia tăng tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước.** Thuốc sản xuất trong nước hiện nay chủ yếu vẫn là thuốc generic, giá trị thấp và tập trung ở các dòng thuốc thông thường, chiếm chưa đến 50% tổng giá trị chi tiêu thuốc cả nước. Chiến lược quốc gia về phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến 2020 (theo quyết định 68/QĐ-TTg) định hướng ưu tiên phát triển ngành dược nội địa, mục tiêu đưa tỷ lệ thuốc sản xuất trong nước trên tổng giá trị thuốc lên 80% trong 2020. Dù thách thức là không nhỏ nhưng cũng có thể xem đây là cơ hội cho các công ty dược trong nước.

## Kênh bệnh viện: Cơ hội cho các doanh nghiệp nội địa.

**Bảo hiểm y tế (BHYT) toàn dân – cơ sở thúc đẩy nhu cầu khám chữa bệnh tại bệnh viện.** Với mục tiêu thực hiện bảo hiểm y tế toàn dân, từ năm 2012, chính phủ đã có những biện pháp đẩy mạnh mở rộng tỷ lệ bao phủ BHYT. Nhờ đó, sau 5

năm thực hiện, hiện nay 85,3% dân số cả nước đã tham gia BHYT (tính đến hết tháng 10/2017), so với mức 65% của năm 2012. Theo quyết định số 1167/QĐ-TTg ngày 28/06/2016, mục tiêu đến năm 2020, trên 90% dân số sẽ tham gia BHYT. Tỷ lệ bao phủ BHYT gia tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu khám chữa bệnh tại các bệnh viện, cơ sở y tế lẫn việc quản lý giá thuốc và tính hiệu quả trong sử dụng quỹ BHYT. Năm 2017, dự kiến chi phí khám chữa bệnh do quỹ BHYT chi trả lên tới trên 90.000 tỷ đồng, trong đó 50-60% là tiền thuốc – tương đương hơn 40% tổng giá trị chi tiêu thuốc cả nước. Thuốc được phân phối vào các bệnh viện hiện nay theo hình thức đấu thầu.

**Ưu tiên sử dụng thuốc generic sản xuất trong nước, đẩy mạnh thay thế các loại thuốc biệt dược gốc (BDG) đã hết thời hạn bảo hộ bằng các thuốc đấu thầu thuộc nhóm 1.**

Luật Dược số 105/2016/QH13, hiệu lực từ ngày 01/01/2017 có quy định không chào thầu thuốc nhập khẩu khi thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp.

Quy định đấu thầu theo Thông tư 36/2013-TTLT-BYT-BTC (sửa đổi bổ sung TT01/2012) với tiêu chí ưu tiên “giá thấp” sau khi triển khai đã giúp chi phí sử dụng thuốc giảm đáng kể. Trong đó, giá thuốc thuộc nhóm generic giảm tới 35% (so với khi thực hiện đấu thầu theo cơ chế cũ). Tiếp theo đó, Chính phủ hướng đến việc đẩy mạnh thay thế các loại thuốc BDG đã hết thời hạn bảo hộ và có thuốc generic tương tự được chứng minh tương đương sinh học với thuốc biệt dược gốc đáp ứng yêu cầu điều trị với giá rẻ hơn nhiều so với thuốc BDG.

Theo công văn 1649/VPCP-KGVX về việc công tác đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập ngày 24/02/2017, Phó Thủ tướng Vũ Đức Đam yêu cầu Bộ Y tế phối hợp với BHXH Việt Nam sửa đổi, bổ sung quy định về việc mua thuốc BDG đã hết bản quyền để giảm giá thuốc thông qua đấu thầu rộng rãi với các thuốc generic thuộc nhóm 1<sup>(\*)</sup> đã có nhiều số đăng ký đáp ứng yêu cầu điều trị theo danh mục do Bộ Y tế công bố. Theo thống kê sơ bộ của BHXH Việt Nam hồi tháng 8/2017, hiện có 76 loại thuốc BDG hết hạn bản quyền và có 1-2 số đăng ký thuốc generic nhóm 1 có thể thay thế được với giá trị tương ứng là 811 tỷ đồng. Chi phí tiết kiệm được nếu thực hiện thay thế là khoảng 199 tỷ đồng.

*(\*)Nhóm 1: thuốc generic sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/s - GMP tại cơ sở sản xuất thuộc nước tham gia ICH và Australia hoặc thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP do Bộ Y tế Việt Nam cấp giấy chứng nhận và được cơ quan quản lý quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại nước tham gia ICH hoặc Australia)*

BHXH vừa qua cũng có công văn 3794/BHXH-DVT ngày 28/08/2017 thống nhất tỷ lệ sử dụng BDG tại các tuyến điều trị theo chỉ đạo của Chính phủ để đề nghị Bộ Y tế xem xét thông qua việc giảm tỷ lệ sử dụng BDG cho năm 2018 như sau:

	2016		2018
	Tổng	Loại trừ 2.982 tỷ đồng chi phí BDG hết hạn bản quyền có 1-3 SDK nhóm I thay thế trở lên theo công văn 2713/BYT-QLD	
<b>Tổng chi phí thuốc</b>	<b>31,638</b>	<b>31,638</b>	
Chi phí sử dụng BDG trong KCB BHYT <i>% tổng chi phí thuốc</i>	8,226 <i>26%</i>	5,244 <i>16%</i>	
<b>Tỷ lệ sử dụng BDG:</b>			
Tại BV tuyến trung ương	47%	32%	30%
Tại BV tuyến tỉnh	24%	15%	5%
Tại BV tuyến huyện	7%	4%	không sử dụng, kể cả các CSYT ngoài công lập

*Nguồn: Bộ Y tế, Cục QLD*

### Đấu thầu tập trung cấp quốc gia

Trước đây, việc đấu thầu thuốc tập trung chỉ mới được thực hiện ở cấp địa phương (tỉnh/thành phố). Ngoài danh mục đấu thầu tập trung theo Thông tư 09/2016-TT-BYT của Bộ Y tế, Chính phủ thống nhất với đề nghị của Bộ tài chính về việc thí điểm giao BHHX Việt nam tổ chức thực hiện đấu thầu thuốc tập trung cấp quốc gia đối với thuốc dùng trong lĩnh vực BHYT, theo nghị quyết số 59/NQ-CP ngày 07/07/2016. Phương án này sẽ được tiến hành từ ngày 01/01/2018, nhằm giúp quản lý tốt hơn chuỗi cung ứng, giá và chất lượng thuốc, đồng thời gia tăng hiệu quả sử dụng quỹ BHYT, giảm thiểu các tiêu cực và bất cập có thể có trong quá trình đấu thầu.

Theo quyết định số 1801/QĐ-BHHX về việc phê duyệt kế hoạch lựa chọn nhà thầu cung cấp thuốc năm 2018 thuộc danh mục thuốc đấu thầu tập trung quốc gia, BHHX Việt Nam sẽ tổ chức thí điểm đấu thầu tập trung đối với 5 hoạt chất (24 mặt hàng) thiết yếu, thường xuyên sử dụng tại các bệnh viện – cơ sở y tế trên cả nước. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp có lợi thế về quy mô sản xuất cũng như giá thành.

### **PME, IMP: Khả năng hưởng lợi nhờ sản xuất được các loại thuốc generic đạt tiêu chuẩn GMP-EU**

Với xu hướng ưu tiên sử dụng thuốc generic trong nước, đẩy mạnh thay thế các loại thuốc BDG đã hết thời hạn bảo hộ bằng các thuốc đấu thầu thuộc nhóm 1; cùng với tiềm năng tiêu thụ từ kênh bệnh viện, đặc biệt là việc đấu thầu tập trung, chúng tôi cho rằng các công ty dược trong nước có sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng GMP-EU hoặc PIC/s-GMP đang có cơ hội gia tăng thị phần ở kênh bệnh viện. Phần lớn đối thủ cạnh tranh khi tham gia đấu thầu ở các gói thầu theo tiêu chuẩn này là các thuốc ngoại nhập. Do vậy, một cách tương đối, các sản phẩm sản xuất trong nước sẽ có lợi thế về giá hơn để có cơ hội thắng thầu. Tuy nhiên, cần lưu ý thêm, theo dự thảo về thay đổi thông tư hướng dẫn thầu, các sản phẩm có tiêu chuẩn chất lượng PIC/s-GMP có thể sẽ được tách ra khỏi nhóm 1 và 2 hiện nay để thành một nhóm thầu riêng. Nếu dự thảo này được thông qua, áp lực cạnh tranh cho các thuốc đạt chuẩn GMP-EU ở 2 gói thầu này cũng sẽ được giảm đi.

Số lượng các nhà máy tại Việt Nam đạt được tiêu chuẩn chất lượng GMP-EU hiện nay không nhiều. Trong số các doanh nghiệp dược niêm yết trên sàn, chỉ có PME và IMP đạt được tiêu chuẩn này.

**CTCP Pymepharco (PME – HSX, 84.000 VND) | Tích cực**

Yếu tố tăng trưởng	Giá trị doanh nghiệp
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Thể mạnh của công ty là tiêu chuẩn chất lượng cao, bao gồm các thuốc generic kháng sinh đạt tiêu chuẩn GMP-EU, khá nhiều sản phẩm đạt chứng minh tương đương sinh học và tương đương điều trị cũng như các loại thuốc đặc trị được sản xuất nhượng quyền và chuyển giao công nghệ từ cổ đông lớn là tập đoàn Stada (Đức) và 1 số đối tác khác.</li> <li>➢ Còn dư địa cho tăng trưởng. Nhà máy thuốc tiêm (37 triệu lọ/năm) chỉ đang hoạt động chưa quá 20% công suất thiết kế. Trong khi nhà máy thuốc viên đang khai thác ở mức 70% công suất, công ty có kế hoạch đầu tư thêm nhà máy thuốc viên tiêu chuẩn GMP-EU, từ tháng 1/2018, giúp mở rộng năng lực sản xuất thuốc viên từ 900 triệu viên/năm hiện nay lên 2,1 tỷ viên/năm vào 2019.</li> <li>➢ Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho 2 năm tới (2018-2019) ở mức 15%/năm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ PE ước tính cho 2018 là 16,8 lần, so với mức gần 18,4 lần bình quân của top 6 các công ty dược niêm yết có vốn hoá lớn nhất.</li> <li>➢ Ngoài tiềm năng dài hạn, PME còn có tình hình tài chính lành mạnh và khả năng sinh lợi cao so với bình quân ngành.</li> <li>➢ Cổ tức ổn định tối thiểu 20% mệnh giá trong 3 năm tới.</li> </ul>
<b>Yếu tố rủi ro</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Việc nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng đang là xu hướng của các doanh nghiệp lớn trong ngành, nhằm gia tăng lợi thế cạnh tranh, đặc biệt là khi đấu thầu vào kênh bệnh viện. Tuy nhiên, do các quy định về đấu thầu vẫn đang thay đổi, có thể dẫn đến các rủi ro khiến hiệu quả đạt được không như kỳ vọng.</li> <li>➢ Tỷ lệ giao dịch tự do (free float) tương đối thấp.</li> </ul>	

Lịch sử giá cổ phiếu																	
	<table border="1"> <tr> <td>Cao nhất/thấp nhất 52 tuần</td> <td>93.200/77.000</td> </tr> <tr> <td>GTGD bình quân 3T</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Tỷ lệ giao dịch tự do</td> <td>27,80%</td> </tr> <tr> <td>Số lượng cổ phiếu lưu hành</td> <td>65,2 (triệu cp)</td> </tr> <tr> <td>Giá trị vốn hoá thị trường</td> <td>5.609,6 tỷ VND</td> </tr> <tr> <td></td> <td><b>1T</b>      <b>3T</b>      <b>12T</b></td> </tr> <tr> <td>% tăng/giảm</td> <td>+8,3      n/a      n/a</td> </tr> <tr> <td>So với VN-Index (%)</td> <td>0,0      n/a      n/a</td> </tr> </table> <p style="text-align: right;"><i>Nguồn: Bloomberg</i></p>	Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	93.200/77.000	GTGD bình quân 3T	N/A	Tỷ lệ giao dịch tự do	27,80%	Số lượng cổ phiếu lưu hành	65,2 (triệu cp)	Giá trị vốn hoá thị trường	5.609,6 tỷ VND		<b>1T</b> <b>3T</b> <b>12T</b>	% tăng/giảm	+8,3      n/a      n/a	So với VN-Index (%)	0,0      n/a      n/a
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	93.200/77.000																
GTGD bình quân 3T	N/A																
Tỷ lệ giao dịch tự do	27,80%																
Số lượng cổ phiếu lưu hành	65,2 (triệu cp)																
Giá trị vốn hoá thị trường	5.609,6 tỷ VND																
	<b>1T</b> <b>3T</b> <b>12T</b>																
% tăng/giảm	+8,3      n/a      n/a																
So với VN-Index (%)	0,0      n/a      n/a																

**CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP – HSX, 66.000 VND) | Tích cực**

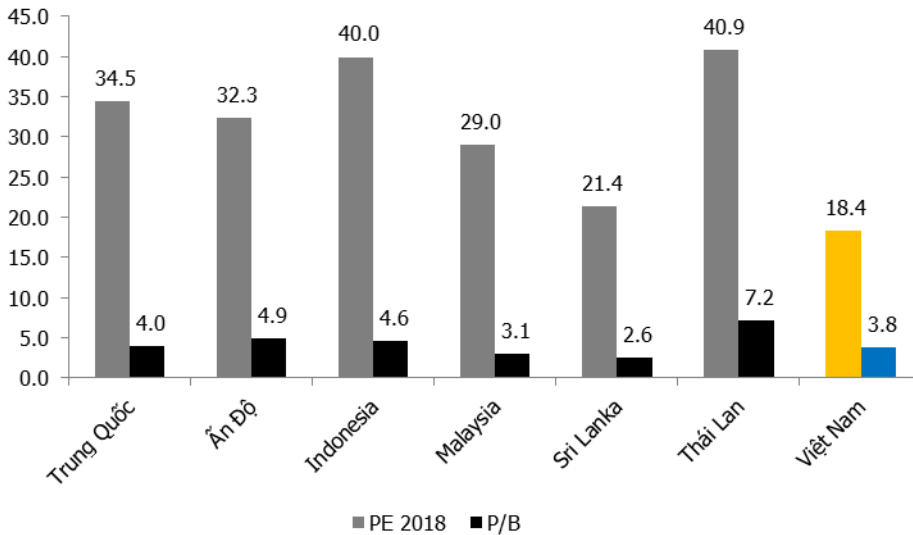
Yếu tố tăng trưởng	Giá trị doanh nghiệp
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Kỳ vọng đẩy mạnh tỷ suất khai thác 2 nhà máy thuốc tiêm, đã được cấp chứng nhận tiêu chuẩn GMP-EU vào cuối năm 2016 và hoàn tất số đăng ký để có thể tham gia thầu từ 2018. IMP hiện có thể cung cấp 3/5 hoạt chất kháng sinh tiêm theo danh sách đấu thầu tập trung của BHXH.</li> <li>➢ Nhà máy sản xuất thuốc công nghệ cao với sản phẩm là các thuốc đặc trị theo tiêu chuẩn GMP-EU dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ 2019.</li> <li>➢ Dự báo lợi nhuận sau thuế 2018 sẽ tăng gần 25% so với năm 2017.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ IMP đang giao dịch ở mức gần 17 lần PE ước tính cho 2018, so với mức gần 18,4 lần bình quân của top 6 các công ty dược niêm yết có vốn hoá lớn nhất.</li> <li>➢ Cổ tức ổn định 18-20% mệnh giá trong 3 năm gần nhất.</li> </ul>
<b>Yếu tố rủi ro</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Việc nâng cấp tiêu chuẩn chất lượng đang là xu hướng của các doanh nghiệp lớn trong ngành, nhằm gia tăng lợi thế cạnh tranh, đặc biệt là khi đấu thầu vào kênh bệnh viện. Tuy nhiên, do các quy định về đấu thầu vẫn đang thay đổi, có thể dẫn đến các rủi ro khiến hiệu quả đạt được không như kỳ vọng.</li> </ul>	

Lịch sử giá cổ phiếu																	
	<table border="1"> <tr> <td>Cao nhất/thấp nhất 52 tuần</td> <td>74.400/46.364</td> </tr> <tr> <td>GTGD bình quân 3T</td> <td>1,32 tỷ VND</td> </tr> <tr> <td>Tỷ lệ giao dịch tự do</td> <td>71,82%</td> </tr> <tr> <td>Số lượng cổ phiếu lưu hành</td> <td>43,0 (triệu cp)</td> </tr> <tr> <td>Giá trị vốn hoá thị trường</td> <td>2.826,7 tỷ VND</td> </tr> <tr> <td></td> <td><b>1T</b>      <b>3T</b>      <b>12T</b></td> </tr> <tr> <td>% tăng/giảm</td> <td>-1,5      +5,1      +41,9</td> </tr> <tr> <td>So với VN-Index (%)</td> <td>-9,2      -16,7      -5,4</td> </tr> </table> <p style="text-align: right;"><i>Nguồn: Bloomberg</i></p>	Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	74.400/46.364	GTGD bình quân 3T	1,32 tỷ VND	Tỷ lệ giao dịch tự do	71,82%	Số lượng cổ phiếu lưu hành	43,0 (triệu cp)	Giá trị vốn hoá thị trường	2.826,7 tỷ VND		<b>1T</b> <b>3T</b> <b>12T</b>	% tăng/giảm	-1,5      +5,1      +41,9	So với VN-Index (%)	-9,2      -16,7      -5,4
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	74.400/46.364																
GTGD bình quân 3T	1,32 tỷ VND																
Tỷ lệ giao dịch tự do	71,82%																
Số lượng cổ phiếu lưu hành	43,0 (triệu cp)																
Giá trị vốn hoá thị trường	2.826,7 tỷ VND																
	<b>1T</b> <b>3T</b> <b>12T</b>																
% tăng/giảm	-1,5      +5,1      +41,9																
So với VN-Index (%)	-9,2      -16,7      -5,4																

## Định giá cổ phiếu ngành dược: vẫn tương đối hấp dẫn so với bình quân khu vực

Dù tăng 37% trong năm 2017, trung bình PE lũy kế 12 tháng (T12M PE) của các cổ phiếu công ty sản xuất dược niêm yết của Việt Nam hiện chỉ ở mức 17,5 lần. Nếu tính riêng nhóm 6 công ty có giá trị vốn hoá trên 100 triệu USD (gồm: DHG, PME, TRA, DMC, IMP và DBD), T12M PE của các cổ phiếu này cũng chỉ ở mức 20,9 lần. Dựa trên ước tính của chúng tôi cho năm 2018, PE 2018 bình quân của 6 công ty này là 18,4 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình khoảng 33 lần của các nước khác trong khu vực.

### Định giá cổ phiếu ngành dược Việt Nam so với các nước trong khu vực



Nguồn: Công ty, Maybank Kim Eng

### Các công ty sản xuất dược niêm yết

Cổ phiếu	Sàn	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	T12M PE (x)	PE 2018 (*) (x)	PB (x)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LNR (%)	D/E (%)
DHG	HSX	14,957	114,400	23.7	22.4	5.3	23.2	19.4	19.0	12.4
PME	HSX	5,766	88,400	17.2	16.8	3.3	19.7	16.0	15.9	
TRA	HSX	4,808	116,000	21.7	18.4	4.6	22.4	16.5	12.3	1.6
DMC	HSX	3,952	113,800	19.9	18.4	4.1	22.1	18.8	14.8	
IMP	HSX	2,835	66,000	23.9	17.3	2.0	9.6	9.5	11.3	
DBD	UpCOM	2,802	53,500	19.2	17.2	3.6	18.8	11.3	10.2	9.7
OPC	HSX	1,481	58,500	18.7		2.7	15.3	9.3	9.4	10.9
DCL	HSX	1,296	22,800	13.2		1.8	13.7	10.1	12.0	17.7
DHT	HNX	833	66,300	12.1		4.1	37.6	13.7	4.8	95.7
PMC	HSX	611	65,500	10.1		2.4	30.7	25.1	17.1	
LDP	HNX	241	30,800	12.3		2.2	19.8	6.9	3.6	49.1
<b>Trung bình</b>				<b>17.5</b>	<b>18.4</b>	<b>3.3</b>	<b>21.2</b>	<b>14.2</b>	<b>11.9</b>	<b>28.2</b>
<b>Trung vị</b>				<b>18.7</b>	<b>17.9</b>	<b>3.3</b>	<b>19.8</b>	<b>13.7</b>	<b>12.0</b>	<b>12.4</b>
<b>Trung bình Top 6 GTVH</b>				<b>20.9</b>	<b>18.4</b>	<b>3.8</b>	<b>19.3</b>	<b>15.2</b>	<b>13.9</b>	<b>7.9</b>

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



## **Ngành Dầu khí 2018: Triển vọng sáng sủa hơn**

### **Giá dầu hồi phục**

Giá dầu dầu bật tăng trong thời gian gần đây là do các thành viên OPEC cam kết tiếp tục cắt giảm sản lượng đến cuối năm 2018 và kỳ vọng nhu cầu tại Trung Quốc gia tăng sẽ làm cho tồn kho dầu quay đầu giảm xuống mức bình quân 5 năm. Giá dầu Brent hiện đang giao dịch quanh mức 66 USD/thùng, tăng 18% so với cùng kỳ. Giá dầu Brent đã duy trì ở mức trên 60 USD/thùng kể từ tháng 10/2017 và chưa có dấu hiệu điều chỉnh. Mặc dù vậy, giá dầu cần duy trì ở mức trên 60 USD/thùng trong khoảng từ 6 – 9 tháng để tạo sự ổn định một cách thuyết phục hơn.

### **Thăm dò – khai thác giai đoạn khó khăn nhất đã qua**

Các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thăm dò – Khai thác có vẻ đã trải qua thời gian khó khăn nhất, các doanh nghiệp công bố ước tính KQKD vượt kế hoạch 2017. Cụ thể, PVS công bố KQKD hợp nhất sơ bộ với doanh thu và LNTT lần lượt đạt 14.800 tỷ đồng và 1000 tỷ đồng, dù thấp hơn cùng kỳ nhưng hoàn thành vượt 114% và 143% kế hoạch năm.

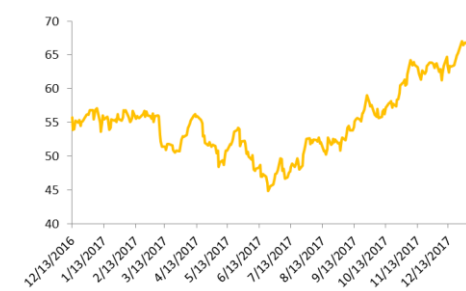
Bên cạnh đó, PVD cho biết triển vọng về việc làm trong năm 2018 tương đối sáng sủa hơn. Các giàn khoan Jack up của PVD (PVD I, II, III, VI) đều đang thực hiện các chiến dịch khoan trong và ngoài nước, khác với không khí ảm đạm vào nửa đầu 2017. Theo đó, doanh thu PVD ước thực hiện năm 2017 của đạt 3.750 tỷ đồng, vượt kế hoạch 63% (2.300 tỷ đồng). Công ty cho biết có thể sẽ không có lỗ. Ngoài ra, do khối lượng công việc gia tăng, công ty ước tính hiệu suất khai thác có thể đạt trên 80% trong năm 2018.

### **Kỳ vọng các dự án thăm dò và khai thác được triển khai**

Giá dầu tăng là tiền đề để khởi động các dự án thăm dò và khai thác mới. Các dự án được kỳ vọng nhiều bao gồm Cá Rồng Đỏ (khởi động vào Q4/2019), Cá Voi Xanh (dự kiến 2020-2021), Lô B Ô Môn, Malay - Thổ Chu.

Đáng chú ý, dự án Cá Rồng Đỏ là dự án lớn và nhiều khả năng được triển khai sớm nhất (~Q4/2019). Cá Rồng Đỏ thuộc Block 07/03 – Bể Nam Côn Sơn, cách bờ biển Vũng Tàu 440 km gồm 12 cụm giếng, cung ứng 25.000-30.000 thùng dầu/ngày và 60 triệu m<sup>3</sup> khí/ngày (~2,4 tỷ m<sup>3</sup>/năm).

**Giá dầu Brent (USD/thùng)**



Nguồn: Bloomberg

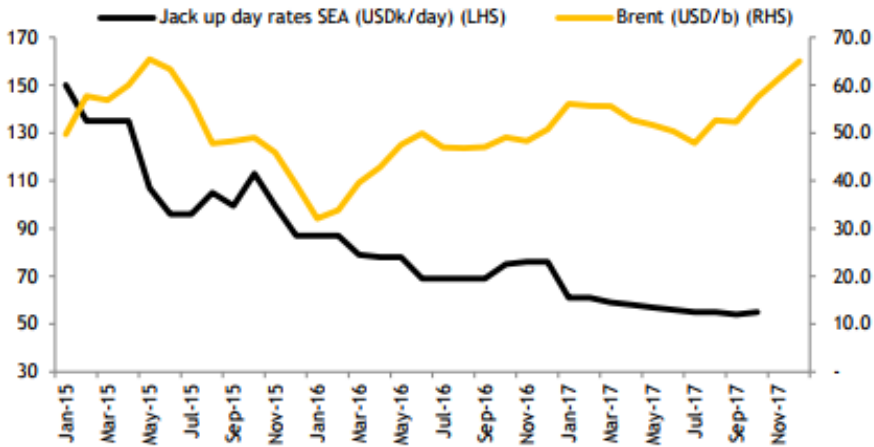
**Trương Quang Bình**  
binh.truong@maybank-kimeng.com.vn  
(+84) 28 44 555 888 x 8087

## Triển vọng các doanh nghiệp trong ngành sáng sửa hơn

PVS là doanh nghiệp có tính ổn định cao, hoạt động ở tất cả các khâu trong chuỗi giá trị (ngoại trừ dịch vụ khoan). Dự án Cá Rồng Đỏ đã mang về cho Liên doanh PVS (51%) và Yinson (49%) hợp đồng cung ứng FPSO trị giá 800 triệu USD. Bên cạnh đó, PVS sẽ cung cấp dịch vụ Cơ khí dầu khí đối với một giàn đầu giếng có chân đế cằng (TWHP).

PVD cho biết có thể sẽ tham gia đấu thầu cung cấp giàn khoan cho dự án Cá Rồng Đỏ. Dự kiến giàn PVD V sẽ tham gia chiến dịch khoan cho Cá Rồng Đỏ trong năm 2019. Dù triển vọng về khối lượng việc làm sáng sửa hơn, giá cho thuê giàn của PVD vẫn đang dưới ngưỡng hòa vốn. Do vậy, chúng tôi ưa thích PVS hơn trong giai đoạn hiện tại.

### Giá cho thuê giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á



Nguồn: Bloomberg, HIS



**Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS - HSX) – 23.600 VND | Tích cực**

Yếu tố tăng trưởng	Giá trị doanh nghiệp
<ul style="list-style-type: none"> <li>PVS chuyên cung cấp các dịch vụ cho dầu khí, công nghiệp như EPCI công trình biển; EPC công trình công nghiệp; Kho nổi xử lý và xuất dầu thô FSO/FPSO (đồng sở hữu 5 tàu FSO/FPSO); Tàu dịch vụ; Khảo sát địa chấn, địa chất và công trình ngầm; Lắp đặt, vận hành và bảo dưỡng công trình biển; Cảng dịch vụ và Dịch vụ cung cấp nhân lực kỹ thuật, bảo vệ và vật tư thiết bị dầu khí.</li> <li>Dự án Cá Rồng Đỏ đã mang về cho Liên doanh PVS (51%) và Yinson (49%) hợp đồng cung ứng FPSO trị giá 800 triệu USD. Bên cạnh đó, PVS cũng đã ký hợp đồng cung cấp dịch vụ M&amp;C với một giàn đầu giếng có chân đế cặng (TWHP).</li> <li>Kỳ vọng khoản bồi thường từ việc Lam Son JOC công bố hủy hợp đồng với PTSC AP trước đó vào tháng 3/2017.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PVS là công ty cung cấp dịch vụ dầu khí lớn nhất trong nước, hoạt động trong tất cả các khâu (trừ dịch vụ Khoan) trong chuỗi giá trị.</li> <li>Định giá thấp. PVS đang giao dịch ở mức 1,08 lần P/B, so với mức 2,35 lần bình quân của các doanh nghiệp trong khu vực.</li> </ul>
	Yếu tố rủi ro
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá dầu khá biến động, các dự án được đưa ra với giá định giá đầu duy trì trên 60 USD/thùng.</li> <li>Trì hoãn các dự án E&amp;P do phụ thuộc vào diễn biến giá dầu.</li> <li>Tình hình địa chính trị phức tạp tại khu vực Biển Đông.</li> </ul>

Lịch sử giá cổ phiếu													
	<p>Cao nhất/thấp nhất 52 tuần: 23.800/15.200</p> <p>GTGD bình quân 3T: 114,35 (tỷ VND)</p> <p>Tỷ lệ giao dịch tự do: 35,17%</p> <p>Số lượng cổ phiếu lưu hành: 446,7 (triệu cp)</p> <p>Giá trị vốn hoá thị trường: 12.060,9 (tỷ VND)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>1T</th> <th>3T</th> <th>12T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>% tăng/giảm</td> <td>+45,9</td> <td>+68,8</td> <td>+57,0</td> </tr> <tr> <td>So với VN-Index (%)</td> <td>+34,6</td> <td>+33,7</td> <td>+4,7</td> </tr> </tbody> </table> <p><i>Nguồn: Bloomberg</i></p>		1T	3T	12T	% tăng/giảm	+45,9	+68,8	+57,0	So với VN-Index (%)	+34,6	+33,7	+4,7
	1T	3T	12T										
% tăng/giảm	+45,9	+68,8	+57,0										
So với VN-Index (%)	+34,6	+33,7	+4,7										

**CTCP Khoan và dịch vụ Khoan dầu khí (PVD - HSX) – 23.350 VND | Trung Tính**

Yếu tố tăng trưởng	Giá trị doanh nghiệp
<ul style="list-style-type: none"> <li>PVD hoạt động trong lĩnh vực cung cấp giàn khoan, dịch vụ kỹ thuật về khoan và giếng khoan, dịch vụ cung nhân lực trong lĩnh vực khoan và giếng khoan dầu khí (ngoài khơi lẫn trên đất liền).</li> <li>Giá dầu tăng dẫn đến triển vọng ngành cung cấp dịch vụ khoan sáng sủa hơn. Nhiều hợp đồng khoan đã được ký kết. Hiện tại, ngoài giàn PVD II đang hoạt động cho Vietsopetro, tất các giàn khoan Jack up của PVD đang thực hiện các chiến dịch khoan tại nước ngoài.</li> <li>PVD cho biết công ty sẽ tham gia đấu thầu cung cấp giàn khoan cho dự án Cá Rồng Đỏ. Dự kiến giàn PVD V sẽ tham gia chiến dịch khoan cho Cá Rồng Đỏ trong năm 2019.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PVD là công ty cung cấp giàn khoan và dịch vụ khoan duy nhất của Việt Nam. Hiện công ty sở hữu 4 giàn khoan Jack up, 1 giàn tiếp trợ nửa nổi nửa chìm, 1 giàn đất liền.</li> <li>PVD đang giao dịch ở mức 0,74 lần PB, so với mức gần 3,19 lần bình quân các doanh nghiệp cùng ngành.</li> </ul>
	Yếu tố rủi ro
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá cổ phiếu đã tăng ~75% so với đáy vào tháng 10.</li> <li>Trì hoãn các dự án E&amp;P do phụ thuộc vào diễn biến giá dầu.</li> <li>Giá cho thuê giàn vẫn còn dưới ngưỡng hòa vốn.</li> <li>Đơn vị thành viên quản lý giàn PVD VI vẫn đối mặt với rủi ro thanh khoản tài trợ cho khoản nợ 156 triệu USD.</li> </ul>

Lịch sử giá cổ phiếu													
	<p>Cao nhất/thấp nhất 52 tuần: 13.000/24.000</p> <p>GTGD bình quân 3T: 63,94 (tỷ VND)</p> <p>Tỷ lệ giao dịch tự do: 44,84%</p> <p>Số lượng cổ phiếu lưu hành: 382,9 (triệu cp)</p> <p>Giá trị vốn hoá thị trường: 9.533,0 (tỷ VND)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>1T</th> <th>3T</th> <th>12T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>% tăng/giảm</td> <td>+28,0</td> <td>+77,9</td> <td>+16,9</td> </tr> <tr> <td>So với VN-Index (%)</td> <td>+18,1</td> <td>+40,9</td> <td>-22,1</td> </tr> </tbody> </table> <p><i>Nguồn: Bloomberg</i></p>		1T	3T	12T	% tăng/giảm	+28,0	+77,9	+16,9	So với VN-Index (%)	+18,1	+40,9	-22,1
	1T	3T	12T										
% tăng/giảm	+28,0	+77,9	+16,9										
So với VN-Index (%)	+18,1	+40,9	-22,1										



## Ngành Cao su 2018: Tích cực nhờ hoạt động khác

### Triển vọng giá cao su 2018: ngắn hạn cải thiện...

Giá cao su đã điều chỉnh liên tục kể từ giữa năm 2017. Trong ngắn hạn giá cao su có khả năng hồi phục nhẹ nhờ một số thông tin hỗ trợ như: 1) giá dầu, hàng hóa có tương quan với cao su, hồi phục đáng kể; 2) Chính phủ Thái Lan đã công bố chương trình trợ giá 20 tỷ Bath kể từ tháng 12/2017; 3) Các nước sản xuất cao su Thái Lan, Malaysia, Indonesia thống nhất cắt giảm xuất khẩu 350.000 tấn (từ tháng 12/2017 đến tháng 03/2018); 4) cây cao su vào mùa thay lá (từ tháng 2 – 5), tạm gián đoạn nguồn cung.

### ... nhưng khó đột biến

Chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ khó tăng đột biến do: 1) Tồn kho cao su thế giới ở năm trước vẫn dồi dào; 2) Trung Quốc – thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới, được dự báo có tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại, đặc biệt là ngành ô tô.

- Nguồn cung dồi dào tích lũy từ năm trước (xem biểu đồ). ANRPC ước tính nguồn cung cao su thế giới vượt nhẹ 83 nghìn tấn so với nhu cầu trong năm 2017. Nguồn cung trong 2018 được dự báo sẽ tiếp tục vượt cầu do tình hình sản xuất thuận lợi ở khu vực Đông Á như Malaysia và Thái Lan.
- Trung Quốc – quốc gia có sản lượng tiêu thụ cao su đứng đầu thế giới với tỷ trọng 38,5% tổng sản lượng của thế giới (biểu đồ 3) – có tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại trong 2018-2019. (1) Theo Worldbank, tăng trưởng kinh tế của quốc gia này được dự báo chậm lại trong 2018 và 2019 lần lượt là 6,5% & 6,3% so với năm 2017 là 6,5% (biểu đồ 5). (2) Tăng trưởng ngành ô tô của quốc gia này dự kiến trong 2018 khoảng 2,7%, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 12,63% giai đoạn 2013-2016.

### 2018 tích cực nhờ hoạt động khác

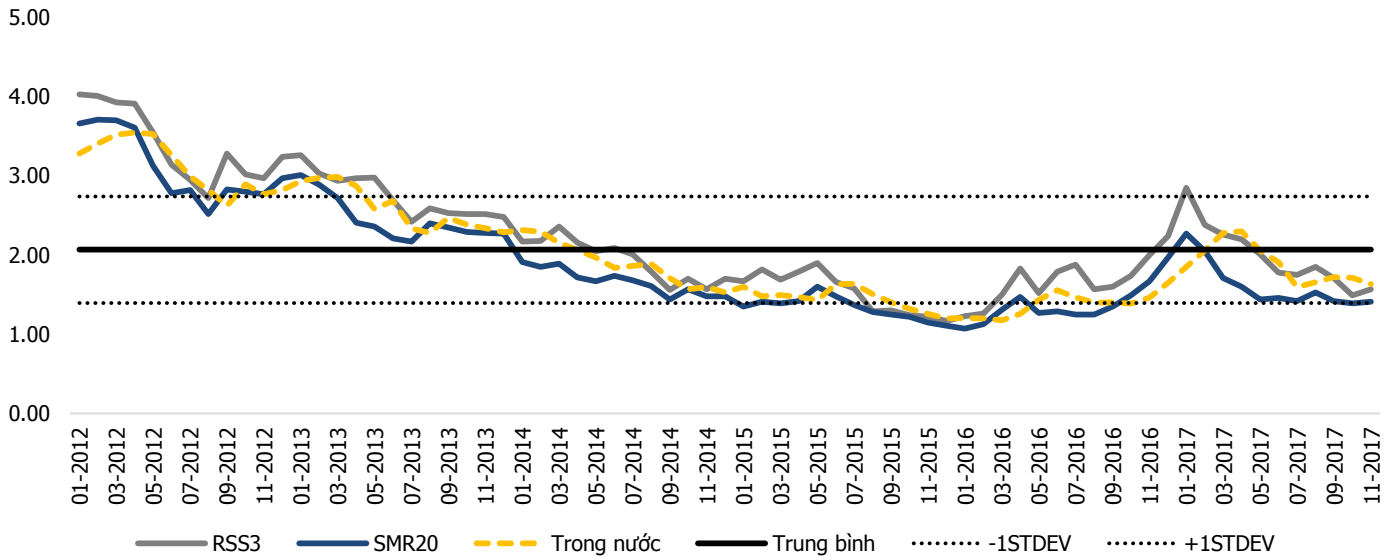
Các công ty cao su sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh 2017 khá thuận lợi. Cần nhắc lại, LNST hợp nhất 9T17 của DPR và PHR lần lượt tăng 130% n/n và 88% n/n, đạt 197 và 246 tỷ đồng. Tổng doanh thu 11T17 của PHR và DPR ước lần lượt tăng 30,8% và 26,8% so với cùng kỳ, đạt 1.067 tỷ đồng và 588,4 tỷ đồng. Đáng chú ý, PHR có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến trong Q4/2017 nhờ ghi nhận một phần thu nhập chuyển nhượng đất cho VSIP 3 (~50 tỷ đồng).

**Năm 2018**, trong khi DPR tiếp tục là cổ phiếu có cổ tức hấp dẫn thì PHR được dự báo sẽ có nhiều đột biến trong KQKD. Cụ thể PHR sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ việc chuyển nhượng 800 ha đất cho VSIP3 và từ việc thoái vốn ở công ty liên kết (CTCP KCN Nam Tân Uyên -NTC). Đáng chú ý, ước tính giá trị thị trường vốn cổ phần của PHR tại NTC là hơn 480 tỷ đồng. Nếu điều kiện thị trường thuận lợi, ước tính PHR có thể đạt hơn 400 tỷ đồng từ thương vụ này.

**Trương Quang Bình**  
 binh.truong@maybank-kimeng.com.vn  
 (+84) 28 44 555 888 x 8087

## Triển vọng giá cao su 2018

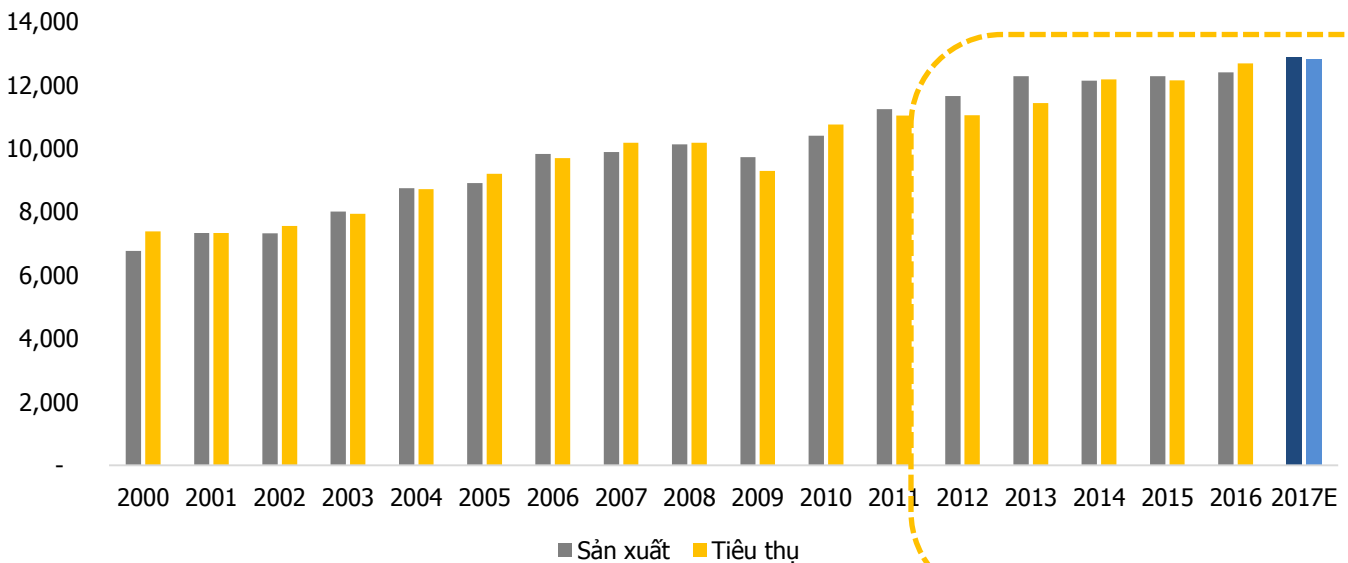
### Giá cao su thế giới và trong nước (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, DPR, TRC

Giá cao su thường có xu hướng tăng vào đầu năm do nguồn cung bị gián đoạn do cao su vào mùa thay lá. Giá cao su đã điều chỉnh liên tục kể từ giữa năm 2017. Trong ngắn hạn giá cao su có khả năng hồi phục nhẹ nhờ một số thông tin hỗ trợ như: 1) giá dầu, hàng hóa có tương quan với cao su, hồi phục đáng kể; 2) Chính phủ Thái Lan đã công bố chương trình trợ giá 20 tỷ Bath kể từ tháng 12/2017; 3) Các nước sản xuất cao su Thái Lan, Malaysia, Indonesia thống nhất cắt giảm xuất khẩu 350.000 tấn (từ tháng 12/2017 đến tháng 03/2018); 4) cây cao su vào mùa thay lá (từ tháng 2 – 5), tạm gián đoạn nguồn cung.

### Sản lượng sản xuất & tiêu thụ cao su tự nhiên trên thế giới (nghìn tấn)

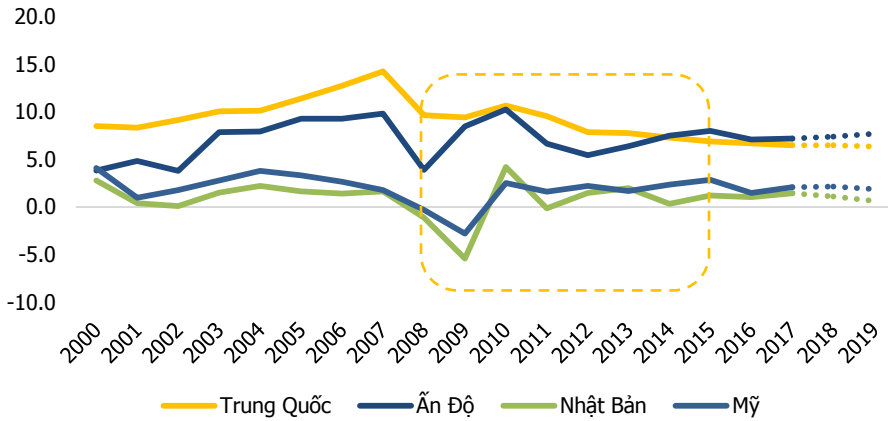


Nguồn: Rubber research institute Rubber Authority (Thái Lan), ANRPC

Năm 2016 là năm duy nhất trong 6 năm trở lại đây (từ 2011) thiếu hụt nguồn cung. ANRPC ước tính nguồn cung cao su thế giới vượt nhẹ 83 nghìn tấn so với

nhu cầu trong năm 2017. Tuy nhiên năm 2017 ước tính nguồn cung và cầu sẽ cân bằng. Theo dự báo của ANRPC & IRSG, nguồn cung dự kiến trong 2018 sẽ tiếp tục vượt cầu do tình hình sản xuất thuận lợi ở khu vực Đông Á như Malaysia và Thái Lan.

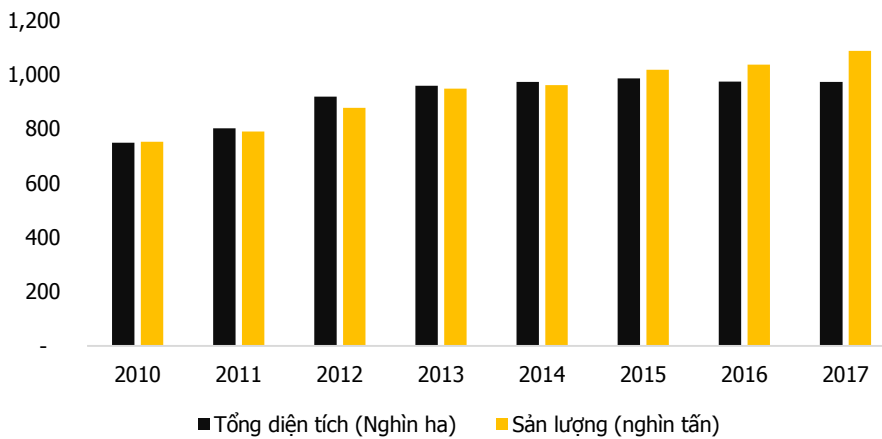
**Tăng trưởng GDP của 4 quốc gia tiêu thụ cao su nhiều nhất thế giới**



Nguồn: Worldbank, MKE

Trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ cao su khá ảm đạm do tăng trưởng kinh tế Trung Quốc, quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới, được dự báo chậm lại trong 2018 và 2019 lần lượt là 6,5% & 6,3% so với năm 2017 là 6,5%. Tăng trưởng ngành ô tô của quốc gia này dự kiến trong 2018 khoảng 2,7%, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 12,63% giai đoạn 2013-2016. Bên cạnh đó, dư địa để tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ cao su sẽ thấp cho năm 2018 khi nguồn cung từ các năm trước vẫn dồi dào.

**Diện tích và sản lượng cao su của Việt Nam**

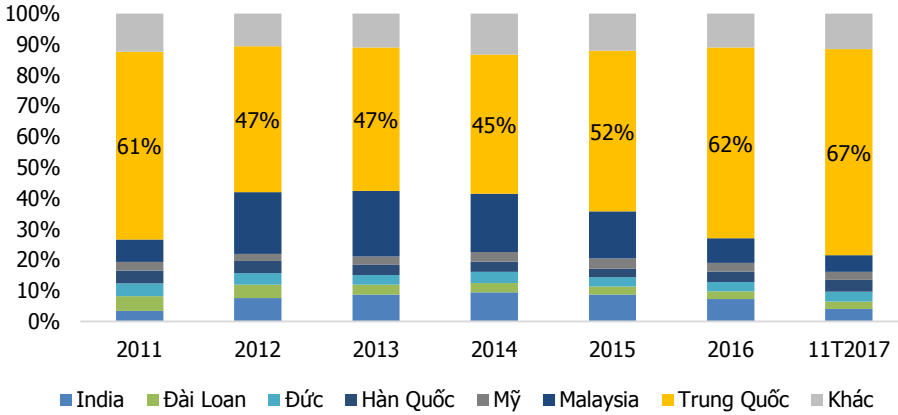


Nguồn: Bộ NN & PTNT, Cục Trồng Trọt

**Trung Quốc tiếp tục là đối tác xuất khẩu cao su lớn nhất của Việt Nam.**

Trung Quốc, quốc gia có sản lượng tiêu thụ cao su chiếm 38,5% sản lượng cao su thế giới, là thị trường chiếm 67% giá trị xuất khẩu cao su của Việt Nam. Những lo lắng về nền kinh tế của Trung Quốc và đặc biệt là thị trường ô tô tăng trưởng chậm lại là nguyên nhân chính khiến giá cao su trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ khó có nhiều đột biến.

**Giá trị xuất khẩu cao su của Việt Nam sang các quốc gia**



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan  
\*Giá trị năm 2017 là sơ bộ và tạm tính

CTCP Cao su Phước Hòa (PHR - HSX) – 43.350 VND   Tích cực													
<b>Yếu tố tăng trưởng</b>	<b>Giá trị doanh nghiệp</b>												
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ PHR là một trong những đơn vị quản lý diện tích và sản lượng cao su lớn nhất ngành nằm trong vùng chuyên canh cao su. Phân khúc sản phẩm của Công ty chủ yếu tập trung vào các chủng loại cao cấp như SVR CV50, SVR CV60 – là những chủng loại có mức giá bán cao hơn 6 – 8% so với sản phẩm cao su SVR 3L.</li> <li>➤ Công ty Phước Hoà Kampong Thom (DPR sở hữu 100 %) tại Campuchia đã đưa vào khai thác diện tích 402 ha vườn cây trồng năm 2009 trên tổng diện tích 7.600 ha với sản lượng khai thác đạt 216 tấn. Mỗi năm công ty sẽ đưa vào khai thác thêm hơn 1.500 ha vườn cây mới.</li> <li>➤ Bên cạnh việc chuyển nhượng 800 ha đất cho VSIP 3 (với lợi nhuận ước đạt 1000 tỷ đồng, ghi nhận trong 3 năm), PHR sẽ thoái vốn tại KCN Nam Tân Uyên (NTC, PHR sở hữu 32,85%) trong năm 2018. Với giá thị trường hiện tại, PHR có thể ghi nhận lợi nhuận ước tính hơn 400 tỷ đồng (vốn 53 tỷ đồng) từ việc thoái vốn NTC.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ PHR đang được giao dịch với P/E lũy kế 12T là 12,7x. So với doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, mức giá giao dịch hiện tại của PHR là hợp lý. Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp cao su trong nước nói chung và của PHR nói riêng dự kiến sẽ ổn định trong 2018</li> <li>➤ Theo kế hoạch, PHR dự kiến chi trả cổ tức năm 2017 với tỷ lệ 15% mệnh giá, tương ứng tỷ suất cổ tức là 3,3%. Như vậy PHR sẽ chi khoảng 118 tỷ đồng cho cổ tức 2017. Tính đến cuối Q3/2017, khoản tiền &amp; tương đương tiền đạt 275 tỷ đồng và lợi nhuận chưa phân phối đạt 354 tỷ đồng.</li> </ul>												
<b>Lịch sử giá cổ phiếu</b>	<b>Yếu tố rủi ro</b>												
	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Giá cao su trong nước nói chung phụ thuộc diễn biến giá cao su và cung cầu thế giới, đặc biệt là Trung Quốc – quốc gia có sản lượng tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới – đang tăng trưởng chậm lại, đặc biệt ngành ô tô của quốc gia này.</li> </ul>												
<table border="0"> <tr> <td>Cao nhất/thấp nhất 52 tuần</td> <td>44.500/23.578</td> </tr> <tr> <td>GTGD bình quân 3T</td> <td>14,46 (tỷ VND)</td> </tr> <tr> <td>Tỷ lệ giao dịch tự do</td> <td>23,05%</td> </tr> <tr> <td>Số lượng cổ phiếu lưu hành</td> <td>78,5 (triệu cp)</td> </tr> <tr> <td>Giá trị vốn hoá thị trường</td> <td>3.830,3 (tỷ VND)</td> </tr> </table>		Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	44.500/23.578	GTGD bình quân 3T	14,46 (tỷ VND)	Tỷ lệ giao dịch tự do	23,05%	Số lượng cổ phiếu lưu hành	78,5 (triệu cp)	Giá trị vốn hoá thị trường	3.830,3 (tỷ VND)		
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	44.500/23.578												
GTGD bình quân 3T	14,46 (tỷ VND)												
Tỷ lệ giao dịch tự do	23,05%												
Số lượng cổ phiếu lưu hành	78,5 (triệu cp)												
Giá trị vốn hoá thị trường	3.830,3 (tỷ VND)												
<table border="0"> <thead> <tr> <th></th> <th>1T</th> <th>3T</th> <th>12T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>% tăng/giảm</td> <td>+13,5</td> <td>+16,3</td> <td>+85,2</td> </tr> <tr> <td>So với VN-Index (%)</td> <td>+4,7</td> <td>-7,8</td> <td>+23,5</td> </tr> </tbody> </table>			1T	3T	12T	% tăng/giảm	+13,5	+16,3	+85,2	So với VN-Index (%)	+4,7	-7,8	+23,5
	1T	3T	12T										
% tăng/giảm	+13,5	+16,3	+85,2										
So với VN-Index (%)	+4,7	-7,8	+23,5										
<p><i>Nguồn: Bloomberg</i></p>													

**CTCP Cao su Đồng Phú (DPR - HSX) – 39.000 VND | Tích cực**

Yếu tố tăng trưởng	Giá trị doanh nghiệp
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ DPR hoạt động trong lĩnh vực trồng trọt, khai thác và chế biến cao su và là doanh nghiệp cao su lớn thứ hai trong số các công ty cao su niêm yết.</li> <li>➢ Lợi thế về cơ cấu vườn cây trẻ, năng suất vườn cây cao nhất trong số các công ty niêm yết (1-10 năm tuổi chiếm 28% diện tích, 11-15 năm tuổi chiếm 32%, 16-21 năm tuổi chiếm 60%).</li> <li>➢ 11T2017, doanh thu tiêu thụ cao su đạt 746 tỷ đồng, tăng 27% n/n và vượt 3% kế hoạch cả năm. Trong đó, doanh thu từ mủ cao su khai thác đóng góp 65% doanh thu, tăng 22,3% n/n và mủ cao su thu mua đóng góp 14% doanh thu, tăng 14% n/n.</li> <li>➢ Nhắc lại, 9T2017 doanh thu đạt 788 tỷ đồng, tăng 40% n/n và LNST đạt 207 tỷ đồng, tăng 139% n/n. Riêng doanh thu tiêu thụ cao su đạt 612 tỷ đồng, tăng 50,3% n/n.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ DPR đang giao dịch tại PE lũy kế là 5,9 lần.</li> <li>➢ DPR có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt khá hấp dẫn với tỷ lệ 50% mệnh giá cho hai năm 2015 và 2016. Nhiều khả năng DPR sẽ nâng mức chi trả cổ tức trong năm 2017 từ 30% như kế hoạch lên 50%, tương ứng lợi tức cổ tức 12,8% do tình hình kinh doanh năm 2017 thuận lợi và duy trì chính sách này đến 2018.</li> </ul>
	Yếu tố rủi ro
	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Giá cao su trong nước nói chung phụ thuộc diễn biến giá cao su và cung cầu thế giới, đặc biệt là Trung Quốc – quốc gia có sản lượng tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới – đang tăng trưởng chậm lại, đặc biệt ngành ô tô của quốc gia này.</li> <li>➢ Sản lượng của vườn cây trong nước có dấu hiệu sụt giảm do hoạt động thanh lý trước đó.</li> </ul>

**Lịch sử giá cổ phiếu**

	<table border="0"> <tr> <td>Cao nhất/thấp nhất 52 tuần</td> <td>42.071/32.678</td> </tr> <tr> <td>GTGD bình quân 3T</td> <td>1,32 (tỷ VND)</td> </tr> <tr> <td>Tỷ lệ giao dịch tự do</td> <td>29,64%</td> </tr> <tr> <td>Số lượng cổ phiếu lưu hành</td> <td>40,1 (triệu cp)</td> </tr> <tr> <td>Giá trị vốn hoá thị trường</td> <td>1.613,0 tỷ VND</td> </tr> </table> <table border="0"> <thead> <tr> <th></th> <th>1T</th> <th>3T</th> <th>12T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>% tăng/giảm</td> <td>+3,1</td> <td>-0,6</td> <td>+9,5</td> </tr> <tr> <td>So với VN-Index (%)</td> <td>-4,9</td> <td>-21,3</td> <td>-27,0</td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right;"><i>Nguồn: Bloomberg</i></p>	Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	42.071/32.678	GTGD bình quân 3T	1,32 (tỷ VND)	Tỷ lệ giao dịch tự do	29,64%	Số lượng cổ phiếu lưu hành	40,1 (triệu cp)	Giá trị vốn hoá thị trường	1.613,0 tỷ VND		1T	3T	12T	% tăng/giảm	+3,1	-0,6	+9,5	So với VN-Index (%)	-4,9	-21,3	-27,0
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	42.071/32.678																						
GTGD bình quân 3T	1,32 (tỷ VND)																						
Tỷ lệ giao dịch tự do	29,64%																						
Số lượng cổ phiếu lưu hành	40,1 (triệu cp)																						
Giá trị vốn hoá thị trường	1.613,0 tỷ VND																						
	1T	3T	12T																				
% tăng/giảm	+3,1	-0,6	+9,5																				
So với VN-Index (%)	-4,9	-21,3	-27,0																				

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

---

## Nguyễn Thị Ngân Tuyền

*Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8081

[tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

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

## Trương Quang Bình

*Phó Giám đốc*

(84) 8 44 555 888 x 8088

[binh.truong@maybank-kimeng.com.vn](mailto:binh.truong@maybank-kimeng.com.vn)

- Ví mô
- Cao su
- Săm lốp
- Dầu khí

## Trịnh Thị Ngọc Diệp

(84) 4 44 555 888 x 8208

[diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn](mailto:diep.trinh@maybank-kimeng.com.vn)

- Công nghệ
- Năng lượng
- Xây dựng

## Nguyễn Thị Sony Trà Mi

(84) 8 44 555 888 x 8084

[mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:mi.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Cảng biển
- Dược phẩm
- Thép

## Nguyễn Thanh Lâm

(84) 8 44 555 888 x 8086

[thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn](mailto:thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn)

- Thị trường
- Phân tích kỹ thuật



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

### Khuyến nghị

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

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

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

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

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

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

### Malaysia

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

### Singapore

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

### Thái Lan (Thailand)

Việc công bố những kết quả điều tra của Học Viện Hiệp hội các Giám Đốc của Thái Lan (Thai Institute of Directors Association - IOD) về quản trị doanh nghiệp được thực hiện bởi những người tham gia hoạch định chính sách của Văn phòng Ủy Ban Thị trường chứng khoán. Các điều tra của IOD dựa vào thông tin của những công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Thái Lan và Thị trường đầu tư tài sản thay thế được công bố rộng rãi và có thể được đánh giá bởi nhà đầu tư. Do đó, kết quả này là từ quan điểm của bên thứ ba. Nó không phải là việc đánh giá hoạt động và không dựa vào những thông tin 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 thể là rủi ro riêng của những cá nhân. Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập.

## CÔNG BỐ THÔNG TIN

### Công bố tổ chức hợp pháp

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

### Tuyên bố lợi ích

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

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

**Thailand:** MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua 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 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 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), tỷ lệ 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 và 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) 2844 555 888  
Fax : (84) 28 38 271 030

## New York

**Maybank Kim Eng Securities  
USA Inc**  
777 Third Avenue, 21st Floor  
New York, NY 10017, U.S.A.  
  
Tel: (212) 688 8886  
Fax: (212) 688 3500

## India

**Kim Eng Securities India Pvt Ltd**  
2nd Floor, The International 16,  
Maharishi Karve Road,  
Churchgate Station,  
Mumbai City - 400 020, India  
  
Tel: (91).22.6623.2600  
Fax: (91).22.6623.2604

## Saudi Arabia

*In association with*  
**Anfaal Capital**  
Villa 47, Tujjar Jeddah  
Prince Mohammed bin Abdulaziz  
Street P.O. Box 126575  
Jeddah 21352  
  
Tel: (966) 2 6068686  
Fax: (966) 26068787

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