

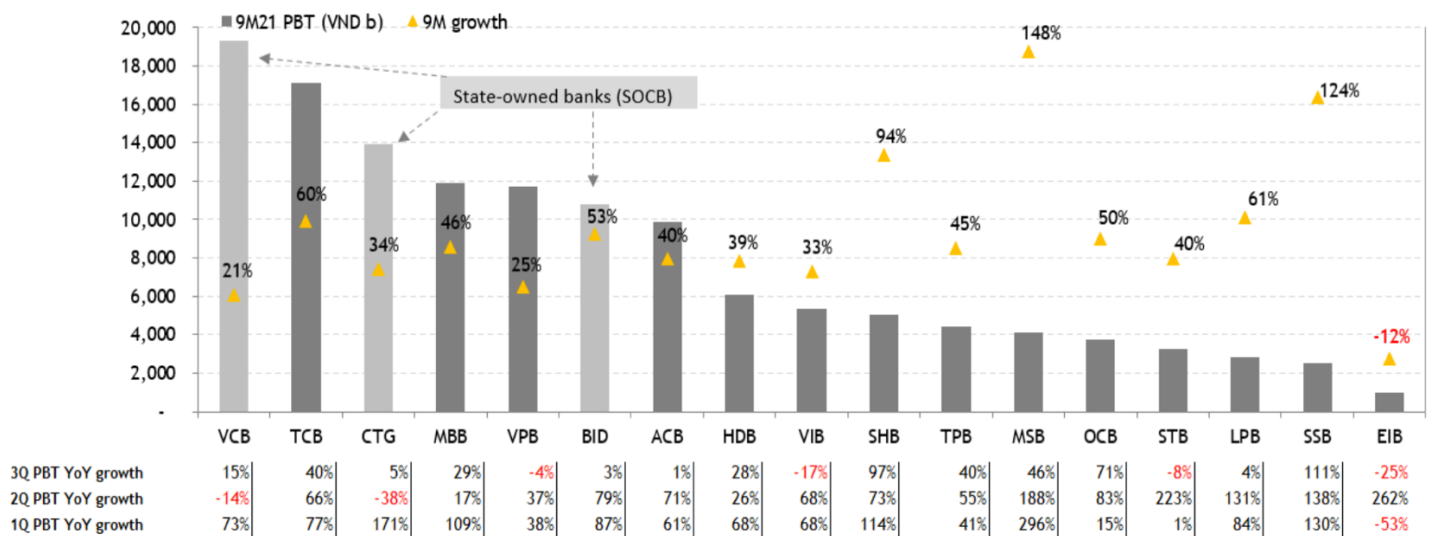


## Ngành Ngân hàng: Tăng trưởng vượt trội và vẫn trong chu kỳ sinh lợi cao

**Cập nhật kết quả hoạt động 9T đầu năm:** Chất lượng tài sản được quản lý thận trọng và khả năng sinh lời duy trì mạnh mẽ trong bối cảnh đại dịch.

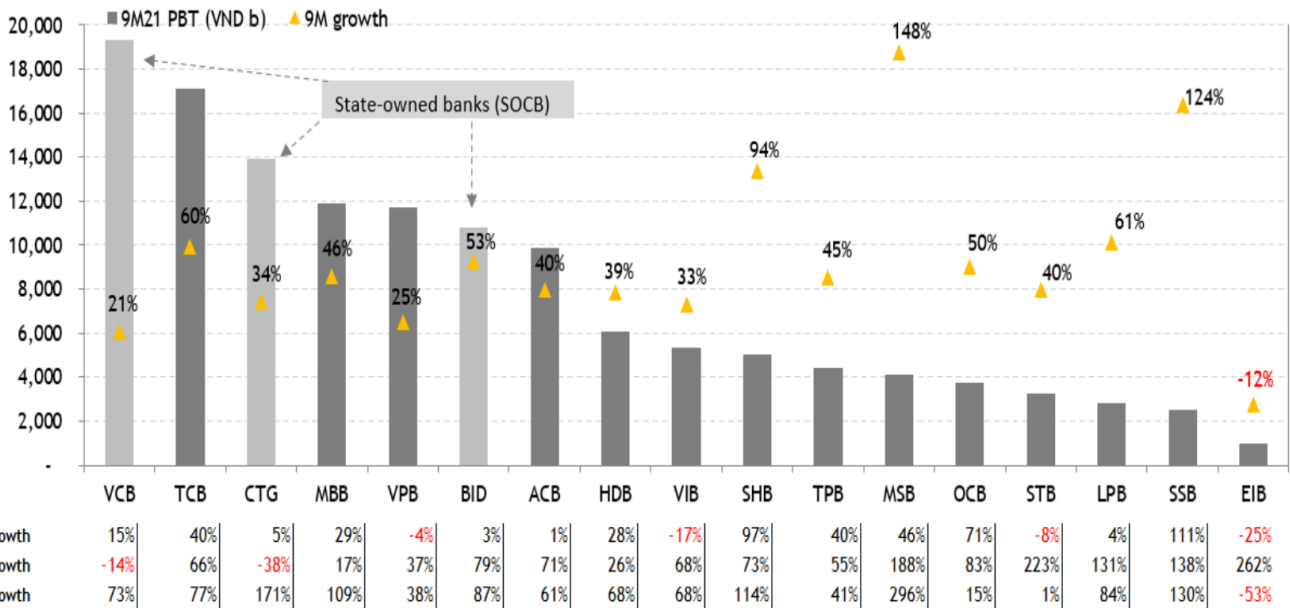
- 9T đầu năm 2021, lợi nhuận trước thuế (LNTT) của 17 ngân hàng niêm yết tăng 42,6% YoY, đạt 132 nghìn tỷ đồng/5,7 tỷ USD. Trong Q3, tăng trưởng LNTT giảm tốc so với cùng kỳ năm trước ở hầu hết các ngân hàng trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng chậm lại trước tình hình giãn cách xã hội nghiêm ngặt và các ngân hàng chủ động tăng trích lập dự phòng để tích lũy dự phòng rủi ro cho vay đối với các khoản nợ xấu tiềm ẩn.
- Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật ngành Ngân hàng 6 tháng đầu năm, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng sẽ giảm tốc dù tình hình Covid có kéo dài hay không vì các ngân hàng đã tăng trưởng rất mạnh trong 6 tháng đầu năm (tăng trưởng LNTT 55,3% YoY).

Trên thực tế, ban lãnh đạo mỗi ngân hàng sẽ hướng tới mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận nhất định để đạt được mức ROE mục tiêu. Do đó, sau khi ghi nhận mức ROE rất cao (khoảng 20-28%), các ngân hàng sẽ chủ động quản lý tăng trưởng lợi nhuận để duy trì mức ROE mục tiêu đó. Trong bối cảnh Q3/2021, các ngân hàng còn có những lý do khác để quản lý giảm tăng trưởng lợi nhuận như: (i) Tuân thủ yêu cầu của Ngân hàng nhà nước (NHNN) về quản lý giảm lợi nhuận, điều này sẽ cho phép các ngân hàng nhận hạn mức tăng trưởng tín dụng tốt hơn. Các ngân hàng thương mại quốc doanh cho thấy sự tuân thủ nghiêm ngặt hơn đối với lời kêu gọi này. (ii) Tình hình Covid-19 phức tạp buộc các ngân hàng phải trích lập dự phòng cao hơn để tăng cường tỷ lệ bao phủ nợ xấu nhằm tăng khả năng chống chịu trước các tổn thất tín dụng bất ngờ và quản lý tăng trưởng ổn định trong những năm tới.

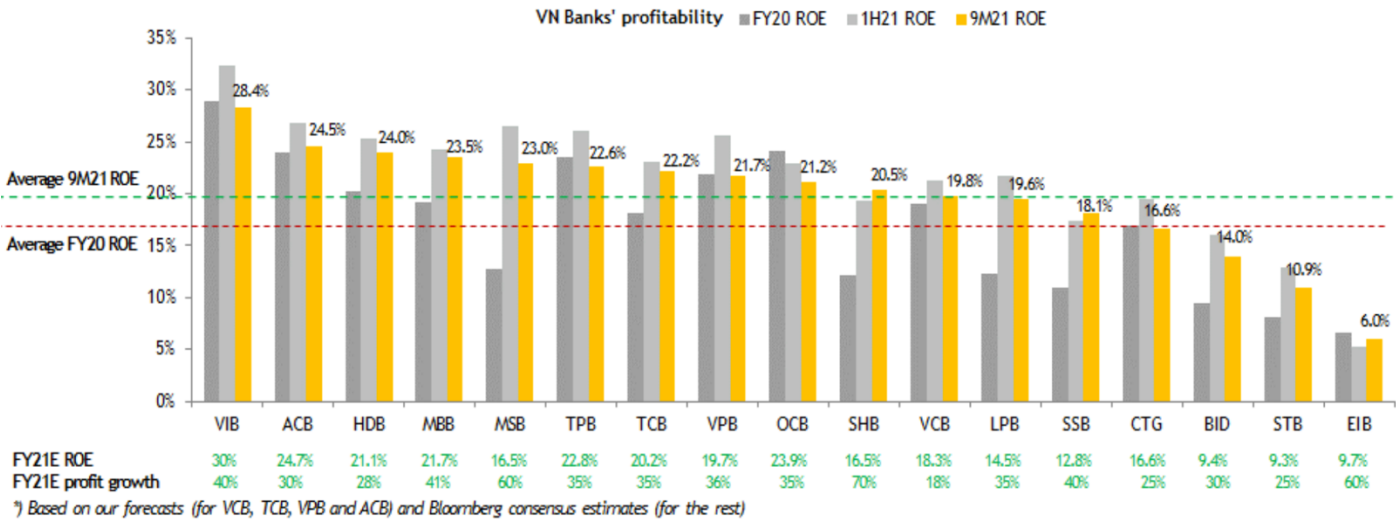


- Tăng trưởng LNTT toàn ngành 9 tháng đầu năm được duy trì ở mức cao (42,6% YoY) với các ngân hàng vốn hóa vừa và nhỏ (SHB, MSB, SSB) dẫn đầu đà tăng. Các ngân hàng có lợi nhuận tăng trưởng tốt bao gồm: TCB, MBB, TPB và OCB. Ngoài ra, VCB cũng công bố tăng trưởng Q3 và 9T đầu năm tốt, đạt lần lượt là 15% YoY và 21% YoY, so với kỳ vọng của thị trường rằng VCB sẽ ghi nhận tăng trưởng đi ngang, đồng thời VCB cũng ghi nhận những con số tốt hơn so với các NHTM quốc doanh khác (CTG và BID). Theo quan điểm của chúng tôi, VCB có nhiều dư địa để tăng trưởng mạnh hơn, tuy nhiên ngân hàng đã quản lý giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong 2 năm qua theo chỉ đạo của NHNN. Do đó, chúng tôi tin rằng VCB có khả năng sẽ tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn (năm trong số những doanh nghiệp hoạt động tốt nhất với mức tăng trưởng lợi nhuận từ 30-35%) vào năm 2022 khi NHNN nới lỏng kiểm soát đối với các NHTM quốc doanh hậu đại dịch và ban lãnh đạo ngân hàng cũng cần ghi nhận mức tăng trưởng mạnh hơn nhằm hỗ trợ cho kế hoạch tăng vốn mới.

- Các ngân hàng cho thấy kết quả thấp hơn kỳ vọng trong Q3/2021 bao gồm: VPB, ACB, VIB, STB và EIB. Đối với ACB, chúng tôi cho rằng ngân hàng đã chủ động tìm kiếm lợi nhuận Q3 để cân bằng giữa việc duy trì ROE mạnh mẽ và tăng cường các chỉ số chất lượng tài sản (tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu). Đối với VPB, VIB và STB, chúng tôi cho rằng nếu sự phục hồi của nền kinh tế được duy trì đúng hướng (như giai đoạn kể từ tháng 10 năm 2021) nhờ việc dần mở cửa trở lại, các ngân hàng này sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh hơn từ Q4.

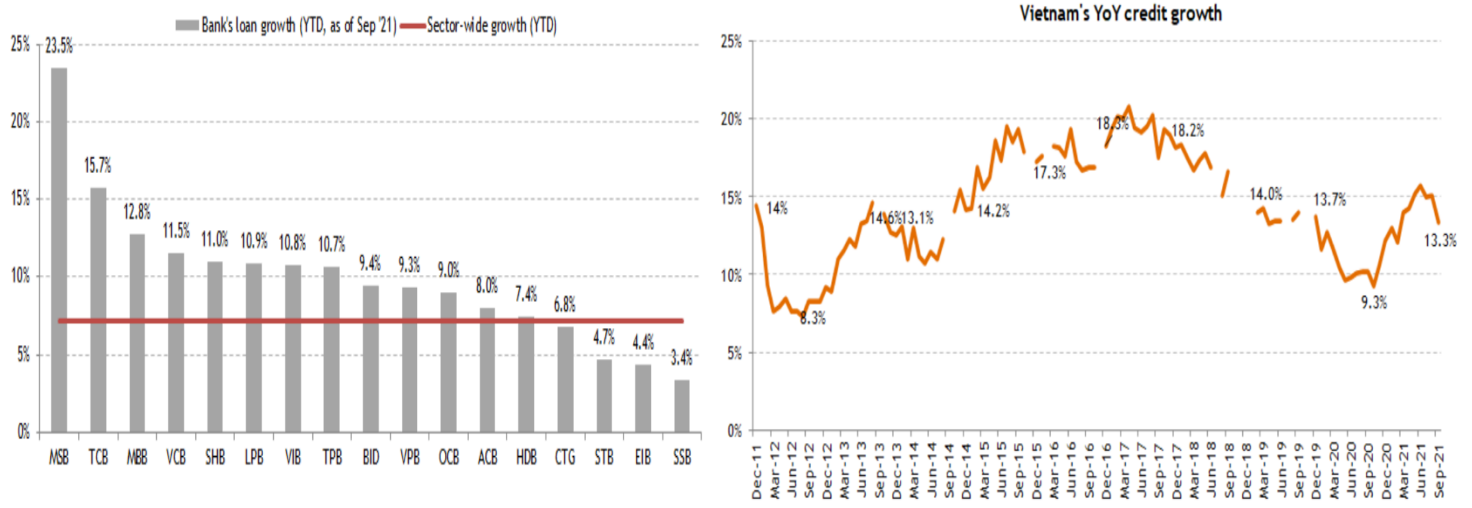


- Khả năng sinh lời (ROE) được duy trì ở mức cao, đặc biệt là ở các ngân hàng tư nhân như: TCB, VPB, MBB, ACB, HDB, TPB, VIB và OCB.

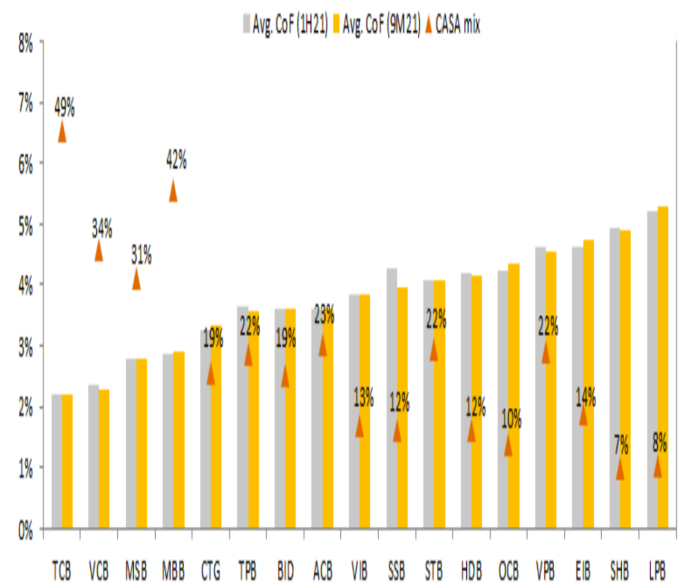
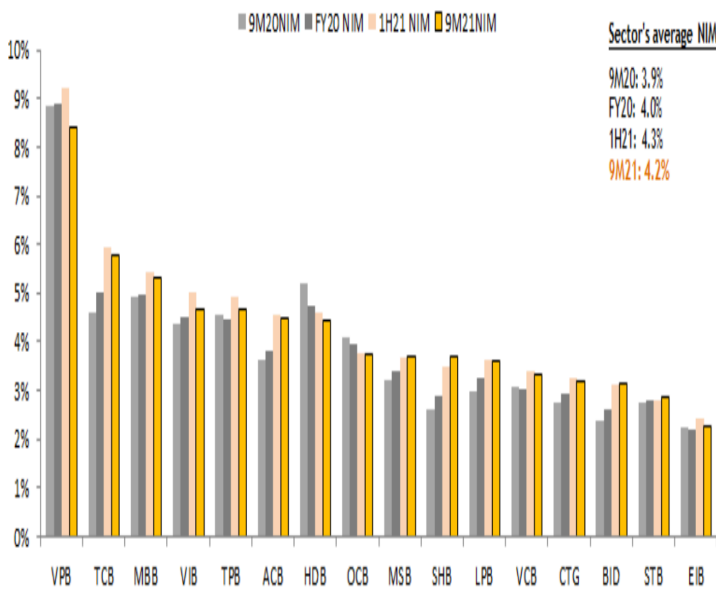


**Các yếu tố thúc đẩy thu nhập vẫn mạnh mẽ**

- 9T đầu năm 2021, 17 ngân hàng niêm yết công bố mức tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) 27% YoY nhờ tăng trưởng cho vay ổn định (13-35% YoY I 7-24% YTD) và NIM mở rộng 20 điểm cơ bản lên 4,2% (so với 2020).
- Chúng tôi cho rằng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, NHNN sẽ cần phải thúc đẩy tăng trưởng tín dụng từ quý 4/2021. Do đó, NHNN có thể sẽ nới hạn mức tín dụng (tương tự như năm 2020 khi NHNN cũng tăng hạn mức tín dụng hai lần).
- Chúng tôi dự báo tín dụng toàn ngành sẽ tăng trưởng 12,5% vào năm 2021 và 14% vào năm 2022. Các ngân hàng có hệ số an toàn vốn (CAR) và nền tảng khách hàng tốt như TCB, MBB, VPB ... sẽ có thể được nhận hạn mức tín dụng cao hơn.



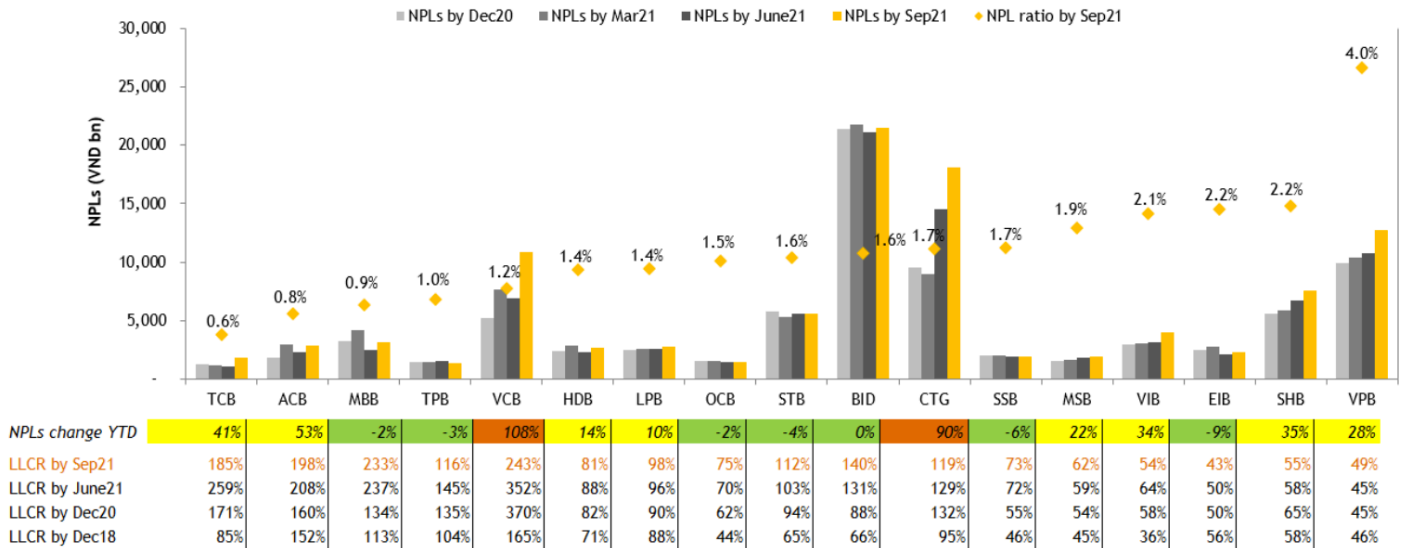
- So với nửa đầu 2021, NIM 9T/2021 đã giảm 18 điểm cơ bản do các ngân hàng đồng loạt giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách vay bị ảnh hưởng bởi đại dịch kéo dài. Tuy nhiên, trái ngược với lo ngại của thị trường về việc NIM sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng, chúng tôi thấy rằng các ngân hàng niêm yết vẫn duy trì NIM tốt, đạt mức 4,2% trong 9T21, cao hơn 20 điểm cơ bản so với 2020.
- Chi phí vốn giảm nhanh hơn tốc độ giảm của lợi suất cho vay trong 9 tháng đầu năm, giúp NIM mở rộng tại hầu hết các ngân hàng (ngoại trừ VPB, HDB và OCB có lợi suất cho vay giảm nhanh hơn do Covid-19 ảnh hưởng nghiêm trọng mảng cho vay tiêu dùng).
- Các ngân hàng tiếp tục nỗ lực nâng cao cơ cấu tiền gửi không kì hạn (CASA) và tiếp cận nguồn vốn bán buôn với chi phí rẻ hơn là những yếu tố góp phần giảm chi phí vốn.
- Năm 2022, chúng tôi cho rằng NIM có thể chịu áp lực bắt nguồn từ việc lãi suất huy động tăng do áp lực lạm phát và sự cạnh tranh trong việc huy động vốn giữa các ngân hàng để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Do đó, các ngân hàng có vị thế thanh khoản tốt (hệ số LDR thấp), tỷ lệ CASA cao và còn nhiều dư địa để gia tăng cơ cấu cho vay SME & bán lẻ, sẽ có vị thế tốt hơn để giảm thiểu áp lực lên NIM. Dựa vào các tiêu chí trên, chúng tôi đánh giá cao TCB, MBB và VCB.



- Thu nhập từ phí (đặc biệt là phí bancassurance) tạo thêm động lực tăng trưởng cho các ngân hàng.
- Xếp hạng theo “Tỷ lệ phí/Tổng tài sản” (thể hiện chính xác hơn khả năng tạo thu nhập từ phí của các ngân hàng), TCB, VPB, MBB và VIB là các nhà băng dẫn đầu. Lưu ý, tỉ lệ này của MSB cao đột biến do nguồn tiền bổ sung từ phí trả trước banca.
- Chi phí hoạt động (OPEX) tăng vừa phải, bình quân 11% YoY trong 9T21. Hầu hết các ngân hàng đều kiểm soát tốt OPEX. Trong đó, các ngân hàng có tiến độ chuyển đổi số nhanh (như TCB, MBB, VIB) dường như ghi nhận OPEX tăng mạnh hơn do tăng tốc đầu tư vào công nghệ thông tin và nguồn nhân lực.
- Tỷ lệ Chi phí trên Thu nhập (CIR) của các ngân hàng được quản lý ở mức tốt nhất theo tiêu chuẩn toàn cầu, một phần nhờ vào tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng mạnh hơn và chi phí nhân công vừa phải.

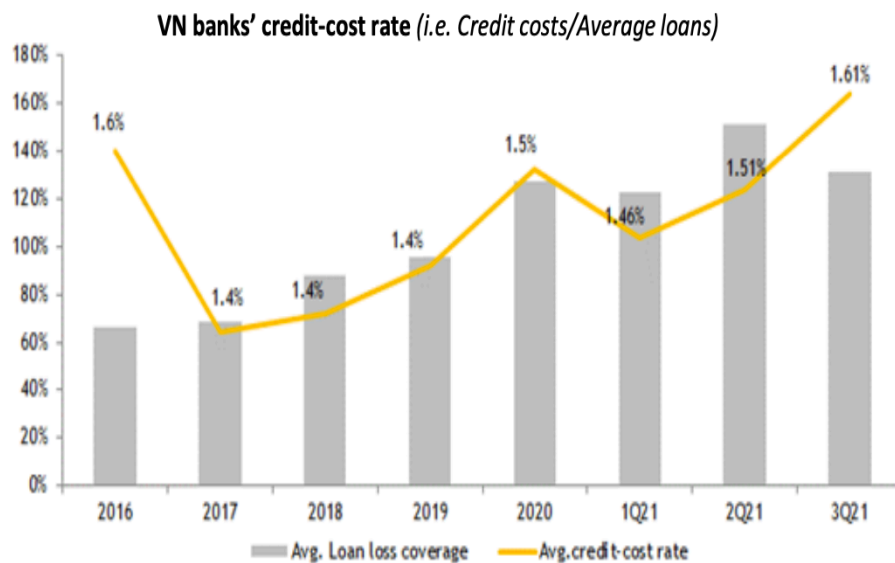
### **Triển vọng chất lượng tài sản và trích lập dự phòng**

- Tình hình giãn cách xã hội nghiêm ngặt (trong hầu hết Q3/2021) đã gây ra áp lực đáng kể lên chất lượng tài sản. Nhiều ngân hàng cho biết tỷ lệ nợ xấu tăng đáng kể với mức tăng trung bình khoảng 29% đối với 17 ngân hàng niêm yết.
- Trái ngược với những lo ngại bị thổi phồng trên truyền thông về việc nợ xấu gia tăng, chúng tôi cho rằng mức độ tăng của nợ xấu là hợp lý và có thể kiểm soát được, do:
  - o Mức nợ xấu của các ngân hàng VN [trước đại dịch] tương đối thấp, thậm chí rất thấp ở một số ngân hàng (tỷ lệ nợ xấu chỉ 0,4-0,6%), theo quan điểm của chúng tôi. Do đó, việc tăng từ mức nền so sánh thấp như vậy trở lại mức bình thường, đặc biệt là trong bối cảnh Covid-19, khiến tỷ lệ nợ xấu có vẻ tăng tương đối cao (có thể tăng gấp đôi lên mức nợ xấu bình thường là 1% -1,2% - Lưu ý rằng đây vẫn là tỷ lệ nợ xấu rất tốt theo tiêu chuẩn toàn cầu).
  - o Tỷ lệ nợ xấu tại hầu hết các ngân hàng vẫn ở mức cơ bản và ở mức khá. Ngoài ra, tỷ lệ bao phủ nợ xấu tại hầu hết các ngân hàng đã được tăng cường hơn nhiều.
  - o NHNN ước tính nợ xấu toàn phần (bao gồm cả các khoản nợ có khả năng tái cơ cấu) đạt khoảng 7,8% vào cuối năm 2021, khá tương đồng với ước tính của chúng tôi (được trình bày trong báo cáo cập nhật ngành ngân hàng 6 tháng đầu năm). Chúng tôi nhận thấy mức nợ xấu này tương tự như trong giai đoạn 2016-2017 và tin rằng điều này sẽ không gây ra rủi ro có hệ thống cho hoạt động của các ngân hàng Việt Nam. Trên thực tế, với việc nền kinh tế đang dần phục hồi hậu giãn cách xã hội, chúng tôi cho rằng nhiều khoản vay trên sẽ quay trở lại nhóm nợ đủ tiêu chuẩn.



- Xét một cách tổng thể (bao gồm mức nợ xấu hiện tại cũng như nợ xấu tiềm ẩn từ các khoản nợ tái cơ cấu, tỷ lệ bao phủ nợ xấu, các chính sách hỗ trợ hiện hành (như Thông tư 01/03/14 cho phép hoãn nợ và giãn trích lập dự phòng cần thiết cho các khoản nợ tái cơ cấu do ảnh hưởng của Covid-19 trong vòng 3 năm) và sự hồi phục của nền kinh tế hiện nay, chúng tôi cho rằng các ngân hàng Việt Nam sẽ không gặp cú sốc về phí suất tín dụng/tỷ lệ trích lập dự phòng.

- Chúng tôi kỳ vọng phí suất tín dụng trung bình sẽ vào khoảng 1,5-1,6% trong hai quý tới, sau đó có thể giảm xuống kể từ quý 2 năm 222, điều này sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận các ngân hàng tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối 2022.



**Triển vọng lợi nhuận**

- Hầu hết các ngân hàng đang trên đà hoàn thành các mục tiêu 2021. Lũy kế 9T đầu năm, các ngân hàng đã hoàn thành bình quân 77% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2021. Riêng TCB, MBB, ACB, MSB, SHB, LPB và SSB đã hoàn thành 85-105% mục tiêu đề ra.

- So với dự báo của chúng tôi/ước tính của Bloomberg, một số ngân hàng niêm yết vẫn còn dư địa để hoàn thành và vượt mục tiêu đề ra. Các ngân hàng có khả năng tăng trưởng tốt hơn kỳ vọng bao gồm: TCB, BID và HDB. Mặt khác, EIB và VIB có thể sẽ không hoàn thành các dự báo.

- Chúng tôi kỳ vọng 17 ngân hàng niêm yết sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận 10% trong Q4/2021, tương đương 44 nghìn tỷ đồng LNTT (bằng mức trung bình của ba quý đầu năm) nhờ tăng trưởng tín dụng và thu nhập từ phí mạnh hơn. Do đó, ngành ngân hàng sẽ kết thúc năm 2021 với mức tăng trưởng lợi nhuận 33% YoY, tương đương với dự báo của chúng tôi trong kịch bản cơ sở (như đã đề cập trong báo cáo cập nhật ngành ngân hàng 6 tháng đầu năm).

o Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho rằng làn sóng Covid-19 lần thứ 4 sẽ được kiểm soát trong T8/2021; tỉ lệ tiêm chủng đạt 30% dân số (2 liều) vào cuối năm 2021 và 75% trong nửa đầu năm 2022. Do đó, tăng trưởng GDP có thể duy trì ở mức 5,5% năm 2021 và đạt 6,5-6,8% năm 2022; tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 12,5-13% năm 2021 và khoảng 14% năm 2022.

Ngân hàng	LNTT 9T21 (tỷ đồng)	LNTT 2021E (tỷ đồng)	LNTT 9T21/dự báo LNTT cả năm	Bình luận
VCB	19.308	27.199	71,0%	Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của VCB cần đạt 7,9 nghìn tỷ đồng, + 11% YoY. VCB có đủ khả năng để hoàn thành kết quả trên với việc ngân hàng có bộ đệm dự phòng nợ xấu dày dặn và một nửa phí trả trước banca hàng năm sẽ được ghi nhận trong Q4/2021. Năm 2022, chúng tôi ước tính sơ bộ VCB có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận 30-35% và ROE khoảng 20%, nhờ các động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận vững chắc (tăng trưởng tín dụng, NIM, thu nhập từ phí) và việc giảm trích lập dự phòng, nhằm hỗ trợ cho kế hoạch tăng vốn mới.
TCB	17.098	21.330	80,2%	TCB đã thực hiện 80% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của TCB cần đạt 4,2 nghìn tỷ đồng, chỉ bằng 83% LNTT 4Q/2020. Với cơ sở khách hàng vững chắc, cộng với các yếu tố thúc đẩy thu nhập (NIM cao, thu nhập từ phí cao, vị thế chất lượng tài sản tốt), TCB có dư địa lớn để ghi nhận kết quả vượt dự báo. Có khả năng TCB sẽ kết thúc 2021 với mức tăng trưởng lợi nhuận 40% và duy trì mức tăng trưởng khoảng 25-30% vào năm 2022 để duy trì ROE trên 20%.
CTG	13.910	21.356	65,1%	CTG đã ghi nhận kết quả hoạt động vượt trội trong Q2/2020 cho đến Q1/2021, trước khi gây thất vọng với tăng trưởng giảm mạnh trong Q2/2021 (38% YoY) và tăng trưởng gần như đi ngang trong Q3/2021 (5%). Chúng tôi cho rằng lý do khiến kết quả CTG không như kỳ vọng bao gồm: (i) sự thay đổi trong ban lãnh đạo, (ii) áp lực tuân thủ chỉ đạo của NHNN yêu cầu các NHTM quốc doanh ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận hợp lý trong bối cảnh các doanh nghiệp phi ngân hàng chịu tác động bởi đại dịch, và (iii) giãn cách xã hội kéo dài trong Q3 do ảnh hưởng của Covid-19 đã tác động đến tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản. Trong 9T21, CTG đã hoàn thành 65% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của CTG cần đạt 7,5 nghìn tỷ đồng, +11% YoY. Với bộ đệm dự phòng rủi ro cho vay mà ngân hàng đã xây dựng và phí trả trước banca, CTG có thể hoàn thành các mục tiêu đề ra. Tuy nhiên, chúng tôi không chắc chắn về ý định của ban lãnh đạo mới khi có khả năng ban lãnh đạo CTG muốn trì hoãn việc ghi nhận phí banca vào năm 2022 nhằm tạo cơ sở cho tăng trưởng tốt hơn vào năm 2022. Năm 2022, chúng tôi ước tính CTG có thể tăng trưởng lợi nhuận 30-35%.
MBB	11.885	15.070	78,9%	Mức tăng trưởng lợi nhuận khả quan của MBB trong 3Q21 đã củng cố niềm tin của chúng tôi về dự báo tăng trưởng lợi nhuận cả năm 2021 là 41% YoY. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của MBB cần đạt 3,2 nghìn tỷ đồng, + 25% YoY. MBB có đầy đủ năng lực để hoàn thành dự báo trên nhờ vào động lực tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và bộ đệm nợ xấu dày dặn, cũng như các biện pháp của ban lãnh đạo nhằm thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ để duy trì mức ROE tốt sau khi phát hành riêng lẻ cho Viettel. Năm 2022, chúng tôi ước tính MBB có thể tăng trưởng lợi nhuận 25-30% và duy trì ROE khoảng 21,5%, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh hơn, NIM vững chắc và thu nhập phí tốt hơn.



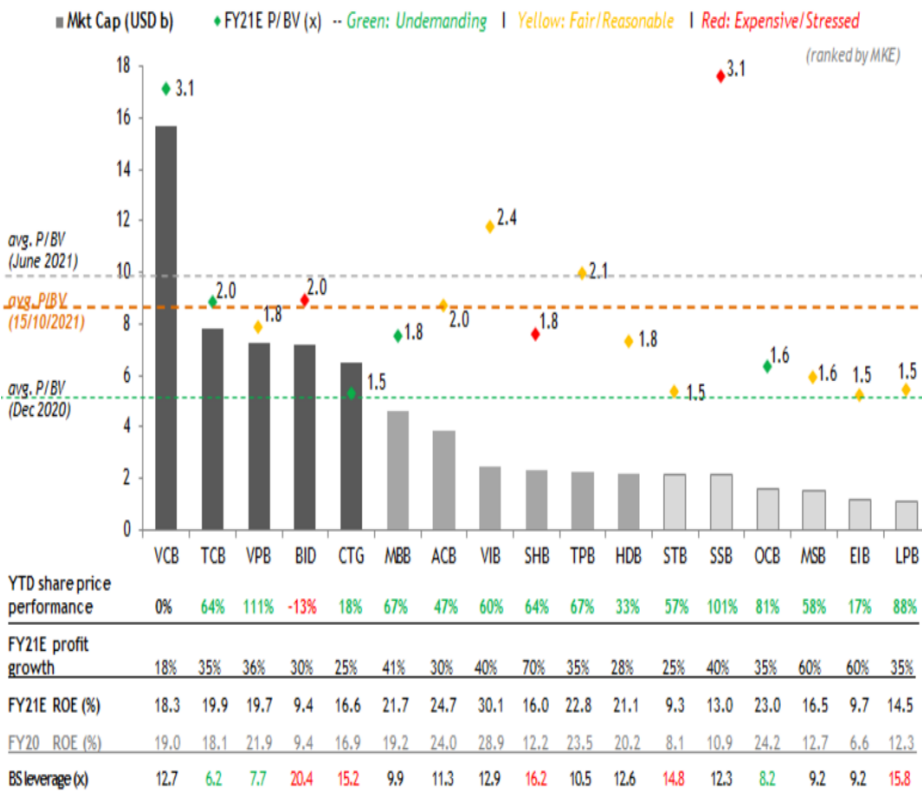
VPB	11.736	17.706	66,3%	VPB mới thực hiện được 66% dự báo do tăng trưởng quý 3 không như kỳ vọng. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của VPB cần đạt 5,9 nghìn tỷ đồng, + 65% YoY. Chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo VPB có mục tiêu rõ ràng để tăng lợi nhuận trở lại trong quý 4 trước kế hoạch bán 15% cổ phần VPB cho nhà đầu tư chiến lược. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy mức tăng trưởng 65% trong quý 4 là khá khó khăn do VPB không còn nhiều dư địa để giảm trích lập dự phòng. Tuy nhiên, VPB có thể đạt được mục tiêu nếu ngân hàng quản lý để thu thêm phí trả trước từ việc đàm phán lại thương vụ bancassurance. Nếu không tính phí trả trước banca, chúng tôi ước tính VPB có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhất là 25% YoY vào năm 2021 (so với mức dự báo 36% trước đây của chúng tôi). Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ quản lý mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 22-25% trong kịch bản cơ sở, với tiềm năng tăng trưởng cao hơn trong trường hợp ngân hàng nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng tốt hơn từ NHNN do có hệ số an toàn vốn (CAR) rất cao (có thể tăng lên trên 17% sau khi bao gồm khoản thu từ việc thoái vốn FE).
BID	8.968	11.734	92,0%	BID đã hoàn thành 92% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của BID cần đạt 940 tỷ đồng, tương đương một nửa LNTT đạt được Q4/2021. Chúng tôi cho rằng BID sẽ vượt dự báo LNTT và kết thúc 2021 với tăng trưởng ít nhất 37%. Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ suy trì tăng trưởng lợi nhuận 20-25% với trạng thái hoạt động bình thường. Song, có khả năng ban lãnh đạo ngân hàng sẽ giảm trích lập dự phòng để thúc đẩy LN (lên 30-35%) để hỗ trợ cho kế hoạch tăng vốn mới.
ACB	6.084	7.447	71,9% 81,7%	ACB đã hoàn thành 72% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của ACB cần đạt 3,5 nghìn tỷ đồng, +10% YoY. Chúng tôi cho rằng ACB có thể hoàn thành mục tiêu đặt ra nhờ vào các chỉ số hoạt động tốt và sự hồi phục tăng trưởng tín dụng. Xem xét đến tín dụng sẽ tăng trưởng mạnh hơn vào năm sau và có thể bù đắp áp lực lên NIM (nhờ cơ cấu tài sản tối ưu hiện tại của ACB với LDR tương đối cao và cơ cấu CASA vừa phải khiến ACB có ít dư địa để chống chịu những tác động của việc giảm lợi suất cho vay) cũng như dư địa để giảm bớt trích lập dự phòng, chúng tôi dự báo ACB sẽ tăng trưởng LN 20% trong năm 2022.
HDB	5.339	8.124	81,7%	HDB đã hoàn thành 82% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của HDB cần đạt 1,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 95% LNTT Q4/2020.
VIB	5.055	5.556	65,7%	VIB mới thực hiện được 66% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của VIB cần đạt 1,8 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 57% YoY. Đây là thách thức đối với ngân hàng do hạn mức tăng trưởng tín dụng hạn chế, áp lực NIM (VIB có cơ cấu CASA thấp nên có ít dư địa để hỗ trợ NIM hơn) và không còn nhiều dư địa để giảm trích lập dự phòng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng VIB có khả năng không đạt được dự báo và khép lại năm 2021 với mức tăng trưởng lợi nhuận là 26% (so với dự báo 40%). Theo quan điểm của chúng tôi, VIB có thể tăng trưởng 25% vào năm 2022, trong

				trường hợp có thể huy động vốn mới để tăng hệ số CAR (đạt 10,6% trong Q3/2021) và có thêm hạn mức tăng trưởng tín dụng. Nếu không, chúng tôi cho rằng tăng trưởng sẽ được duy trì ở mức 18-20%.
SHB	4.394	5.925	91,0%	SHB đã hoàn thành 91% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của SHB cần đạt 501 tỷ đồng, tương đương 75% LNTT Q4/2020, theo quan điểm của chúng tôi là khả thi dựa trên mức lợi nhuận trung bình mà ngân hàng có thể đạt được trong các quý trước. SHB có thể vượt mục tiêu đặt ra và khép lại 2021 với tăng trưởng LN trên 80%. Năm 2022, dựa trên mức nền so sánh cao vào 2021 và khả năng tạo thu nhập của ngân hàng (tăng trưởng tín dụng, NIM, thu nhập từ phí, chất lượng tài sản và dự địa để giảm bớt trích lập dự phòng), chúng tôi cho rằng SHB có thể tăng trưởng LN 20%.
TPB	4.394	5.925	74,2%	Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của TPB cần đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, + 12% YoY, theo quan điểm của chúng tôi là khả thi dựa trên mức lợi nhuận trung bình mà ngân hàng có thể đạt được trong các quý trước cũng như xem xét đến các yếu tố thúc đẩy thu nhập vững chắc và dự địa để giảm trích lập dự phòng. TPB có thể quản lý mức tăng trưởng lợi nhuận 25% trong năm 2022 nhờ tăng trưởng tín dụng và thu nhập phí mạnh mẽ.
OCB	3.768	5.996	63,2%	OCB đã hoàn thành 63% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của OCB cần đạt 2,2 nghìn tỷ đồng, +15% YoY. Dựa trên đà tăng trưởng 9T đầu năm và các yếu tố thúc đẩy LN như tăng trưởng tín dụng, NIM và dự địa để giảm bớt trích lập dự phòng, cũng như kế hoạch ban lãnh đạo ngân hàng đặt ra tại buổi gặp gỡ giới phân tích gần đây, chúng tôi cho rằng OCB có thể đạt tăng trưởng LN 25-30%, thấp hơn nhẹ so với dự báo (35%). OCB có thể tăng trưởng LN 25-30% trong năm 2022 nhờ vào tín dụng và thu nhập từ phí tăng trưởng mạnh hơn.
STB	3.249	4.147	77,8%	STB đã hoàn thành 78% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của STB cần đạt 920 tỷ đồng, tương đương 90% LNTT Q4/2020. Chúng tôi tin rằng STB có thể đạt được dự báo và kỳ vọng ngân hàng có thể duy trì tăng trưởng LN 2022 là 30% nhờ vào tăng trưởng tín dụng cao hơn, NIM phục hồi và thu nhập từ phí gia tăng.
MSB	3.101	4.037	76,8%	MSB đã hoàn thành 91% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của MSB cần đạt 940 tỷ đồng, +9% YoY. Điều này khả thi đối với ngân hàng.
LPB	2.803	3.276	85,6%	LPB đã hoàn thành 86% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của LPB chỉ cần đạt 470 tỷ đồng, tương đương 70% LNTT Q4/2020. Chúng tôi cho rằng LPB có thể vượt dự báo và kết năm 2021 với tăng trưởng LN 45%.
EIB	966	2.114	45,1%	EIB chỉ mới đạt 45% dự báo. Để hoàn thành dự báo cả năm 2021, LNTT Q4 của EIB cần đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 398% YoY. Đây là thách thức với khả năng tăng trưởng tín dụng vừa phải, NIM và phí của ngân hàng. Ngoài ra, EIB không còn dự địa để giảm bớt các khoản dự phòng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng kết quả của EIB có khả năng thấp hơn đáng kể so với dự báo.

**Định giá**

- Sau đợt điều chỉnh mạnh vào nửa đầu T7/2021, định giá của các ngân hàng hiện tại đã hợp lý hơn. Điều này tạo cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn tích lũy cổ phiếu của các ngân hàng tốt ở mức định giá hợp lý.
- Ngoại trừ VCB (định giá hợp lý với vị thế là ngân hàng hàng đầu, theo quan điểm của chúng tôi) và SSB (đã tăng quá cao và có thể bị điều chỉnh thêm), các ngân hàng khác hiện tại đang giao dịch tại mức trung bình 1,9x P/B dự phóng 2021 và 1,6x P/B dự phóng 2022, cho thấy mức định giá rẻ với ROE vững chắc (18,3%).
- Dựa trên tiềm lực tài chính, khả năng sinh lời và định giá hiện tại, các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các ngân hàng Việt Nam bao gồm: TCB, VCB và MBB (đối với vị thế đầu tư, tức là Mua và nắm giữ trong 3-4 năm tới); VPB, OCB và STB cho vị thế giao dịch (3-6 tháng).

**Hiệu suất của các cổ phiếu ngân hàng YTD (31/12/2020 – 29/10/2021)**



## 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

### 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 kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK. Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thể là rủi ro riêng của những cá nhân. Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập.

**CÔNG BỐ THÔNG TIN**

**Công bố tổ chức hợp pháp**

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

**Tuyên bố lợi ích**

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

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

**Thailand:** MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua 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 tích 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 để 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), 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 lập lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.**

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

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

<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](http://www.maybank-ke.com) | [www.maybank-keresearch.com](http://www.maybank-keresearch.com)