

# TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2019

## VƯỢT KHÓ, VỮNG NIỀM TIN



Thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2018 trải qua nhiều biến động mạnh, trái ngược với xu hướng tăng trưởng ổn định của giai đoạn 2016-2017. Các yếu tố trong nước vẫn diễn biến tích cực và mang tính hỗ trợ cho thị trường. Tuy nhiên, tác động mạnh của các yếu tố rủi ro ngoại biên khiến các chỉ số chính đồng loạt điều chỉnh trong năm 2018.

Đáng chú ý, khối ngoại có năm mua ròng kỷ lục trên TTCK Việt Nam trong năm 2018 (trái ngược với xu hướng rút ròng tại các thị trường mới nổi), với giá trị mua tập trung ở các thương vụ thỏa thuận lớn tại VHM, VRE, YEG, MSN...

TTCK Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục biến động mạnh trong năm 2019 với các yếu tố ngoại biên vẫn mang tính chi phối, trong khi các rủi ro trong nước nhìn chung chưa đáng lo ngại. Tăng trưởng kinh tế cũng như tăng trưởng trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết được dự báo sẽ chậm lại so với 2018 nhưng vẫn ở mức khả quan, chính sách tiền tệ của NHNN thận trọng hơn nhưng về tổng thể vẫn mang tính nới lỏng. Vùng giá hợp lý của chỉ số VNIndex trong năm 2019 được dự báo ở mức 911-942 điểm, tăng nhẹ so với thời điểm cuối năm 2018, nhờ tăng trưởng tích cực của EPS thị trường, mặc dù P/E thị trường được điều chỉnh xuống (14.5-15 lần), phản ánh các rủi ro ngoại biên gia tăng.

## MỤC LỤC

<b>TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2018</b> .....	3
<b>HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH</b> .....	5
<b>ĐÁNH GIÁ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG TRONG NĂM 2019</b> .....	7
<b>NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG</b> .....	15

## TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2018

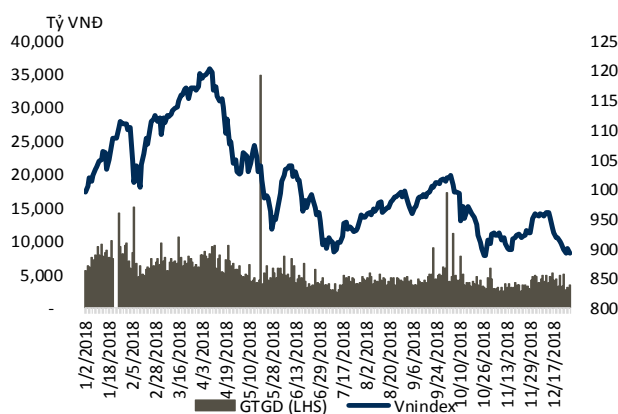
**Thị trường biến động mạnh trong năm 2018, các chỉ số chính điều chỉnh với thanh khoản tăng mạnh.**

Diễn biến TTCK Việt Nam trong năm 2018 có thể chia làm 3 giai đoạn chính:

- Giai đoạn 1 kéo dài từ đầu năm đến đầu quý 2, chỉ số Vnindex tăng điểm mạnh, tiếp nối xu hướng tăng trong năm 2017, và đạt đỉnh 1,211 điểm vào ngày 9/4. Động lực tăng của thị trường trong giai đoạn này đến từ KQKD của các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng mạnh, khối ngoại đẩy mạnh mua ròng, giá dầu hồi phục và hỗ trợ từ các thương vụ thoái vốn, IPO doanh nghiệp lớn...
- Giai đoạn 2 kéo dài từ đầu quý 2 đến đầu quý 3, TTCK Việt Nam lao dốc do chịu tác động mạnh bởi các yếu tố tiêu cực ngoại biên (chiến tranh thương mại, việc FED nâng lãi suất bắt đầu gây ảnh hưởng đến sự luân chuyển dòng vốn toàn cầu, triển vọng tăng trưởng kinh tế Trung Quốc chậm lại...). Trong khi đó, tình hình trong nước cũng không thực sự tích cực với tỷ giá, lạm phát có diễn biến phức tạp, chính sách tiền tệ của NHNN theo hướng thận trọng hơn.
- Giai đoạn 3 là phần còn lại của năm, thị trường đi ngang với các nhịp tăng/giảm đan xen. VNIndex xuất hiện các nhịp hồi phục khi mức định giá của TTCK Việt Nam đã về vùng tương đối hấp dẫn và KQKD các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, các nhịp hồi phục của thị trường không kéo dài do rủi ro ngoại biên gia tăng (FED nâng lãi suất, chiến tranh thương mại, khủng hoảng ở Châu Âu, giá dầu sụt giảm...).

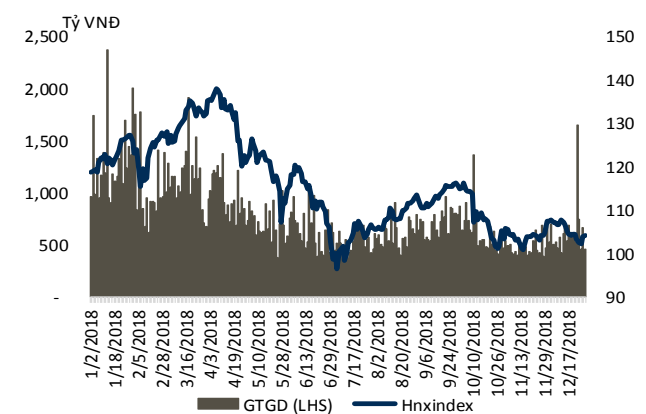
Tính chung cho cả năm 2018, 2 chỉ số Vnindex và Hnindex giảm lần lượt -9.3% và -10.8% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch tăng lần lượt +28.8% và +22.5% so với năm 2017.

Hình 1: Diễn biến Vnindex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hình 2: Diễn biến Hnindex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Các ngành có diễn biến phân hóa mạnh trong năm 2018.**

Nuôi trồng thủy hải sản (+75.5%), bất động sản dân cư (+38.7%) và bảo hiểm (+27.9%) là các ngành tăng trưởng mạnh nhất. Trong đó, ngành nuôi trồng thủy hải sản tăng trưởng tích cực nhờ thông tin liên quan đến thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ giảm mạnh, ngành bất động sản dân cư tăng trưởng cao nhờ KQKD khởi sắc ở số đông các doanh nghiệp lớn trong ngành do hưởng lợi từ diễn biến thuận lợi của thị trường bất động sản, trong khi ngành bảo hiểm

tăng mạnh chủ yếu nhờ mức tăng đột biến ở mã đầu ngành BVH.

Xét về các mã tác động mạnh đến chỉ số Vnindex (Hình 4), các mã đóng góp tăng nhiều nhất gồm có VIC, BID và BVH... trong khi các tác động tiêu cực nhất bao gồm VNM, ROS và VHM...

Hình 3: Diễn biến các nhóm ngành

5 ngành diễn biến tích cực nhất	Thay đổi	Các mã tiêu biểu
Nuôi trồng thủy hải sản	75.50%	VHC, ANV, FMC, HVG...
Bất động sản dân cư	38.70%	VIC, NVL, KDH, DXG...
Bảo hiểm	27.90%	BVH, PVI, BIC, BMI...
Cao su	23.60%	PHR, DPR, TRC, HRC...
Khai thác Than	18.40%	NBC, TVD, HLC, TC6...
5 ngành diễn biến tiêu cực nhất	Thay đổi	Các mã tiêu biểu
Thực phẩm	-18.60%	VNM, MSN, SBT, KDC...
Thiết bị và Dịch vụ Dầu khí	-25.00%	PVS, PVD, PVC, PVB...
Nhựa	-32.90%	AAA, RDP, DAG, HII...
Sản xuất gạch ốp lát & Vật liệu lát	-34.60%	VCS, VGC, CVT, VIT...
Lâm sản và Chế biến gỗ	-50.10%	TTF, DLG, GTA

Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV

### Khối ngoại tiếp tục mua ròng mạnh trong năm 2018 (chủ yếu qua phương thức thỏa thuận).

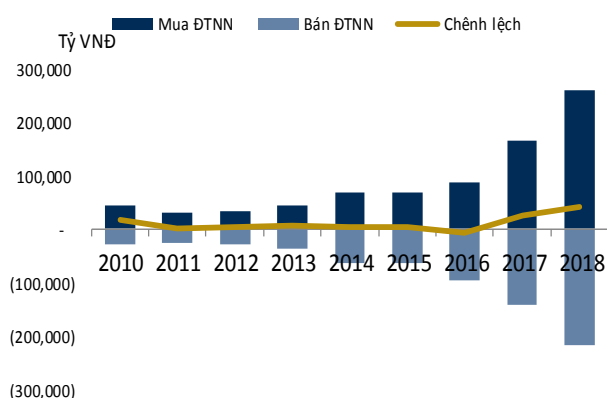
Khối ngoại có năm mua ròng kỷ lục trên TTCK Việt Nam, đạt hơn 41 nghìn tỷ đồng trên HoSE (trái ngược với xu hướng rút vốn ròng khỏi các thị trường mới nổi). Giá trị mua của khối ngoại tập trung ở các giao dịch thỏa thuận lớn như VHM, MSN, YEG, VRE... (loại trừ giao dịch thỏa thuận, khối ngoại trên thực tế bán ròng 16 nghìn tỷ trên HoSE trong năm 2018).

Hình 4: Các mã tác động mạnh nhất đến chỉ số

Mã đóng góp tích cực	Tác động đến chỉ số
VIC	+42.4
BID	+9.7
BVH	+6.4
NVL	+3.6
MSN	+1.6
Mã đóng góp tiêu cực	Tác động đến chỉ số
VNM	-28.9
ROS	-23.1
VHM	-13.6
TCB	-10.2
PLX	-7.6

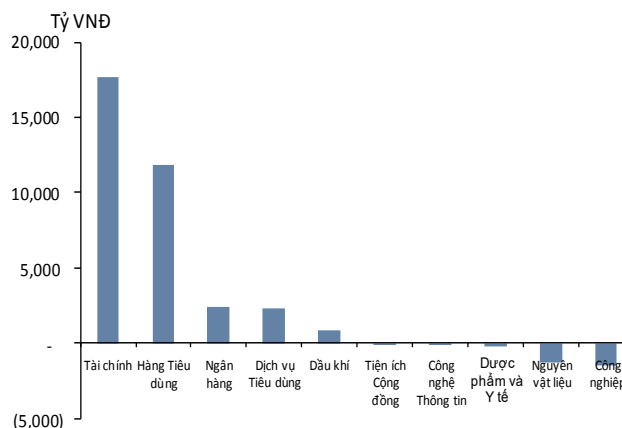
Nguồn: Bloomberg, Finnpro, KBSV

Hình 5: Mua bán khối ngoại trên HSX



Nguồn: HSX, KBSV

Hình 6: Mua bán của khối ngoại theo ngành



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Xét từ góc độ ngành, ngành tài chính, hàng tiêu dùng được mua ròng mạnh (chủ yếu tập trung ở VHM, MSN, VRE, SSI...); trong khi chỉ có ngành công nghiệp, nguyên vật liệu bị bán ròng với giá trị đáng kể (chủ yếu tập trung ở HPG, VGC, CTD, HSG...)

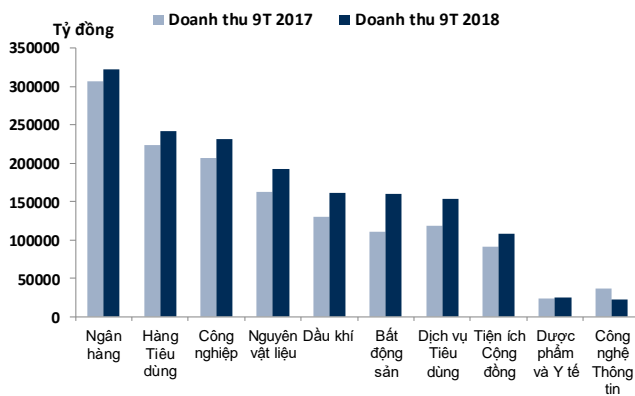
## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### • Bức tranh KQKD 9 tháng đầu năm

**KQKD các doanh nghiệp trên 2 sàn tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2018.**

Nổi tiếp xu hướng tăng trưởng mạnh trong năm 2017, KQKD các doanh nghiệp trên cả 2 sàn tiếp tục đạt mức tăng trưởng vượt trội trong 9 tháng đầu năm 2018. Cụ thể, trong số 708 doanh nghiệp được chúng tôi theo dõi, có 356 doanh nghiệp tăng trưởng dương về lợi nhuận so với cùng kỳ (chiếm 50.3%). Tổng doanh thu các doanh nghiệp trên cả 2 sàn trong 9 tháng đầu năm tăng trưởng 14.8%, trong khi lợi nhuận tăng trưởng 24.2% so với cùng kỳ 2017. Theo đó, biên lợi nhuận ròng của khối các doanh nghiệp trên cả 2 sàn tăng lên mức 9.4% trong 9 tháng đầu năm 2018 so với mức 8.7% cùng kỳ 2017. Trong đó, các doanh nghiệp có tăng trưởng đột biến về lợi nhuận bao gồm khá nhiều tên tuổi lớn như VHM, GAS, VCB, MSN...

Hình 7: Doanh thu 9 tháng các ngành so với cùng kỳ



Nguồn: KBVS, Bloomberg

**Nhóm ngành ngân hàng và bất động sản dẫn đầu đà tăng trưởng về lợi nhuận.**

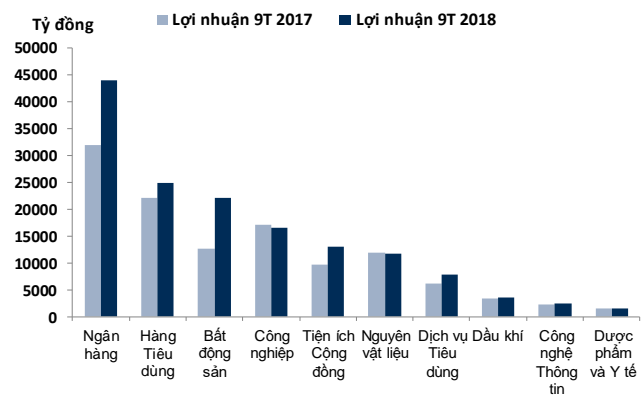
Xét về biến động lợi nhuận ở 10 nhóm ngành chúng tôi quan sát, có 7 ngành tăng trưởng dương về lợi nhuận và 3 ngành tăng trưởng âm so với cùng kỳ. Trong đó, ngành tăng trưởng mạnh nhất là bất động sản (+73%) với đóng góp chủ yếu đến từ tăng trưởng đột biến ở doanh nghiệp đầu ngành VHM, bên cạnh mức tăng trưởng cao ở các doanh nghiệp khác như DXG, NLG, SCR... Ngành có mức tăng trưởng mạnh thứ 2 là ngân hàng (+38%) với tăng trưởng ở tất cả các doanh nghiệp trong ngành, các ngân hàng tăng trưởng đột biến có thể kể đến VCB, TCB, ACB... Nhóm ngành tăng trưởng mạnh thứ 3 là ngành tiện ích cộng đồng (+36%) với tăng trưởng ở số đông các doanh nghiệp trong ngành (25/39 doanh nghiệp), tuy nhiên mức tăng trưởng cao chủ yếu nhờ đóng góp ở mã vốn hóa lớn nhất ngành GAS (+50%).

Ở chiều ngược lại, các ngành tăng trưởng âm so với cùng kỳ gồm có công nghiệp (-3%), nguyên vật liệu (-2%) và dược phẩm y tế (-0.2%) với mức sụt giảm không đáng kể.

**Nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn tăng trưởng vượt trội so với thị trường chung.**

Nhóm công ty vốn hóa lớn (top 50 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất thị trường) có mức tăng trưởng vượt trội so với thị trường chung. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận nhóm này trong 9 tháng đầu năm 2018 tăng trưởng lần lượt +15.1% và 32.4%; cao hơn đáng kể so với mức +14.8% và +24.2% của toàn thị trường.

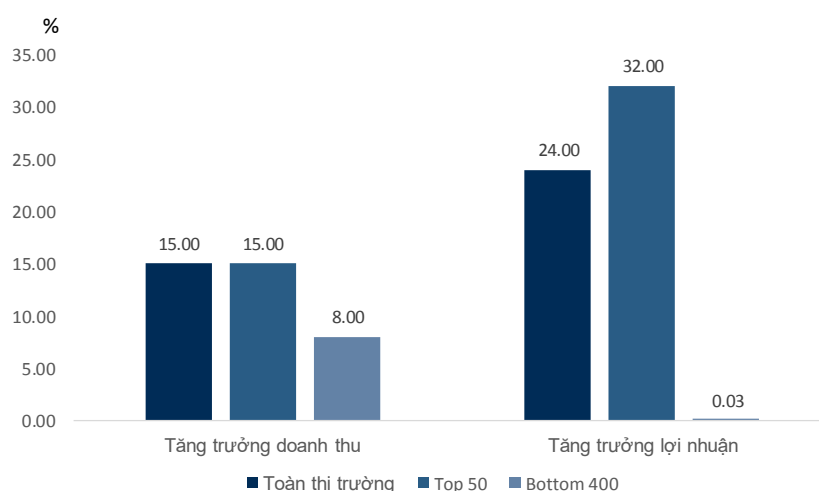
Hình 8: Lợi nhuận 9 tháng các ngành so với cùng kỳ



Nguồn: KBVS, Bloomberg

Theo đó, biên lợi nhuận ròng của nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tăng từ 10.2% của 9 tháng đầu năm 2017 lên 11.8% của 9 tháng đầu năm 2018; và cao hơn đáng kể so với mức 9.4% của thị trường chung. Điều này cho thấy nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn tiếp tục là nhóm hưởng lợi đầu tiên từ chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế với lợi thế cạnh tranh về tiềm lực tài chính, thị phần chi phối và chuỗi cung ứng...

Hình 9: Tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận các nhóm doanh nghiệp theo vốn hóa trong 9 tháng đầu năm 2018 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Trong khi đó, nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ (400 doanh nghiệp vốn hóa nhỏ nhất 2 sàn) có mức tăng trưởng thấp hơn so với thị trường chung, với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm so với cùng kỳ lần lượt đạt 8.4% và 0.03%. Theo đó, biên lợi nhuận ròng ở nhóm cổ phiếu này giảm từ 2% xuống 1.8%. Điều này ít nhiều cho thấy khó khăn của nhóm doanh nghiệp vốn hóa nhỏ khi chưa tận dụng được chu kỳ hồi phục của nền kinh tế.

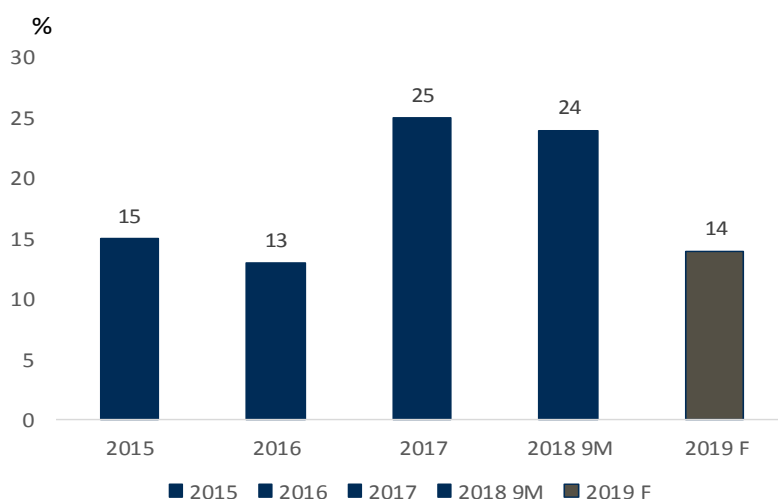
#### • Dự báo KQKD 2019

**Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2019 dự báo vẫn ở mức cao nhưng chậm lại đáng kể so với mức đột biến của năm 2017-2018.**

Năm 2018 thị trường chứng kiến đà tăng trưởng mạnh trong lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết với mức tăng +24.2% trong 9 tháng đầu năm. Tuy nhiên, con số tăng trưởng đột biến trên chủ yếu đến từ mức tăng lợi nhuận ở VHM (+311%) và nhóm ngành ngân hàng (+38%). Với việc VHM và nhóm ngân hàng chiếm tỷ trọng hơn 30% vốn hóa toàn thị trường, mức tăng trưởng mạnh ở nhóm doanh nghiệp này đã đóng góp chính vào con số tăng trưởng tổng lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn. Trên thực tế, nếu loại bỏ VHM và nhóm ngân hàng, lợi nhuận các doanh nghiệp còn lại trong 9 tháng đầu năm 2018 tăng trưởng ở mức vừa phải (+12.2%).

Chúng tôi dự báo tăng trưởng ở VHM mặc dù ở mức cao nhưng sẽ không quá đột biến như trong năm 2018, trong khi nhóm ngân hàng cũng sẽ chậm lại do không còn nhiều khoản thu nhập bất thường từ hiện thực hóa trái phiếu đầu tư, cũng như các khoản lãi đột biến liên quan đến hoạt động bancassurance và thu hoàn nhập từ xử lý nợ xấu. Dự báo cho 2019, tăng trưởng lợi nhuận VHM và nhóm ngân hàng đạt lần lượt 50% và 14%.

Hình 10: Tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn qua các năm



Nguồn: KBVS, Bloomberg

Đối với các nhóm ngành còn lại, nhìn chung vẫn duy trì được đà tăng trưởng tích cực, tuy nhiên một số yếu tố rủi ro xuất hiện có thể khiến đà tăng trưởng có phần giảm nhẹ so với 2018. Các yếu tố chính có thể kể đến là mặt bằng lãi suất tăng nhẹ, chính sách tiền tệ thận trọng của NHNN, rủi ro tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại, tỷ giá biến động bất thường... Qua đó, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận các doanh nghiệp trên sàn sẽ tăng trưởng 13.5%-14% (tương ứng EPS thị trường tăng trưởng xấp xỉ 10%), tương đương mức tăng của giai đoạn 2015-2016.



### ĐÁNH GIÁ CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG NĂM 2019

Hình 11: Các yếu tố tác động đến thị trường trong 2019



Nguồn: KBSV

Chú thích: ● tác động tích cực

● tác động tiêu cực

- **Kinh tế trong chu kỳ hồi phục – yếu tố hỗ trợ nền tảng cho thị trường**

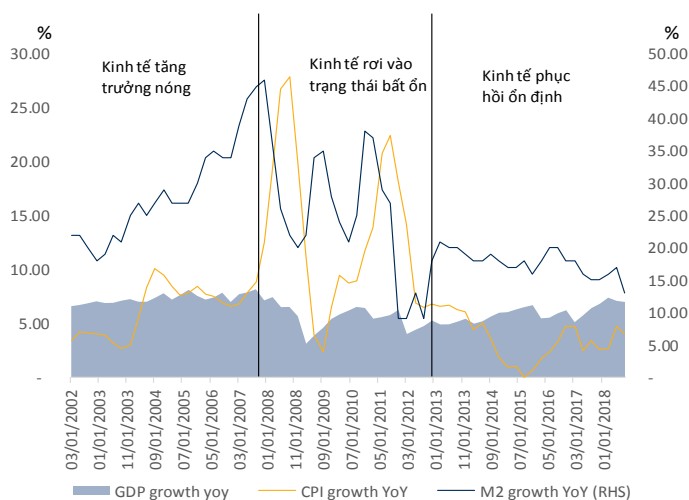
**Kinh tế Việt Nam tiếp tục được dự báo đạt tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2019, trong khi các rủi ro vĩ mô trong nước chưa lớn.**

**Mặc dù duy trì được tốc độ tăng trưởng GDP cao, tuy nhiên rủi ro vĩ mô của Việt Nam hiện tại thấp hơn hẳn giai đoạn 2000-2007 nhờ chính sách điều hành ưu tiên ổn định vĩ mô của Chính phủ.**

Theo “báo cáo vĩ mô 2019” được chúng tôi công bố, kinh tế Việt Nam được dự báo tăng trưởng chậm lại so với 2018, nhưng vẫn duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, nhờ định hướng điều hành ưu tiên tiêu chí ổn định của Chính phủ, rủi ro vĩ mô trong nước đã giảm đáng kể nếu so với giai đoạn kinh tế tăng trưởng nóng 2000-2007.

Trong giai đoạn 2000-2007, kinh tế Việt Nam tăng trưởng bình quân 7.2%/năm, đi kèm với đó là chính sách tiền tệ nới lỏng mạnh mẽ của NHNN. Tăng trưởng cung tiền M2 trong giai đoạn này bình quân đạt 30%/năm, đáng chú ý trong giai đoạn 2006-2007, cung tiền tăng trưởng trên dưới 40%/năm. Chính sách tiền tệ trong giai đoạn này, mặc dù hỗ trợ mạnh cho tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên đã mang lại nhiều hậu quả nghiêm trọng trong giai đoạn 2008-2012, giai đoạn bất ổn của nền kinh tế với sự suy giảm mạnh của thị trường bất động sản, chứng khoán, nợ xấu tăng nhanh, lạm phát tỷ giá vượt ra ngoài tầm kiểm soát, tăng trưởng sụt giảm mạnh. Ở giai đoạn hiện tại, với định hướng ổn định vĩ mô và mục tiêu hàng đầu là kiểm soát lạm phát, linh hoạt trong điều hành tỷ giá, sức khỏe nền kinh tế Việt Nam đã ở trạng thái lành mạnh hơn so với giai đoạn 2000-2007, mặc dù tốc độ tăng trưởng GDP cũng ở mức khá tích cực.

Hình 12: Diễn biến nền kinh tế Việt Nam giai đoạn 2002 - 2018



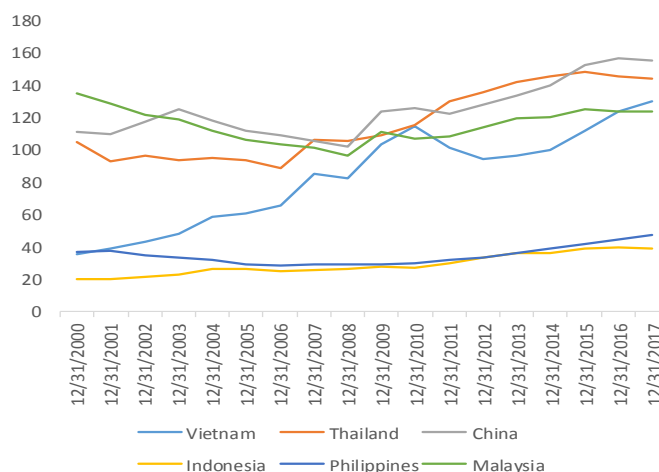
Nguồn: KBSV

**Mặc dù tỷ lệ tín dụng ngân hàng nội địa/GDP của Việt Nam vẫn ở mức cao so với các nước trong khu vực nhưng tốc độ tăng đã chậm lại đáng kể so với giai đoạn 2000-2010.**

Tăng trưởng kinh tế trong vài năm trở lại đây đã bớt phụ thuộc hơn vào tăng trưởng tín dụng, nhờ đó lạm phát được duy trì ổn định. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn là mức cao so với các giai đoạn trong quá khứ và vẫn tiềm ẩn những rủi ro nhất định. Điều đáng ghi nhận là NHNN gần đây cũng đã có những động thái nhằm kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng và cung tiền, và định hướng này nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì trong 1, 2 năm tới nhằm giảm bớt rủi ro cho nền kinh tế.



Hình 13: Tín dụng ngân hàng nội địa/GDP

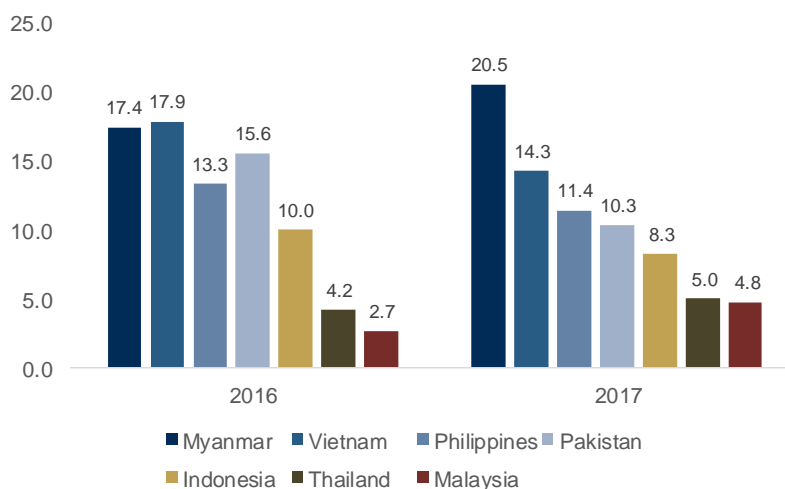


Nguồn: KBSV, Worldbank

**Chính sách tiền tệ của NHNN trong năm 2019 tuy thận trọng hơn nhưng vẫn mang tính nới lỏng, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.**

Dự báo tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 trong năm 2019 lần lượt đạt 14%-16% và 12%-14%, tiếp tục xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức cao so với các quốc gia trong khu vực, thể hiện chính sách tiền tệ nới lỏng ở mức hợp lý hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

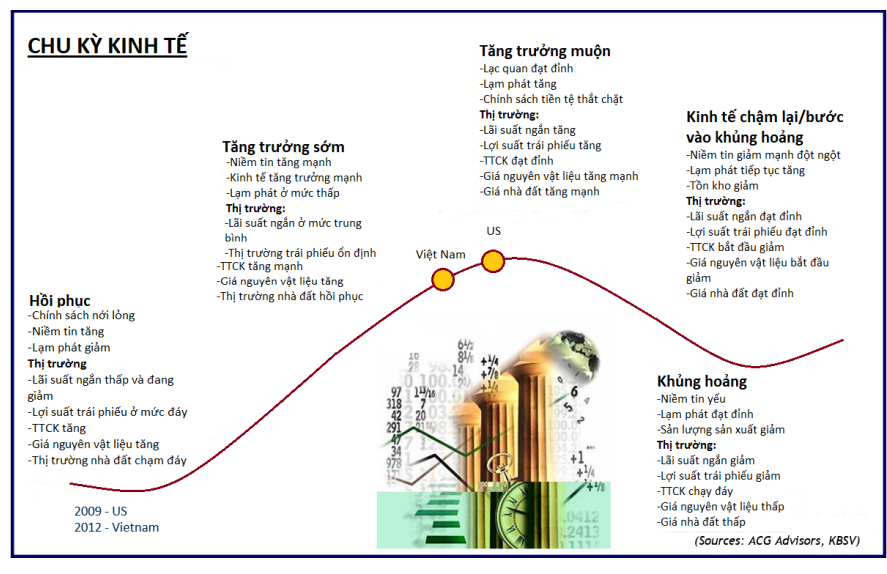
Hình 14: Tốc độ tăng cung tiền của các quốc gia trong khu vực



Nguồn: International Financial Statistics

Về tổng thể, mặc dù đã có 1 số tín hiệu cho thấy nền kinh tế có thể sẽ tăng trưởng chậm lại như lạm phát và lãi suất có xu hướng tăng, xuất hiện căng thẳng tỷ giá ở các thời điểm áp lực ngoại biên gia tăng và chính sách điều hành tiền tệ thận trọng hơn của NHNN. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kinh tế Việt Nam năm 2019 vẫn nằm trong giai đoạn tăng trưởng khả quan, tăng trưởng GDP vẫn sẽ ở mức cao (mặc dù giảm nhẹ so với 2018), chính sách tài khóa và tiền tệ mang tính thận trọng hơn nhưng về tổng thể vẫn mang tính nới lỏng, lạm phát nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ và lãi suất mặc dù tăng nhẹ nhưng vẫn duy trì vùng tương đối thấp so với các giai đoạn trong quá khứ.

Hình 15: Chu kỳ kinh tế



Nguồn: KBSV

**Kinh tế Việt Nam đang bước vào giai đoạn “tăng trưởng muộn” theo 1 chu kỳ kinh tế điển hình (Hình 15)**

Điều này đồng nghĩa với việc chu kỳ hồi phục lần này của kinh tế Việt nam sẽ còn kéo dài ít nhất cho đến năm 2020. Tuy nhiên, TTCK thường phản ánh sớm hơn với chu kỳ kinh tế và thường tạo vùng đỉnh trước khi kinh tế chính thức bước vào giai đoạn suy thoái. Mức độ phản ánh sớm này theo quan sát của chúng tôi trong những chu kỳ trong quá khứ, có thể kéo dài 1 vài quý. Như vậy, nếu thị trường hồi phục trong năm 2019 đúng như kịch bản dự báo thì đến cuối năm sẽ lại có thể diễn ra các nhịp biến động mạnh và không loại trừ khả năng tạo vùng đỉnh trung, dài hạn.

• **Căng thẳng thương mại leo thang – yếu tố chi phối diễn biến TTCK toàn cầu**

**Chiến tranh thương mại tiếp tục là yếu tố rủi ro hàng đầu với biến động TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng.**

Gần đây nhất, tại hội nghị thượng đỉnh G20 diễn ra tại Argentina, lãnh đạo 2 bên đã nhất trí tạm ngừng gia tăng căng thẳng, thiết lập lại các cuộc đàm phán với thời hạn 90 ngày. Sau khi kết thúc thời hạn, nếu không đạt được các tiến triển cụ thể, nhiều khả năng Mỹ sẽ nâng mức thuế áp lên hàng hóa Trung Quốc từ 10% lên 25% và Trung Quốc cũng sẽ có những hành động đáp trả tương tự. Về cơ bản, diễn biến TTCK toàn cầu trong năm 2019 tiếp tục chịu ảnh hưởng mạnh bởi yếu tố chiến tranh thương mại.

Nếu 2 nước thực sự đi đến được 1 thỏa thuận thương mại, sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh cho diễn biến TTCK toàn cầu khi mà lo ngại tác động tiêu cực từ thuế quan đến tăng trưởng kinh tế giảm bớt. Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng 2 nước khó có thể kết thúc chiến tranh thương mại trong thời hạn 90 ngày, với những bất đồng hiện tại.

**Trong ngắn hạn, chiến tranh thương mại tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam do đồng Nhân Dân Tệ suy yếu và biến động tiêu cực của TTCK toàn cầu.**

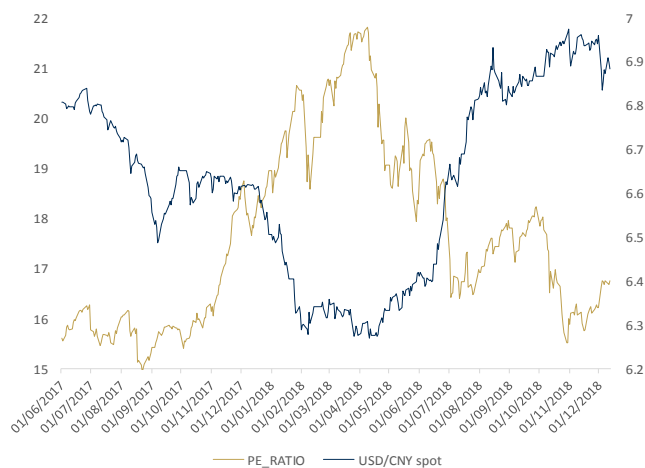
Trong ngắn hạn, nếu chiến tranh thương mại gia tăng, TTCK Việt Nam chắc chắn sẽ chịu tác động điều chỉnh mạnh dưới 2 góc độ. Góc độ thứ nhất là xu hướng điều chỉnh của thị trường cổ phiếu toàn cầu sẽ gập áp lực điều chỉnh trên TTCK Việt Nam, trong bối cảnh mức độ liên thông giữa TTCK Việt Nam và TTCK toàn cầu ngày càng cao trong các năm trở lại đây. Ở góc độ thứ 2, chiến tranh thương mại sẽ khiến đồng Nhân Dân Tệ có xu hướng điều chỉnh mạnh so với đồng USD. Với việc Trung Quốc là đối tác thương mại có kim ngạch xuất

nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất, chính sách tiền tệ của NHNN chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động đồng Nhân Dân Tệ và thường xuất hiện căng thẳng tỷ giá ở các thời điểm Nhân Dân Tệ mất giá mạnh. Tuy nhiên, yếu tố này được dự báo có phần giảm bớt trong năm 2019, khi mà đồng USD nhiều khả năng sẽ suy yếu, bối cảnh tác động kép từ việc USD mạnh lên và CNY yếu đi như trong năm 2018 sẽ không lặp lại.

**Chiến tranh thương mại nếu kéo dài sẽ tác động tiêu cực đến biến động TTCK Việt Nam trong cả trung và dài hạn.**

Trong kịch bản tiêu cực, chiến tranh thương mại kéo dài với mức độ lan tỏa cao, phản ứng của TTCK Việt Nam trong trung-dài hạn sẽ phụ thuộc vào mức độ chịu ảnh hưởng của nền kinh tế. Về cơ bản, có nhiều yếu tố tác động mang tính tích cực từ chiến tranh thương mại như hàng hóa Việt Nam có cơ hội xuất khẩu sang Mỹ thay thế hàng hóa Trung Quốc, cơ hội thu hút thêm đầu tư FDI từ các tập đoàn muốn tránh chịu thiệt hại từ chiến tranh thương mại. Tuy nhiên, về tổng thể, tác động tiêu cực có phần mạnh hơn khi mà nền kinh tế Việt Nam có độ mở cao, dễ chịu tổn thương bởi các gián đoạn của chuỗi cung ứng hay sự suy giảm tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Bên cạnh đó, cạnh tranh gay gắt của hàng hóa trong nước với hàng hóa nhập khẩu từ Mỹ-Trung Quốc, cùng với nguy cơ bị Mỹ áp thuế do hàng Trung Quốc núp bóng dưới xuất xứ Việt Nam và xuất khẩu sang Mỹ cũng là những rủi ro cần tính đến. Như vậy, cả trong ngắn và trung, dài hạn, chiến tranh thương mại đều có tác động tiêu cực đến biến động TTCK Việt Nam.

Hình 16: Biến động tỷ giá USD/CNY và P/E Vnindex



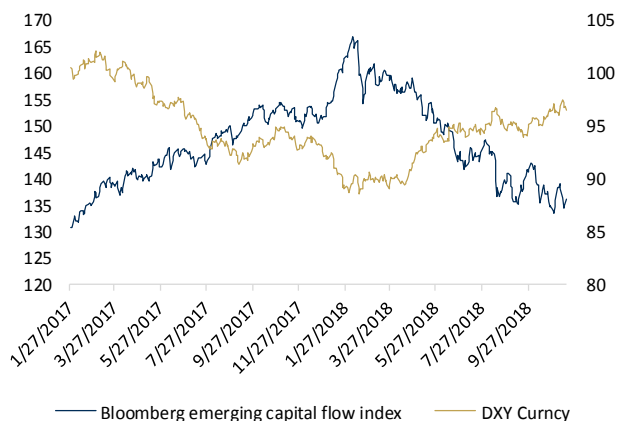
Nguồn: Bloomberg, KBSV

- **Đồng USD suy yếu – yếu tố hỗ trợ cho các thị trường mới nổi**

**Đồng USD được dự báo có xu hướng suy yếu trong năm 2019, là yếu tố hỗ trợ đối với các nền kinh tế mới nổi, qua đó tác động tích cực lên TTCK.**

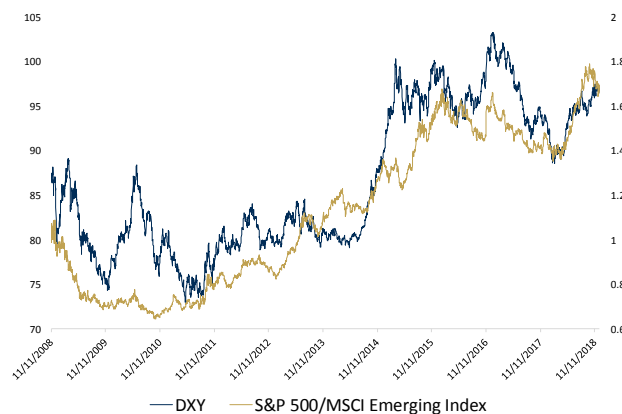
Như đã phân tích trong “báo cáo triển vọng vĩ mô kinh tế Việt Nam 2019”, đồng USD được dự báo sẽ suy yếu trong năm 2019, kéo theo sự sụt giảm của chỉ số DXY. Như vậy, bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu 2019 được dự đoán sẽ có diễn biến phần nào trái ngược với những gì xảy ra trong năm 2018 khi mà đồng USD tăng giá, dòng tiền rút khỏi các thị trường mới nổi, áp lực lạm phát, tỷ giá xuất hiện và TTCK các quốc gia này chịu áp lực điều chỉnh mạnh.

Hình 17: DXY và dòng vốn vào/ra các thị trường mới nổi



Nguồn: KBVS, Bloomberg

Hình 18: DXY và tăng trưởng S&amp;P500 so với MSCI Emerging Market Index



Nguồn: KBVS, Bloomberg

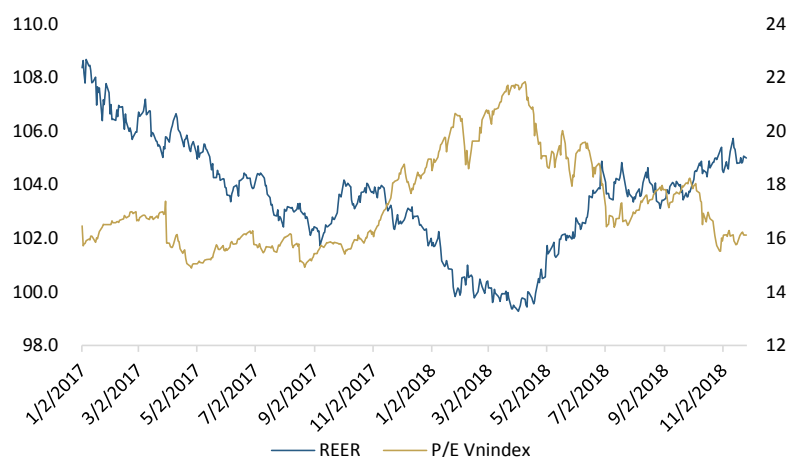
Hình 17 cho thấy mối tương quan giữa xu hướng rút ròng khỏi các thị trường mới nổi và diễn biến đồng USD. Trong năm 2018, đồng USD mạnh lên, kết quả của việc nền kinh tế Mỹ tăng trưởng mạnh hơn tương đối so với phần còn lại của thế giới, lợi nhuận doanh nghiệp tăng trưởng mạnh nhờ tác động từ gói cắt giảm thuế của Tổng thống Trump, FED tăng lãi suất ... dòng tiền có xu hướng quay trở lại Mỹ và rút ròng tại các thị trường mới nổi. Trong khi đó, Hình 18 cho thấy một tương quan rất đáng chú ý giữa chỉ số DXY và diễn biến TTCK Mỹ so với các TTCK mới nổi, ở những giai đoạn đồng USD mạnh lên, chỉ số S&P 500 thường có diễn biến tốt hơn so với chỉ số MSCI Emerging Market Index và ngược lại. Với dự báo đồng USD sẽ suy yếu trong năm 2019, chúng tôi cho rằng các thị trường mới nổi trở nên hấp dẫn hơn tương đối so với TTCK Mỹ. Bên cạnh đó, các thị trường mới nổi đang ngày càng hấp dẫn hơn sau nhịp điều chỉnh mạnh trong năm 2018, trong khi động lực tăng trưởng của TTCK Mỹ đã suy yếu.

### **Biến động TTCK Việt Nam có mối tương quan chặt chẽ với biến động tỷ giá**

Xét riêng đối với TTCK Việt Nam, Hình 19 cho thấy mối tương quan giữa đường REER (tỷ giá danh nghĩa đa phương) và P/E của Vnindex từ nửa cuối năm 2017 đến nay là tương đối chặt chẽ. Với xu hướng mạnh lên của đồng USD trong năm 2018, áp lực tỷ giá, lạm phát xuất hiện, cùng với động thái bán ròng của khối ngoại là các nguyên nhân chính khiến P/E của Vnindex giảm từ mức gần 22 lần cuối quý 1 xuống quanh 16 giai đoạn cuối năm.

Với dự báo USD suy yếu trong năm 2019, đường REER sẽ đi xuống (do USD chiếm tỷ trọng lớn trong rổ tính REER của VND và VND vẫn có xu hướng neo theo USD), hỗ trợ lạm phát, tỷ giá ổn định, qua đó giúp NHNN có thêm dư địa trong việc đưa ra các chính sách kích thích kinh tế, dòng tiền khối ngoại cũng được dự báo sẽ giao dịch tích cực hơn. Đây là những yếu tố hỗ trợ mạnh cho TTCK Việt Nam trong năm 2019.

Hình 19: REER và P/E Vnindex



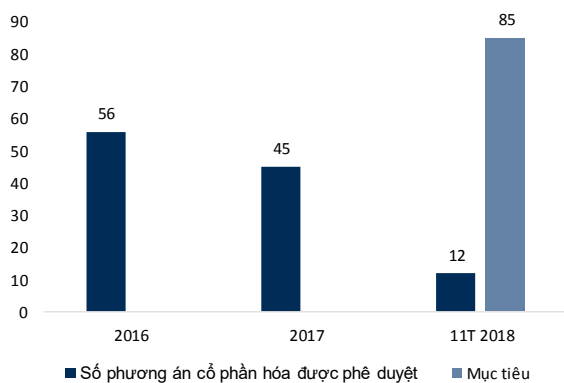
Nguồn: KBVS, Bloomberg

- **Cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước – cải thiện chất lượng hàng hóa trên TTCK, thu hút nhà đầu tư ngoại**

**Tiến trình cổ phần hóa, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước có dấu hiệu chậm lại (các thương vụ lớn tập trung trong 3 tháng đầu năm) và còn cách xa mục tiêu đề ra.**

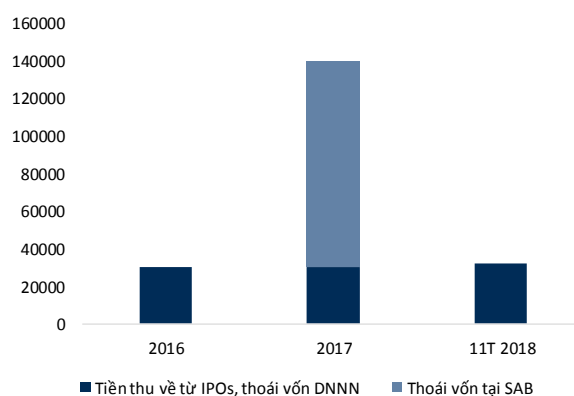
Tính cho 11 tháng đầu 2018, Chính phủ hoàn thành phê duyệt 12 phương án cổ phần hóa, cách xa mục tiêu 85 doanh nghiệp phải cổ phần hóa trong năm nay và cũng thấp hơn đáng kể so với con số 56 và 45 phương án cổ phần hóa được phê duyệt trong lần lượt 2 năm 2016 và 2017.

Hình 20: Số phương án cổ phần hóa được phê duyệt



Nguồn: Cục Tài Chính Doanh Nghiệp

Hình 21: Tiền thu được từ IPOs và thoái vốn DNNN



Nguồn: Cục Tài Chính Doanh Nghiệp

Cũng trong 11 tháng đầu năm 2018, đã có 21 doanh nghiệp hoàn thành cổ phần hóa, trong đó tập trung chủ yếu ở 6 tháng đầu năm với 16 doanh nghiệp. Trong khi 6 tháng cuối năm 2018 nhà nước mới cổ phần hóa được thêm 5 doanh nghiệp. Tổng số tiền thu về từ các hoạt động IPO trong năm 2018 là 21.644 tỷ đồng.

Đối với hoạt động thoái vốn, nhà nước đã thu về được 10.499 tỷ đồng trong 11 tháng đầu năm. Qua đó, tổng số tiền nhà nước thu về từ thoái vốn doanh nghiệp nhà nước và IPO trong 11 tháng đầu năm 2018 là 32.143 tỷ đồng. Tương đương mức thu về trong 2 năm 2016 và 2017 (không tính SAB).

**Kỳ vọng tiến trình IPOs, thoái vốn DNNN diễn ra sôi động trong thời gian tới hỗ trợ xu hướng tăng trưởng của TTCK Việt Nam.**

Hoạt động IPOs, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước là động lực quan trọng hỗ trợ TTCK Việt Nam tăng trưởng trong giai đoạn 2016-2017. Tuy nhiên, với diễn biến không thực sự khởi sắc của thị trường trong năm 2018 (bên cạnh các lí do khác liên quan đến định giá tài sản nhà nước, phương án cổ phần hóa, quản lí hoạt động doanh nghiệp sau cổ phần hóa...), hoạt động IPOs, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước đã chậm lại đáng kể từ giữa Q2 đến nay.

Với mức nợ công đang ở ngưỡng quanh 61% (gần chạm mốc tối đa cho phép 65%), cùng các kế hoạch tham vọng của Chính phủ về đầu tư cơ sở hạ tầng trong các năm tới (Metro thành phố Hồ Chí Minh, sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam...), chúng tôi cho rằng giai đoạn 2019-2020 sẽ là cao điểm của hoạt động IPOs, thoái vốn doanh nghiệp nhà nước nhằm bổ sung vốn ngân sách. Đây kỳ vọng là một trong những động lực quan trọng hỗ trợ thị trường trong giai đoạn tới từ 2 khía cạnh: (1) các chính sách vĩ mô sẽ có xu hướng nới lỏng, hỗ trợ cho TTCK; (2) bổ sung hàng hóa có chất lượng cho thị trường.

Đáng chú ý, nhóm ngân hàng quốc doanh, trước sức ép tăng vốn để đáp ứng chuẩn mực Basel II trong bối cảnh ngân sách nhà nước gặp khó khăn và Chính phủ không có dự định bổ sung vốn ngân sách vào các ngân hàng, nhiều khả năng sẽ được mở room ngoại, giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước (BIDV, Vietcombank) trong thời gian tới để phát hành cho nhà đầu tư chiến lược. Bên cạnh đó, hàng loạt các thương vụ IPOs (Mobifone, Tổng công ty phát điện 1, Tổng Công ty Phát điện 2, Tổng Công ty Xi măng Việt Nam...) và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước lớn (GAS, ACV, PLX, VEA, HVN...) nhiều khả năng cũng sẽ diễn ra giai đoạn 2019-2020.

- **Luật chứng khoán sửa đổi – kỳ vọng về vấn đề room ngoại**

**Luật chứng khoán sửa đổi nếu được thông qua vào kỳ họp Quốc hội thứ 2 năm 2019 sẽ tác động tích cực đến biến động TTCK nhờ những cải tiến đáng ghi nhận về vấn đề room ngoại.**

Dự thảo luật chứng khoán sửa đổi mới đây được công bố, kỳ vọng được Quốc hội thông qua vào kỳ họp thứ 2 năm 2019 và được chính thức áp dụng vào giữa năm 2020. Trong số các nội dung đáng chú ý, nổi bật lên vấn đề về room ngoại với quy định room ngoại tại các doanh nghiệp niêm yết là 100% (ngoại trừ trường hợp điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên hoặc pháp luật chuyên ngành có quy định cụ thể thấp hơn về tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài). Đối với pháp luật hiện hành, nghị định 60/2015/NĐ-CP, ban hành năm 2015 cho phép các công ty không thuộc các ngành kinh doanh có điều kiện, có thể chủ động xin nới room lên 100%. Quá trình xin nới room cần thực hiện 1 số thủ tục nhất định. Tuy nhiên, trên thực tế từ khi nghị định 60 được ban hành cho đến nay, TTCK Việt Nam chỉ có hơn 30 doanh nghiệp (trong tổng số hơn 700 doanh nghiệp trên 2 sàn) chính thức nới room. Như vậy, có thể thấy nghị định 60 đã không giúp TTCK Việt Nam thu hút dòng vốn ngoại như kỳ vọng trước đó. Trong báo cáo đánh giá của MSCI hàng năm vẫn duy trì đánh giá vấn đề room ngoại là 1 trong những yếu tố TTCK Việt Nam cần cải thiện để được nâng hạng lên thị trường mới nổi.

Luật chứng khoán sửa đổi, nếu được thông qua theo hướng cởi mở hơn đối với vấn đề room ngoại, tương tự như nội dung trong dự thảo, kỳ vọng có thể giúp số các doanh nghiệp có room 100% tăng mạnh, thu hút dòng vốn nhà đầu tư nước ngoài và giúp chứng khoán Việt Nam tiến gần hơn đến việc được nâng hạng của MSCI. Tuy nhiên, sớm nhất đến giữa 2020 luật chứng khoán sửa đổi mới có thể được chính thức ban hành, vì vậy các tác động trong năm 2019 là

chưa quá lớn, phần nhiều về mặt tâm lý nhà đầu tư trong nước, và một số quỹ đầu tư nước ngoài giải ngân sớm.

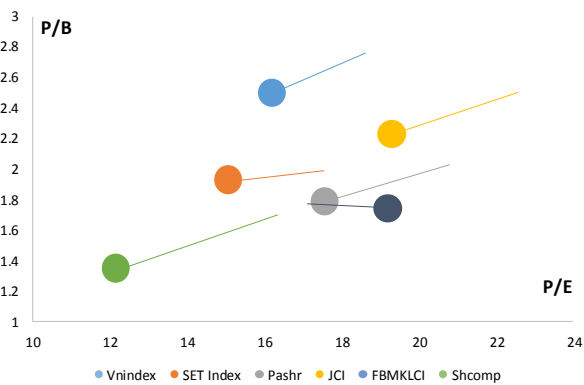
## NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG

- So sánh TTCK Việt Nam với các nước trong khu vực

**P/E TTCK Việt Nam ở mức trung bình, P/B và ROE ở mức cao so với các nước trong khu vực do đặc tính sử dụng nhiều đòn bẩy.**

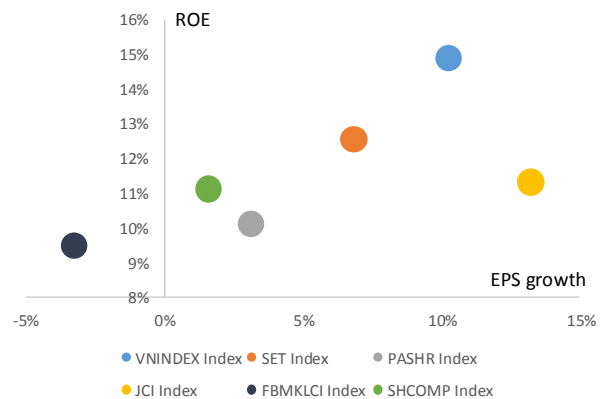
TTCK Việt Nam, sau nhịp điều chỉnh sâu trong Q4, đã có mức giảm trong cả năm 2018 tương đương các thị trường trong khu vực. Ở thời điểm hiện tại, P/E của TTCK Việt Nam ở mức trung bình, trong khi ROE ở mức cao nhất so với các thị trường trong khu vực, kéo theo chỉ số P/B cao. Đáng chú ý, ROE của các doanh nghiệp Việt Nam cao có nguyên nhân chính do các doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính.

Hình 22: Biến động P/E P/B các thị trường mới nổi trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hình 23: ROE và tăng trưởng EPS bình quân 5 năm các thị trường mới nổi trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: Hiện tại ● — cuối 2017

**TTCK Việt Nam hấp dẫn hơn tương đối so với các TTCK trong khu vực**

Về tổng thể, chúng tôi đánh giá TTCK Việt Nam vẫn hấp dẫn hơn tương đối so với các TTCK trong khu vực nhờ tăng trưởng EPS duy trì ở mức cao trong các quý gần đây, cùng với hiệu quả hoạt động (thể hiện qua ROE) cao. Tuy nhiên, việc phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay khiến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động ở mặt bằng lãi suất, là yếu tố rủi ro hàng đầu cần được theo dõi chặt chẽ.

- Dự báo chỉ số VNINDEX năm 2019

**Các yếu tố trong nước nhìn chung vẫn tác động tích cực đến biến động TTCK**

Với dự báo nền kinh tế Việt Nam trong năm 2019 vẫn đạt mức tăng trưởng cao, lợi nhuận các doanh nghiệp tăng trưởng sẽ không quá đột biến như trong năm 2017-2018, tuy nhiên vẫn ở mức khả quan (13.5%-14%), tương ứng EPS thị trường tăng xấp xỉ 10%. Lạm phát và tỷ giá là những yếu tố rủi ro tiềm ẩn, tuy nhiên nhìn chung được dự báo sẽ không xuất hiện cú shock lớn và NHNN vẫn có điều kiện để duy trì chính sách tiền tệ mang tính hỗ trợ (mặc dù thận trọng hơn so với vài năm trở lại đây). Luật chứng khoán sửa đổi kỳ vọng sẽ cởi mở hơn trong việc thu hút nguồn vốn nhà đầu tư nước ngoài, cùng với đó giúp TTCK Việt Nam tiến gần hơn với việc được nâng hạng. Nhìn chung, các yếu tố trong nước trong năm 2019 tác động đến diễn biến TTCK được chúng tôi đánh giá vẫn theo chiều hướng tích cực.

## Tác động từ các yếu tố ngoại biên phần nhiều theo chiều hướng tiêu cực

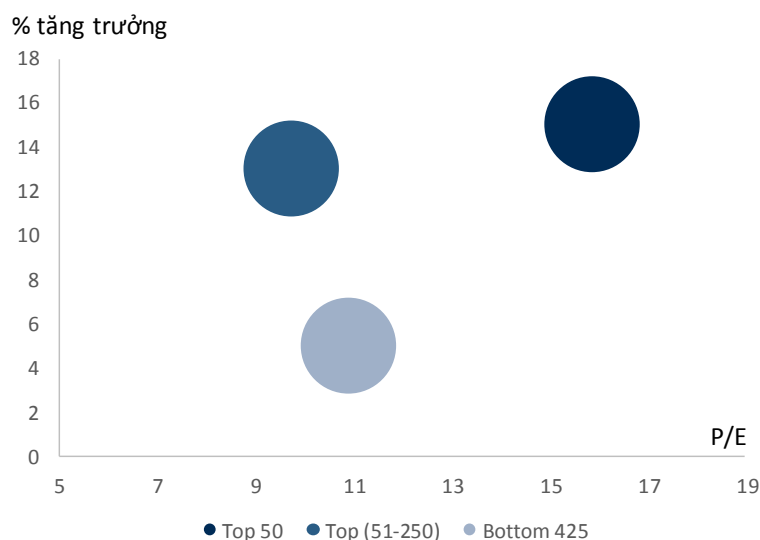
Tuy nhiên, xu hướng thị trường trong năm 2018 cho thấy các yếu tố ngoại biên mới có tác động chi phối đến diễn biến thị trường trong bối cảnh biến động kinh tế toàn cầu ngày càng phức tạp, và xu hướng trên sẽ còn tiếp diễn trong năm 2019. Trong đó, các yếu tố tạo nên biến động có thể kể đến như tình hình sức khỏe các nền kinh tế lớn đi cùng diễn biến chính sách tiền tệ của các NHTW (Mỹ, Trung Quốc, EU, Anh, Nhật...), chiến tranh thương mại, biến động giá dầu, các xung đột địa chính trị... Với việc rủi ro toàn cầu đang có xu hướng gia tăng, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá cổ phiếu của TTCK toàn cầu năm 2019 sẽ có sự điều chỉnh giảm do dòng tiền hướng tới trú ẩn tại các tài sản an toàn. Qua đó tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam do tính liên thông của TTCK Việt Nam ngày càng cao.

	Kịch bản		
	Tích cực	Cơ sở	Tiêu cực
Tăng trưởng EPS YoY	12%	10%	8%
P/E	16.5	14.5-15	13
Vnindex	1055	911-942	802

Với mức tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp dự báo sẽ giảm tốc (tăng trưởng 13.5%-14% trong năm 2019), rủi ro ngoại biên gia tăng, trong kịch bản cơ sở, mức P/E hợp lý của VNIndex trong năm 2019 được xác định là 14.5-15 lần, giảm so với thời điểm cuối năm 2018 (gần 16 lần), tuy nhiên vẫn cao hơn mức bình quân giai đoạn 2015-2016 (13.7 lần). Qua đó, trong kịch bản cơ sở, mức điểm hợp lý của VNindex trong năm 2019 ở mức 911-942 điểm.

### • Điểm nhấn đầu tư

Hình 24: P/E và dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2019 của các nhóm cổ phiếu theo vốn hóa



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Với áp lực rủi ro ngoại biên đang ngày một tăng dần và thị trường được sự báo sẽ còn xuất hiện những nhịp tăng giảm với biên độ dao động mạnh, mặc dù không bi quan nhưng chúng tôi có quan điểm khá thận trọng trong việc lựa chọn một số chủ đề đầu tư cho năm 2019.



*Các ngành được hưởng lợi bởi chiến tranh thương mại, đặc biệt là xu hướng dịch chuyển của các chuỗi sản xuất, hợp đồng gia công sang Việt Nam. Trong đó điển hình có thể kể đến các cổ phiếu thuộc các ngành như bất động sản khu công nghiệp, logistics và dệt may. Mặc dù nhóm này đã cho phản ứng hồi phục trong thời gian gần đây nhờ yếu tố kỳ vọng nhưng sau khi đã điều chỉnh cùng thị trường chung, câu chuyện này sẽ còn tiếp diễn trong năm 2019 khi các yếu tố cơ bản dần được phản ánh rõ nét hơn.*

*Các ngành có hoạt động ổn định, mang tính phòng thủ và phù hợp với khẩu vị thị trường ở các giai đoạn rủi ro gia tăng. Một số ứng cử viên trong nhóm này gồm có điện – nước, dược và một số công ty có lịch sử chi trả cổ tức tốt.*

*Nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa với hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, hiện đang bị định giá thấp và chưa thu hút được sự chú ý của thị trường. Sau một nhịp điều chỉnh sâu, các cổ phiếu bluechips vẫn sẽ là nhóm được dòng tiền tìm đến trước, nhưng đà hồi phục sẽ khó duy trì bền bỉ như giai đoạn 2016-2017. Khi đó, dòng tiền sẽ có xu hướng chuyển sang các mã cổ phiếu tập trung trong những ngành tiềm năng. Hình 24 cho thấy trong khi mức tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng ở nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn không quá vượt trội so với nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa, thì nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa (P/E hiện ở mức 9.7 lần) đang được định giá thấp hơn hẳn so với nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn (P/E hiện ở mức 15.8 lần).*

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 1969

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)