

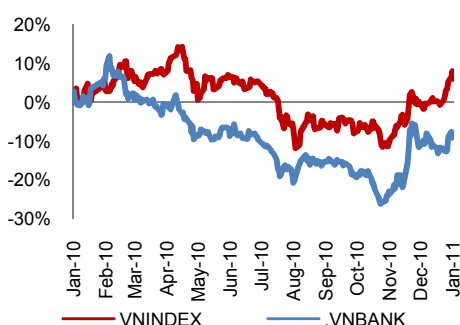
Ngành ngân hàng

Các chỉ số chính

Số ngân hàng đã niêm yết	8
Tổng vốn hóa (tỷ đồng)	157,877
Tổng vốn hóa (triệu USD)	7,518
% vốn hóa thị trường	21.1
P/E bình quân (x)	9.9
P/B bình quân (x)	1.8
ROA (%)	1.5
ROE (%)	18.0

Các ngân hàng chính	ACB	EIB	VCB
Số CP lưu hành (triệu CP)	938	1.056	1.759
Sở hữu NĐTNN (%)	30%	30%	2.9%
EPS (VND)	2.520	1.642	2.303
EPS growth (%)	-20%	28%	-29%
P/E (x)	9,6	9,2	14,9
P/B (x)	1,9	1,1	3,2
ROE (%)	22%	13%	23%
ROA (%)	1,2%	1,8%	1,3%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	13%	3%	-10%
Giá trị tương đối %	3%	3%	-11%



Hoa Hoang, Analyst
hoa.hoang@vcsc.com.vn
 T: +84 8 39153588 ext 146

Xem khuyến cáo ở cuối trang

Liệu những khó khăn đã qua?

Năm 2010 đánh dấu một năm đầy thử thách đối với ngành ngân hàng. Trong khi VNIndex chỉ giảm 2% thì giá các cổ phiếu ngân hàng đã giảm 18% do ảnh hưởng của hàng loạt đợt phát hành mới gây ra tình trạng pha loãng cổ phiếu cộng với những thay đổi trong quy định về hoạt động của ngành ngân hàng. Khi các quy định mới có hiệu lực, những ngân hàng lớn với nguồn vốn lớn và do đó chi phí vốn thấp hơn, khả năng quản lý nợ - tài sản hiệu quả hơn, chi phí hoạt động thấp hơn sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng cũng như khả năng sinh lợi cao hơn các ngân hàng khác.

- **Quy mô vốn nhỏ, tỷ lệ cho vay từ nguồn vốn huy động (LDR) cao, nguy cơ nợ xấu (NPL) tăng là những rủi ro chính của ngành ngân hàng.** Trong năm 2011 vẫn còn 10 ngân hàng nhỏ cần phải tăng vốn ít nhất 12.000 tỷ đồng (tương đương 600 triệu USD) để đáp ứng yêu cầu vốn tối thiểu 3.000 tỷ đồng của Ngân hàng Nhà nước vào cuối năm. Tỷ lệ LDR cao cộng với việc phụ thuộc quá nhiều vào các khoản vay tại các tổ chức tín dụng khác trong khi tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng huy động dẫn đến mất cân đối nguồn vốn tại các ngân hàng. Ngoài ra, việc cho vay các doanh nghiệp Nhà nước lớn như Vinashin có thể khiến tỷ lệ nợ xấu tăng và làm giảm lợi nhuận của hệ thống ngân hàng.
- **Các quy định mới sẽ là tiền đề giúp hệ thống ngân hàng nâng cao năng lực hoạt động trong dài hạn.** Quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu của Nghị định 141 kết hợp với các yêu cầu của Thông tư 13 về nguồn vốn huy động, tỷ lệ an toàn vốn (CAR), hệ số rủi ro đối với các khoản vay đầu tư chứng khoán và bất động sản sẽ dẫn tới những thay đổi đáng kể trong hoạt động của các ngân hàng thương mại khi phải tiến hành tăng vốn và cơ cấu lại tài sản. Với tốc độ phục hồi ngày càng nhanh của nền kinh tế, thu nhập bình quân đầu người được cải thiện và số lượng doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs) tăng dần, các ngân hàng đang có tiềm năng rất lớn để phát triển các dịch vụ ngân hàng bán lẻ cũng như các dịch vụ tài chính cho SMEs.
- **Chúng tôi cho rằng thời điểm hiện tại là cơ hội thuận lợi để tích lũy cổ phiếu ngân hàng nhất là những ngân hàng đứng đầu về thị phần và có tiềm lực tài chính mạnh.** Các chỉ số định giá của nhóm cổ phiếu ngân hàng đang ngày càng trở nên hấp dẫn với mức PE2010 dự kiến là 9,9x và PB bình quân là 1,8x, thấp hơn các chỉ số chung của thị trường. So với các ngân hàng khác trong khu vực, ngành ngân hàng Việt Nam có ROE 18% và ROA 1,5%, cao hơn so với ROE 15,7% và ROA 1,3% của các ngân hàng khác trong khu vực.

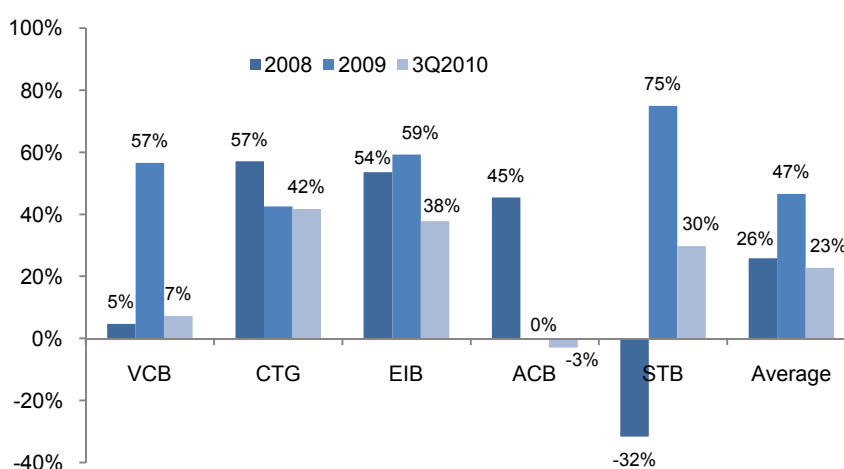
Chúng tôi thích các cổ phiếu ACB, STB và EIB vì (i) đây là những ngân hàng tiên phong trong các dịch vụ ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam với thương hiệu đã được khẳng định, (ii) giai đoạn tái cơ cấu sẽ là cơ hội tốt cho các ngân hàng lớn có tiềm lực tài chính mạnh mua được những tài sản giá rẻ và mở rộng thị phần trong tương lai, (iii) các chỉ số định giá hấp dẫn và có khả năng nâng cao lợi nhuận. Chúng tôi cũng nhận thấy VCB và CTG có nhiều khả năng tăng giá vì đây là hai ngân hàng hàng đầu Việt Nam với tỷ lệ sở hữu dành cho nhà đầu tư nước ngoài vẫn còn khá lớn.

Tiêu điểm đầu tư?

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận vẫn được duy trì ngay cả trong thời kỳ khủng hoảng

Hai năm qua là thời gian đầy thử thách đối với ngành ngân hàng thế giới. Tuy nhiên, hệ thống ngân hàng Việt Nam đã tránh được những tác động trực tiếp từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trung bình năm 2008 đạt 26% và năm 2009 là 47%.

Hình1: Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của các ngân hàng (% so với cùng kỳ)



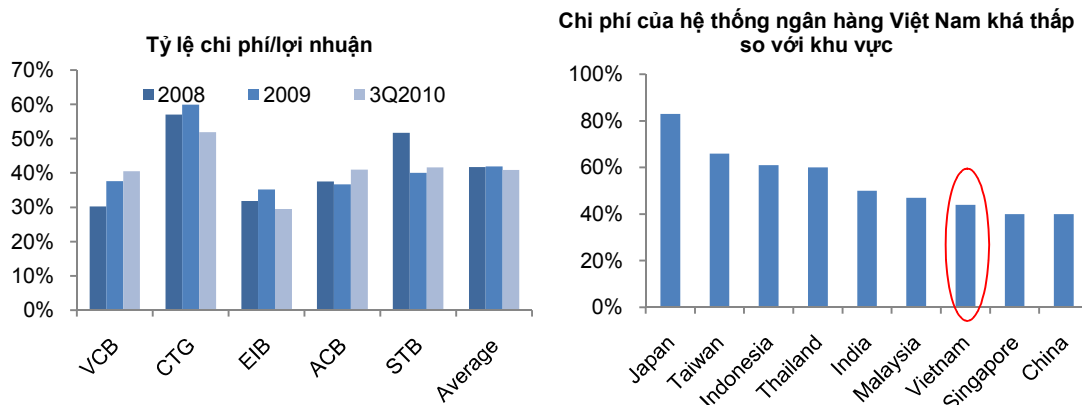
Nguồn: VCSC tổng hợp

Trong ba quý đầu năm 2010, mặc dù phải đối mặt với nhiều khó khăn do những quy định mới của ngành ngân hàng nhưng lợi nhuận sau thuế bình quân của các ngân hàng lớn vẫn tăng trưởng trên 23%.

Tỷ lệ chi phí/lợi nhuận thấp

Tỷ lệ chi phí/lợi nhuận của ngành ngân hàng Việt Nam trung bình khoảng 40%, thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác trong khu vực và chỉ cao hơn các ngân hàng của Trung Quốc và Singapore. Với lợi thế này, các ngân hàng Việt Nam có thể tăng lợi nhuận và nâng cao các tỷ số sinh lời.

Hình 2: Các ngân hàng Việt Nam duy trì được tỷ lệ chi phí/lợi nhuận thấp

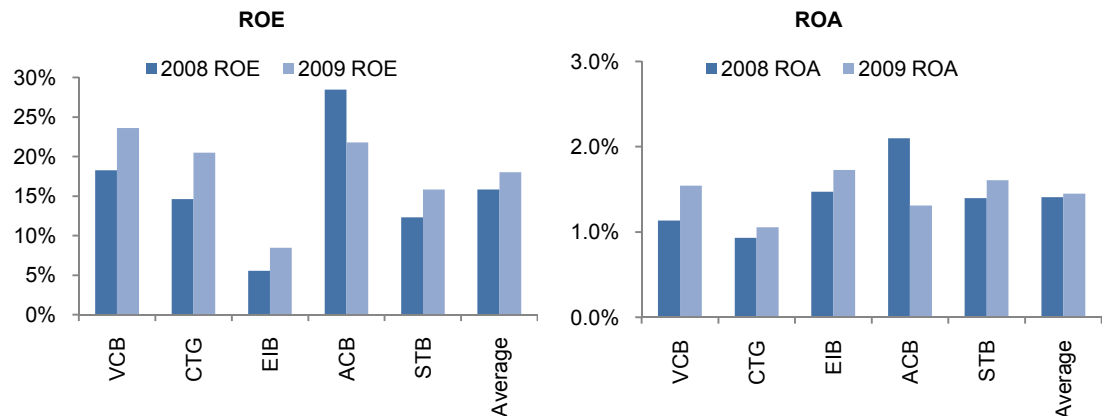


Nguồn: VCSC tổng hợp, The Asian Banker

Các chỉ số hiệu quả hoạt động tốt

Quy mô vốn nhỏ kết hợp với khả năng quản lý chi phí tốt là những lợi thế giúp các ngân hàng Việt Nam đạt được tỷ suất lợi nhuận cao. Ngoại trừ EIB đã nhanh chóng tăng vốn trong năm 2007, các ngân hàng khác đều có ROE ở mức hai chữ số.

Hình 3: Chỉ số hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam cao nhờ quy mô vốn nhỏ



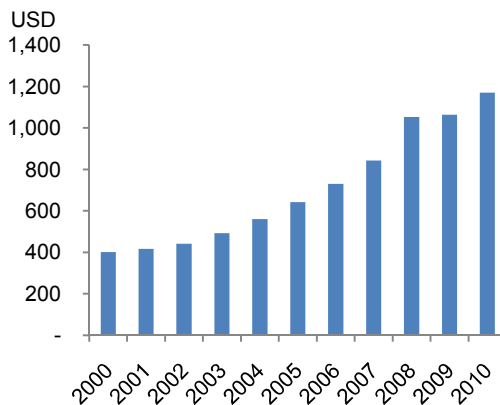
Nguồn: VCSC tổng hợp

Tiềm năng phát triển các dịch vụ ngân hàng bán lẻ và các dịch vụ tài chính cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SMEs) là lợi thế giúp hệ thống ngân hàng Việt Nam nâng cao các tỷ số hiệu quả hoạt động

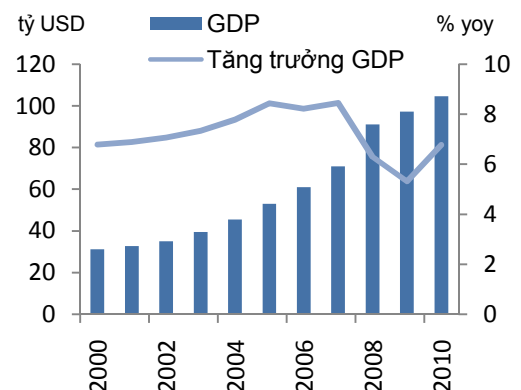
Năm 2010, tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của Việt Nam đạt trên 100 tỷ USD với GDP bình quân đầu người đạt gần 1.200USD/người, tăng gấp đôi trong vòng 5 năm qua. Dân số trẻ cộng với thu nhập bình quân đầu người tăng sẽ kéo theo nhu cầu sử dụng các dịch vụ ngân hàng bán lẻ gia tăng. Đặc điểm dân số là yếu tố hỗ trợ tích cực cho tốc độ tăng trưởng của các dịch vụ thanh toán, thẻ tín dụng và các dịch vụ tài chính cá nhân.

Hình 4: Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng GDP cao trong 10 năm qua

GDP bình quân đầu người của Việt Nam đã tăng gấp đôi trong 5 năm qua



GDP Việt Nam đạt trên 100 tỷ USD trong năm 2010

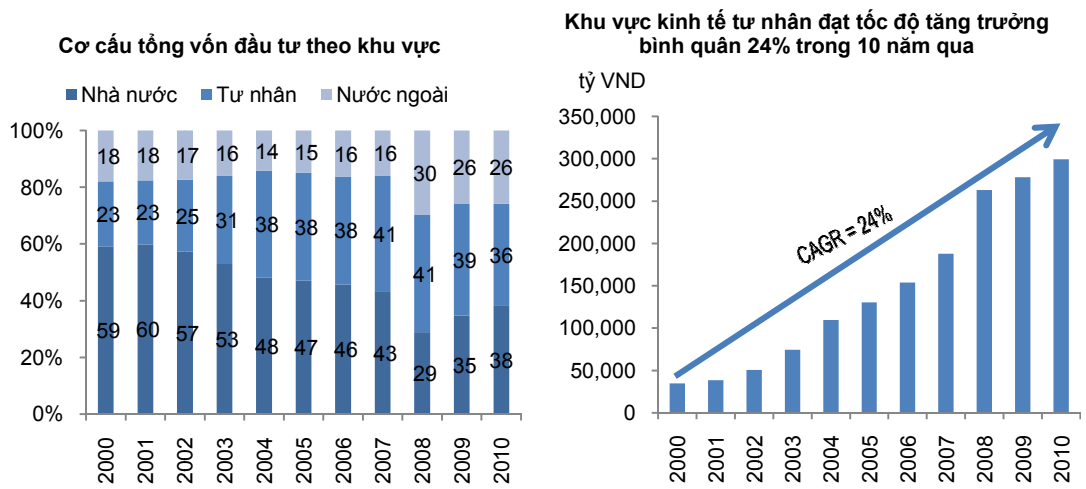


Nguồn: CEIC, GSO

Ngoài ra, khu vực kinh tế tư nhân cũng đóng vai trò quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế Việt Nam trong 10 năm qua với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 24%. Trong năm 2008, vốn đầu tư tư

khu vực tư nhân chiếm gần 41% tổng mức đầu tư vào nền kinh tế, cao hơn nhiều so với mức 29% từ khu vực nhà nước. Riêng năm 2009 và 2010, do khu vực kinh tế nhà nước nhận được nhiều sự hỗ trợ hơn từ chính phủ dưới những tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nên tỷ lệ đóng góp vào tổng vốn đầu tư cả nước của khu vực kinh tế tư nhân giảm còn 35% trong năm 2009 và 38% trong năm 2010. Số doanh nghiệp nhỏ và vừa ngày càng tăng sẽ kích thích nhu cầu vay vốn để phục vụ đầu tư phát triển, tài trợ thương mại và các dịch vụ thanh toán quốc tế.

Hình 5: Tốc độ tăng trưởng nhanh chóng của khu vực kinh tế tư nhân

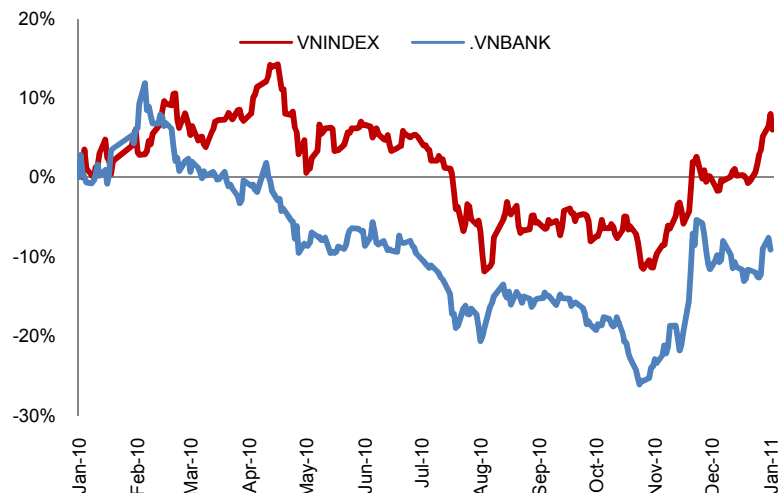


Nguồn: VCSC tổng hợp

Các chỉ số định giá hấp dẫn

Do lo ngại việc phát hành ồ ạt của các ngân hàng sẽ gây ra tình trạng pha loãng giá, nhà đầu tư khá e dè đối với cổ phiếu ngân hàng khi hầu hết các cổ phiếu ngân hàng đều giảm mạnh so với mức giảm chung của thị trường. Trong năm 2010, giá cổ phiếu ngành ngân hàng giảm 18% trong khi VNIndex chỉ giảm 2%. Tuy nhiên, ngành đã có dấu hiệu phục hồi từ tháng 12/2010 với mức tăng trưởng 17% so với tháng 11/2010.

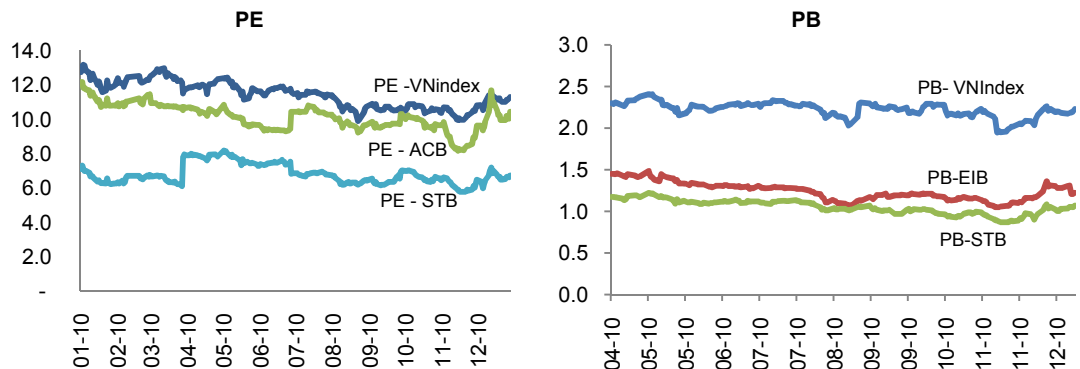
Hình 6: Giá cổ phiếu ngành ngân hàng giảm mạnh hơn thị trường trong năm 2010 và chỉ mới hồi phục trong tháng 12/2010



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Các chỉ số định giá của nhóm cổ phiếu ngân hàng đang ngày càng trở nên hấp dẫn với PE bình quân hiện nay là 8,9x và PB bình quân là 1,6x, thấp hơn các chỉ số chung của thị trường. Đặc biệt, cổ phiếu các ngân hàng thương mại lớn như ACB, STB và EIB còn được giao dịch ở mức thấp hơn vì đây là những cổ phiếu có tính thanh khoản cao và tỷ lệ sở hữu dành cho nhà đầu tư nước ngoài đã hết (tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với ngành ngân hàng hiện nay là 30% vốn điều lệ).

Hình 7: PE và PB của ngành ngân hàng đều thấp hơn VNIndex trong năm 2010



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

So với các ngân hàng khác trong khu vực, ngành ngân hàng Việt Nam có ROE 18% và ROA 1,5%, cao hơn so với ROE 15,7% và ROA 1,3% của các ngân hàng trong khu vực.

Hình 8: Quy mô khá nhỏ so với các ngân hàng khác trong khu vực nhưng các ngân hàng Việt Nam có các tỷ số hiệu quả hoạt động tốt hơn

Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Tổng tài sản (triệu USD)	P/E (x)	P/B (x)	ROE LF (%)	ROA LF (%)
Trung Quốc	7.572	83.981	10,62	1,91	19,71	1,05
Thái Lan	4.765	31.726	18,00	1,79	13,44	1,24
Malaysia	4.164	26.634	12,43	1,81	16,08	1,16
Indonesia	4.256	12.351	22,06	2,87	17,80	1,78
Ấn Độ	2.062	23.012	12,39	1,59	16,17	0,91
Philippines	1.358	7.603	12,35	1,60	13,45	1,73
Việt Nam	1.145	7.775	8,89	1,61	18,01	1,56
Pakistan	587	4.546	11,56	1,29	13,12	1,11
Sri Lanka	453	1.590	23,21	2,88	14,13	1,45
Trung bình	2.929	22.135	14,61	1,93	15,77	1,33

Nguồn: Bloomberg, ngày 26/1/2011

Chúng tôi tin rằng thời điểm hiện tại rất thích hợp để tích lũy cổ phiếu ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng lớn có thị phần đáng kể và năng lực tài chính mạnh. Chúng tôi thích các cổ phiếu ACB, STB, EIB vì (i) đây là những ngân hàng tiên phong trong phát triển các dịch vụ ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam với thương hiệu đã được khẳng định, (ii) giai đoạn tái cơ cấu sẽ là cơ hội tốt cho các ngân hàng lớn có tiềm lực tài chính mạnh mua được nhiều tài sản giá rẻ và mở rộng thị phần trong tương lai, (iii)

các chỉ số định giá hấp dẫn và có khả năng nâng cao lợi nhuận. Chúng tôi cũng nhận thấy VCB và CTG có nhiều khả năng tăng giá vì đây là hai ngân hàng hàng đầu Việt Nam với tỷ lệ sở hữu dành cho nhà đầu tư nước ngoài còn khá lớn.

Hình 9: So sánh giữa các ngân hàng đã niêm yết

Đơn vị: tỷ đồng	VCB	CTG	ACB	STB	EIB	SHB
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.759	1.517	938	918	1.056	349
Giá cổ phiếu ngày 26/1/2011 (VND000)	34,3	23,5	24,4	15,8	15,2	11,2
Vốn điều lệ 2010	17.588	15.172	9.377	9.179	10.560	3.493
Tỷ lệ tăng vốn trong năm 2010	45%	35%	20%	37%	20%	75%
Vốn hóa hiện tại	60.325	35.655	22.879	14.503	16.051	3.912
Tỷ lệ vốn niêm yết (%)	9,3%	10,8%	100%	100%	100%	100%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại (%)	2,9%	1,0%	30%	30%	30%	1,5%
EPS 2010	2.303	2.224	2.520	1.990	1.642	1.402
Tăng trưởng EPS	-29%	-3%	-11%	-20%	28%	-10%
ROE 2010F	23%	23%	22%	16%	13%	18%
ROA 2010F	1,3%	0,9%	1,2%	1,3%	1,8%	1,2%
PB 2010F	3,2	2,2	2,0	1,1	1,1	1,3
PE 2010F	14,9	10,6	9,7	7,9	9,3	8,0

Nguồn: VCSC tổng hợp, ngày 26/1/2011

Những thay đổi về quy chế hoạt động sẽ là nền tảng để nâng cao năng lực của ngành trong dài hạn

Để nâng cao năng lực hoạt động của ngành ngân hàng Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước đã thực thi nhiều quy định mới tác động đến hoạt động của các ngân hàng thương mại trong năm 2010 và những năm sắp tới.

Hình 10: Những quy định được áp dụng cho các ngân hàng thương mại trong năm 2010

STT	Văn bản pháp lý	Nội dung	Ngày hiệu lực
1	Nghị định 141/2006/ND-CP ngày 22/11/2006	Vốn điều lệ tối thiểu của các ngân hàng phải đạt 3.000 tỷ đồng (~150 triệu USD) vào cuối năm 2010.	
2	Thông tư số 15/2009/TT-NHNN ngày 10/8/2009	Yêu cầu các ngân hàng thương mại chỉ được dùng tối đa 30% thay vì 40% tiền gửi ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn.	1/1/2010
3	Thông báo số 369/TB-VPCP ngày 30/12/2009	Cấm các ngân hàng giao dịch vàng qua tài khoản.	31/3/2010

STT	Văn bản pháp lý	Nội dung	Ngày hiệu lực
4	Thông tư số 07/2010/TT-NHNN ngày 26/2/2010 và thông tư số 12/2010/TT-NHNN ngày 14/4/2010	Cho phép các ngân hàng thỏa thuận lãi suất cho vay ngắn hạn và dài hạn.	14/4/2010
5	Thông tư số 13/2010/TT-NHNN ngày 20/5/2010	Quy định các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của các tổ chức tín dụng.	1/10/2010
6	Thông tư số 19/2010/TT-NHNN ngày 27/9/2010	Điều chỉnh một số điều trong Thông tư 13, đặc biệt là các thành phần trong tổng vốn huy động.	1/10/2010
7	Thông tư số 22/2010/TT-NHNN ngày 29/10/2010	Hạn chế cho vay vàng đối với một số chủ thể có liên quan đến vàng.	29/10/2010
8	Luật số 47/2010/QH12 về các tổ chức tín dụng	Quy định các hoạt động của các tổ chức tín dụng.	1/1/2011

Nguồn: VCSC tổng hợp

Thông tư 13 và Luật các tổ chức tín dụng năm 2010 sẽ tạo ra những thay đổi cơ bản quan trọng mà các ngân hàng thương mại phải thực hiện và điều chỉnh trong quá trình hoạt động cũng như cần phải có chiến lược phát triển phù hợp.

Ảnh hưởng của Nghị định 141 đối với hệ thống ngân hàng

Nghị định 141/2006/ND-CP ban hành ngày 22/11/2006 yêu cầu tất cả các ngân hàng thương mại phải có vốn điều lệ tối thiểu là 3.000 tỷ đồng (tương đương 150 triệu USD) vào cuối năm 2010.

Đầu năm 2010, hệ thống ngân hàng Việt Nam có 22 ngân hàng thương mại có vốn điều lệ dưới 3.000 tỷ đồng và toàn ngành cần tăng ít nhất 33.000 tỷ đồng mới có thể đáp ứng yêu cầu vốn tối thiểu. Song song đó, các ngân hàng thương mại lớn cũng lập kế hoạch tăng vốn để đáp ứng yêu cầu về hệ số an toàn vốn (CAR) mới. Do vậy, nguy cơ thừa cung đã khiến cổ phiếu ngành ngân hàng trải qua một năm 2010 ảm đạm.

Tính đến tháng 12/2010, vẫn còn 10 ngân hàng thương mại nhỏ không thể tăng vốn theo yêu cầu. Trong năm 2010, các ngân hàng này chỉ thu hút được khoảng 3.507 tỷ đồng, tương ứng chỉ bằng khoảng ¼ tổng nhu cầu vốn.

Tuy nhiên, ngày 14/12/2010, Ngân hàng Nhà nước đã cho phép kéo dài thời hạn tăng vốn đến cuối năm 2011. Quyết định này đã làm dịu bớt áp lực tăng vốn gấp rút tại các ngân hàng trong năm 2010 và giúp cổ phiếu ngành ngân hàng phục hồi trở lại, tạo cơ sở để kế hoạch tăng vốn trong năm 2011 thành công hơn.

Hình 11: Các ngân hàng có vốn điều lệ dưới 3.000 tỷ đồng tính đến cuối năm 2010

	Ngân hàng	Vốn điều lệ tại ngày 31/12/2009	Vốn điều lệ tại ngày 31/12/2010	Vốn đã tăng trong năm 2010	Vốn chưa tăng trong năm 2010
1	OCB	2.000	2.635	635	465
2	Western Bank	2.000	2.000	-	1.000
3	Nam Á	2.000	2.000	-	1.000

	Ngân hàng	Vốn điều lệ tại ngày 31/12/2009	Vốn điều lệ tại ngày 31/12/2010	Vốn đã tăng trong năm 2010	Vốn chưa tăng trong năm 2010
4	Việt Á	1.515	2.087	572	913
5	Kiên Long	1.000	2.000	1.000	1.000
6	Gia Định	1.000	2.000	1.000	1.000
7	SG Công thương	1.500	1.800	300	1.200
8	Bảo Việt	1.500	1.500	-	1.500
9	VN Thương tín	1.000	1.000	-	2.000
10	Petrolimex	1.000	1.000	-	2.000
	Tổng cộng	14.515	18.022	3.507	12.078

Nguồn: Website các ngân hàng, VCSC tổng hợp

Tác động của Thông tư 13 đối với hệ thống ngân hàng

Thông tư 13 đề ra một loạt quy định bắt buộc đối với ngành ngân hàng, gồm có:

- Nâng tỷ lệ CAR từ 8% lên 9%.
- Tỷ lệ cho vay từ nguồn vốn huy động không được vượt quá 80%.
- Cho vay đầu tư chứng khoán và cho vay bất động sản có hệ số rủi ro là 250% (trước đây là 100%).
- Các khoản góp vốn, mua cổ phần của các tổ chức tín dụng khác và của công ty con bị loại trừ ra khỏi nguồn vốn cấp 1.
- Tổng vốn đầu tư vào các công ty con, công ty trực thuộc không được vượt quá 25% vốn điều lệ và quỹ dự trữ của tổ chức tín dụng.
- Tổng các khoản đầu tư, góp vốn vào tất cả các doanh nghiệp, quỹ đầu tư, dự án đầu tư hay các tổ chức tín dụng khác và công ty trực thuộc không được vượt quá 40% vốn điều lệ và quỹ dự trữ của tổ chức tín dụng.
- Tổ chức tín dụng không được cấp tín dụng cho công ty trực thuộc là công ty chứng khoán và không được cho vay không có đảm bảo để đầu tư, kinh doanh chứng khoán. Tổng dư nợ cho vay đầu tư chứng khoán không được vượt quá 20% vốn điều lệ của ngân hàng.

Để đáp ứng những quy định mới của Ngân hàng nhà nước, các ngân hàng sẽ phải thực hiện cơ cấu lại tài sản và hoạt động, kéo theo chi phí vốn tăng và biên thu nhập lãi ròng giảm.

Nâng cao năng lực tài chính

Hiện tại chỉ có 10 trong số 40 ngân hàng có vốn điều lệ trên 5.000 tỷ đồng, trong đó chỉ có 3 ngân hàng có vốn điều lệ trên 10.000 tỷ đồng là VCB, CTG và EIB (trừ 2 ngân hàng thương mại nhà nước lớn là BIDV và Agribank).

Vốn điều lệ trung bình hiện nay của hệ thống ngân hàng Việt Nam là 3.666 tỷ đồng (tương đương 183 triệu USD), thấp hơn nhiều so với các ngân hàng trong khu vực. Do đó, áp lực tăng vốn của hệ thống ngân hàng là một sức ép rất lớn đối với ngành không chỉ trong năm 2010 mà có thể còn kéo dài trong 2-3 năm tới.

10 ngân hàng nhỏ hiện có vốn điều lệ dưới 3.000 tỷ đồng sẽ phải hoàn thành kế hoạch tăng vốn vào năm 2011. Ngoài ra, các ngân hàng lớn như CTG cũng có kế hoạch tăng vốn từ 15.172 tỷ lên khoảng 30.000 tỷ đồng trong năm này.

Mở rộng nguồn huy động vốn

Trước khi có Thông tư 22, các ngân hàng được phép chuyển đổi tiền gửi bằng vàng thành đồng VND để cho vay. Tuy nhiên, khi quy định này không còn, các ngân hàng buộc phải tăng huy động bằng VND, chủ yếu là tiền gửi ngắn hạn nhằm đảm bảo sự cân bằng giữa vốn huy động và vốn cho vay.

Chúng tôi còn nhận thấy các ngân hàng đang tiến hành thoái vốn tại các tổ chức tín dụng khác và giảm đầu tư vào các lĩnh vực ngoài hoạt động kinh doanh chính để tăng cường vốn chủ sở hữu do các khoản đầu tư này đều bị loại trừ khỏi vốn cấp 1. Điển hình như VCB đã bán một phần sở hữu tại EIB và PVD.

Phát hành trái phiếu dài hạn

Do được phép đưa trái phiếu có kỳ hạn trên 5 năm vào vốn cấp 2 nên nhiều ngân hàng đã lên kế hoạch phát hành trái phiếu dài hạn có hoặc không có quyền chuyển đổi nhằm giúp các ngân hàng tăng cường khả năng quản lý nợ-tài sản và giảm rủi ro thanh khoản. ACB và Techcombank đã phát hành khoảng 3.000 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 10 năm để tăng vốn.

Giảm cho vay đầu tư chứng khoán và bất động sản, tăng cho vay tiêu dùng

Các ngân hàng thường tính lãi suất cao hơn cho các khoản vay đầu tư chứng khoán và bất động sản. Tuy nhiên, các khoản vay này hiện có hệ số rủi ro cao 250% nên sẽ tác động đến chi phí vốn và giảm thu nhập từ lãi.

Việc mở rộng nguồn huy động vốn sẽ làm tăng chi phí vốn của các ngân hàng. Trong khi đó, nếu giảm cho vay vào các lĩnh vực có khả năng chịu lãi suất cao như chứng khoán, bất động sản sẽ khiến thu nhập từ lãi của các ngân hàng giảm. Do đó, chúng tôi tin rằng các ngân hàng sẽ tập trung hơn vào các khoản vay tiêu dùng, lĩnh vực có thể chấp nhận lãi suất cao hơn nhưng hệ số rủi ro thì thấp hơn.

Các quy định của Luật các tổ chức tín dụng 2010 đối với hoạt động ngân hàng

Luật Các tổ chức tín dụng quy định các ngân hàng thương mại phải thành lập hoặc mua lại công ty con, công ty liên kết để thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành và môi giới chứng khoán, cho thuê tài chính và bảo hiểm. Trong khi đó, theo quy định tại Thông tư 13 thì các khoản góp vốn, mua cổ phần của công ty con bị loại trừ khỏi nguồn vốn cấp 1.

Theo quy định mới, chỉ các tổ chức tín dụng mới được phép thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng bao gồm huy động vốn, cho vay và các dịch vụ thanh toán qua tài khoản đối với các tổ chức và cá nhân. Các tổ chức tín dụng phi ngân hàng như công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính sẽ không được nhận tiền gửi của cá nhân và thực hiện dịch vụ thanh toán qua tài khoản cho khách hàng. Do đó, các công ty tài chính như PVF sẽ gặp nhiều khó khăn khi chỉ được phục vụ các khách hàng tổ chức, không được mở rộng đến các khách hàng cá nhân trong khi phân khúc bán lẻ đang ngày càng trở nên quan trọng đối với các ngân hàng thương mại. Các tổ chức tín dụng không được cho vay:

- đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh chứng khoán mà tổ chức tín dụng nắm quyền kiểm soát.
- nếu tài sản đảm bảo là cổ phiếu của chính tổ chức tín dụng hoặc công ty con của tổ chức tín dụng.
- để góp vốn vào một tổ chức tín dụng khác nếu tài sản đảm bảo là cổ phiếu của chính tổ chức tín dụng nhận vốn góp.

Ngoài ra, theo luật mới, các ngân hàng còn phải tuân thủ các yêu cầu sau:

- Tổng dư nợ tín dụng đối với *một* công ty con, công ty liên kết hoặc doanh nghiệp mà tổ chức tín dụng nắm quyền chi phối không được vượt quá 10% vốn tự có của tổ chức tín dụng và không được vượt quá 20% vốn tự có đối với dư nợ cho *tất cả* các công ty con, công ty liên kết hoặc doanh nghiệp mà tổ chức tín dụng nắm quyền chi phối.
- Tổng mức dư nợ tín dụng đối với *một* khách hàng không được vượt quá 15% vốn tự có của tổ chức tín dụng và tổng mức dư nợ đối với một khách hàng và người có liên quan không được vượt quá 25% vốn tự có của tổ chức tín dụng.

Các rủi ro trong ngành ngân hàng

Rất nhiều ngân hàng Việt Nam có quy mô vốn nhỏ so với tổng tài sản

Cuối năm 2009, theo The Asian Banker, tổng tài sản trung bình của 10 ngân hàng lớn nhất Việt Nam là 8.363 triệu USD hay 6.694 triệu USD nếu không tính ngân hàng Agribank. Quy mô vốn nhỏ đã tạo nhiều áp lực cho các ngân hàng Việt Nam khi phải tăng vốn và đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn (CAR). Vì CAR của mỗi quốc gia khác nhau nên chúng tôi sử dụng tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng tài sản để so sánh các ngân hàng Việt Nam với khu vực.

Hình 12: Top 10 ngân hàng có tài sản lớn nhất tại Việt Nam và so sánh với khu vực

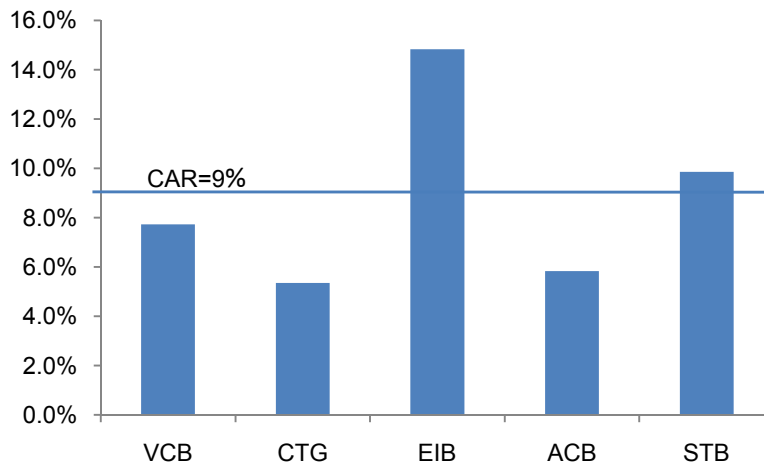
Đơn vị: triệu USD	Tài sản	Lợi nhuận ròng	Vốn CSH	ROE (%)	Vốn CSH/Tài sản (%)
Agribank	23.384	196	751	26,1	3,2
Vietcombank (*)	15.050	232	903	25,7	6,0
Vietinbank (*)	13.193	140	711	19,7	5,4
ACB (*)	9.085	119	502	23,7	5,5
STB (*)	5.629	90	517	17,4	9,2
Military Bank	3.734	64	342	18,7	9,2
EIB (*)	3.542	61	735	8,3	20,7
TCB	3.495	69	280	24,6	8,0
Maritime bank	3.457	42	152	27,6	4,4
VIB	3.065	25	147	17,0	4,8
Trung bình 10 ngân hàng lớn nhất tại:					
Việt Nam	8.363	104	504	20,9	7,6
Philippines	9.039	84	902	10,8	10,0
Indonesia	17.878	312	1.580	17,2	8,6
Thái Lan	25.936	265	2.389	9,9	9,4
Malaysia	35.923	338	2.850	14,1	7,5
Ấn Độ	83.289	726	5.058	17,0	5,9
Trung Quốc	749.372	6.925	35.122	20,4	4,6

Nguồn: The Asian Banker

(*) đã được niêm yết tại Việt Nam

Ngay cả các ngân hàng lớn như VCB hay CTG cũng chỉ có tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản dưới 8% tính đến hết quý 3/2010. Như vậy, đối với nhiều ngân hàng trong nước, tỷ lệ CAR tối thiểu 9% mà Thông tư 13 yêu cầu thực hiện từ ngày 01/10/2010 sẽ khó có thể đạt được.

Hình 13: Tỷ lệ Vốn CSH/Tổng tài sản trong 3Q2010 (%)



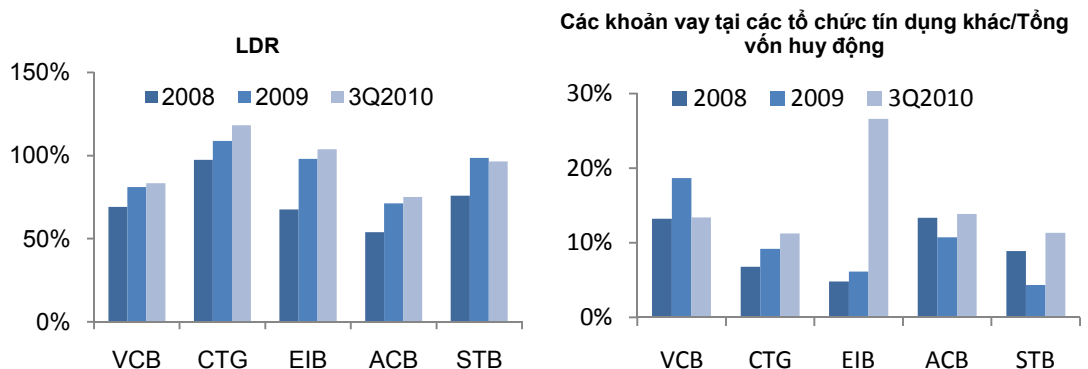
Nguồn: VCSC tổng hợp

Tỷ lệ LDR cao

Đến cuối quý 3/2010 có 4 trong số 5 ngân hàng trong danh sách nghiên cứu của chúng tôi có tỷ lệ cho vay từ nguồn vốn huy động (LDR) trên 80%. Thông tư 19 mở rộng khái niệm tổng nguồn vốn huy động để cho vay khi tính toán LDR đã giúp giảm bớt khó khăn cho các ngân hàng trong việc huy động vốn. Các nguồn vốn ngân hàng có thể sử dụng để cho vay bao gồm:

- Tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn của cá nhân.
- Tiền gửi có kỳ hạn của các tổ chức bao gồm cả các tổ chức tín dụng khác.
- 25% tiền gửi không kỳ hạn của các tổ chức kinh tế (trừ tổ chức tín dụng). Điều này có nghĩa là khoản tiền gửi khoảng 52.000 tỷ của Kho bạc nhà nước bao gồm 20.000 tỷ tại Agribank, BIDV, VCB, CTG sẽ giúp các ngân hàng thương mại lớn giảm chi phí vốn, tiếp tục là một phần lợi thế của những ngân hàng này.
- Tiền vay của tổ chức trong nước, của tổ chức tín dụng khác có kỳ hạn từ 3 tháng trở lên.
- Vốn huy động dưới hình thức phát hành giấy tờ có giá.

Hình 14: Các ngân hàng Việt Nam có tỷ lệ LDR cao và phụ thuộc nhiều vào các khoản vay tại các tổ chức tín dụng khác

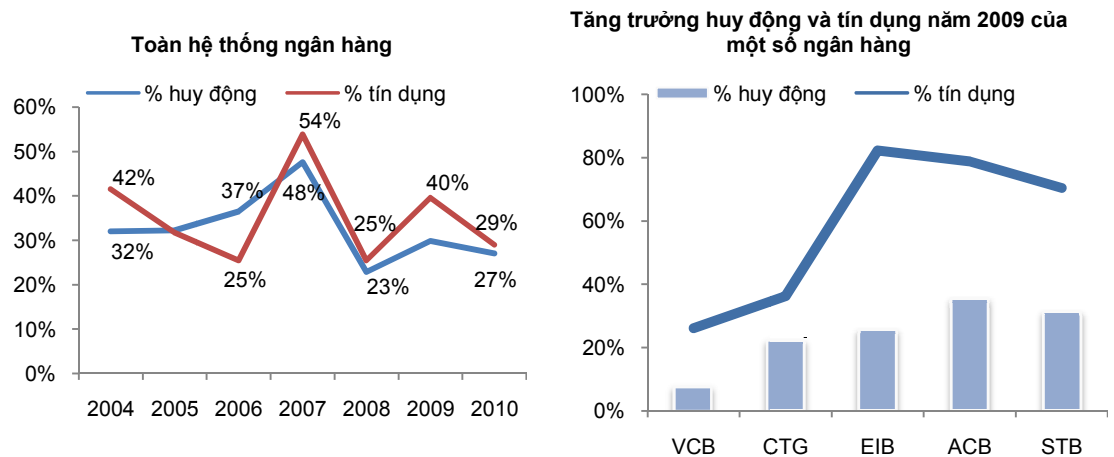


Nguồn: VCSC tổng hợp

Rủi ro thanh khoản cao

Tốc độ tăng trưởng tín dụng của Việt Nam đã từng cao hơn rất nhiều so với tốc độ tăng trưởng huy động, dẫn đến sự mất cân bằng khi tiền gửi ngắn hạn được đem cho vay dài hạn. Đối với toàn hệ thống ngân hàng, tốc độ tăng trưởng tín dụng luôn được duy trì trên 25% kể từ năm 2007 đến nay.

Hình 15: Tăng trưởng tín dụng luôn cao hơn tăng trưởng huy động



Nguồn: NHNN, VCSC tổng hợp

Nguy cơ nợ xấu (NPL) tăng

Mặc dù tỷ lệ nợ xấu bình quân vẫn ở mức 2,5% trong năm 2010 nhưng nợ xấu thực tế trong hệ thống ngân hàng có thể cao hơn do một số ngân hàng có thể không trích dự phòng đầy đủ cho các khoản vay của các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) lớn. Một trong những doanh nghiệp nhà nước lớn nhất là Vinashin hiện đang phải cơ cấu lại khoản nợ 86.000 tỷ đồng, trong đó khoảng 26.000 tỷ đồng là dư nợ tại các ngân hàng thương mại trong nước trong khi các khoản vay này lại không được đưa vào tính tỷ lệ NPL hiện tại. Theo ước tính của Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ nợ xấu có thể lên đến 3,2% nếu tính cả khoản nợ của Vinashin.

Phụ lục 1: So sánh các ngân hàng đã niêm yết

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	VCB	CTG	ACB	STB	EIB	SHB
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	1.759	1.517	938	918	1.056	349
Giá cổ phiếu @ 26/01/2011 (VND000)	34,3	23,5	24,4	15,8	15,2	11,2
Vốn điều lệ 2009	12.100	11.252	7.814	6.700	8.800	2.000
Vốn điều lệ 2010	17.588	15.172	9.377	9.179	10.560	3.493
Vốn điều lệ đã tăng trong 2010	45%	35%	20%	37%	20%	75%
Vốn hóa hiện tại	60.325	35.655	22.879	14.503	16.051	3.912
Khối lượng niêm yết hiện tại (%)	9,3%	10,8%	100%	100%	100%	100%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại (%)	2,9%	1,0%	30%	30%	30%	1,5%
Lợi nhuận trước thuế						
2009 A	5.004	3.373	2.838	2.175	1.533	415
2010 F	5.400	4.500	3.150	2.436	2.312	653
Tăng trưởng LN2010F	8%	33%	11%	12%	51%	57%
Lợi nhuận sau thuế (LNST)						
2009 A	3.945	2.573	2.201	1.671	1.132	311
2010 F	4.050	3.375	2.363	1.827	1.734	490
Tổng cho vay						
2009 A	141.621	163.170	62.358	59.657	38.381	12.829
2010 F	171.361	233.333	96.000	80.000	60.642	16.677
Tổng huy động (*)						
2009 A	207.542	177.034	108.992	85.632	41.294	24.615
2010 F	259.428	256.699	163.488	119.885	67.000	32.000
Tổng tài sản						
2009 A	256.053	243.785	167.881	104.019	65.488	27.439
2010 F	307.264	368.115	201.457	137.305	94.958	40.000
Tăng trưởng tín dụng (%)						
2009 A	27%	35%	81%	70%	81%	49%
2010 F	21%	43%	54%	34%	58%	30%
Tăng trưởng huy động (%)						
2009 A	32%	27%	35%	37%	26%	34%
2010 F	25%	45%	50%	40%	43%	30%
Tăng trưởng tài sản (%)						
2009 A	15%	24%	63%	44%	37%	90%
2010 F	20%	51%	20%	32%	45%	46%
Tỷ lệ LDR (%)						
2009 A	68%	92%	57%	70%	93%	52%
2010 F	66%	91%	59%	67%	91%	52%
Tỷ lệ Vốn CSH/Tổng tài sản (%)						
2009 A	7%	5%	6%	10%	20%	9%
2010 F	6%	5%	6%	9%	15%	7%
EPS 2010F	2.303	2.224	2.520	1.990	1.642	1.402
Tăng trưởng EPS	-29%	-3%	-11%	-20%	28%	-10%
ROA 2010F	1,3%	0,9%	1,2%	1,3%	1,8%	1,2%
ROE 2010F	23%	23%	22%	16%	13%	18%
PB 2010F	3,2	2,2	2,0	1,1	1,1	1,3
PE 2010F	14,9	10,6	9,7	7,9	9,3	8,0

* Tổng huy động bao gồm tiền gửi của khách hàng và tiền gửi các tổ chức tín dụng khác.

Phụ lục 2: Tình hình tăng vốn của các ngân hàng thương mại Việt Nam

	Ngân hàng		Vốn điều lệ (tỷ đồng)			Chưa phát hành trong 2010
			12/31/2009	12/31/2010	Increase	
1	VCB	HOSE	13.224	17.588	4.364	
2	CTG	HOSE	11.253	15.172	3.919	
3	EIB	HOSE	8.800	10.560	1.760	
4	ACB	HNX	7.814	9.377	1.563	
5	STB	HOSE	6.700	9.179	2.479	
6	SHB	HNX	2.000	3.498	1.498	
7	NVB	HNX	1.000	3.304	2.304	
8	HBB	HNX	3.000	3.000	-	1.050
Tổng các NH đã niêm yết			20.514	28.357	7.843	
9	TCB	OTC	5.400	6.932	1.532	
10	MB	OTC	5.300	6.700	1.400	
11	Đông Nam Á	OTC	5.068	5.334	266	
12	Maritime Bank	OTC	3.000	5.000	2.000	
13	Đông Á	OTC	3.400	4.500	1.100	
14	SCB	OTC	3.653	4.185	532	
15	VIB	OTC	3.000	4.000	1.000	
16	ABB	OTC	3.482	3.830	348	
17	Liên Việt	OTC	3.650	3.650	-	1.510
18	Tín Nghĩa	OTC	3.399	3.399	-	
19	VP Bank	OTC	2.117	4.000	1.883	
20	Phương Nam	OTC	2.568	3.049	481	
21	Đại Dương	OTC	2.000	3.500	1.500	1.500
22	Đại Tín	OTC	2.000	3.000	1.000	
23	Tiền Phong	OTC	2.000	3.000	1.000	
24	Bắc Á	OTC	2.120	3.000	880	
25	GP Bank	OTC	2.000	3.018	1.018	
26	HDB	OTC	1.550	3.000	1.450	
27	Mekong housing	OTC	1.000	3.000	2.000	
28	Đại Á	OTC	1.000	3.100	2.100	
29	Đệ Nhất	OTC	1.000	3.000	2.000	
30	Gia Định	OTC	1.000	2.000	1.000	
31	OCB	OTC	2.000	2.635	635	465
32	Phương Tây	OTC	2.000	2.000	-	1.000
33	Việt Á	OTC	1.515	2.087	572	913
34	Kiên Long	OTC	1.000	2.000	1.000	
35	Nam Á	OTC	2.000	2.000	-	1.000
36	Saigon Công thương	OTC	1.500	1.800	300	1.200
37	Bảo Việt	OTC	1.500	1.500	-	1.500
38	VN thương tín	OTC	1.000	1.000	-	2.000
39	Petrolimex	OTC	1.000	1.000	-	2.000
Tổng các NH chưa NY			73.222	100.219	26.997	
Tổng các ngân hàng			93.737	128.576	34.840	

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoa Hoàng, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Phân tích

Giám đốc Phân tích

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

Chuyên viên, Vũ Thanh Tú, ext 105

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.