

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HSX – VCB)

Ngày 22 tháng 08, 2014

CẬP NHẬT: BÁN



Giá hiện tại (22/08/2014) (VND):	27.200
Giá mục tiêu (VND):	22.400
Khuyến nghị kinh doanh ngắn hạn	NĂM GIỮ
Ngưỡng kháng cự	29.000
Ngưỡng hỗ trợ	26.000

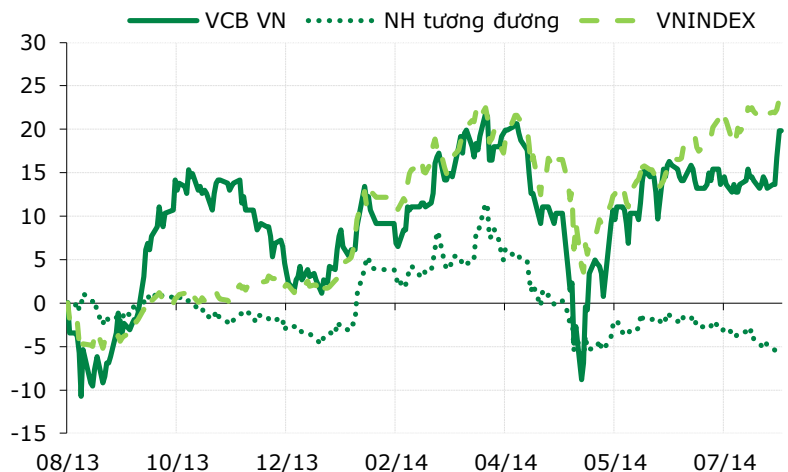
Mã trên Bloomberg: VCB VN	SGD: HSX
Ngành: Ngành ngân hàng	
Beta:	1,03
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	27.913/20.261
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.665
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	72.488,6
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	7,9
KLGDBQ 12 tháng	782.990
Sở hữu nước ngoài (%)	20,5

Năm	Lợi suất cổ tức	EPS
2014	10%	1.461
2013	12%	1.582
2012	12%	1.618
2011	0%	1.789

Chỉ số tài chính	VCB	NH tương đương	VNI
P/E	15,2x	12,4x	15,7x
P/B	1,63x	1,12x	2,1x
ROE	10.5%	12.0%	13,6%

Giới thiệu:

- VCB là ngân hàng thứ hai được thành lập tại Việt Nam (1963), có tiền thân là Cục Quản lý Ngoại hối thuộc NHNN.
- VCB cung cấp cho khách hàng đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại, dịch vụ ngân hàng đầu tư, quản lý quỹ, bảo hiểm, cho thuê tài chính, và bất động sản.
- Ngân hàng hiện có mức vốn điều lệ là 26.650 tỷ đồng, tổng tài sản 504.432 tỷ đồng, đứng thứ tư toàn ngành.



Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị BÁN đối với cổ phiếu NH TMCP Ngoại thương (VCB). Giá mục tiêu cập nhật của chúng tôi là 22.400 đồng, cao hơn giá mục tiêu đưa ra trước đó là 20.000 đồng. Tuy nhiên, giá mục tiêu mới vẫn thấp hơn 17,8% so với mức giá giao dịch hiện tại của VCB là 27.200 đồng.

• **Các chỉ tiêu lợi nhuận đạt kế hoạch:** Hầu hết các chỉ tiêu lợi nhuận của sáu tháng đầu năm 2014 đã đạt kế hoạch so với mục tiêu cả năm.

• **Tăng trưởng tín dụng và huy động tương đối cao:** Tăng trưởng tín dụng và huy động tốt hơn dự kiến, lần lượt là 6,6% và 13,9%, cao hơn so với các NH tương đương.

• **Tỷ lệ NIM thấp:** NIM giảm 19 điểm cơ bản còn 2,45%, thấp hơn so với hầu hết các NH tương đương.

• **Tỷ lệ nợ xấu tăng:** Tỷ lệ NPL tăng lên 3,09% với nợ nhóm 5 tăng 71% so với đầu năm, nhưng tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLC) được duy trì ở mức 97%, cao nhất hệ thống ngân hàng.

• **Triển vọng ổn định:** VCB hiện được S&P xếp hạng BB- với triển vọng ổn định

• **Tăng giá vượt trội các NH tương đương:** Mặc dù tăng giá thấp hơn VNIndex nhưng VCB đã có mức tăng vượt trội so với các NH tương đương, với tổng lợi nhuận đầu tư đạt 24,6% trong vòng 12 tháng qua.

• **Đợt tăng giá gần đây có thể đã làm cho cổ phiếu giao dịch ở mức giá cao hơn giá trị thực:** Trong tuần qua, giá cổ phiếu VCB đã tăng lên đáng kể. Mức giá này tương đối cao so với định giá dài hạn của chúng tôi.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối

Nội Dung

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2014	3
<i>Hầu hết các chỉ tiêu lợi nhuận đều đạt kế hoạch</i>	3
<i>Tín dụng và huy động tăng trưởng nhanh hơn các ngân hàng tương đương</i>	3
<i>Tỷ lệ LDR của các khoản cho vay VND và USD biến động trái chiều</i>	4
<i>Ngân hàng thừa thanh khoản, chuyển vốn sang kênh đầu tư trái phiếu và tín phiếu kho bạc</i>	4
<i>NIM giảm 19 điểm cơ bản, thấp hơn các NH tương đương</i>	5
<i>ROA và ROE tiếp tục suy giảm</i>	5
<i>Tỷ lệ nợ xấu tăng, nhưng dự phòng rủi ro tín dụng vẫn được duy trì ở mức cao</i>	6
<i>Thu nhập ngoài lãi cải thiện vượt bậc</i>	6
DỰ PHÓNG	7
ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ	8
<i>Định giá</i>	8
<i>Diễn biến giá gần đây</i>	10
<i>Khuyến nghị</i>	10
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	11
Phụ lục	12

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2014

Hầu hết các chỉ tiêu lợi nhuận đều đạt kế hoạch

VCB đã kết thúc nửa đầu năm 2014 với những kết quả khá tích cực, lợi nhuận trước chi phí dự phòng (PPOP) đạt 5.254 tỷ đồng (tăng 14,8% so với cùng kỳ). Trong khi thu nhập lãi chỉ tăng 8,3% so với cùng kỳ, đạt 5.572 tỷ đồng, đóng góp 67% vào tổng thu nhập hoạt động, thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 34% so với cùng kỳ đạt 2.742 tỷ đồng, đóng góp 37% vào tổng thu nhập hoạt động.

Về mặt chi phí, chi phí hoạt động tăng 17,1% so với cùng kỳ, chi phí dự phòng tăng 21,8% so với cùng kỳ. Kết quả là, lợi nhuận trước thuế của VCB đạt 2.846 tỷ đồng (tăng 9,3% so với cùng kỳ). EPS lũy kế đạt 959 đồng, cao hơn 12,4% so với kết quả của 6 tháng đầu năm 2013.

Bên cạnh đó, các Công ty trực thuộc Vietcombank cũng hoạt động tương đối khả quan, hầu hết các công ty đều có lãi.

- Lợi nhuận trước thuế của Công ty chứng khoán VCB (VCBS) đạt 66,09 tỷ đồng, đạt 60,7% kế hoạch năm;
- Công ty cho thuê tài chính (VCBL) đạt 25 tỷ đồng, đạt 47,1% kế hoạch năm;
- Công ty tài chính Vinafico đạt 5,94 tỷ đồng (2,17 triệu HKD), bằng 146% kế hoạch năm.
- Công ty chuyển tiền Vietcombank (VCBM) đã tiếp tục mở rộng mạng lưới thông qua xin giấy phép hoạt động tại các bang, đẩy mạnh doanh số chuyển tiền qua các đại lý.
- Hiện tại công ty đã triển khai được 2 phòng giao dịch và 52 đại lý tại 6 bang (California, New Mexico, South Caroline, Virginia, Washington, Florida). Doanh số của Công ty trong 6 tháng đầu năm đạt 11,9 triệu USD, đạt 16,87% kế hoạch năm.

Nhìn chung, hầu hết các chỉ tiêu hoạt động của ngân hàng đã đạt kế hoạch:

	Kết quả 6 tháng đầu năm	Chỉ tiêu năm 2014	% hoàn thành chỉ tiêu
Tăng trưởng tổng tài sản	7,6%	11%	69%
Tăng trưởng tín dụng	6,6%	13%	51%
Tăng trưởng huy động	13,9%	13%	107%
Lợi nhuận trước thuế	2.846 tỷ đồng	5.500 tỷ đồng	51,8%

Tín dụng và huy động tăng trưởng nhanh hơn các ngân hàng tương đương

Được đánh giá cao là một ngân hàng có hoạt động kinh doanh ổn định và chính sách quản lý rủi ro tốt, mặc dù VCB đưa ra mức lãi suất tiền gửi thấp hơn so với lãi suất trung bình ngành, huy động tiền gửi của VCB (trừ bảo hiểm xã hội) đã tăng trưởng 13,9% từ đầu năm đến nay (huy động từ khách hàng cá nhân tăng trưởng 14,9% và huy động từ khách hàng doanh nghiệp tăng trưởng 13,5%), đạt 378.559 tỷ đồng, vượt xa tốc độ tăng trưởng 5,3% của hệ thống ngân hàng nói chung. Tính đến 30 tháng 06 năm 2014, tổng tín dụng tăng 6,6% so với đầu năm (bao gồm cả đầu tư trái phiếu doanh nghiệp) nhờ vào sự tăng trưởng lần lượt 6,7% và 7% của các khoản cho vay khách hàng doanh nghiệp và khách hàng cá nhân, đạt 293.546 tỷ đồng. Tăng trưởng tín dụng mặt bằng chung thường chậm hơn trong nửa đầu năm và VCB cũng không phải là một ngoại lệ. Do đó, so với tăng trưởng tín dụng âm của VCB (-2%) cùng kỳ

năm ngoái và tăng trưởng tín dụng trung bình ngành 3,5% từ đầu năm đến nay, mức tăng trưởng 6,6% của VCB trong sáu tháng đầu thực sự là một con số ấn tượng. Nhờ có quan hệ đối tác chiến lược với nhiều DNNN lớn, VCB đã mở rộng cho vay nhiều hơn cho nhóm khách hàng này, bao gồm cả EVN, EVN NPT, Vinacomin, Vinachem, và Viettel. Tỷ trọng cho vay DNNN tại VCB hiện đang ở mức 28,9%, tăng nhẹ so với 28,3% vào năm 2013. Đồng thời, VCB cũng đặc biệt quan tâm đến việc cung cấp tín dụng cho một số dự án lớn của Nhà nước (như Nhà máy thủy điện Lai Châu, Sơn La, Vĩnh Tân) và các lĩnh vực ưu tiên (bao gồm nông nghiệp, phát triển nông thôn, xuất khẩu, các ngành công nghiệp hỗ trợ, DNVVN, DN kinh doanh công nghệ cao) với lãi suất được chính phủ hỗ trợ. VCB hiện có khoảng 50% dư nợ cho vay trong các lĩnh vực này.

VCB đã nỗ lực để mở rộng hoạt động kinh doanh ngân hàng bán lẻ của mình bằng cách triển khai một gói tín dụng trị giá 3.000 tỷ đồng cho các khách hàng cá nhân với mức lãi suất ưu đãi từ 7,99% cùng với tăng cường các dịch vụ thẻ và dịch vụ ngân hàng bán lẻ khác. Hơn nữa, nhà đầu tư chiến lược của VCB, Mizuho là ngân hàng dẫn đầu trong phân khúc ngân hàng bán lẻ tại Nhật Bản, đặc biệt trong dịch vụ thẻ và các khoản cho vay mua ô tô; Mizuho đã cam kết hỗ trợ VCB tiếp tục phát triển nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ của mình, do đó, VCB đương nhiên có lợi thế hơn các ngân hàng khác trong phân khúc này.

	VCB	CTG	BID
Tăng trưởng tín dụng	6,6 %	0,45%	1,6%
Tăng trưởng huy động	13,9%	3,6%	13,9%

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

Tỷ lệ LDR của các khoản cho vay VND và USD biến động trái chiều

Mặc dù huy động tăng trưởng nhanh hơn tín dụng, tỷ lệ cho vay trên vốn huy động (LDR) tiếp tục giảm xuống 77,3% từ 82,6% vào cuối năm 2013. Đây là mức cho vay thấp thứ hai trong ngành, chỉ cao hơn MBB. Cơ cấu cho vay khách hàng cho thấy sự dẩy lên của các khoản cho vay bằng USD (+26,6% so với đầu năm), trong khi cho vay bằng VND chỉ tăng vồn vện +0,44% so với đầu năm. Ngược lại, tiền gửi VND đạt tốc độ tăng trưởng 20,1% trong khi tiền gửi bằng USD lại giảm 3,7%. Do đó, LDR của các khoản cho vay bằng USD trên thực tế đã di chuyển theo hướng ngược lại với LDR chung, tăng từ 75% lên 98,6% trong 6 tháng đầu năm 2014. Mặc dù VCB là một ngân hàng với mức dự trữ UDS cao, sự gia tăng nhanh chóng của LDR của các khoản cho vay ngoại tệ chắc chắn sẽ gây áp lực lên thanh khoản USD.

Ngân hàng thừa thanh khoản, chuyển vốn sang kênh đầu tư trái phiếu và tín phiếu kho bạc

Trong khi ngân hàng còn đang bế tắc với đầu ra tín dụng và LDR vẫn ở mức tương đối thấp, việc không sử dụng hết nguồn vốn đã khiến VCB đầu tư mạnh mẽ hơn vào các công cụ tài chính có độ an toàn cao hơn như trái phiếu và tín phiếu chính phủ. Tính đến 30 tháng 06 năm 2014, số dư trái phiếu và tín phiếu chính phủ của VCB tăng vọt 60% so với đầu năm. Theo đó, VCB trở thành một trong số những nhà đầu tư trái phiếu và tín phiếu chính phủ lớn nhất. Số lượng chứng khoán kho bạc VCB hiện đang nắm giữ tương đương 79.351 tỷ đồng, chiếm 16,6% tổng tài sản sinh lời của VCB. Chúng tôi nhận thấy rằng trong sáu tháng đầu năm 2014, tăng trưởng chủ yếu đến từ

việc tăng đầu tư vào tín phiếu kho bạc và NHNN. Trong vòng sáu tháng, số dư của tín phiếu kho bạc và NHNN tăng vọt từ 18.407 tỷ đồng lên 44.299 tỷ đồng.

NIM giảm 19 điểm cơ bản, thấp hơn các NH tương đương

Trong sáu tháng đầu năm 2014, lãi suất thị trường ngắn hạn đã giảm đáng kể, do lạm phát thấp, ngân hàng thừa thanh khoản và tăng trưởng tín dụng khá khiêm tốn. Cả lãi suất cho vay và lãi suất huy động đều giảm xuống. Theo Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia (NFSC), vào tháng 07 năm 2014, lãi suất huy động bình quân ở mức 5,53% một năm, giảm 0,6 điểm phần trăm, trong khi lãi suất cho vay bình quân đạt 10,08% mỗi năm, giảm 0,25 điểm phần trăm so với cuối năm ngoái. Như vậy, lãi suất cho vay đã giảm ít hơn so với lãi suất huy động.

Tuy nhiên, lãi suất cho vay của VCB đã giảm nhiều hơn đáng kể so với trung bình ngành. VCB đạt lãi suất trung bình 7,53% cho các khoản cho vay khách hàng, giảm 1,01 điểm phần trăm; trong khi đó, lãi suất huy động trung bình là 4,52%, giảm 0,64 điểm phần trăm so với năm 2013. Lợi tức chứng khoán nợ cũng giảm 1,34 điểm phần trăm trong 6 tháng đầu năm xuống mức 6,4%. Theo đó, tỷ lệ lãi biên (NIM) của VCB giảm 19 điểm cơ bản xuống 2,45%, thấp hơn so với hầu hết các ngân hàng tương đương.

Một điểm đáng lưu ý đó là vào tháng 03 năm 2014, NHNN yêu cầu các ngân hàng giảm lãi suất cho vay cho các khoản dư nợ hiện tại (giảm trần lãi suất cho vay 100 điểm cơ bản từ 9% xuống 8% một năm) cho năm lĩnh vực và nhóm được ưu tiên (nông nghiệp, phát triển nông thôn, xuất khẩu, DNVVN, ngành công nghiệp hỗ trợ, và các doanh nghiệp công nghệ cao). Do VCB có khoảng 50% dư nợ cho vay trong các lĩnh vực này, việc cắt giảm lãi suất cho vay theo yêu cầu của NHNN tất yếu làm giảm thu nhập lãi của VCB.

So sánh NIM 6 tháng đầu năm 2014 (%)							
STB	MBB	CTG	ACB	BID	VCB	EIB	SHB
4,67	4,00	3,24	3,13	2,92	2,45	2,24	1,18

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

ROA và ROE tiếp tục suy giảm

ROA và ROE đã giảm đáng kể từ năm 2009. ROA và ROE của sáu tháng đầu năm giảm lần lượt 0,09 và 0,5 điểm phần trăm từ năm 2013 xuống còn 0,9% và 10,2%. Với khả năng sinh lời suy giảm (NIM giảm 19 điểm cơ bản) và khả năng sử dụng tài sản ngày càng kém hiệu quả (huy động tăng nhanh hơn so với tín dụng, nguồn vốn dư thừa chuyển sang đầu tư tín phiếu kho bạc cùng với đà giảm của lãi suất trái phiếu Chính phủ), việc ROA giảm sút là điều không nằm ngoài dự kiến.

VCB	% Tài sản sinh lời		Lãi suất	
	2013	1H2014	2013	1H2014
Tiền gửi và cho vay liên NH	21%	20%	0,7%	0,8%
Cho vay khách hàng	64%	61%	8,5%	7,5%
Chứng khoán nợ	15%	19%	7,7%	6,4%

Mặc dù chứng khoán nợ là tài sản có lãi suất bị giảm nhiều nhất trong sáu tháng đầu năm 2014, tỷ trọng của tài sản này trong cơ cấu tài sản của VCB lại đang có dấu hiệu tăng lên.

Tuy nhiên, so với CTG và BID, kết quả của VCB vẫn khả quan hơn.

ROA & ROE sáu tháng đầu năm(%)	VCB	BID	CTG
ROA	0,9	0,72	0,5
ROE	10,2	12,3	5,6

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

Tỷ lệ nợ xấu tăng, nhưng dự phòng rủi ro tín dụng vẫn được duy trì ở mức cao

Về vấn đề nợ xấu (NPL), theo xu hướng chung của hệ thống ngân hàng, tỷ lệ nợ xấu của VCB tại thời điểm ngày 30 tháng 6 năm 2014 là 3,09%, tăng từ 2,73% vào cuối năm 2013. Vào cuối tháng năm, tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng ở mức 4,07%, tăng so với 3,61% vào cuối năm 2013.

Trước ngày Thông tư 02 có hiệu lực (01 tháng 06 năm 2014), VCB đã chủ động áp dụng các quy định chặt chẽ trong việc phân loại các khoản cho vay, khiến số liệu báo cáo về tỷ lệ nợ xấu tăng lên. Đồng thời, VCB cũng đã áp dụng các biện pháp hiệu quả để kiểm soát mức nợ xấu, chẳng hạn như sử dụng dự phòng để ghi giảm các khoản cho vay và bán một phần các khoản nợ xấu cho VAMC. Năm ngoái, VCB đã bán được khoảng 1.000 tỷ đồng nợ xấu và có kế hoạch bán thêm 1.000 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong năm nay.

Chúng tôi cũng ghi nhận thấy VCB phân bổ chi phí dự phòng một cách thường xuyên và không trì hoãn cho đến cuối năm như một số ngân hàng khác. Tổng chi phí dự phòng trong nửa đầu năm 2014 là 2.400 tỷ đồng, tương đương 46% tổng thu nhập trước chi phí dự phòng. Tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLC) được duy trì ở mức cao và ổn định, 96,9% tính đến ngày 30 tháng 06 năm 2014. LLC của VCB vẫn luôn ở mức cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết. Do đó, mặc dù nợ xấu tăng và tỷ lệ nợ xấu vượt ngưỡng 3%, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá tích cực về rủi ro tín dụng và chính sách quản lý rủi ro thận trọng của VCB.

So sánh tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng 6 tháng đầu năm 2014(%)							
	VCB	MBB	BID	CTG	STB	ACB	EIB
NPL	3,09	3,10	2,29	2,53	1,51	3,60	2,94
LLC	96,9	62,2	85,2	54,7	80,9	48,1	33,8

Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

Thu nhập ngoài lãi cải thiện vượt bậc

Nổi tiếng trong lĩnh vực dịch vụ ngân hàng (đặc biệt trong dịch vụ thẻ, tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế) cũng như có thế mạnh trong hoạt động ngân quỹ, thu nhập ngoài lãi của VCB ngày càng góp phần lớn hơn vào tổng thu nhập hoạt động trong ba năm qua (33% trong sáu tháng đầu năm, cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết). Trong sáu tháng đầu năm 2014, thu nhập ngoài lãi tăng 34% so với cùng kỳ, đạt 2.742 tỷ đồng. Dịch vụ ngân hàng mang lại mức lợi nhuận 859,8 tỷ đồng, tăng 11,6% so với cùng kỳ. Lợi nhuận thuần từ kinh doanh ngoại hối giảm 6,6% so với cùng kỳ, đạt 798,4 tỷ đồng, lợi nhuận thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư tăng hơn 2,5 lần so với cùng kỳ, đạt 257 tỷ đồng, và thu nhập từ đầu tư vào đơn vị khác giảm 65% so với cùng kỳ, xuống còn 60 tỷ đồng. Đáng lưu ý là lợi nhuận thuần từ hoạt động khác cải thiện đáng kể, đạt 767 tỷ đồng do VCB ghi nhận một khoản thu nhập 403 tỷ đồng từ việc thu hồi nợ xấu trước đây (tăng ba lần so với 6 tháng đầu năm 2013) và 356,5 tỷ đồng thu nhập từ việc bán nợ xấu cho VAMC.

Cập nhật khác

- Phát hành cổ phiếu thưởng: Ngày 18 tháng 06, VCB đã phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 15%. Tổng số vốn điều lệ hiện tại là 26.650 tỷ đồng.
- Chia cổ tức: Ngày 18 tháng 06, VCB trả cổ tức 1.200 đồng cho mỗi cổ phiếu cho năm 2013 (cổ tức 4,6%). Vietcombank đặt mục tiêu trả cổ tức 1.000 đồng cho mỗi cổ phiếu trong năm 2014.
- Ngày 01 tháng 08, VCB và Ngân hàng Xây dựng Việt Nam (VNCB) đã ký thỏa thuận hợp tác chiến lược toàn diện. Theo thỏa thuận, VCB sẽ đưa các chuyên gia có kinh nghiệm sang VNCB để giúp cải thiện tình hình quản trị doanh nghiệp, quản lý rủi ro, kiểm soát nội bộ, và phát triển CNTT. VCB cũng sẽ bơm vốn vào VNCB để hỗ trợ tính thanh khoản cho NH này. Trước đó, Chủ tịch HĐQT, tổng giám đốc, và một nguyên thành viên hội đồng quản trị VNCB đã bị bắt giữ và bị cáo buộc tội cố ý vi phạm các quy định của Nhà nước về quản lý kinh tế gây hậu quả nghiêm trọng. Sự hỗ trợ từ phía VCB sẽ giúp VNCB tránh khỏi hiện tượng đồng loạt rút tiền gửi và ổn định hệ thống ngân hàng tại Việt Nam. Theo ý kiến của ông Nguyễn Hòa Bình, Chủ tịch HĐQT Vietcombank, sự hợp tác này cũng là một phần của chương trình tái cơ cấu ngân hàng với các ngân hàng yếu kém sẽ được tái cơ cấu chung với các ngân hàng mạnh. Một điều nữa đáng lưu ý là theo ông Nguyễn Phước Thanh, Phó thống đốc Ngân hàng Nhà nước, việc VCB hỗ trợ VNCB dài hạn và để ngỏ khả năng sáp nhập giữa hai ngân hàng vào thời điểm hiện tại, sẽ không loại trừ khả năng “kết duyên” giữa VCB và VNCB trong tương lai.

DỰ PHÓNG

Căn cứ vào những thay đổi về tình hình kinh tế vĩ mô đối với ngành ngân hàng, hiệu suất hoạt động sáu tháng đầu năm 2014, và mục tiêu cả năm của VCB, chúng tôi điều chỉnh lại một số dự phóng cho năm 2014 như sau:

Chi tiêu	Dự phóng ban đầu	Dự phóng điều chỉnh	Luận điểm
Tăng trưởng tín dụng (%)	13%	15%	Tăng trưởng sáu tháng đầu năm 6,3% tốt hơn kỳ vọng
Tăng trưởng huy động (%)	13%	20%	Tăng trưởng sáu tháng đầu năm là 14.2%
Tăng trưởng chứng khoán nợ (%)	15%	40%	Tăng trưởng sáu tháng đầu năm là 60%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	11%	7%	Tín dụng và đầu tư tăng trưởng tốt hơn kỳ vọng, tiền gửi tại NHNN tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng và tiền gửi và cho vay các TCTD đã giảm xuống
Cho vay khách hàng (tỷ đồng)	309.975	315.461	Tăng trưởng tín dụng được điều chỉnh từ 13% lên 15%
Huy động khách hàng (tỷ đồng)	375.438	395.372	Tăng trưởng huy động được điều chỉnh từ 13% lên 20%
Tổng tài sản (tỷ đồng)	518.724	501.511	
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	11.943	11.525	NIM thấp hơn kỳ vọng
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	5.410	6.132	Kết quả sáu tháng đầu năm tốt hơn kỳ vọng
Lợi nhuận thuần trước chi phí dự phòng (tỷ đồng)	10.382	10.611	
NIM (%)	2,61	2,51	Lãi suất cho vay giảm nhanh hơn lãi suất huy động
NPL (%)	3,0	3,0	VCB sẽ nỗ lực giảm tỷ lệ NPL xuống ngưỡng 3%
LLC (%)	82	82	
ROAA (%)	0,84	0,88	
ROAE (%)	9,7	9,9	

Chúng tôi cho rằng năm 2015 sẽ vẫn là một năm đầy thách thức đối với ngành ngân hàng nói chung và VCB nói riêng. Con số nợ xấu sẽ lộ diện rõ ràng hơn khi một phần hoặc tất cả các khoản nợ tái cơ cấu không còn được phân loại vào nợ nhóm 1 hoặc nhóm 2, do đó VCB sẽ phải tăng trích lập dự phòng rủi ro tín dụng và điều này chắc chắn sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của ngân hàng.

Từ năm 2016 đến năm 2018, các yếu tố chính tạo nên tăng trưởng lợi nhuận của VCB bao gồm:

- Chi phí dự phòng thấp hơn nhờ vào việc đã duy trì một tỷ lệ LLC cao và áp dụng chặt chẽ các quy định về phân loại tài sản.
- Tăng trưởng tín dụng và huy động ổn định, từ 13% đến 15% mỗi năm.
- Tăng trưởng thu nhập dịch vụ ổn định, khoảng 20% mỗi năm.
- Kể từ năm 2016, nhà nước sẽ áp dụng mức thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn, giảm còn 20% so với mức hiện nay là 22%.

ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ

Định giá

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi xem xét các phương pháp định giá và quyết định bao gồm phương pháp P/B cùng với phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/E đã được sử dụng trước đó. Lý do chúng tôi đưa phương pháp P/B vào là do VCB chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của Quỹ ETF và giá cổ phiếu VCB biến động mạnh theo định hướng thị trường. Vì vậy chúng tôi cho rằng phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch nên chiếm tỷ trọng cao hơn trong mô hình định giá của chúng tôi. Kết hợp các giả định điều chỉnh nêu trên và những thay đổi trong phương pháp định giá của chúng tôi, giá mục tiêu của cổ phiếu VCB được điều chỉnh từ 20.000 đồng lên 22.400 đồng.

Tổng hợp định giá		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	13,900	33%
P/E	28,845	33%
P/B	24,339	33%
Giá mục tiêu	22,361	
Tiềm năng giảm giá	-17.8%	
Lợi suất cổ tức	3.7%	
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	-14.1%	

Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu VCB với mức giá mục tiêu thiết lập từ phương pháp này là **13.900** đồng/cổ phiếu, dựa trên các thông số đầu vào như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu Chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, tương đương 6,4%
- Lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 15,3%
- Chúng tôi ước tính chỉ số Beta giữa VCB và VN-index là 1,03
- Chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính sử dụng mô hình CAPM, tương đương 15,3%

- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của dòng thu nhập thặng dư là tỷ lệ tăng trưởng bền vững được ước tính dựa trên trung bình tỷ lệ ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2014-2018 và bằng 5,7%.

PP thu nhập thặng dư	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận ròng	3.690.969	3.878.512	4.863.370	6.869.076	8.038.441
Vốn chủ sở hữu	42.134.746	43.160.685	44.374.167	48.384.728	51.735.965
Chi phí vốn chủ	6.428.919	6.585.457	6.770.610	7.382.542	7.893.873
Thu nhập thặng dư	(2.737.950)	(2.706.946)	(1.907.240)	(513.466)	144.568
Hệ số chiều khấu hiện tại	0,87	0,75	0,65	0,57	5,94
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(2.375.497)	(2.037.687)	(1.245.639)	(290.956)	858.017
Tổng giá trị thặng dư	(5.091.761)				
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	42.134.746				
Giá trị VCSH	37.042.984				
Số lượng cổ phiếu	2.665.020.334				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	13.900				

Như đã đề cập trong báo cáo lần đầu của chúng tôi, lợi nhuận sau thuế thường thấy trong báo cáo tài chính của VCB không tương đương với lợi nhuận thuần của chủ sở hữu do VCB thường trích khoảng 15% lợi nhuận sau thuế để trả tiền thưởng cho nhân viên. Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý rằng VCB đã tăng vốn cơ bản tương đối nhanh trong vài năm qua. Hai yếu tố này gộp lại: (a) một yếu tố làm giảm lợi nhuận ròng cho cổ đông (b) yếu tố còn lại tăng chi phí vốn, dẫn đến thu nhập thặng dư ngắn hạn bị âm. Tuy nhiên, về lâu dài, chúng tôi tin rằng VCB sẽ sử dụng vốn hiệu quả hơn.

Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch

Chúng tôi nhận thấy VCB liên tục được giao dịch ở mức tương đối cao so với các NH tương đương (20% đến 30%). VCB là một cổ phiếu vốn hóa lớn (xếp thứ tư về vốn hóa thị trường trên sàn HSX), với tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của ETF (6,8%), và được coi là ngân hàng thận trọng nhất Việt Nam trong mắt các nhà đầu tư, chúng tôi cho rằng việc áp dụng hệ số thặng dư 30% cho cổ phiếu VCB là chính đáng. Giá cổ phiếu hợp lý được định giá từ phương pháp P/E và P/B lần lượt là 28.845 đồng và 24.339 đồng.

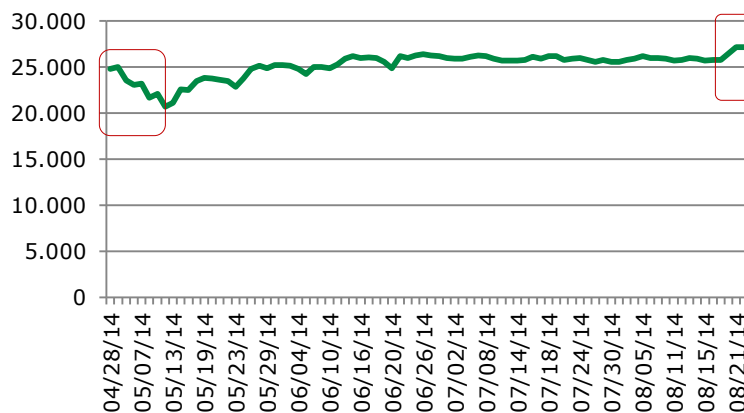
Ticker	Giá trị thị trường (tỷ VND)	Giá CP ngày 20.08.2014 (VND)	P/E (x)	P/B (x)	4Q EPS (VND)	Giá trị sổ sách/CP	ROE (%)	ROA (%)	NIM (%)
VCB	72.488	27.200	15,2	1,63	1.785	16.695	10,5	1,0	2,45
Peers average	26.649	14.850	12,4	1,12	1.418	13.268	12,0	1,0	3,37
CTG	53.989	14.500	8,5	1,01	1.562	14.332	11,2	1,1	3,24
BID	39.076	13.900	8,9	1,18	1.593	11.810	12,3	0,7	2,92
STB	21.708	19.000	9,9	1,38	2.073	13.767	14,9	1,6	4,67
MBB	15.534	13.800	6,7	0,96	2.063	14.444	17,7	1,5	4,00
ACB	14.099	15.300	18,7	1,17	737	13.088	9,2	0,7	3,13
EIB	15.491	12.600	22,0	1,04	481	12.170	7,0	0,6	2,24

Phương pháp P/E	
EPS 2014 (VND)	1.785
P/E của VCB hiện tại (lần)	15,2
Trung bình P/E hiện tại (lần)	12,4
Tỷ lệ chiết khấu	30%
Giá mục tiêu	28.845

Phương pháp P/B	
EPS 2014 (VND)	16.695
P/B của VCB hiện tại (lần)	1,63
Trung bình P/B hiện tại (lần)	1,12
Tỷ lệ thắt dư	30%
Giá mục tiêu	24.339

Diễn biến giá gần đây

Trong báo cáo lần đầu đăng ngày 28 tháng 04 năm 2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu VCB với giá mục tiêu là 23.000 đồng. Sau khi điều chỉnh cho 15% cổ phiếu thưởng, giá mục tiêu trước đó xuống còn 20.000 đồng. Ngoài ra, nếu chúng tôi áp dụng phương pháp định giá điều chỉnh, giá mục tiêu trước đó sẽ thành 20.900.



Ngay sau khi chúng tôi ra báo cáo lần đầu, giá cổ phiếu của VCB giảm mạnh gần 20% trong vòng hai tuần và tạo đáy tại mức 20.695 đồng vào ngày 12 tháng 5 năm 2014. Kể từ đó, cổ phiếu VCB đã tăng trở lại và hiện được giao dịch trong biên độ hẹp từ 25.600 đến 26.400 đồng. Tuy nhiên, trong ba ngày qua, cổ phiếu VCB đã có sự tăng giá đột biến lên 5,4%, từ 25.800 lên 27.200 đồng.

Khuyến nghị

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá VCB là một ngân hàng có sức khỏe tài chính tốt, và ghi nhận một số điểm sau đây: (a) VCB là cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của Quỹ ETF Việt Nam (b) VCB là NH đã chủ động áp dụng các quy định chặt chẽ về phân loại nợ (c) VCB đã triển khai chính sách quản lý rủi ro thận trọng (d) với hội đồng quản trị dày dặn kinh nghiệm quản lý và (e) luôn giữ vững hiệu quả hoạt động cao. Dựa vào những ưu điểm trên, chúng tôi cho rằng VCB là một cổ phiếu tốt để nắm giữ dài hạn. Tuy nhiên, do mức giá hiện tại của VCB cao hơn tới 17,8% so với mức giá khuyến nghị, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu này. Tổng suất lợi nhuận đầu tư dự kiến cho một năm nắm giữ VCB là -14,1%, con số này đã bao gồm cả lợi suất cổ tức 3,7%.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu VCB đã tăng từ mức giá thấp nhất 22.000 đồng vào tháng 5 năm 2014 lên mức giá cao nhất là 26.600 đồng/cổ phiếu vào ngày 26 tháng 6 năm 2014. Sau đó giá cổ phiếu VCB được tích lũy trong biên độ hẹp từ 25.400 - 26.600, dao động trong khu vực hỗ trợ của đường MA10 ngày.

VCB gần đây đã vượt qua cận trên của kênh đi ngang ở ngưỡng 26.500 đồng, với khối lượng giao dịch lớn để tạo ra tín hiệu xu hướng tăng trong ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng VCB có thể sẽ tăng lên khoảng 29.000-29.500 đồng trong hai tuần tới để kiểm tra mức giá cao nhất trong hai năm qua.

Tại mức giá hiện tại 27.200 đồng, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu VCB vào thời điểm cập nhật báo cáo này.

Mã chứng khoán	VCB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	27.500
Giá thấp nhất trong 3 tháng	22.000
Đường MA50 (từ ngày 14/01/2014)	26.000
Đường MA100 (từ ngày 14/01/2014)	25.000
Kháng cự trung hạn	29.000
Hỗ trợ trung hạn	26.000
Khuyến nghị	NẮM GIỮ



Phụ lục

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6.060	10.651	10.613	11.871	12.085	16.310
Tiền gửi tại NHNN	24.844	19.935	27.510	31.361	35.752	40.757
Tiền gửi tại các TCTD khác	83.811	47.319	53.471	60.422	68.277	77.153
Tiền gửi cho vay các TCTD khác	7.992	7.887	7.129	8.056	9.104	10.287
Cho vay khách hàng	274.314	315.461	356.471	402.813	455.178	514.351
Chứng khoán kinh doanh và đầu tư	63.867	95.800	110.170	126.696	145.700	167.555
Tài sản sinh lãi	429.984	466.467	527.242	597.987	678.259	769.346
Chứng khoán vốn kinh doanh và đầu tư	817	858	901	946	993	1.043
Tài sản cố định hữu hình	722	758	796	836	878	922
Tài sản cố khác	2.356	2.474	2.598	2.727	2.864	3.007
Chứng khoán vốn	3.895	4.090	4.295	4.509	4.735	4.972
Dự phòng tiền gửi và cho vay liên NH	(66)	(64)	(47)	(38)	(26)	(14)
Dự phòng cho vay khách hàng	(6.451)	(7.761)	(8.770)	(9.828)	(10.735)	(12.131)
Dự phòng giảm giá CKKD và ĐT	(26)	(403)	(519)	(597)	(686)	(788)
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(36)	(47)	(66)	(70)	(73)	(77)
Chi phí dự phòng	(6.579)	(8.276)	(9.403)	(10.532)	(11.520)	(13.009)
Tài sản cố định	4.086	4.699	5.403	6.214	7.146	8.218
Tài sản khác	6.704	7.710	8.867	10.197	11.726	13.485
Tài sản không sinh lãi	10.790	12.409	14.270	16.410	18.872	21.703
TỔNG TÀI SẢN	468.994	505.276	574.526	651.607	738.183	840.079
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	32.622	15.948	18.340	20.908	23.835	27.171
Tiền gửi các TCTD khác	31.182	19.935	22.925	26.134	29.793	33.964
Tiền vay các TCTD khác	12.863	7.974	9.170	10.454	11.917	13.586
Tiền gửi khách hàng	332.246	398.695	458.499	522.689	595.865	679.286
Giấy tờ có giá phát hành	2.014	2.014	2.014	2.014	2.014	2.014
Nợ trả lãi	410.926	444.565	510.947	582.198	663.424	756.021
Các khoản lãi, phí phải trả	4.394	4.834	5.317	5.849	6.433	7.077
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	17	19	21	23	25	28
Các khoản phải trả và công nợ khác	10.493	11.542	12.696	13.966	15.362	16.899
Dự phòng rủi ro cho công nợ khác	628	755	770	785	801	817
Các khoản nợ khác	15.532	17.149	18.804	20.623	22.622	24.820
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	426.458	461.714	529.751	602.821	686.046	780.842
Vốn điều lệ	23.174	26.650	26.650	29.315	29.315	32.247
Thặng dư vốn cổ phần	9.201	9.201	9.201	9.201	9.201	9.201
Vốn khác	45	45	45	45	45	45
Quỹ của tổ chức tín dụng	3.469	4.129	4.822	5.662	6.810	8.152
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	126	126	126	126	126	126
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	80	80	80	80	80	80
Lợi nhuận chưa phân phối	6.291	3.180	3.700	4.206	6.410	9.236
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	42.386	43.412	44.625	48.636	51.987	59.088
Lợi ích cổ đông thiểu số	150	150	150	150	150	150
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	468.994	505.276	574.526	651.607	738.183	840.079

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HSX – VCB)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Thu nhập lãi	28.299	30.495	36.634	42.021	49.351	57.182
Chi phí lãi	(17.516)	(19.241)	(24.363)	(27.977)	(33.494)	(39.317)
Thu nhập lãi thuần	10.782	11.254	12.271	14.044	15.857	17.865
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.619	2.210	2.707	3.107	3.729	4.474
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.427	1.498	1.573	1.652	1.734	1.821
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư	183	483	555	638	733	843
Lãi thuần từ hoạt động khác	934	1.588	1.747	1.922	2.114	2.325
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	562	618	680	748	823	905
Thu nhập ngoài lãi	4.725	6.398	7.262	8.067	9.133	10.369
Tổng thu nhập hoạt động	15.507	17.652	19.533	22.111	24.990	28.233
Tổng chi phí hoạt động	(6.244)	(6.973)	(7.826)	(8.845)	(9.988)	(11.279)
Lợi nhuận thuần trước dự phòng rủi ro tín dụng	9.263	10.679	11.708	13.265	15.002	16.954
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3.520)	(5.076)	(5.816)	(6.136)	(5.528)	(5.872)
Lợi nhuận trước thuế	5.743	5.603	5.891	7.129	9.474	11.083
Chi phí thuế TNDN	(1.365)	(1.233)	(1.296)	(1.568)	(1.895)	(2.217)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20)	(28)	(32)	(34)	(31)	(33)
Lợi nhuận sau thuế	4.358	4.342	4.563	5.527	7.548	8.833

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này. xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
hapl@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích
ngoccla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách. xin vui lòng liên hệ:

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418