

BÁO CÁO CẬP NHẬT CÔNG TY: NĂM GIỮ

Giá hiện tại (18/08/15):	Đồng	19.300
Giá trị dài hạn:	Đúng giá trị nội tại	
Giá mục tiêu:	Đồng	18.300
Khuyến nghị ngắn hạn	Trung lập	
Ngưỡng kháng cự:	Đồng	21.000
Ngưỡng hỗ trợ	Đồng	17.000
Mã Bloomberg: CTG VN	SGD:	HSX
Ngành: Ngân hàng		
Beta	1,03	
Giá cao/thấp nhất 1 năm	23.000/13.700	
Số c/p lưu hành (triệu cổ)	3.723	
Vốn hóa TT (tỷ đồng)	71.862	
Tỷ lệ free float	6,0%	
KLGD 12 tháng	1.771.362	
Sở hữu nước ngoài	29,5%	

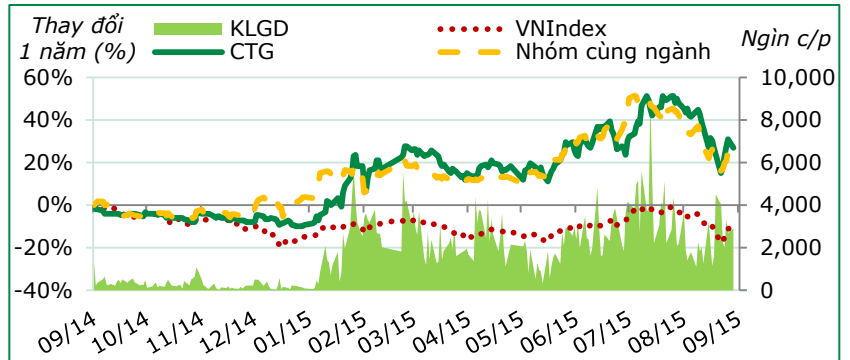
Năm	Cổ tức (%)	NIM	EPS	Nợ xấu
2016F	10%	3,00%	1.281	1,8%
2015E	10%	2,98%	1.196	1,6%
2014A	10%	3,07%	1.266	1,1%
2013A	16%	3,67%	1.504	1,0%

Chỉ số	CTG	Ngân hàng	VNI
P/E trượt (x)	12,6	10,7	11,0
P/B trượt (x)	1,3	1,2	1,7
ROE trượt (%)	10,6	11,3	15,8
ROA trượt (%)	0,9	0,9	2,9

Giới thiệu công ty:

Vietinbank (CTG) được thành lập vào năm 1988 sau khi tách ra từ Ngân hàng Nhà nước. CTG là một tập đoàn tài chính với bảy công ty con và hai công ty liên doanh hoạt động trong các lĩnh vực cho thuê tài chính, chứng khoán, quản lý quỹ, quản lý tài sản, kinh doanh vàng và đá quý, bảo hiểm, và chuyển tiền.

Tại thời điểm cuối T6/2015, tổng tài sản của CTG đạt 685.747 tỷ đồng, tổng dư nợ cho vay khách hàng đạt 480.573 tỷ đồng và tổng tiền gửi từ khách hàng đạt 449.205 tỷ đồng.



VPBS đưa ra KN **NĂM GIỮ** đối với c/p CTG với mức giá mục tiêu 12 tháng là **18.300** đồng. Hiện tại, VPBS cho rằng c/p CTG sẽ không mang lại tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn cho NĐT. Tuy vậy, rủi ro sụt giá đối với cổ phiếu này là khá thấp.

Luận điểm đầu tư:

- ❖ **LN trước dự phòng tăng trưởng tốt trong 6T2015:** Tăng trưởng LN trước dự phòng đạt gần 15% so với cùng kỳ trong 6T2015 nhờ vào tỷ lệ NIM được cải thiện và do mức tăng trưởng 40% của nguồn thu nhập khác (bao gồm việc thu hồi nợ xấu đã xử lý của CTG).
- ❖ **Tuy vậy, VPBS dự phóng LN ròng sẽ giảm trong năm 2015:** chúng tôi dự phóng lợi nhuận kinh doanh (trước c/p dự phòng) của CTG sẽ đạt mức tăng trưởng 11,5% trong năm nay nhờ vào mức tăng tốt của dư nợ cho vay khách hàng. Tuy vậy, chúng tôi tin chi phí dự phòng cao – từ việc áp dụng Thông tư 02, Thông tư 09 và việc sáp nhập PGBank – sẽ gây ảnh hưởng đáng kể tới LN ròng của CTG.
- ❖ **Rủi ro áp lực bán sau sáp nhập:** Mặc dù khả năng Petrolimex (cổ đông nắm giữ 40% c/p của PGBank) sẽ lập tức thoái vốn sau khi PGBank sáp nhập vào CTG là khá thấp, VPBS cho rằng đa số các nhà đầu tư khác sẽ nghĩ tới việc “chốt lời” do tỷ lệ hoán đổi c/p giữa CTG và PGBank là khá “hời” và do c/p CTG có tính thanh khoản cao.
- ❖ **Phân tích kỹ thuật – Trung lập:** Xu hướng giảm điểm toàn thị trường đã khiến c/p CTG giảm từ mức đỉnh 23.500 đồng xuống mức hỗ trợ MA200 (17.000 đồng). Ngưỡng hỗ trợ này đã giúp c/p hồi phục và có dấu hiệu tiến lại về gần ngưỡng MA50 là 20.500 đồng. Hiện tại, c/p này đang đi ngang đường MA100 (giữa đường MA5 và MA10) và đang tạo ra tín hiệu trung lập trong ngắn hạn.

Vui lòng đọc Khuyến cáo tại cuối báo cáo này.

MỤC LỤC

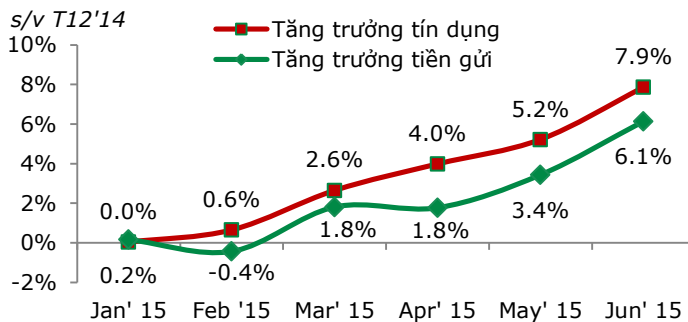
Cập nhật ngành – 6T2015	3
KQKD 6T2015 của CTG – LN trước trích lập tăng 14,7%	6
Kế hoạch sáp nhập với PGBank – Hiệu quả chưa thực sự rõ	7
Dự báo 2015: VPBS kỳ vọng LN ròng sẽ giảm 3% trong năm nay	8
Các giả định chính cho giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019	9
Định giá: giá mục tiêu đối với c/p CTG là 18.300 đồng	10
Phân tích kỹ thuật	12
Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS	13

Cập nhật ngành – 6T2015

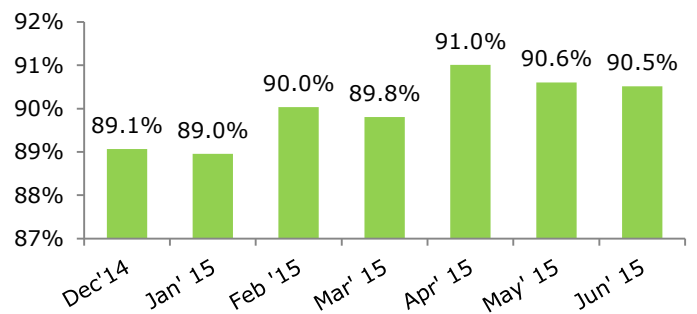
Tín dụng tăng trưởng mạnh hơn huy động trong 6T2015: Theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt mức tăng trưởng 7,9% tại thời điểm cuối T6/2015 (so với T12/2014). Tuy vậy, huy động chỉ đạt mức tăng trưởng 6,1%. Chúng tôi cho rằng việc tăng trưởng “lạc nhịp” này sẽ gây áp lực lên tỷ suất lãi cận biên (NIM) của các ngân hàng trong nước.

Thay đổi trái chiều của tỷ lệ nợ xấu: Vietcombank, BIDV và Vietinbank – ba ngân hàng niêm yết lớn nhất Việt Nam - báo cáo tỷ lệ nợ xấu cao hơn tại thời điểm T6/2015 (so với T12/2014). Ban điều hành cho rằng việc áp dụng Thông tư 02 (quy định việc phân loại nợ cho cùng một khách hàng vào cùng một nhóm tại các ngân hàng khác nhau) và Thông tư 09 (về việc phân loại nợ tái cơ cấu) là nguyên nhân chính đằng sau mức tăng này. Trong khi đó, các ngân hàng MBB, ACB và Eximbank lại báo cáo tỷ lệ nợ xấu thấp hơn tại thời điểm T6/2015.

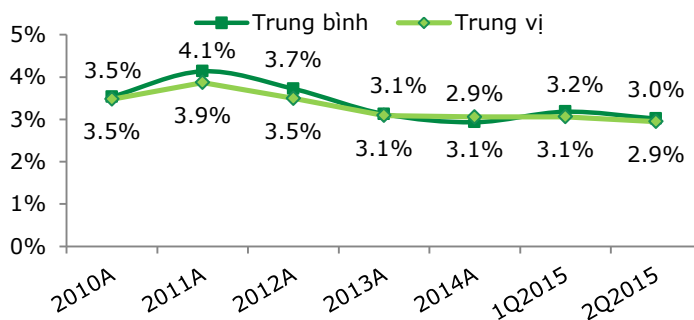
Tăng trưởng tín dụng & huy động trong 6T2015



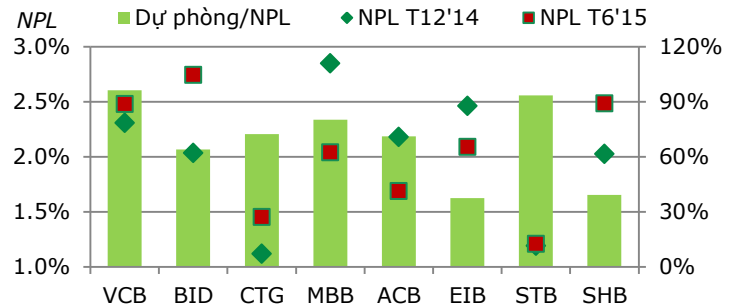
Tỷ lệ cho vay trên huy động toàn hệ thống NH



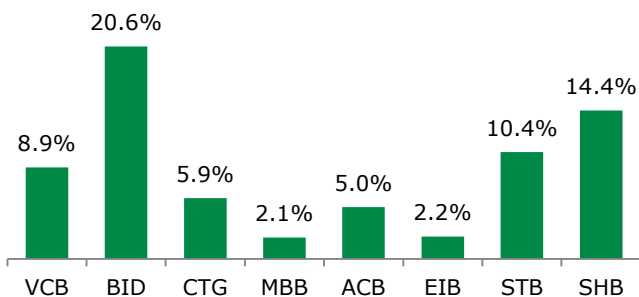
Tỷ lệ NIM – Tám ngân hàng niêm yết



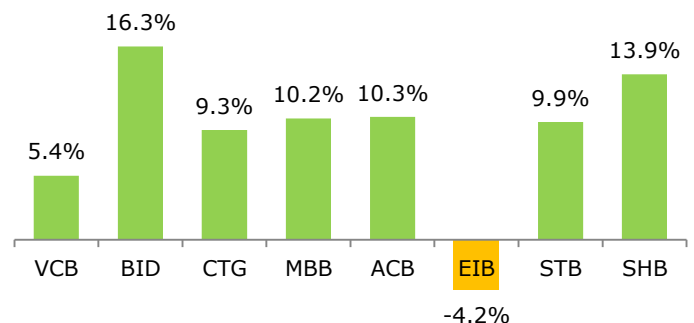
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) – Tám ngân hàng niêm yết



Tăng trưởng tiền gửi từ KH trong 6T2015



Tăng trưởng dư nợ cho vay KH trong 6T2015



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, Báo cáo tài chính Q2/2015, phân tích của VPBS

Nghị định 34 được hy vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ mua nợ xấu của VAMC

(Nghị định 34/2015/ND-CP ngày 31/3/2015 sửa đổi Nghị định 53/2013/ND-CP ban hành ngày 18/5/2013)

Nghị định 34 có ảnh hưởng khá rộng tới hoạt động của Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam (VAMC) và thể hiện rõ quyết tâm của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) trong công tác xử lý nợ xấu. VPBS cho rằng Nghị định 34 sẽ mở đường và thúc đẩy hoạt động mua bán nợ xấu của VAMC theo giá thị trường.

Theo Nghị định 53 trước đây, VAMC chỉ được thu mua nợ xấu theo hai cách: (1) mua bằng trái phiếu đặc biệt (TPĐB) do VAMC phát hành với mệnh giá bằng giá trị sổ sách của dư nợ gốc chưa trả trừ đi số dư dự phòng cụ thể đã trích lập; hoặc (2) mua nợ xấu của tổ chức tín dụng (TCTD) bằng tiền theo giá trị thị trường với mệnh giá được thỏa thuận giữa các bên. VAMC có trách nhiệm đánh giá lại tài sản đảm bảo hoặc thuê bên tư vấn độc lập để đánh giá nếu cần. Do vốn điều lệ của VAMC khi mới thành lập là khá nhỏ (khoảng 500 tỷ đồng), cách thức duy nhất để VAMC mua nợ xấu từ lúc thành lập cho đến nay là thông qua việc phát hành TPĐB. Hoạt động mua nợ xấu do vậy bị hạn chế khá nhiều. Trong nhiều trường hợp, giá trị sổ sách nợ xấu được mua khá khác so với giá thị trường và đã gây không ít khó khăn cho VAMC trong việc thu hồi nợ.

Nghị định 34 mới phát hành cho phép VAMC tăng vốn điều lệ lên 2.000 tỷ đồng và bổ sung thêm Điều 14a cho phép VAMC phát hành trái phiếu để mua nợ xấu từ các ngân hàng theo giá thị trường. Các ngân hàng được quyền sử dụng trái phiếu này để vay tái cấp vốn và vay qua thị trường mở (OMO). VAMC sẽ không bị giới hạn bởi các định chế về quản lý tài chính đối với doanh nghiệp nhà nước thông thường. Do vậy, chúng tôi cho rằng VAMC sẽ có thể phát hành khối lượng lớn trái phiếu dùng cho việc mua nợ xấu theo giá thị trường.

Danh mục các loại nợ xấu mà VAMC có thể mua theo giá thị trường cũng được nới rộng hơn so với trước. Thêm vào đó, quy định đối với hoạt động bán lại nợ xấu tại giá thị trường của VAMC cũng được làm rõ ràng và cụ thể hơn.

Đối tượng được mua lại nợ xấu từ VAMC theo Nghị định mới bao gồm cả tổ chức và cá nhân là người không cư trú. Đây là sự kết hợp khá “nhập nhàn” với Luật kinh doanh Bất động sản và Luật Nhà ở sửa đổi (cho phép người nước ngoài được mua nhà và bất động sản) có hiệu lực từ ngày 1/7/2015. Theo đó, VAMC sẽ có khả năng bán lại nợ xấu cùng với các tài sản đảm bảo cho các cá nhân hay tổ chức nước ngoài khi có các hướng dẫn cụ thể hơn từ NHNN.

Ngoài ra, Nghị định 34 cũng trao thêm quyền hạn cho VAMC trong việc xử lý tài sản đảm bảo. Cụ thể, VAMC có quyền bán tài sản đảm bảo tại mức giá thỏa thuận với bên mua sau một lần đấu giá không thành (Nghị định cũ chỉ cho phép bán thông qua hình thức đấu giá). Nghị định mới cũng làm rõ các điều kiện để kết luận việc đấu giá không thành: (1) không có đối tượng tham gia đấu giá; (2) không có người trả giá; (3) các trường hợp bán đấu giá không thành khác theo quy định của pháp luật. Tính đến cuối năm 2014, VAMC chỉ xử lý được 4.800 tỷ đồng nợ xấu trên tổng 123.000 tỷ đồng nợ xấu đã mua. Tuy nhiên đến cuối tháng 7 năm 2015, tổng số nợ xấu thu hồi được riêng trong năm 2015 là 6.513 tỷ đồng trên tổng 51.000 tỷ đồng nợ xấu đã mua.

Hoạt động M&A

Ngoài thương vụ sáp nhập của PGBank vào CTG, ngành ngân hàng Việt Nam cũng đang chứng kiến các thương vụ sáp nhập nổi bật sau:

Tin đồn về việc sáp nhập giữa CTG với Ocean Bank và GP Bank

Ngoài thương vụ sáp nhập PGBank, thị trường đang đồn về việc CTG sẽ sáp nhập tiếp Ocean Bank và GP Bank. Mặc dù ban điều hành CTG vẫn để ngỏ đối với các hoạch định M&A trong tương lai, tại thời điểm hiện tại CTG khẳng định sẽ chỉ trợ giúp hai ngân hàng kia về mặt nhân sự.

Ngân hàng Phương Nam sáp nhập với Sacombank trong Q4/2015

ĐHCB bất thường của Sacombank (STB) đã diễn ra vào ngày 10/7/2015. Trong đại hội, cổ đông STB đã thông qua việc phát hành 400 triệu cổ phiếu mới để thực hiện thương vụ sáp nhập với PNB:

- Tỷ lệ hoán đổi: 1:0,75 ~ mỗi cổ phiếu PNB được hoán đổi thành 0,75 cổ phiếu STB. Theo đó, 400tr c/p PNB sẽ hoán đổi thành 300tr c/p STB.
- Cổ đông STB sẽ được nhận thêm 0,0875 c/p cho mỗi c/p nắm giữ.
- Thời gian dự kiến phát hành: trong vòng 90 ngày (hoặc nhiều hơn nếu cần thiết) kể từ ngày được UBCKNN cho phép.

Theo chia sẻ từ phía STB, việc sáp nhập với PNB sẽ mang lại cho STB thêm 143 chi nhánh và phòng giao dịch cùng hơn 4.000 nhân viên được đào tạo bài bản – còn lợi ích hơn nhiều so với việc tăng vốn từ 5.000 đến 10.000 tỷ đồng của ngân hàng. Tuy vậy, Hội đồng quản trị đã không đưa ra câu trả lời rõ ràng về việc làm thế nào để bảo vệ lợi ích của các cổ đông khi tỷ lệ hoán đổi nói trên gây khá nhiều tranh cãi.

VCB và Ngân hàng Sài Gòn: Chưa có chi tiết cụ thể về hoạt động M&A

VCB chưa cung cấp chi tiết cụ thể nào về hoạt động M&A của mình mặc dù đề án sáp nhập Ngân hàng Sài Gòn vào VCB đã được NHNN phê duyệt chính thức từ đầu năm. Thay vào đó, VCB chỉ lập lại các mục đích chính của hoạt động M&A như sau:

- Tăng quy mô tổng tài sản và vốn điều lệ
- Đảm bảo an toàn hoạt động
- Mở rộng mạng lưới của VCB

Hiện tại, VCB vẫn đang tìm kiếm và thương lượng với các đối tác tiềm năng cho thương vụ sáp nhập. Chúng tôi sẽ cập nhật với quý nhà đầu tư khi có các thông tin cụ thể hơn.

KQKD 6T2015 của CTG – LN trước trích lập tăng 14,7%

Tỷ đồng	6T2015	6T2014	(+ / -) %
Thu nhập lãi	20.742	20.747	0,0%
Chi phí lãi	-11.121	-11.876	-6,4%
Thu nhập lãi ròng	9.621	8.871	8,5%
% Tổng thu nhập hoạt động	87,5%	90,1%	
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	677	669	1,2%
Lãi ròng từ KD vàng & ngoại tệ	65	194	-66,5%
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	7	-75	n/a
Thu nhập khác	576	95	506,3%
Thu nhập từ góp vốn mua c/p	53	95	-44,2%
Thu nhập ngoài lãi	1.378	978	40,9%
% Tổng thu nhập hoạt động	12,5%	9,9%	
Tổng thu nhập hoạt động	10.999	9.849	11,7%
Chi phí hoạt động	-4.585	-4.259	7,7%
CPHD, % Thu nhập hoạt động	41,7%	43,2%	
Lợi nhuận trước dự phòng	6.414	5.590	14,7%
Chi phí dự phòng	-2.536	-1.717	47,7%
Lợi nhuận trước thuế	3.878	3.873	0,1%
Chi phí thuế	843	848	
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	7	
Lợi nhuận ròng	3.026	3.018	0,3%

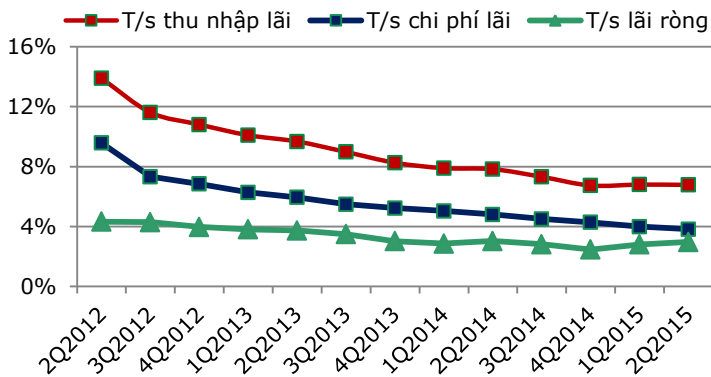
Tỷ đồng	T6/2015	T12/2014	(+ / -) %
Tiền gửi tại TCTD khác	45.685	67.162	-32,0%
Cho vay TCTD khác	2.201	8.272	-73,4%
Cho vay khách hàng	480.573	439.869	9,3%
Dự phòng cho vay KH	-5.044	-4.346	16,1%
Chứng khoán nợ	106.353	97.599	9,0%
Tổng tài sản sinh lãi	634.812	612.902	3,6%
Vay nợ từ NHNN	1.925	4.731	-59,3%
Tiền gửi của TCTD	47.618	42.040	13,3%
Vay nợ TCTD	56.190	61.730	-9,0%
Tiền gửi của khách hàng	449.205	424.181	5,9%
Vốn ủy thác	40.696	32.022	27,1%
Tổng nợ phát sinh lãi	595.634	564.704	5,5%

CAR	10,92%	10,40%
LDR (Thông tư 36)	97,5%	96,1%
Tỷ lệ nợ xấu	1,45%	1,12%
Dự phòng / Nợ xấu	72,3%	88,6%
NIM (6T2015 so với 2014)	3,1%	3,1%
ROE trượt 12 tháng*	10,6%	10,5%
ROA trượt 12 tháng*	0,9%	0,9%

Nguồn: Báo cáo tài chính của CTG, phân tích và tính toán của VPBS, tỷ lệ LDR (TT36) do VPBS tính toán lại
*Tính toán dựa trên lợi nhuận sau thuế và cổ đông thiểu số

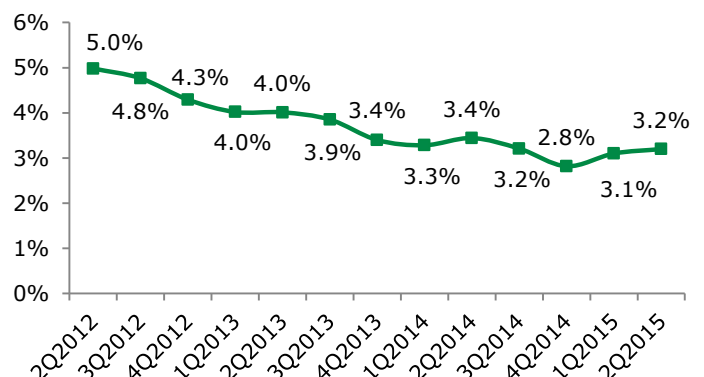
NIM được cải thiện trong 6T2015 nhưng có thể sẽ giảm trong nửa cuối năm nay: Tỷ lệ NIM của CTG có xu hướng giảm đều từ năm 2011 (4,13%) cho đến cuối năm 2014 (3,07%). Tuy vậy, tỉ lệ này có dấu hiệu được cải thiện trong hai quý đầu năm. Điều này có thể là do CTG đã cố gắng duy trì lãi suất huy động thấp để bảo vệ NIM trong nửa đầu năm nay. Trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng cao hơn huy động, cộng thêm việc chỉ số LDR của CTG đang ở mức cao, VPBS cho rằng NIM của CTG sẽ giảm trong nửa cuối năm và sẽ đạt 3,00% cho cả năm (6T2015: 3,07%).

Tỷ suất thu nhập lãi và tỷ suất chi phí lãi của CTG



Nguồn: Báo cáo tài chính của CTG, phân tích của VPBS

Tỷ lệ NIM được cải thiện trong 6T2015



Nguồn: Báo cáo tài chính của CTG, phân tích của VPBS

Thu nhập ngoài lãi tăng 41% trong 6T2015: Thu nhập ngoài lãi tăng chủ yếu nhờ vào thu nhập khác (đạt 576 tỷ đồng trong 6T2015). Chúng tôi cho rằng đây là thu nhập thu hồi nợ xấu đã qua xử lý của CTG.

Chi phí dự phòng làm giảm đáng kể tăng trưởng LN trong 6T2015: Mặc dù LN trước dự phòng đạt mức tăng trưởng 14,7%, LN ròng chỉ tăng 0,3% trong 1H2015 do chi phí dự phòng đã tăng mạnh (+48%) từ việc áp dụng phương pháp phân loại nợ chặt chẽ hơn theo quy định của Thông tư 02 và 09. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến tỷ lệ nợ xấu của CTG đã tăng từ 1,12% vào thời điểm cuối T12/2014 lên 1,45% vào thời điểm cuối T6/2015.

Tỷ lệ LDR đang ở mức cao (98%) tại thời điểm cuối T6/2015: Trong lần gặp mặt nhà đầu tư gần đây, Ban điều hành của CTG trao đổi rằng tỷ lệ LDR của ngân hàng vẫn đang nằm trong biên độ từ 80% đến 90% (dưới mức 90% theo quy định của TT36 đối với ngân hàng có vốn nhà nước). Tuy vậy, tỷ lệ LDR của CTG theo tính toán của VPBS (dựa trên Thông tư 36 và có thể khác so với tính toán từ phía CTG) là 97,5% tại thời điểm cuối T6/2015. VPBS cho rằng NHNN sẽ không tiến hành áp đặt tỷ lệ 90% ngay lập tức đối với các NHTMCP trong nước nhằm giữ mức tăng trưởng tín dụng trong nước được ổn định và để giữ cho tỷ lệ NPL ở mức thấp.

Dư nợ cho vay tăng trưởng nhanh hơn huy động trong 6T2015: Dư nợ cho vay KH tăng 9,3% trong 6T2015 (so với T12/2014). Trong khi đó, tiền gửi từ KH chỉ đạt mức tăng 5,9%. Tuy vậy, tiền gửi từ các TCTD khác đã tăng 13,3% lên mức 47.618 tỷ đồng và đã giúp giảm phần nào “gánh nặng” lên tỷ lệ LDR của CTG.

Kế hoạch sáp nhập với PGBank – Hiệu quả chưa thực sự rõ

So sánh về quy mô:

Tỷ đồng	CTG	PGB	PGB, % CTG
Tổng tài sản (T6/2015)	685.747	24.434	3,6%
Tổng cho vay KH (T6/2015)	480.573	15.187	3,2%
Tổng huy động KH (T6/2015)	449.205	15.999	3,6%
Vốn chủ sở hữu (T6/2015)	54.363	3.388	6,2%
BVPS (T6/2015 - VND)	14.600	11.293	77,3%
Thu nhập lãi ròng - 12 tháng	18.330	686	3,7%
Lợi nhuận KD - 12 tháng	18.703	729	3,9%
Lợi nhuận ròng - 12 tháng	4.812	148	3,1%
NPL - T6/2015	1,45%	3,53%	
NIM - 1H2015	3,07%	3,09%	
ROA - 12 tháng	0,89%	0,59%	
ROE - 12 tháng	10,62%	4,40%	
CIR - 12 tháng	45,77%	69,39%	
Mạng lưới chi nhánh (T12/2014)	1.092	79	

Nguồn: BCTC Quý 2 2015 của PGBank và CTG

Trong báo cáo lần đầu (T4/2015), VPBS nhận định rằng tỷ trọng tài sản và quy mô hoạt động của PGBank (PGB) là rất nhỏ so với CTG và do vậy việc sáp nhập này sẽ không gây nhiều ảnh hưởng tới hoạt động của CTG. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm đó trong báo cáo lần này và muốn nhấn mạnh thêm là tỷ lệ hoán đổi cổ phiếu trong thương vụ này (0,9 c/p CTG cho 1 c/p PGB) là khá cao. Các lý do chính đằng sau nhận định trên là như sau:

- BVPS của PGB chỉ bằng 77% BVPS của CTG tại thời điểm cuối T6/2015

- KQKD của PGB không thật sự ấn tượng với ROE 12 tháng chỉ đạt 4,40% (CTG: 10,62%) và tỷ lệ chi phí trên thu nhập lên tới 69,4% (CTG: 45,8%)
- VPBS cho rằng 79 chi nhánh của PGB là không đáng kể so với quy mô hoạt động của CTG. Thêm vào đó, nguồn lợi nhuận thêm từ PGB (tổng bốn quý vừa qua: 148 tỷ đồng) có thể là không đủ để bù vào chi phí hậu sáp nhập giữa hai ngân hàng.

Rủi ro về việc cổ phiếu bị pha loãng:

Vốn chủ sở hữu (BVPS) trên mỗi cổ phiếu của CTG tại thời điểm cuối Q2/2015 là 14.600 đồng. Sau khi sáp nhập, chúng tôi ước tính BVPS của CTG (dựa trên số liệu Q2/2015 của cả hai ngân hàng) là 14.355 đồng – tỷ lệ pha loãng là 2%. Đây là trong trường hợp khả quan nếu giá trị sổ sách của PGB không bị điều chỉnh giảm - ví dụ như việc CTG phải trích lập thêm dự phòng cho nợ xấu của PGB. Tại thời điểm cuối T6/2015, tổng dự phòng nợ xấu của PGB chỉ bằng 33% tổng số dư nợ xấu.

Áp lực bán đổi với cổ phiếu CTG sau sáp nhập:

Petrolimex và ông Lê Minh Quốc (Thành viên HĐQT của PGB) lần lượt nắm giữ 40% và 4,6% cổ phiếu của PGB; các cổ đông khác nắm 55,4%. Mặc dù chúng tôi cho rằng Petrolimex sẽ không vội bán ra cổ phiếu CTG sau khi hoán đổi (~ 108 triệu cổ, tương đương 2,7% số c/p lưu hành sau sáp nhập), khả năng cao là nhóm cổ đông còn lại của PGB sẽ "chốt lời" ngay khi được cho phép do tỷ lệ hoán đổi khá "hời" và do c/p CTG có tính thanh khoản khá cao trên thị trường.

Dự báo 2015: VPBS kỳ vọng LN ròng sẽ giảm 3% trong năm nay

Chúng tôi dự phóng LN trước dự phòng sẽ tăng 11,5% trong năm 2015:

Tăng trưởng LN trước dự phòng sẽ đến từ tăng trưởng thu nhập lãi ròng (+12,2% trong năm 2015). Mặc dù chúng tôi dự đoán tỷ lệ NIM sẽ giảm từ mức 3,07% trong năm 2014 xuống còn 2,98% trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng dư nợ cho vay KH của CTG sẽ tăng 18% trong năm nay nhờ vào đà tăng trưởng tín dụng tốt toàn hệ thống ngân hàng và nhờ vào việc sáp nhập PGB (dư nợ tín dụng tương đương 3,2% tổng dư nợ của CTG tại thời điểm cuối T6/2015).

VPBS ước tính chi phí hoạt động của CTG sẽ tăng 12,4%: chúng tôi dự phóng chi phí hoạt động của PGB và chi phí hậu sáp nhập giữa hai ngân hàng sẽ đẩy tỷ lệ chi phí hoạt động / tổng thu nhập hoạt động của CTG từ mức 46,7% trong năm 2014 lên mức 47,1% trong năm 2015.

Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng sẽ tăng 35% trong năm 2015: VPBS cho rằng việc áp dụng quy định trong Thông tư 02 và Thông tư 09 sẽ làm tăng tỷ lệ nợ xấu của CTG từ mức 1,1% trong năm 2014 lên mức 1,60% trong năm 2015 (T6/2015: 1,45%).

Do đó, mặc dù LN trước dự phòng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng khá, VPBS dự phóng LN ròng của CTG sẽ chỉ đạt 5.542 tỷ đồng trong năm 2015, giảm 3% so với cùng kỳ.

Các giả định chính cho giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019

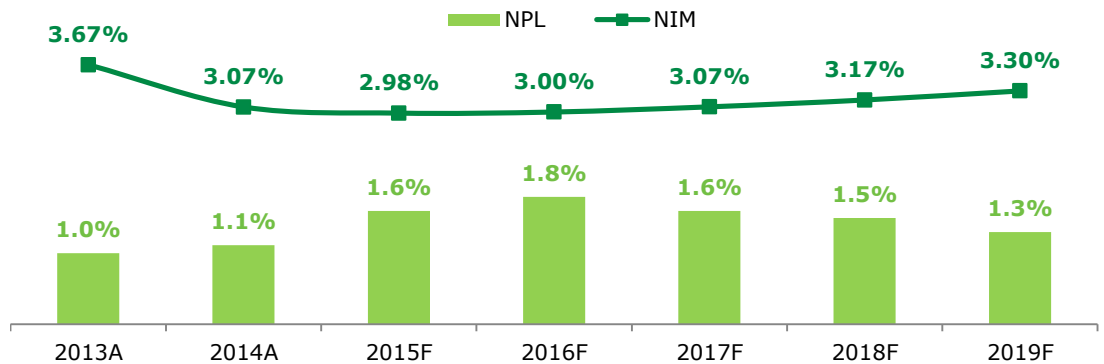
Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Cho vay KH	376.289	439.869	519.847	593.210	653.843	720.338	776.036
Tăng trưởng (%)	12,9%	16,9%	18,2%	14,1%	10,2%	10,2%	7,7%
Tiền gửi KH	364.497	424.181	494.023	576.034	655.386	745.794	848.815
Tăng trưởng (%)	26,1%	16,4%	16,5%	16,6%	13,8%	13,8%	13,8%
LDR (Thông tư 36)	93,4%	96,1%	99,0%	98,0%	96,0%	94,0%	90,0%

Nguồn: Báo cáo tài chính của CTG, dự phóng của VPBS

Dư nợ cho vay khách hàng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế (CAGR) là 12% từ năm 2014 đến năm 2019: VPBS cho rằng tăng trưởng tín dụng của CTG sẽ bị giới hạn phần nào bởi tỷ lệ LDR đang ở mức khá cao (97,5% theo tính toán của VPBS tại thời điểm cuối T6/2015). Mặc dù Thông tư 36 yêu cầu các ngân hàng TMCP Nhà nước phải giữ tỷ lệ LDR ở mức 90% hoặc thấp hơn, chúng tôi cho rằng quy định này sẽ được "du di" vài năm để các ngân hàng trong nước có thể kiểm soát tốt tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ nợ xấu.

Tiền gửi từ KH được kỳ vọng đạt CAGR 15% từ năm 2014 đến năm 2019: Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tiền gửi sẽ chủ yếu đến từ mảng khách hàng bán lẻ. Không chỉ riêng CTG mà BIDV, VCB và các ngân hàng TMCP khác cũng đang đi theo chiến lược này. Với vị thế là một trong những ngân hàng có uy tín đứng đầu ngành, chúng tôi cho rằng CTG sẽ huy động được lượng tiền gửi cao hơn nhiều so với các ngân hàng có quy mô nhỏ hơn.

Dự phóng đối với tỷ lệ NIM và NPL (nợ xấu):



Chúng tôi dự phóng tỷ lệ NPL của CTG sẽ tăng lên trong năm 2015 và 2016 do việc áp dụng Thông tư 02 và Thông tư 09 và do việc sáp nhập PGB. Tỷ lệ NPL sau đó sẽ giảm dần về mức 1,3% vào cuối thời điểm 2019

Đồng thời, chúng tôi cũng dự phóng tỷ lệ NIM của CTG sẽ bắt đầu được cải thiện từ năm 2016 trở đi do nhu cầu tín dụng tăng trưởng trở lại cùng với nền kinh tế Việt Nam.

Định giá: giá mục tiêu đối với c/p CTG là 18.300 đồng

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
Thu nhập thặng dư	17.400	40%
2015 BVPS x PB 1,2 lần	18.900	60%
Giá mục tiêu (đồng)	18.300	100%

Thu nhập thặng dư – CTG được định giá ở mức 17.400 đồng

- *Lãi suất phi rủi ro* là lợi suất TPCP bằng đồng nội tệ 5 năm và tương đương với 6,4%
- *Phần bù rủi ro thị trường Việt Nam* được xác định là 8,7%.
- *Chi phí vốn chủ sở hữu* được xác định là 15,1% sử dụng mô hình CAPM với mức beta là 1,03.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của CTG* được xác định là 5%.

Triệu đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	5.542.492	6.154.078	7.460.583	10.139.341	13.202.423
Vốn chủ sở hữu (T-1)	55.012.807	59.666.890	61.780.902	65.197.883	71.286.369
Chi phí vốn chủ	8.306.934	9.009.700	9.328.916	9.844.880	10.764.242
Thu nhập thặng dư	(2.764.442)	(2.855.622)	(1.868.333)	294.461	2.438.181
Giá trị sau cùng					37.417.633
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,95	0,83	0,72	0,63	0,54
Giá hiện tại của TNTD	(2.637.844)	(2.367.374)	(1.345.691)	184.265	1.325.581
Giá trị hiện tại của GT sau cùng					20.343.074
Tổng giá trị thặng dư	15.502.011				
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	54.363.322				
Giá trị VCSH	69.865.333				
Số lượng cổ phiếu	4.023				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	17.365				

Phân tích độ nhạy:

		Chi phí Vốn chủ sở hữu				
		11,1%	13,1%	15,1%	17,1%	19,1%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%	30.986	22.286	16.611	12.653	9.756
	4,0%	33.099	23.161	16.954	12.747	9.730
	5,0%	35.904	24.253	17.365	12.857	9.700
	6,0%	39.810	25.652	17.866	12.986	9.665
	7,0%	45.622	27.510	18.491	13.141	9.624

		Thay đổi tăng trưởng tiền gửi				
		-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%
Thay đổi lãi suất	-0,2%	21.097	23.315	25.800	28.927	31.175
	-0,1%	17.523	19.439	21.603	24.303	26.110
	0,0%	13.915	15.527	17.365	19.639	21.033
	0,1%	10.271	11.578	13.084	14.933	15.965
	0,2%	6.593	7.592	8.760	10.186	10.889

Phân tích nhóm công ty cùng ngành

	Vốn hóa Triệu USD	Tăng trưởng Doanh thu	Tăng trưởng Lợi nhuận	ROA (%)	ROE (%)	P/E		P/B	
		6T2015	6T2015	Trượt	Trượt	Trượt	2015E	Trượt	2015E
Ngân hàng									
Ngân hàng Ngoại thương (VCB)	5.038	25,6	10,3	0,9	10,7	22,5	25,4	2,5	2,4
Ngân hàng BIDV (BID)	3.528	11,2	28,7	0,9	16,1	12,4	15,9	1,9	2,0
Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (STB)	844	10,8	-7,1	1,1	11,8	8,9	21,4	1,0	1,1
Ngân hàng Quân đội (MBB)	754	11,2	8,0	1,4	16,7	6,8	7,2	1,0	1,0
Ngân hàng ACB (ACB)	730	7,1	-0,5	0,5	7,7	17,4	15,2	1,3	1,3
Ngân hàng Eximbank (EIB)	634	1,8	-14,2	N/A	N/A	N/A	20,1	1,0	1,0
Ngân hàng Sài Gòn Hà Nội (SHB)	287	16,3	-5,6	0,4	7,1	8,1	N/A	0,6	N/A
Trung bình	1.688	12,0	2,8	0,9	11,7	12,7	17,5	1,3	1,5
Trung vị	754	11,2	-0,5	0,9	11,3	10,7	18,0	1,0	1,2
Ngân hàng Công thương Việt Nam	3.196	11,7	0,3	0,9	10,6	12,6	13,0	1,3	1,2

Nguồn: VPBS, Bloomberg, dữ liệu tài ngày 31/8/2015

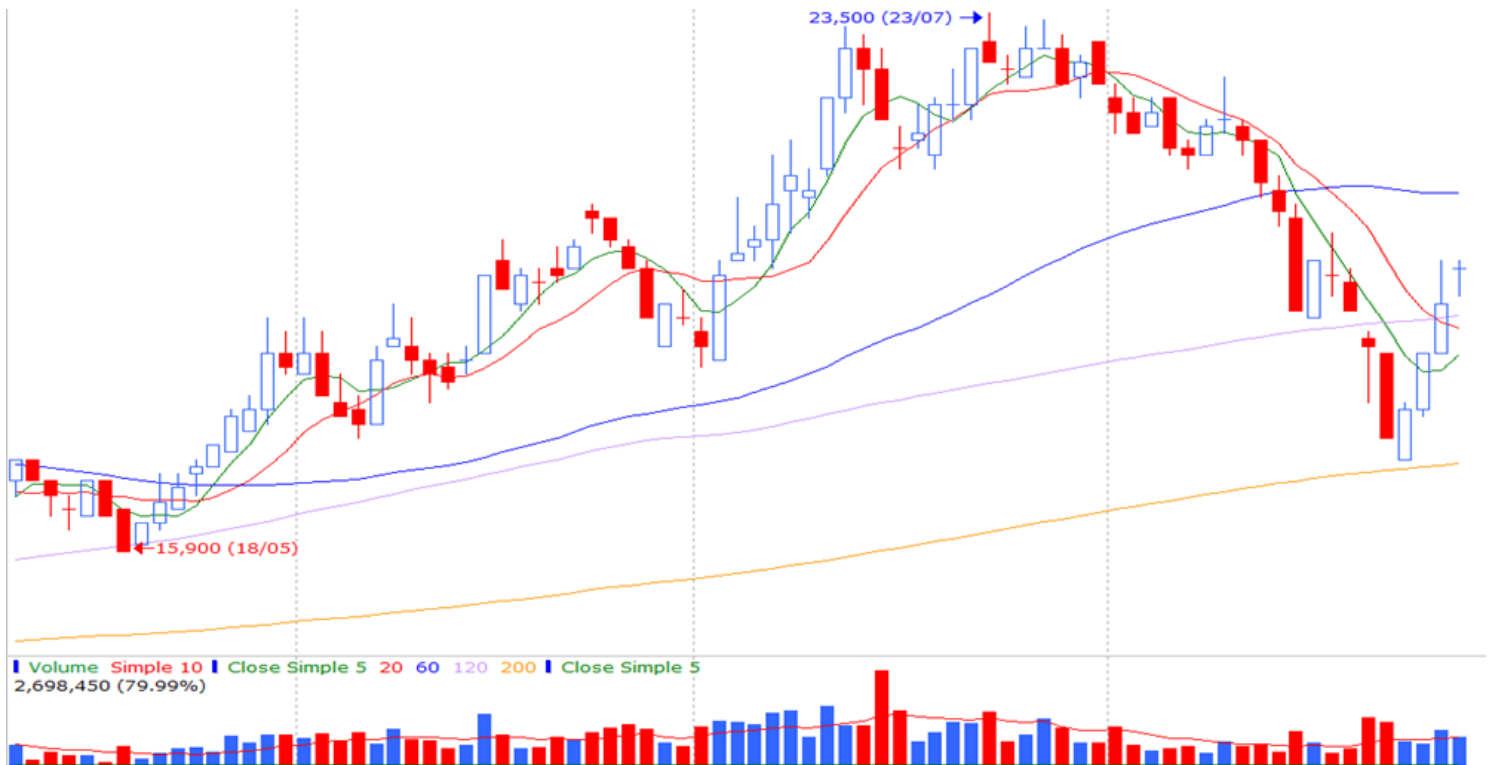
Trong vòng 12 tháng tới, chúng tôi dự phóng tỷ lệ P/B của CTG sẽ đạt mức 1,2 lần – ngang với mức trung vị của nhóm công ty cùng ngành.

Phân tích kỹ thuật

CTG giảm giá rất mạnh kể từ đầu tháng 8 khi rơi từ mức giá 23.500 đ/cp xuống ngưỡng hỗ trợ của đường MA200 ngày tại 17.000 đ/cp. Đường trung bình động này đã giúp giá của CTG phục hồi, hướng lên kháng cự của đường MA50 tại 20.500 đ/cp.

Hiện tại, CTG đang dao động quanh đường MA100 ngày tại 19.200, đóng cửa phiên gần nhất giữa đường MA5 và MA10, qua đó phát ra tín hiệu Trung tính cho xu hướng ngắn hạn. Trong khi đó, xu hướng trung hạn vẫn đang Trung tính khi CTG đang dao động giữa đường MA50 và MA200.

Tại ngày 3/9/2015	CTG (đồng)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất 3 tháng	23.500
Giá thấp nhất 3 tháng	17.200
Đường MA50 ngày	20.500
Đường MA 100 ngày	19.200
Kháng cự trung hạn	20.500
Hỗ trợ trung hạn	17.000
Xu hướng	TRUNG LẬP



Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Thu nhập lãi	44.281	41.076	44.423	51.543	58.640	66.528	75.885
Chi phí lãi	-26.004	-23.495	-24.702	-29.002	-32.998	-37.236	-41.996
Thu nhập lãi ròng	18.277	17.581	19.721	22.541	25.642	29.292	33.889
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.520	1.468	1.690	2.030	2.379	2.748	3.153
Lãi thuần từ KD vàng và ngoại tệ	291	387	488	490	493	490	478
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	27	39	31	35	41	50	63
Thu nhập khác	1.495	1.391	1.357	1.415	1.388	1.387	1.396
Thu nhập từ góp vốn, mua c/p	173	166	168	186	172	173	173
Thu nhập ngoài lãi ròng	3.506	3.451	3.734	4.156	4.473	4.848	5.263
Tổng thu nhập hoạt động	21.783	21.032	23.455	26.697	30.115	34.140	39.152
Chi phí hoạt động	-9.910	-9.827	-11.048	-12.573	-14.246	-16.227	-18.346
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	11.873	11.205	12.407	14.124	15.869	17.913	20.806
Chi phí dự phòng	-4.123	-3.902	-5.284	-6.410	-6.517	-5.204	-4.258
Lợi nhuận trước thuế	7.750	7.303	7.123	7.714	9.352	12.709	16.548
Chi phí thuế	-1.943	-1.575	-1.567	-1.543	-1.870	-2.542	-3.310
Lợi ích cổ đông thiểu số	-16	-15	-15	-17	-20	-27	-36
Lợi nhuận ròng	5.792	5.712	5.542	6.154	7.461	10.139	13.202
Tăng trưởng	-5,8%	-1,4%	-3,0%	11,0%	21,2%	35,9%	30,2%
EPS (đồng)	1.504	1.266	1.196	1.281	1.606	2.272	3.033

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền mặt và các khoản tương đương	2.833	4.631	5.138	5.760	6.554	7.458	8.488
Tiền gửi tại NHNN	10.160	9.876	11.610	13.249	14.418	14.916	12.732
Tiền gửi và cho vay TCTD	73.182	75.434	82.375	77.396	73.810	67.935	75.184
Cho vay khách hàng	376.289	439.869	519.847	593.210	653.843	720.338	776.036
Chứng khoán nợ	83.085	97.599	107.359	123.463	148.155	185.194	231.493
Tài sản sinh lãi	532.556	612.902	709.581	794.069	875.808	973.467	1.082.713
Chứng khoán vốn	3.904	3.977	3.982	3.988	3.993	3.999	4.006
Dự phòng	-3.634	-5.087	-6.628	-8.233	-10.566	-12.528	-14.769
Tài sản cố định	7.080	8.872	9.538	9.919	10.217	10.523	10.839
Tài sản khác	23.470	25.960	27.257	28.349	29.201	30.077	30.977
Tổng tài sản	576.369	661.131	760.478	847.101	929.625	1.027.912	1.134.986
Vay nợ	147	4.731	2.599	2.966	3.269	3.602	3.880
Tiền gửi và vay từ TCTD khác	80.465	103.770	126.285	128.940	129.225	131.624	127.257
Tiền gửi khách hàng	364.497	424.181	494.023	576.034	655.386	745.794	848.815
Vốn ủy thác	32.425	32.022	32.022	32.022	32.022	32.022	32.022
Phát hành giấy tờ có giá	16.565	5.294	11.647	12.579	13.333	14.000	14.700
Nợ sinh lãi	494.099	569.998	666.576	752.541	833.235	927.042	1.026.674
Các khoản phải trả khác	27.982	35.895	33.995	32.522	30.915	29.279	27.542
Tổng nợ phải trả	522.081	605.893	700.571	785.063	864.150	956.321	1.054.216
Tổng Vốn chủ sở hữu	54.075	55.013	59.667	61.781	65.198	71.286	80.430
Lợi ích cổ đông thiểu số	213	225	240	257	277	305	340
Tổng nợ phải trả và VCSH	576.369	661.131	760.478	847.101	929.625	1.027.912	1.134.986
Tăng trưởng	14,5%	14,7%	15,1%	14,4%	17,6%	14,4%	15,7%
BVPS (đồng)	17.332	14.775	15.708	15.355	16.205	17.718	19.990

CAMELS	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Vốn							
VCSH / Tổng tiền gửi KH	14,8%	13,0%	12,1%	10,7%	9,9%	9,6%	9,5%
VCSH / Tổng tài sản	9,4%	8,3%	7,8%	7,3%	7,0%	6,9%	7,1%
Chất lượng tài sản							
Tăng trưởng tổng tài sản	14,5%	14,7%	15,0%	11,4%	9,7%	10,6%	10,4%
Tăng trưởng tín dụng	6,8%	15,4%	16,4%	14,1%	11,8%	12,8%	12,9%
Tài sản sinh lãi / Tổng tài sản	92,4%	92,7%	93,3%	93,7%	94,2%	94,7%	95,4%
NPL / Tổng dư nợ cho vay khác hàng	1,0%	1,1%	1,6%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%
NPL / VCSH	7,0%	8,9%	13,9%	17,3%	16,0%	15,2%	12,5%
Dự phòng nợ xấu / tổng dư nợ cho vay	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,5%	1,6%	1,7%
Dự phòng nợ xấu / tổng nợ xấu	87,5%	88,6%	70,0%	68,7%	91,0%	104,3%	131,0%
Chi phí dự phòng / tổng dư nợ cho vay	1,1%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	0,7%	0,5%
Khả năng quản lý							
Tăng trưởng cho vay khách hàng	12,9%	16,9%	18,2%	14,1%	10,2%	10,2%	7,7%
Tăng trưởng tiền gửi KH	26,1%	16,4%	16,5%	16,6%	13,8%	13,8%	13,8%
Chi phí HĐ / Thu nhập hoạt động	45,5%	46,7%	47,1%	47,1%	47,3%	47,5%	46,9%
Chi phí HĐ / Tổng tài sản trung bình	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%
Thu nhập hoạt động / Tổng tài sản	4,0%	3,4%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%
Lợi nhuận							
% thu nhập ngoài lãi	16,1%	16,4%	15,9%	15,6%	14,9%	14,2%	13,4%
Tỷ lệ lãi cận biên (NBIM)	3,67%	3,07%	2,98%	3,00%	3,07%	3,17%	3,30%
Tỷ lệ sinh lời trên tổng tài sản (ROA)	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,2%
Tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu	13,2%	10,5%	9,7%	10,1%	11,8%	14,9%	17,4%
Tỷ lệ sinh lời trên tài sản sinh lãi	1,2%	1,0%	0,8%	0,8%	0,9%	1,1%	1,3%
Thuê suất	25,1%	21,6%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Chi phí dự phòng / lợi nhuận trước dự phòng	34,7%	34,8%	42,6%	45,4%	41,1%	29,1%	20,5%
Tỷ suất thu nhập lãi	8,9%	7,2%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%	7,4%
Các khoản liên ngân hàng	2,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%
Các khoản cho vay khách hàng	9,1%	7,1%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%
Chứng khoán nợ	11,1%	9,7%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%
Tỷ suất chi phí lãi	5,5%	4,4%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,3%
Các khoản liên ngân hàng	5,7%	3,9%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%
Các khoản tiền gửi	5,7%	4,8%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%
Giấy tờ có giá	9,0%	5,7%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
Tỷ suất lãi ròng	3,4%	2,8%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%
Thanh khoản							
Tỷ lệ cho vay / tổng tiền gửi	119,3%	117,1%	120,2%	118,7%	117,7%	117,8%	118,0%
LDR (Thông tư 36)	93,4%	96,1%	99,0%	98,0%	96,0%	94,0%	90,0%
Tài sản thanh toán nhanh / tổng tài sản	12,6%	12,4%	11,9%	10,4%	9,3%	8,0%	6,4%

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới lớn hơn 10%.

Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới dao động từ 0% đến 10%.

Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued): Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tới thấp hơn 0%.

Sau đó, chúng tôi sẽ đưa ra những nhận định trong ngắn hạn dựa trên các yếu tố vĩ mô cùng với phương pháp phân tích kỹ thuật. Phương pháp này cho thấy những tín hiệu tăng giá, trung lập hay giảm giá thông qua việc phân tích các chỉ số xu hướng như đường trung bình động, PSAR, và MACD, cũng như chỉ báo xung lượng bao gồm chỉ số RSI và MFI.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị chung dựa trên các quan điểm trong ngắn hạn và dài hạn như sau:

Khuyến nghị	Giá trị dài hạn	Xu hướng ngắn hạn
MUA	Undervalued	Tăng giá hoặc Trung lập
	Fully-valued	Tăng giá
GIỮ	Undervalued	Giảm giá
	Fully-valued	Trung lập
	Overvalued	Tăng giá
BÁN	Fully-valued	Giảm giá
	Overvalued	Trung lập hoặc Giảm giá

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 Hữu Toàn

Phó Giám đốc - Phân tích cơ bản
toannh@vpbs.com.vn

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

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+84 1900 6457 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

Trần Cao Dũng

Giám đốc Tư vấn Đầu tư và Quản lý Tài sản
Khối Dịch vụ Ngân hàng cá nhân cao cấp Prestige
dungtc@vpbs.com.vn
+848 3910 0868

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 1900 6457
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