

NHTMCP Ngoại thương (VCB)

Ngân hàng hoạt động tốt trong thời kỳ khó khăn

Ngân hàng dẫn đầu với KQKD tích cực

Là một trong 4 trụ cột của khối NHTM nhà nước với lợi thế nguồn vốn dồi dào, ổn định và chất lượng tín dụng hàng đầu, VCB liên tục gia tăng thị phần tín dụng, có hiệu quả hoạt động và chất lượng lợi nhuận cao trong ngành. Và điều đó đã được tái khẳng định trong bối cảnh kinh tế suy thoái, trong khi các ngân hàng khác, đặc biệt là ngân hàng tư nhân chịu áp lực giảm lợi nhuận (tổng LNTT của 28 ngân hàng niêm yết: -3,9% n/n trong 6T2023), VCB vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận (LNTT của VCB: +18% n/n trong 6T2023) và không bị áp lực nợ xấu gia tăng.

Triển vọng lợi nhuận vững chắc

Với chất lượng tín dụng cao nhất và nguồn dự phòng dồi dào, VCB không gặp nhiều áp lực về việc tăng chi phí dự phòng trong thời điểm ngành khó khăn và đảm bảo được kết quả hoạt động. Trong giai đoạn thị trường phục hồi, NIM có thể cải thiện khi không có chính sách miễn/giảm lãi suất trên diện rộng. Chúng tôi dự báo BVPS 2024F/2025F có thể tăng trưởng 21% n/n.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu về VCB với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 100.000 đồng, tương đương mức tăng 18% bằng cách sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư (50%) và phương pháp P/B (50%). Chúng tôi tin rằng VCB đáng để giao dịch ở mức 3.45 lần (theo định giá lịch sử 5 năm) cho rủi ro hoạt động và thị trường thấp. Tăng trưởng kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến có thể tiếp tục thực hiện các gói lãi suất miễn trừ và cản trở dự đoán của chúng tôi.

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	56,724	68,083	72,237	81,473	96,567
(tăng trưởng, %)	15.6	20.0	6.1	12.8	18.5
LNTDPTD (tỷ đồng)	39,149	46,832	50,566	57,031	67,597
LN dành cho NH mẹ (tỷ đồng)	21,919	29,899	33,228	38,259	45,568
NIM (%)	3.18	3.41	3.21	3.41	3.53
Chi phí tín dụng (%)	1.29	0.89	0.75	0.69	0.70
Tăng trưởng tín dụng (%)	15.1	18.8	7.7	13.6	14.9
Tỷ lệ chi phí / thu nhập (%)	31.0	31.2	30.0	30.0	30.0
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.64	0.68	0.83	0.83	0.68
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng (%)	424.4	316.9	308.8	289.2	328.0
CAR (%)	10.4	10.2	11.9	13.0	14.0
BPS (VND, điều chỉnh)	29,397	28,644	29,920	36,301	43,919
EPS (VND, điều chỉnh)	5,357	5,824	5,527	6,381	7,618
(tăng trưởng, %)	7.7	8.7	-5.1	15.4	19.4
PB (x)	2.9	3.0	2.8	2.3	1.9
PE (x)	15.8	14.6	15.3	13.3	11.1
ROA (%)	1.6	1.9	1.8	2.0	2.1
ROE (%)	21.6	24.4	21.9	20.7	20.3
Suất sinh lời cơ bản (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Ngân hàng

23 Oct 2023

Khuyến nghị **MUA**

Giá mục tiêu **100,000** từ **84,500**

Lợi nhuận **+ 18%**

Thông kê

VNIIndex (23/10, điểm)	1,067
Giá cp (23/10, đồng)	94,200
Vốn hóa (tỷ đồng)	445,803
SLCP lưu hành (triệu)	4,733
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	96,000/62,000
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	85
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	25.2/23.5
Cổ đông lớn (%)	
SBV	63.3
Mizuho	12.7
GIC	2.16

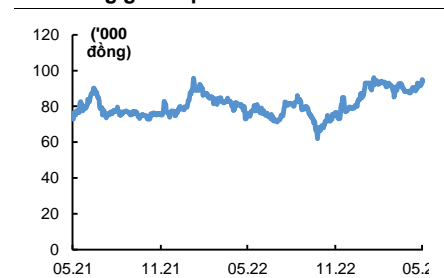
EPS điều chỉnh (KIS ước tính, VND)

	Quá khứ	Điều chỉnh	(%)
2023F	N/A	N/A	
2024F	N/A	N/A	

Biến động giá cổ phiếu

	1M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-0.1	0.1	0.5
Tương đối với VNI (%p)	0.0	0.1	0.4

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

Nội dung

I. Khuyến nghị và định giá

II. Ngân hàng dẫn đầu với KQKD tích cực ngay cả thời kì khó khăn

	2
1. Huy động ổn định và chi phí thấp là nền tảng vững chắc để tăng thị phần tín dụng	2
2. Chất lượng tài sản tốt nhất	4
3. Hiệu quả hoạt động cao và ổn định	5

III. Vững chắc dẫn đầu ngành

1. Phục hồi tăng trưởng tín dụng từ năm 2024	6
2. Sự ổn định của NIM trong giai đoạn dự báo	7
3. Thu nhập dịch vụ có thể giúp thu nhập ngoài lãi phục hồi	
4. Lợi nhuận vững chắc với vai trò là bộ đỡ cho nền kinh tế	10

Tổng quan công ty

Báo cáo nói về điều gì?

- Ngân hàng dẫn đầu với kết quả kinh doanh tích cực ngay cả khi kinh tế suy thoái
- Triển vọng lợi nhuận vững chắc
- Xếp hạng MUA cho mức định giá hấp dẫn với ROE cao hơn ngành và rủi ro hoạt động và thị trường thấp hơn

I. Khuyến nghị và định giá

Mua VCB với giá mục tiêu là 100,000 đồng

Áp dụng phương pháp thu nhập thặng dư và định giá PB

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với VCB với giá mục tiêu là 100,000 đồng cho giai đoạn đến Q3/2024. Giá trị hợp lý được ước tính bằng mức trung bình của phương pháp thu nhập thặng dư (50%) và định giá PB (50%). Chúng tôi khuyến nghị MUA cho VCB do (1) lợi thế nguồn vốn có thể giúp tăng thị phần (2) Biên lợi nhuận ổn định hơn các đối thủ khác trong bối cảnh ngành gặp khó khăn (3) chất lượng tài sản hàng đầu giúp đảm bảo an toàn hoạt động cao và tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh.

Chúng tôi áp dụng chi phí vốn chủ sở hữu (Re) ở mức 11.7%, giả định 1) lãi suất phi rủi ro là 4.5% 2) hệ số beta là 0.9 và 3) phần bù rủi ro là 8.0%. Giá mục tiêu của chúng tôi là 100,305 đồng (tăng 18% so với mức giá hiện tại) dựa trên trọng số 1) PB mục tiêu là 3.45 lần (P/B lịch sử trung bình 5 năm) trên BPVS trung bình trong giai đoạn 2023F-2024F và 2) phương pháp thu nhập thặng dư trong thời kỳ dự báo 5 năm. Giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư của chúng tôi là 80,877 đồng với chi phí vốn cổ phần là 11.7% và mức tăng trưởng bền vững là 3% để phản ánh sự tăng trưởng của ngành ngân hàng ở các nước mới nổi. Chúng tôi tin rằng VCB nên giao dịch PB ở mức cao hơn (131%) so với PB trung bình của các công ty cùng ngành là 1.49 lần do ROE cao hơn và rủi ro hoạt động và thị trường thấp hơn.

Năm 2023, giá cổ phiếu VCB (+28% svdn) vượt trội so với VN-index (+15% svdn) nhờ (1) KQKD của VCB tốt hơn KQKD của ngành (2) VCB có kế hoạch thực hiện phát hành riêng lẻ với quy mô giao dịch bằng khoảng 6.5% vốn điều lệ (dự kiến hoàn thành vào Q2/2024). Giai đoạn này tương tự giai đoạn VCB công bố bán cổ phiếu cho quỹ đầu tư Singapore-GIC (2016-2018: thông tin thương vụ và chốt thương vụ đầu năm 2019). Định giá thương vụ ước tính P/B với GIC là 3.2 lần (Giá cổ phiếu chào mua ~55,800 đồng, BPVS 2018 là 17,264 đồng).

Bảng 1. Chi phí vốn chủ sở hữu

Thành phần	
Beta (x)	0.9
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.5
Phần bù rủi ro (%)	8.0
Chi phí vốn chủ sở hữu (%)	11.7

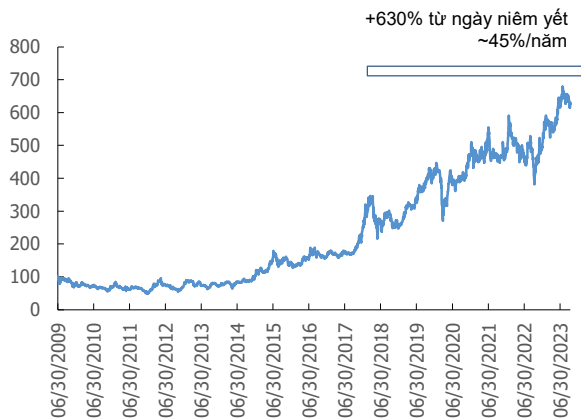
Bảng 2. Định giá

Phương pháp	Implied price	Weight	Weight
PB	119,734	50%	59,867
Thu nhập thặng dư	80,877	50%	40,438
Giá mục tiêu của VCB			100,305

Bảng 3. Tỷ lệ P/B hợp lý**Thành phần**

ROE (trung bình 2023F-2024F)	3.0
r (chi phí vốn chủ sở hữu)	11.7
g (tăng trưởng bền vững)	21.0
Tỷ lệ P/B mục tiêu	2.1

Nguồn: Bloomberg, KIS

Biểu đồ 1. Lợi nhuận từ cổ phiếu niêm yết

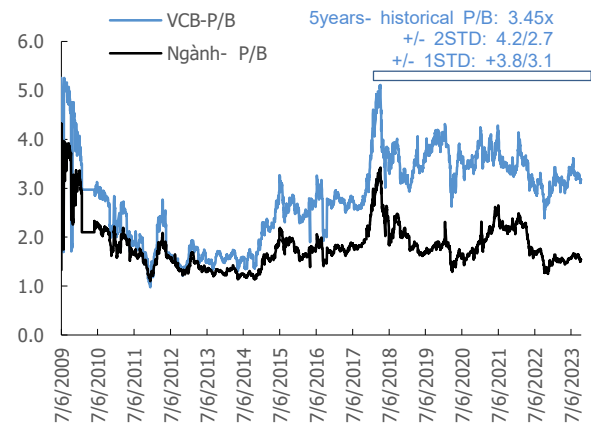
Nguồn: SBV, VCB, KIS VN

Bảng 4. Phương pháp định giá**1. Phương pháp thu nhập thẳng dự**

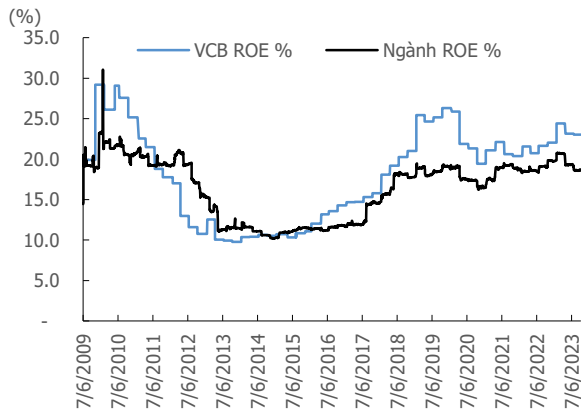
	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	33,228	38,259	45,568	52,131	59,590
Vốn chủ sở hữu	1,587,645	1,748,582	1,974,870	2,230,865	2,528,432
ROE	21.9	20.7	20.3	19.3	18.5
Chi phí vốn chủ sở hữu (re)	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
Thu nhập thẳng dự	17,368	18,694	21,830	23,412	25,188
Hệ số chiết khấu	1	0.90	0.80	0.72	0.64
Hiện giá dòng tiền (FCF)2023-2027	84,580	92,456			
Tăng trưởng bền vững	3.00	3.00			
Giá trị cuối cùng	184,226	205,780			
Tổng giá trị	404,363	465,462			
Số lượng cổ phiếu lưu hành	5,589	5,589			
Giá (Đồng/Cổ phiếu) (A)	72,350	83,282			
Giá mục tiêu đến 3Q24		80,549			

2. Phương pháp PB

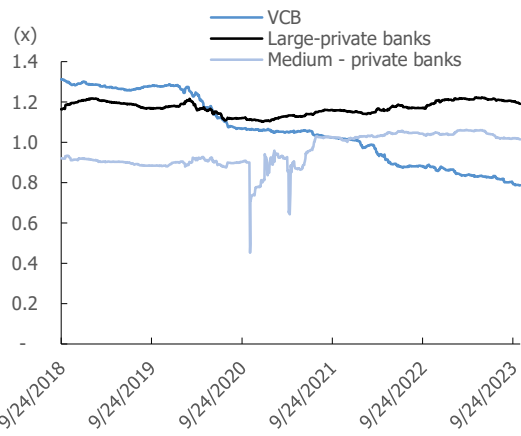
BVPS (Trung bình 2023F-2024F, VND)	34,705
P/B mục tiêu (x)	3.45
Giá (Đồng/cổ phiếu)	119,734

Biểu đồ 2. P/B VCB và ngành ngân hàng

Nguồn: VCB, KIS VN

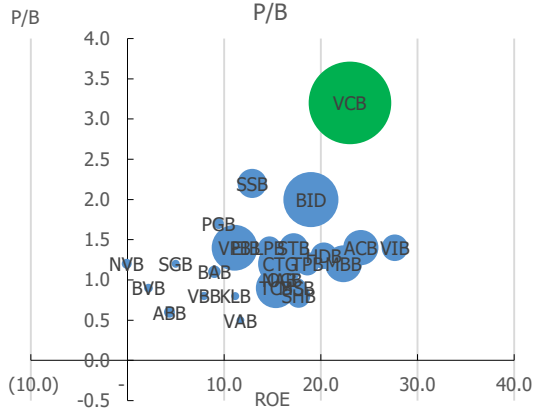
Biểu đồ 3. ROE của VCB và ngành ngân hàng

Nguồn: SBV, VCB, KIS VN

Biểu đồ 4. Beta của VCB so với beta của ngành

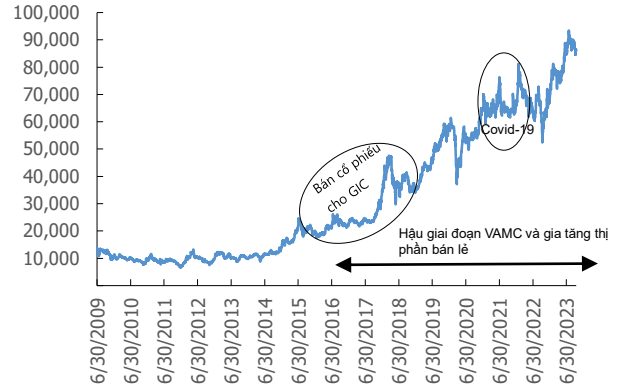
Nguồn: VCB, KIS VN

Biểu đồ 5. P/B và ROE trong ngành



Nguồn: SBV, VCB, KIS VN

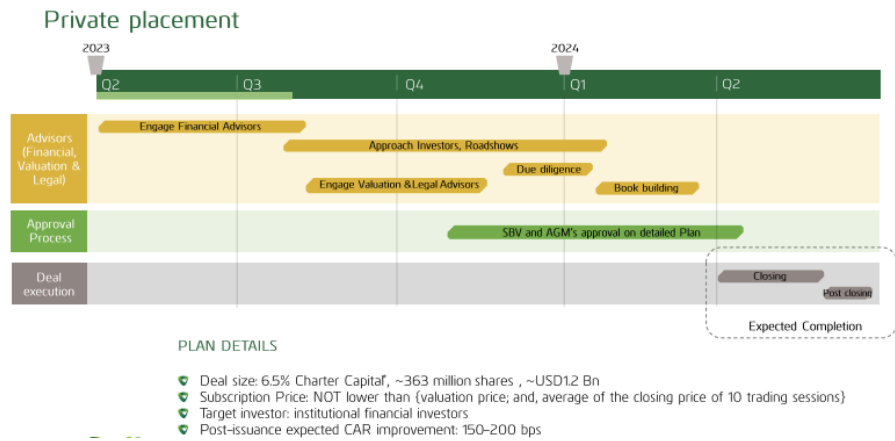
Biểu đồ 6. Giá cổ phiếu



Nguồn: VCB, KIS VN

Biểu đồ 7. Phát hành riêng lẻ

Phát hành riêng lẻ với quy mô 6,5% vốn điều lệ.



Nguồn: Fiinpro, KIS VN

I. Ngân hàng dẫn đầu với KQKD tích cực ngay cả giai đoạn khó khăn

1. Huy động vốn ổn định và chi phí thấp làm nền tảng vững chắc để tăng thị phần tín dụng

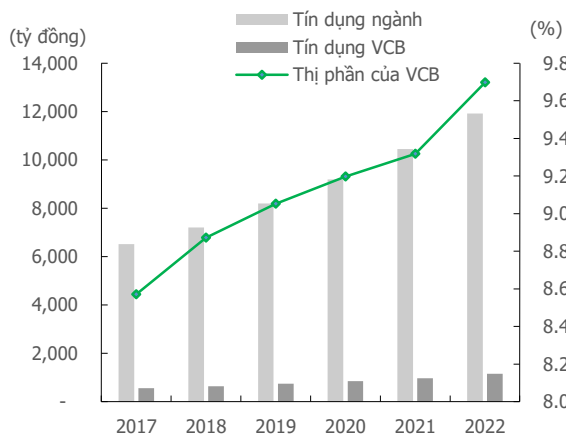
Tăng thị phần tín dụng

Với mức tăng trưởng tín dụng cao hơn ngành, thị phần tín dụng của VCB liên tục tăng từ 8.9% năm 2018 lên 9.7% năm 2022 nhờ mở rộng cho vay bán lẻ và đứng thứ 4 về dư nợ tín dụng. Dư nợ tín dụng của VCB tăng trưởng với tốc độ CAGR là 16% trong giai đoạn 2018-2022 (so với mức tăng trưởng 14% của ngành), trong đó bán lẻ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 23% trong giai đoạn 2018-2022.

Tín dụng 6T2023 tăng trưởng chậm chủ yếu do mảng bán lẻ sụt giảm, đặc biệt là phân khúc thế chấp.

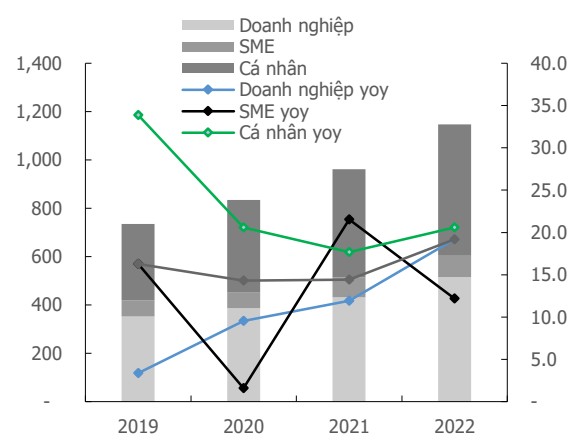
Tuy nhiên, trong 6T2023, tổng tín dụng của VCB tăng trưởng 2.9% so với đầu năm (svdn), thấp hơn mức tăng trưởng toàn ngành là 4.7%svdn. Trong đó, tăng trưởng của doanh nghiệp, SME, và cá nhân tăng lần lượt +5.1%svdn, -1.2%svdn và +0.9%svdn. Nhu cầu tín dụng chậm trong bối cảnh nền kinh tế trong nước và toàn cầu trì trệ. Nhu cầu cá nhân mua nhà cũng trầm lắng trong bối cảnh thị trường bất động sản khó khăn. Trong khi đó, VCB cũng vẫn duy trì quan điểm giải ngân tín dụng thận trọng. Trong ngắn hạn, VCB có thể mở rộng phân khúc tín dụng cả bán lẻ và doanh nghiệp, tùy thuộc vào sự phục hồi của thị trường và sức khỏe tài chính của người vay, theo VCB.

Biểu đồ 8. Thị phần tín dụng



Nguồn: SBV, VCB, KIS VN

Biểu đồ 9. Tăng trưởng tín dụng theo phân khúc



Nguồn: VCB, KIS VN

Liên tục gia tăng thị phần sau VCB có chiến lược tập trung mở rộng bán lẻ nhờ (1) lợi thế cạnh tranh về huy động vốn ổn định với chi phí thấp làm nền tảng cho lãi suất cho vay thấp hơn các bên khác (2) tốc độ tăng trưởng cho vay doanh nghiệp duy trì ở mức vừa phải.

(1) Một số yếu tố chủ chốt tạo nên lợi thế huy động vốn trong cuộc chiến tăng thị phần:

- **Huy động ổn định:** Là một trong 4 ngân hàng quốc doanh lớn, VCB đứng thứ 4 về tổng huy động trong hệ thống ngân hàng (2022) với thị phần huy động duy trì 10.5% trong giai đoạn 2018-2022.

Vốn huy động của VCB ổn định và rẻ hơn so với các ngân hàng tư nhân nhờ (1) mạng lưới rộng khắp cả nước với số lượng chi nhánh và giao dịch đứng thứ 4 và xếp thứ 1 về tỷ lệ tiền gửi trên mỗi chi nhánh

Nguồn vốn huy động ổn định và chi phí vốn thấp

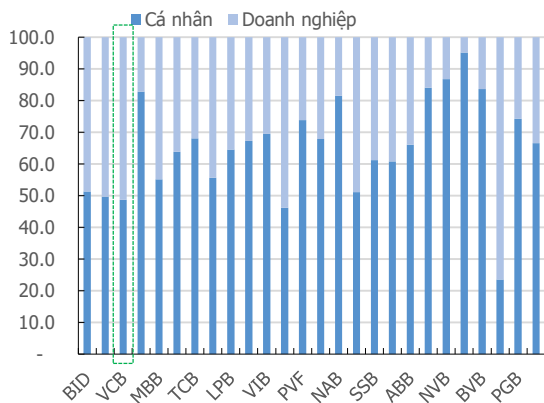
và phòng giao dịch (2) uy tín thương hiệu (3) một số lượng lớn các doanh nghiệp lớn lâu đời trong các lĩnh vực then chốt của nền kinh tế: Dầu khí, Điện lực, các tập đoàn Bưu chính viễn thông, Hàng hải,...

Giống như các ngân hàng thương mại cổ phần nhà nước (TMCPNN) khác: Nguồn tiền gửi của CTG, BID, VCB đều đến từ cá nhân và tổ chức kinh tế (gần 50%-50%), trong khi đó nguồn tiền gửi của các ngân hàng tư nhân chủ yếu đến từ cá nhân (tỷ lệ trung bình 66% vào năm 2022).

- Chi phí vốn thấp là cơ sở lãi suất cho vay thấp: So với các ngân hàng tư nhân, các ngân hàng thương mại nhà nước (bao gồm cả VCB) có lãi suất huy động khách hàng thấp hơn. Bên cạnh đó, VCB có tỷ lệ CASA cao - đứng thứ 4 ngành, dẫn đến COF (chi phí vốn) và NIM (biên lãi ròng) cao hơn so với các NHTMCPNN khác.

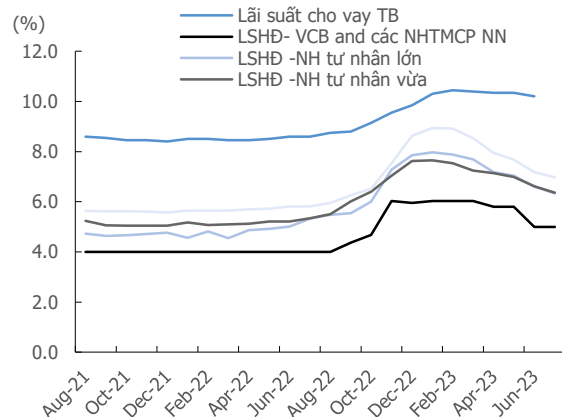
Lãi suất cho vay tính theo chi phí vốn (+) biên độ. Các ngân hàng thương mại nhà nước, trong đó có VCB, có chi phí vốn thấp hơn ngân hàng tư nhân, dẫn đến lãi suất cho vay thấp hơn và tạo lợi thế về giá để tăng thị phần.

Biểu đồ 10. Biến động NIM trung bình 3Q19-2Q22



Source: Fiinpro, Các Ngân hàng, KIS VN

Biểu đồ 11. Lãi suất tiền gửi



Source: Các Ngân hàng, VCB, KIS VN

(2) Mở rộng thị phần bán lẻ và duy trì tốc độ tăng trưởng vừa phải của cho vay doanh nghiệp

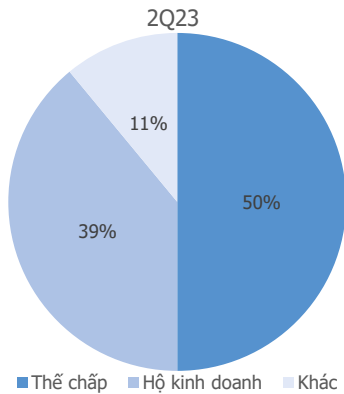
Mở rộng tín dụng bán lẻ và duy trì mức tăng trưởng vừa phải cho vay khách hàng doanh nghiệp

Tỷ trọng bán lẻ trong tổng tín dụng của VCB tăng từ 37% năm 2018 lên 47% năm 2022 với CARG là 23%. VCB tập trung vào phân khúc thế chấp (53% cho vay bán lẻ tính đến cuối năm 2022) và phân khúc hộ kinh doanh (38% cho vay bán lẻ tính đến cuối năm 2022). So với ngân hàng TMCPNN, VCB có tỷ trọng bán lẻ cao hơn (VCB: 47%, BID: 44% và CTG: 37% vào năm 2022) và rủi ro thấp hơn các ngân hàng khác.

VCB duy trì mức tăng trưởng vừa phải cho vay doanh nghiệp với CAGR là 11% trong giai đoạn 2018-2022. VCB có các đối tác khách hàng doanh nghiệp lâu năm: Petrovietnam, ACV, Vietnam Airlines, VNPT, Tập đoàn Cao su Việt Nam, v.v. VCB chủ yếu giải ngân cho vay lĩnh vực sản xuất công nghiệp (28%) và thương mại & dịch vụ (16%).

VCB đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ phục hồi kinh tế thông qua việc giảm các gói lãi suất trong thời kỳ suy thoái và đại dịch Covid-19; thu xếp vốn cho các dự án trọng điểm quốc gia. Vì vậy, VCB chưa thể tối ưu hóa biên lợi nhuận trong quá trình thực hiện trách nhiệm hỗ trợ khách hàng.

Hình 12. Cơ cấu cho vay bán lẻ



Nguồn: Fiinpro, Các Ngân hàng, KIS VN

Hình 13. Một số đối tác chiến lược



Nguồn: VCB, KIS VN

2. NIM ổn định hơn kể cả suy thoái kinh tế và khó khăn của ngành

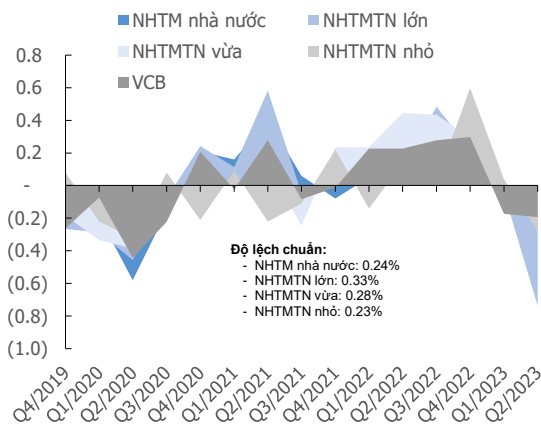
So với các ngân hàng thương mại tư nhân lớn, NIM của VCB hay các ngân hàng TMCPNN khác ổn định hơn, đặc biệt trong chu kỳ suy giảm năm 2023 nhờ sự ổn định huy động vốn (như đề cập ở trên). Trong 6T2023, NIM của VCB giảm nhẹ -0.17% xuống 3.26% so với năm 2022 (nếu loại trừ thực hiện gói miễn trừ 0.5% trên tổng dư nợ thì NIM không giảm). Mức giảm NIM của VCB ít hơn so với các ngân hàng khác (MBB: -0.4%, TCB: -1.4%, VPB: -2%, HDB: -0.4% và TB ngành -0.3%).

NIM của VCB ổn định hơn trong thời kỳ kinh tế suy thoái

- VCB ít biến động nhờ (1) lãi suất huy động ít biến động với mức tăng thấp hơn trong Q4/22-2Q23, (2) nguồn vốn huy động ổn định hơn (tiền gửi khách hàng +6.7% svdn trong 6T2023) (3) lợi suất tài sản điều chỉnh tương ứng hơn theo thay đổi COF. Hơn nữa, một số ngân hàng tư nhân lớn dễ bị tác động trong thời kỳ suy thoái như TCB với lượng khách hàng được hỗ trợ đáng kể, VPB với tập khách hàng đại chúng.

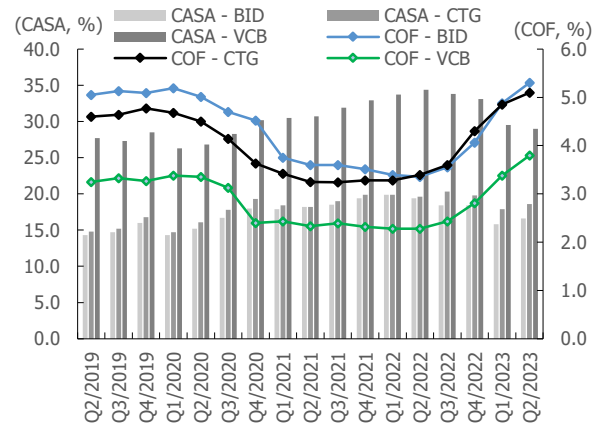
So với các ngân hàng TMCPNN, NIM của VCB cao hơn các NHTMCPNN khác (BID, CTG) nhờ lợi thế về nguồn CASA. Bên cạnh đó, VCB vẫn còn tiềm năng cải thiện NIM nhờ CASA cải thiện và không có gói miễn lãi suất cho toàn bộ khách hàng trước triển vọng phục hồi của thị trường.

Biểu đồ 14. Biến động NIM trung bình 3Q19-2Q22



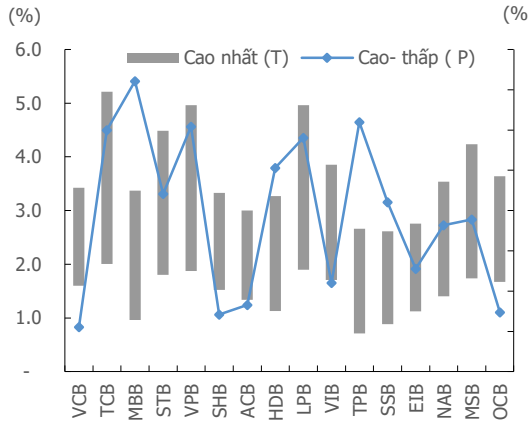
Nguồn: Fiinpro, Các Ngân hàng, KIS VN

Biểu đồ 15. CASA và chi phí vốn của các TMNN



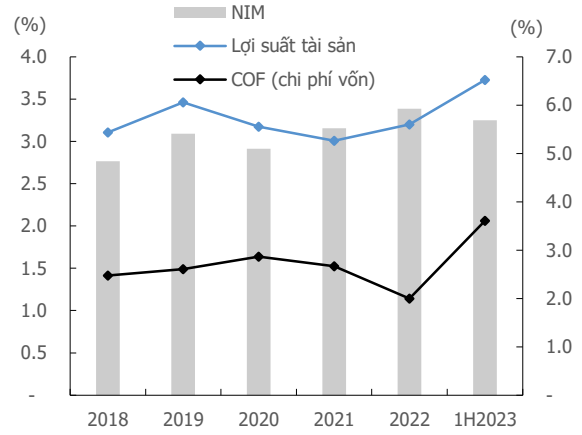
Nguồn: VCB, KIS VN

Biểu đồ 16. Lãi suất huy động TB: Q422-2Q23 so với 9T2022



Nguồn: Fiinpro, Các Ngân hàng, KIS VN

Biểu đồ 17. NIM của VCB trong 2018-6T2023



Nguồn: Fiinpro, VCB, KIS VN

NPL thấp nhất và LLR cao nhất

3. Chất lượng tài sản tốt nhất

Trong giai đoạn 2018-2022 và cả giai đoạn suy thoái kinh tế trong 6T2023, nợ xấu vẫn duy trì dưới 1% và là tỷ lệ thấp nhất ngành ngay cả khi kinh tế suy thoái. Không giống như các ngân hàng khác, đặc biệt là ngân hàng tư nhân, những ngân hàng này đang phải gánh chịu nợ xấu ngày càng tăng (cả NPL 3-5 và NPL 2-5) và đệm dự phòng mỏng hơn. So với các NHTMCPNN khác, VCB đã chứng minh được khả năng quản lý rủi ro thận trọng có giá trị dẫn đến chi phí dự phòng thấp hơn (chi phí tín dụng thấp hơn) và khả năng sinh lời cao hơn.

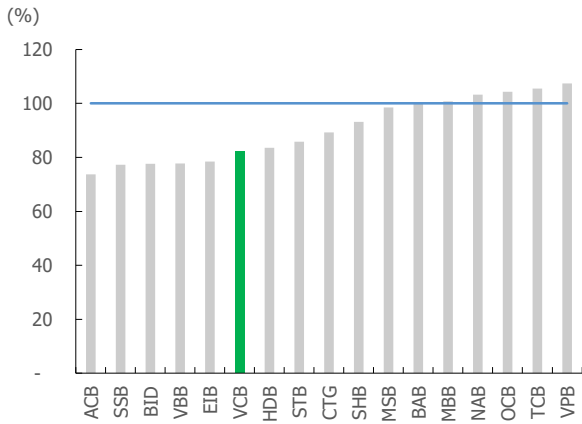
Động lực chính giúp quản lý rủi ro hiệu quả nhờ (1) quy trình thẩm định tín dụng thận trọng với khẩu vị rủi ro thấp (2) chất lượng khách hàng cao với các tập đoàn lớn và bán lẻ với sự đánh giá cẩn thận từ việc giải ngân tín dụng (3) áp dụng yêu cầu tài sản thế chấp cao với LTV thấp (4) sử dụng cả phương pháp định tính và định lượng (NHTMCPNN và ACB) trong quản lý tín dụng (5) trích lập dự phòng tích cực với tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao (top 1 với tỷ lệ 386% so với 75% của ngành tính đến cuối Q2/2023) để tránh những cú sốc lớn trong thời kỳ suy thoái kinh tế.

Bên cạnh đó, trong cơ cấu danh mục đầu tư, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng tín dụng – khoảng 1% (2Q23), thấp hơn so với các ngân hàng tư nhân lớn như MBB (8%), TCB (8%), TPB (9%), VPB (7%), ABB (6%)....

Mặc dù Thông tư 02/2023/TT-NHNN có thể giúp các ngân hàng giảm bớt nợ xấu ngày càng tăng và gánh nặng chi phí dự phòng, các ngân hàng vẫn phải đối mặt với rủi ro nợ xấu gia tăng (bao gồm cả nợ xấu tiềm ẩn) và chi phí sau khi thông tư này hết hiệu lực (30/6/2024).

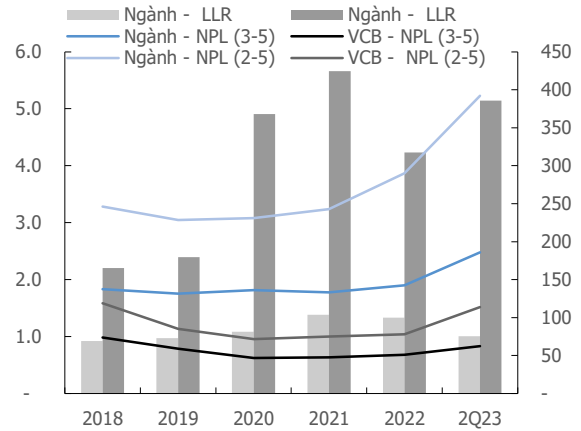
Chúng tôi tin rằng VCB có thể duy trì chính sách tín dụng thận trọng trong những năm tới và duy trì tỷ lệ nợ xấu ở mức dưới 1.5% trong những năm tới và trích lập dự phòng rủi ro tín dụng ở mức cao.

Biểu đồ 18. Tài sản có rủi ro/tổng tài sản



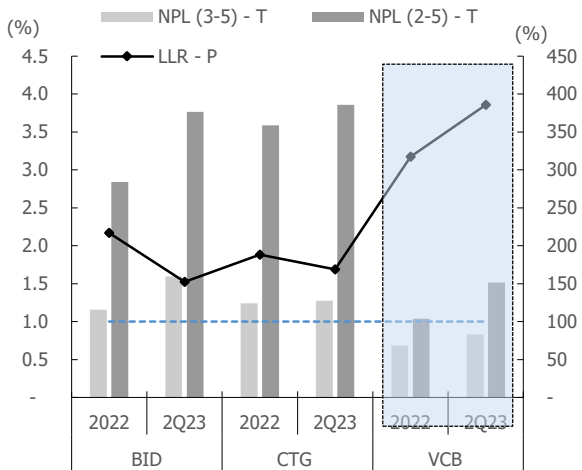
Nguồn: Fiinpro, KIS VN

Biểu đồ 19. NPL thấp nhất và LLR cao nhất



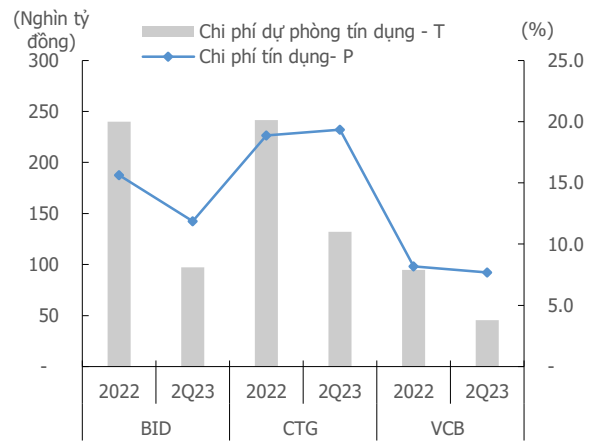
Nguồn: Fiinpro, KIS VN

Biểu đồ 20. NPL thấp và LLR cao nhất của VCB



Nguồn: Fiinpro, KIS VN

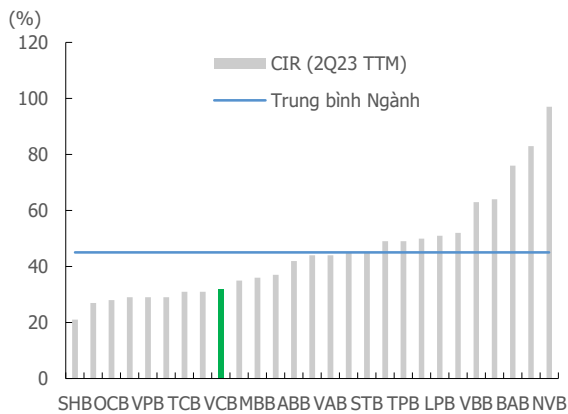
Biểu đồ 21. Tổng dư nợ tín dụng và nợ xấu



Nguồn: Fiinpro, KIS VN

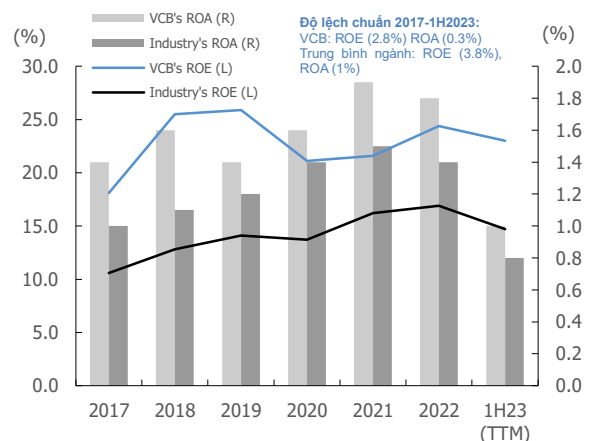
4. Hiệu quả hoạt động cao và ổn định

Biểu đồ 22. CIR trong ngành



Nguồn: VCB, KIS

Biểu đồ 23. ROE và ROA trong ngành



Nguồn: VCB, KIS

Trong 2017-6T2023, khả năng sinh lời về ROE và ROA của VCB cao hơn và ổn định hơn so với các ngành nhờ (1) hoạt động kinh doanh ổn định (2) biên lợi nhuận hoạt động cao hơn với tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) thấp hơn ngành, và quản lý rủi ro hiệu quả tốt hơn (3) sử dụng đòn bẩy cao (so với nhóm ngân hàng tư nhân).

ROE 1H2023 (TTM) của VCB giảm -1.43% xuống còn 23.02% so với năm 2022 và ROA của VCB được duy trì. Mức độ biến động của VCB thấp hơn mức trung bình ngành (ROE: -2.2% và ROA: -0.2%) và các chỉ số khác như: MBB (ROE: -3.21% và ROA: -0.2%), ACB (ROE: -2.35% và ROA: -0%), TCB (ROE: -4.45% và ROA: -0.7%).

III. Vững chắc dẫn đầu ngành

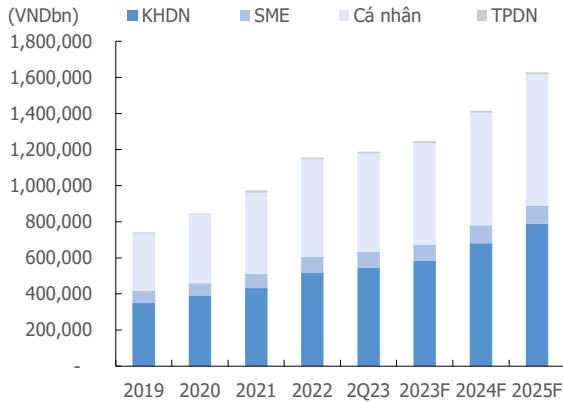
1. Phục hồi tăng trưởng tín dụng từ năm 2024

Chúng tôi ước tính tổng tín dụng có thể tăng trưởng chậm hơn +7.7%/n/n vào năm 2023F trong bối cảnh kinh tế suy thoái và hoạt động xuất nhập khẩu trì trệ và +13.6%/n/n vào năm 2024F và +15%/n/n vào năm 2025F nhờ sự phục hồi kinh tế, đặc biệt là ở các ngành công nghiệp. Trong đó:

- Cho vay doanh nghiệp (46% tổng tín dụng tính đến Q2/2023): Chúng tôi kỳ vọng tín dụng doanh nghiệp có thể tăng trưởng ở mức 13.4%/n/n vào năm 2023 và 17%/n/n vào năm 2024 và 16%/n/n vào năm 2025. Tất cả các lĩnh vực trong năm 2023 hầu hết có thể giảm nhu cầu tín dụng do suy thoái kinh tế sản xuất kinh doanh, đặc biệt giảm mạnh ở khu vực công nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế có thể dần trở lại hoạt động bình thường vào năm 2024F và 2025F.
- Bán lẻ (46% tổng tín dụng tính đến Q2/2023): Tăng trưởng cho vay bán lẻ đi ngang trong năm 2023 và tăng +11%/n/n vào năm 2024 và +16%/n/n vào năm 2025. Nhu cầu vay thế chấp có thể vẫn ảm đạm vào năm 2023F và phục hồi dần ở mức +10% n/n vào năm 2024F và +20% n/n vào năm 2025F. Nhu cầu vay vốn kinh doanh hộ gia đình dự báo tăng trưởng duy trì ở mức vừa phải +8%/n/n vào năm 2023F, +10%/n/n vào năm 2024F và +11%/n/n vào năm 2025F nhờ sự phục hồi của hoạt động kinh doanh.
- SME (7% tổng tín dụng tính đến Q2/2023): Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2023F đi ngang và đạt mức +12%/n/n trong năm 2024F và 2025F do thị trường phục hồi.

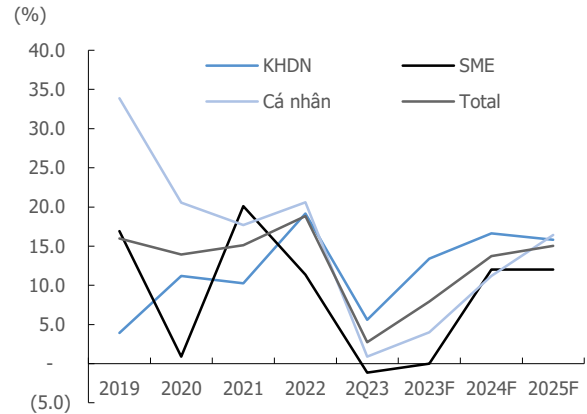
**Tăng trưởng tín dụng:
2023F là 7.7%/n/n,
2024F là 13.6%/n/n và
2025F là 15%/n/n**

Biểu đồ 24. Tỷ trọng bán lẻ và bán buôn cao



Nguồn: VCB, KIS

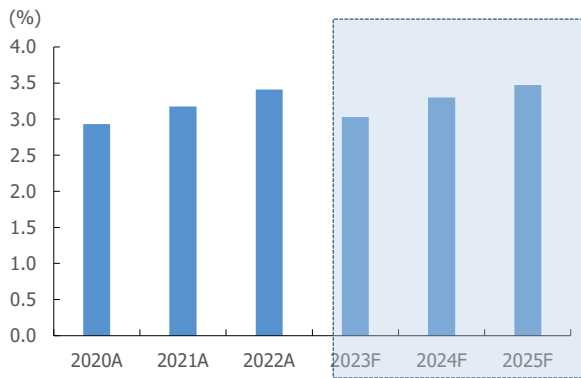
Biểu đồ 25. Tăng trưởng tín dụng chậm lại vào năm 2023



Nguồn: VCB, KIS

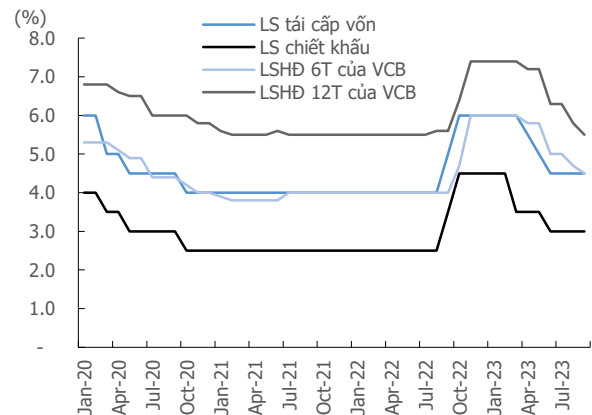
2. Sự ổn định của NIM trong giai đoạn dự báo

Biểu đồ 26. NIM cải thiện từ năm 2024F



Nguồn: VCB, KIS

Biểu đồ 27. LS tiền gửi VCB tuân theo lãi suất Chính sách



Nguồn: SBV, VCB, KIS

NIM 2023F dự báo giảm nhẹ xuống 3.21% từ mức 3.41% vào năm 2022 chủ yếu do gói miễn lãi suất và chi phí vốn cao hơn khi CASA giảm. NIM 2024F/2025F có thể cải thiện lên 3.4%/3.6%, chi tiết như sau:

NIM kỳ vọng cải thiện nhờ điều kiện thị trường tốt hơn

- Để kích thích nền kinh tế trong thời kỳ suy thoái, lãi suất có thể duy trì ở mức thấp như hiện nay. Lãi suất huy động niêm yết của VCB giảm -1,5%-1,9% so với đầu năm tính đến T9/2023 và chúng tôi dự báo sẽ giữ nguyên vào cuối năm 2023 và 2024, dẫn đến COF thấp hơn.
- Với sự kỳ vọng phục hồi kinh tế, CASA 2024F/2025F có thể cải thiện lên 32%/34% sau khi giảm xuống 30% vào năm 2023F. Kỳ vọng VCB không thể thực hiện các chương trình miễn lãi suất trong năm 2024F-2025F và môi trường lãi suất ổn định.

3. Thu nhập dịch vụ giúp phục hồi thu nhập ngoài lãi

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi có thể tăng +6%/n/+12%/n/+25%/n vào năm 2023F/2024F/2025F. Trong đó,

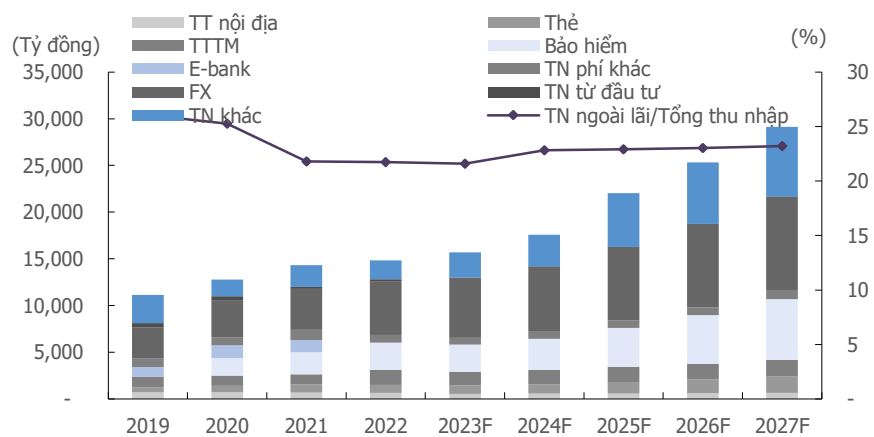
- Thu nhập ngoại hối (38% tổng thu nhập ngoài lãi tính đến năm 2022): 2023F/2024F/2025F có thể tăng trưởng ở mức +11%/n/+9%/n/+13%/n.

Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập có thể duy trì trong giai đoạn dự báo.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng khối lượng giao dịch ngoại hối đi ngang trong năm 2023F do kim ngạch xuất nhập khẩu và các hoạt động kinh tế chững lại và phục hồi ở mức +8.5%yoy năm 2024F và 11.5%yoy năm 2025F nhờ sự phục hồi của thị trường. Trong khi đó, chênh lệch giá chào mua có thể duy trì ở mức cao vào năm 2023F và ổn định hơn vào năm 2024F/2025F.

- Thu nhập dịch vụ (46% tổng thu nhập ngoài lãi tính đến năm 2022): 2023F/2024F/2025F ước tính tăng trưởng ở mức -4%/n/10%/n/16%/n: Bancassurance năm 2023 dự báo đi ngang do nhu cầu chậm lại suy thoái kinh tế và cuộc thanh tra của chính phủ ảnh hưởng chung đến thị trường bảo hiểm. 2024F/2025F dự báo tăng trưởng +15%/n/25%/n nhờ sự phục hồi của thị trường; Tài trợ thương mại: 2023F/2024F/2025F có thể tăng trưởng -10%/n/5%/n/5%/n. Khối lượng thương mại có thể thấp vào năm 2023 do nhu cầu bên ngoài yếu; Thanh toán trong nước 2023F/2024F/2025F có thể tăng -16%/n/5%/n/5%/n do môi trường cạnh tranh cao.

Biểu đồ 28. Thu nhập ngoài lãi



Source: VCB, Finpro, KISVN

4. Lợi nhuận vững chắc với vai trò là bộ đỡ cho nền kinh tế

Chúng tôi nhận thấy hoạt động kinh doanh của VCB phụ thuộc vào tình hình kinh tế đối với nhu cầu tín dụng và thực hiện sự hỗ trợ trong thời gian suy thoái kinh tế thông qua các gói miễn lãi suất cho vay quy mô lớn. Tuy nhiên, với chất lượng tín dụng tốt và sự thận trọng cùng với hiệu quả hoạt động, VCB có thể giữ được lợi nhuận ngay cả trong giai đoạn ảm đạm.

Chúng tôi dự báo Tổng thu nhập HĐ và LNTT năm 2023 của VCB có thể tăng +6%/n lên 72,237 đồng và tăng +11% n/n lên 41,563 tỷ đồng, dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng +7.7% n/n nhờ nhóm cho vay khách hàng DN và NIM đạt 3.21% với các gói miễn giảm lãi suất cho vay.
- NFI có thể tăng 6% n/n nhờ hoạt động thanh toán và bảo hiểm trầm lắng
- CIR và NPL ước tính lần lượt ở mức 30% n/n và 0.83% n/n

Chúng tôi dự báo Tổng thu nhập HĐ và LNTT 2024F của VCB có thể tăng +13% n/n lên 81,473 tỷ đồng và +15% n/n lên 47,856 tỷ đồng, dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng 13.6% n/n nhờ nền kinh tế dần phục hồi và NIM 3.4% với tỷ lệ CASA được cải thiện, môi trường lãi suất huy động ổn định.

- NFI tăng trưởng ở mức vừa phải 12% n/n với kỳ vọng phục hồi thu nhập từ hoạt động bancassurance và thanh toán
- CIR và NPL ước tính lần lượt là 30% và 0.83%

Chúng tôi dự báo Tổng thu nhập HĐ và LNTT năm 2025 của VCB có thể tăng +19% n/n lên 96,567 tỷ đồng và +19% n/n lên 56,599 tỷ đồng, dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng +15% n/n nhờ thu hồi dư nợ bán lẻ mạnh và NIM 3.53% với CASA cao hơn.
- NFI có thể phục hồi với tốc độ tăng trưởng mạnh 25% n/n
- CIR và NPL ước tính lần lượt là 30% và 0.68%

■ Tổng quan công ty

VietcomNgân hàng (VCB) là ngân hàng lớn thứ 4 về tổng tài sản và là ngân hàng dẫn đầu về kinh doanh ngoại hối và thanh toán quốc tế tại Việt Nam. Đây cũng là công ty có lợi nhuận cao nhất tại địa phương và đặt mục tiêu trở thành một trong 300 tập đoàn tài chính ngân hàng lớn nhất toàn cầu.

Bảng cân đối kế toán

(Nghìn tỷ đồng)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tổng TS	1,415	1,814	1,820	2,017	2,292
Tổng TS sinh lãi	1,386	1,760	1,796	1,992	2,264
Cho vay và TPDN	973	1,156	1,246	1,416	1,627
Hộ gia đình	448	540	562	625	727
Doanh nghiệp	525	616	1,246	1,416	1,627
Tiền gửi và cho vay TCTD	318	409	366	377	418
Tiền gửi NHNN và TPCP	95	195	184	199	218
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	59	90	67	70	76
Khác	30	36	43	45	47
Tổng nợ phải trả	1,306	1,678	1,652	1,814	2,046
Tiền gửi của khách hàng	1,135	1,243	1,373	1,519	1,723
Trái phiếu	17	25	18	23	34
Tiền gửi và vay của TCTD	110	233	186	195	205
Tiền vay của CP và NHNN	9	67	11	12	12
Phải trả khác	34	110	65	65	71
Tổng VCSH	109	136	167	203	246
VCSH	109	136	167	203	245
Vốn điều lệ	37	47	56	56	56
Thặng dư VCSH	5	5	5	5	5
Quỹ khác	18	23	27	32	38
LN giữ lại	48	61	79	109	146
OCI	0	(0)	1	1	1
Chỉ số tài chính	0	0	0	0	0

Chỉ số tài chính

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sinh lợi và hiệu quả (%)					
ROE	21.6	24.4	21.9	20.7	20.3
ROA	1.60	1.85	1.83	2.00	2.12
NIM	3.18	3.41	3.21	3.41	3.53
Lãi TB trên tài sản	5.30	5.64	5.85	5.55	5.95
Chi phí vốn	2.30	2.45	2.96	2.41	2.74
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	31.0	31.2	30.0	30.0	30.0
Chi phí tín dụng	1.29	0.89	0.75	0.69	0.70
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	18.8	36.4	11.1	15.1	19.1
LNTDPTD	18.5	19.6	8.0	12.8	18.5
Tăng trưởng tín dụng	15.1	18.8	7.7	13.6	14.9
Tổng TS	6.7	28.2	0.3	10.8	13.6
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	424.4	316.9	308.8	289.2	328.0
Tỷ lệ cho vay / huy động	77.4	77.6	79.4	81.9	83.3
Capital adequacy (%)					
CAR ratio	10.4	10.2	11.9	13.0	14.0
CET1 ratio	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tier 1 ratio	9.2	9.1	11.1	12.1	12.9

Kết quả kinh doanh

(Nghìn tỷ đồng)

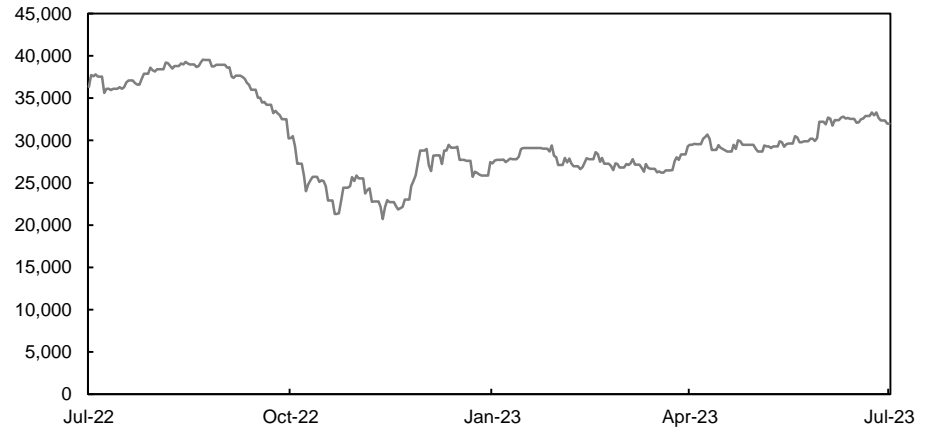
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	57	68	72	81	97
Thu nhập lãi thuần	42	53	57	64	75
Thu nhập lãi	71	88	103	104	126
Chi phí lãi	28	35	47	40	51
Thu nhập ngoài lãi	14	15	16	18	22
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	12	13	13	14	16
Lãi từ đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	2	2	3	3	6
Dự phòng rủi ro tín dụng	12	9	9	9	11
Net operating revenue	45	59	63	72	86
Thu nhập hoạt động ròng	18	21	22	24	29
Chi phí quản lý và bán hàng					
Lợi nhuận trước DPTD	39	47	51	57	68
LNTT	27	37	42	48	57
Thuế	5	7	8	10	11
Thuế suất hiệu dụng (%)	0	0	0	0	0
Lãi từ hoạt động chính	19	28	30	35	39
Hoàn nhập nợ đã trích lập	3	2	3	4	6
LN ròng	22	30	33	38	46
LN dành cho NH mẹ	22	30	33	38	46

Định giá

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	29,397	28,644	29,920	36,301	43,919
EPS	5,357	5,824	5,527	6,381	7,618
Cổ tức	0	0	0	0	0
Định giá (x)					
P/B	2.9	3.0	2.8	2.3	1.9
P/E	15.8	14.6	15.3	13.3	11.1
P/PPE	8.0	8.6	9.4	8.3	7.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Phân tích ROE (%)					
ROE	21.6	24.4	21.9	20.7	20.3
Đòn bẩy (x)	13.0	13.4	10.9	9.9	9.3
TS sinh lãi / Tổng TS	95.9	95.1	96.4	96.6	96.8
LN ròng / TS sinh lãi	1.6	1.7	1.9	1.9	2.0
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.1	3.0	3.1	3.2	3.3
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	% so với giá TB	% cao (thấp)
NHTMCP Ngoại thương (VCB)					



■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/10/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/10/2023.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. CTCP chứng khoán KIS Việt Nam không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.