

Ngành Ngân hàng: Lửa thử vàng

1. Định vị ngành

• Ngắn hạn (1-2 tháng): các cổ phiếu ngành ngân hàng đã trải qua đợt điều chỉnh mạnh trong nửa đầu T7. Tuy nhiên, cổ phiếu ngân hàng có thể vẫn phải chịu áp lực điều chỉnh trong thời gian tới do: i) tâm lí chốt lãi gia tăng do lo ngại chung của thị trường về tăng trưởng thu nhập nửa cuối năm giảm tốc, ii) những bất ổn về tình hình Covid-19.

• Trung và dài hạn: chúng tôi vẫn lạc quan về ngành ngân hàng Việt Nam với việc tín dụng tăng trưởng mạnh hơn, thu nhập từ phí gia tăng, trích lập dự phòng ổn định; tạo cơ sở giúp ROA tăng lên mức bền vững là 1,8-2%. Ngoài ra, các quy định về vốn hợp lí cho phép các ngân hàng duy trì tỉ lệ đòn bẩy trong bảng cân đối kế toán tốt, vào khoảng 8-10x; điều này giúp các ngân hàng tạo khả năng sinh lời ROE rất tốt, vào khoảng 16-20% (so với các ngân hàng trong khu vực là 10%) trong 5 năm tới.

2. Đừng hoang mang về triển vọng lợi nhuận của ngân hàng trong 6 tháng cuối năm 2021. Khi phân tích ngân hàng, nên nhìn vào xu hướng ROE, mức độ bền vững của ROE và cách ngân hàng quản lí tăng trưởng để đạt mức ROE mục tiêu đó

• Việc lợi nhuận của nhóm ngân hàng trong nửa sau năm 2021 tăng trưởng chậm lại là điều hoàn toàn hợp lí, sau khi đã tăng trưởng rất mạnh trong nửa đầu năm 2021, và xét đến nền lợi nhuận trong nửa sau của năm 2020 (đã phục hồi lại mức bình thường),

• Chúng tôi không bi quan về tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng do yêu cầu cắt giảm lãi suất cho vay từ NHNN. Tác động đối với NIM của các ngân hàng là có thể kiểm soát được. Chúng tôi cho rằng NIM của cả năm 2021 sẽ không thấp hơn 2020.

• Tín dụng sẽ được đẩy mạnh từ Q4 để hỗ trợ phát triển kinh tế. Vì vậy, các ngân hàng đầu ngành chắc chắn sẽ được nhận thêm hạn mức tín dụng.

• Chúng tôi không cho rằng sẽ có cú sốc về phí suất tín dụng do tỷ lệ nợ xấu hiện tại đang ở mức thấp, bộ đệm dự phòng rủi ro hiện đã cao hơn nhiều, và được hỗ trợ thêm bởi chính sách về giãn nợ và trích lập dự phòng (Thông tư 01).

• Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng có thể đạt 37% n/n trong kịch bản lạc quan, 33% trong kịch bản cơ sở và 25% trong kịch bản bi quan. Theo đó, ROE trung bình sẽ được duy trì trong từng kịch bản lần lượt là 18,5%, 18,3% và 17,2% (so với mức 17,2% 2020). Đại dịch Covid-19 kéo dài là nhân tố chính dẫn đến kịch bản bi quan.

3. Cổ phiếu khuyến nghị.

• Danh mục đầu tư dài hạn: TCB, VCB, MBB.

• Danh mục đầu tư linh hoạt: VPB, OCB/CTG (kiên nhẫn xem xét điểm mua đối với CTG).

Hiệu suất của các cổ phiếu Ngân hàng Việt Nam (31/12/2020 – 09/07/2021)



	BID	VCB	TPB	CTG	HDB	EIB	SHB	ACB	MSB	OCB	STB	TCB	MBB	SSB	VPB	VIB	LPB
FY20 ROE	9.4%	19.0%	23.5%	16.9%	20.2%	6.6%	12.2%	24.0%	12.7%	24.2%	8.1%	18.1%	19.2%	10.9%	21.9%	28.9%	12.3%
FY21E ROE	11.0%	19.3%	24.8%	17.8%	21.1%	9.7%	16.9%	24.5%	15.4%	23.0%	9.3%	19.0%	20.2%	13.0%	19.0%	30.0%	14.5%
FY21E NP growth	45%	25%	35%	35%	28%	60%	70%	31%	40%	35%	25%	28%	30%	40%	36%	40%	35%

Hiệu suất của các cổ phiếu Ngân hàng Việt Nam (31/12/2020 – 23/07/2021)



	BID	VCB	CTG	TPB	EIB	HDB	ACB	MSB	OCB	SHB	TCB	MBB	STB	VIB	VPB	LPB	SSB
FY20 ROE	9.4%	19.0%	16.9%	23.5%	6.6%	20.2%	24.0%	12.7%	24.2%	12.2%	18.1%	19.2%	8.1%	28.9%	21.9%	12.3%	10.9%
FY21E ROE	9.4%	18.6%	16.6%	24.8%	9.7%	21.1%	24.7%	15.4%	23.0%	16.9%	20.0%	21.7%	9.3%	30.1%	19.7%	14.5%	13.0%
FY21E NP growth	30%	20%	25%	35%	60%	28%	30%	40%	35%	70%	35%	41%	25%	40%	36%	35%	40%
Leverage (TA/TE, x)	19.0	13.4	15.8	12.3	9.5	13.9	12.5	10.5	8.8	17.2	5.9	10.3	17.0	13.6	7.9	17.0	13.0

NHNN yêu cầu giảm lãi suất và triển vọng NIM

• Ngày 10/07, NHNN Việt Nam đã tổ chức cuộc họp với 16 NHTM. Tại cuộc họp này, NHNN đã kêu gọi các NHTM giảm lãi suất cho vay 100 điểm cơ bản để hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước bị ảnh hưởng bởi làn sóng Covid-19 kéo dài.

• Chúng tôi cho rằng các NHTM trong nước sẽ hưởng ứng lời kêu gọi của NHNN về việc giảm lãi suất cho vay bằng cách tung ra một số gói tín dụng ưu đãi, nhưng sẽ có các tiêu chí dành cho bên vay để có thể đạt mức lãi suất cắt giảm hoàn toàn 100 điểm cơ bản. Kinh nghiệm từ năm ngoái cho thấy, tác động của của việc cắt giảm lãi suất cho vay đối với các ngân hàng là có thể kiểm soát được.

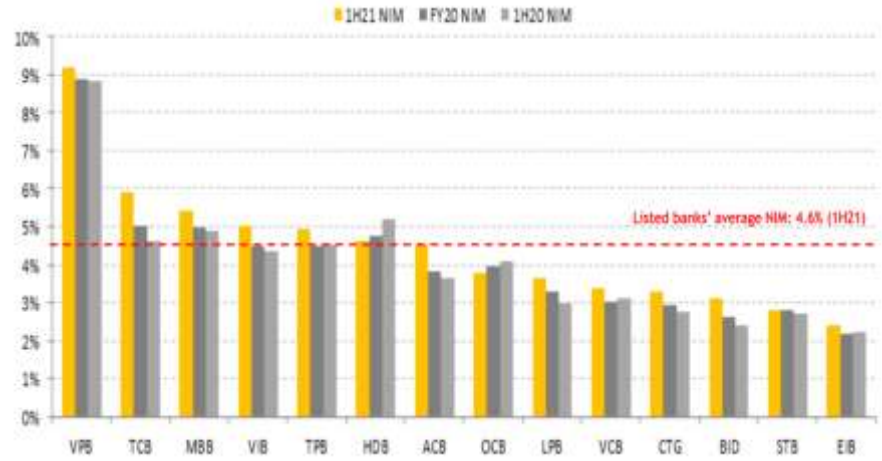
• Về việc tác động đến NIM: Dựa trên ước tính gộp (lợi suất cho vay giảm 100 điểm cơ bản trong 5 tháng trong khi các yếu tố khác không thay đổi), chúng tôi ước tính NIM của các ngân hàng niêm yết sẽ giảm tối đa là 50 điểm cơ bản. Đây cũng là điều mà ban lãnh đạo ngân hàng ACB đề cập trong buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích được tổ chức gần đây. Trên thực tế, các NH có thể trung hòa các tác động từ việc giảm lãi suất cho vay đối với NIM thông qua một số giải pháp như: i) tăng tỉ lệ dư nợ/vốn huy động, và/hoặc ii) một số ngân hàng với tỷ lệ CASA cao có thể giảm chi phí sử dụng vốn để duy trì NIM. Ngoài ra, cũng lưu ý thêm rằng, NIM nửa đầu năm 2021 của các ngân hàng đã tăng 40 điểm cơ bản so với 2020. Vì thế, chúng tôi tin rằng các ngân hàng có thể duy trì mức NIM ổn định và không thấp hơn so với năm 2020.

• Giả sử trong kịch bản cực đoan rằng các NHTM sẽ ngay lập tức cắt giảm 100 điểm cơ bản lãi suất cho vay đối với toàn bộ khoản cho vay, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của các ngân hàng (trong 5 tháng còn lại) sẽ giảm khoảng 5-10%. Ảnh hưởng đối với lợi nhuận các ngân hàng có thể được giảm bớt nhờ vào thu nhập từ phí tăng mạnh và khoản trích lập dự phòng vừa phải trong năm nay. Lấy ví dụ trường hợp MBB, VCB và ACB, các ngân hàng này báo cáo tỉ lệ bao phủ nợ xấu lần lượt là 311%, 270% và 204% vào cuối Q2/2021, tỉ lệ này cho thấy MBB, VCB và ACB đều đã trích lập dự phòng quá mức. Do đó vào nửa cuối năm 2021, các ngân hàng này vẫn còn dư địa để quản lí việc trích lập dự phòng nhằm đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận, góp phần hỗ trợ cho các kế hoạch tăng vốn mới.

Các ngân hàng VN nhìn chung công bố NIM cao hơn (40 điểm cơ bản) trong quý 1 và 6T21 nhờ chi phí sử dụng vốn thấp hơn [bù đắp cho việc lãi suất cho vay thấp hơn]



NIM của các ngân hàng niêm yết qua các giai đoạn



Triển vọng tăng trưởng tín dụng

• Tăng trưởng tín dụng toàn ngành là 5,5% YTD; 14,1% n/n trong nửa đầu 2021 (cao hơn nửa đầu 2020: 3,7% YTD và 9,8% n/n).



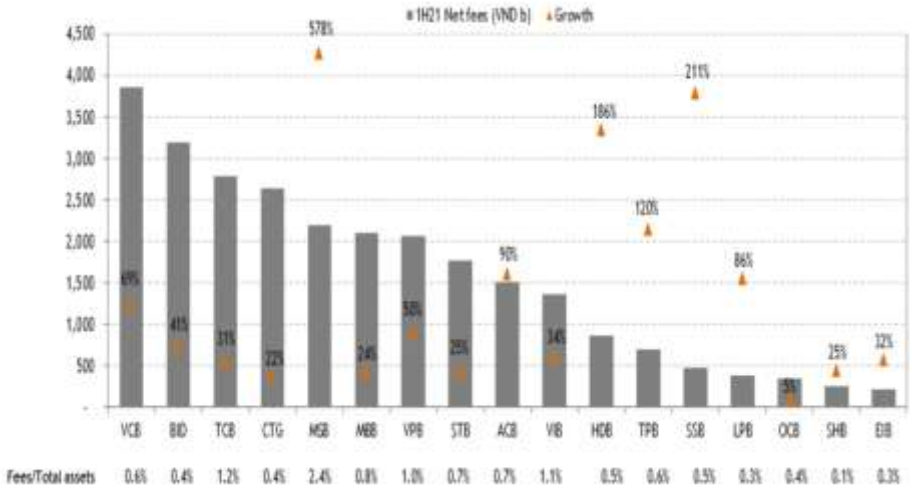
• Hầu hết các ngân hàng đã sử dụng hết hạn mức tăng trưởng tín dụng (được NHNN phân bổ vào T3/2021). Gần đây, các ngân hàng thông báo đã được cấp thêm hạn mức tín dụng – xem bảng bên phải (bảng này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau).

• Chúng tôi tin rằng NHNN sẽ cần thúc đẩy tăng trưởng tín dụng kể từ Q4 năm nay để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Do đó, hạn mức tín dụng có thể được nới rộng (tương tự năm 2020 khi NHNN cũng đã tăng hạn mức tín dụng 2 lần). Chúng tôi dự báo tín dụng toàn ngành sẽ tăng trưởng ở mức 12,5-13% năm 2021 và 14% năm 2022.

• Các ngân hàng với hệ số an toàn vốn (CAR) cao và nền tảng khách hàng tốt như TCB, MBB, VPB,.. sẽ nhận được thêm hạn mức tín dụng.

Bank	Revised FY21 quota	Initial FY21 credit growth quota	Revised FY20 quota	Initial FY20 credit growth quota
TPB	17.4%	11.5%	28%	11.5%
TCB	17.1%	12.0%	23%	13.0%
MSB	16.0%	10.5%		
MBB	15.0%	10.5%	23%	11.8%
VIB	14.1%	8.5%	30%	10.5%
VCB	14.0%	10.5%	14%	10.0%
ACB	13.5%	9.5%	16%	11.8%
VPB	12.1%	8.5%	22%	13.0%
BID	n.a	7.5%	9%	9.0%
CTG	n.a	7.5%	9%	8.5%
HDB	n.a	6.5%	25%	11.0%
STB	10.5%	6.5%	15%	9.0%
LPB	n.a		22%	9.0%
EIB	n.a	6.5%		9.0%

Thu nhập từ phí (đặc biệt là phí banca) tạo thêm động lực tăng trưởng cho các ngân hàng VN



Triển vọng về chất lượng tài sản và trích lập dự phòng

• Làn sóng Covid-19 thứ tư (bắt đầu từ ngày 27/4) gây áp lực nhất định lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Tuy nhiên dựa trên kế hoạch của các ngân hàng và nhìn vào số nợ tái cơ cấu (ổn định ở mức 3,7% trên tổng dư nợ trong nửa đầu 2021), chúng tôi kì vọng tỉ lệ trích lập dự phòng (hay còn gọi là phí suất tín dụng) sẽ duy trì ở mức ổn định vào cuối năm 2021, vào khoảng 1,5-1,7% (đối với 17 ngân hàng niêm yết) theo kịch bản cơ sở.

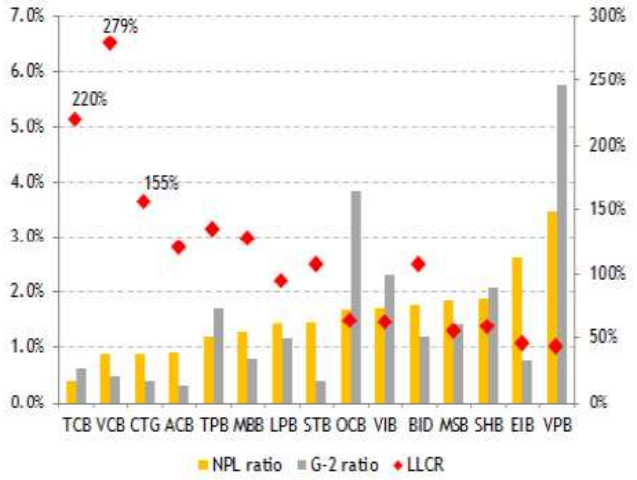
• Vào cuối Q1/2021, tổng nợ xấu của các ngân hàng niêm yết chỉ tăng 7% YTD, tương đương 1,4% tổng dư nợ của các ngân hàng này. Tỉ lệ bao phủ nợ xấu được củng cố (đạt 123%) do các ngân hàng niêm yết duy trì tỉ lệ trích lập dự phòng cao (trung bình 1,6% phí suất tín dụng, so với 2020 là 1,5%).

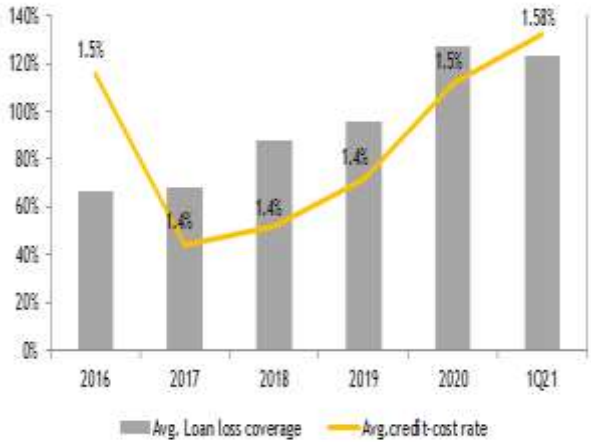
• Kết quả sơ bộ 6 tháng đầu năm của VCB/MBB/ACB cho thấy tỉ lệ bao phủ nợ xấu tiếp tục được tăng cường (VCB: 270%, MBB: 311%, ACB: 204%).

• Xét về tỉ lệ nợ xấu ổn định + bộ đệm dự phòng rủi ro nợ xấu cao + các chính sách hỗ trợ (như Thông tư 01 về việc gia hạn thời hạn trả nợ), chúng tôi cho rằng sẽ không có cú sốc về tỷ lệ trích dự phòng trong nửa cuối năm 2021.

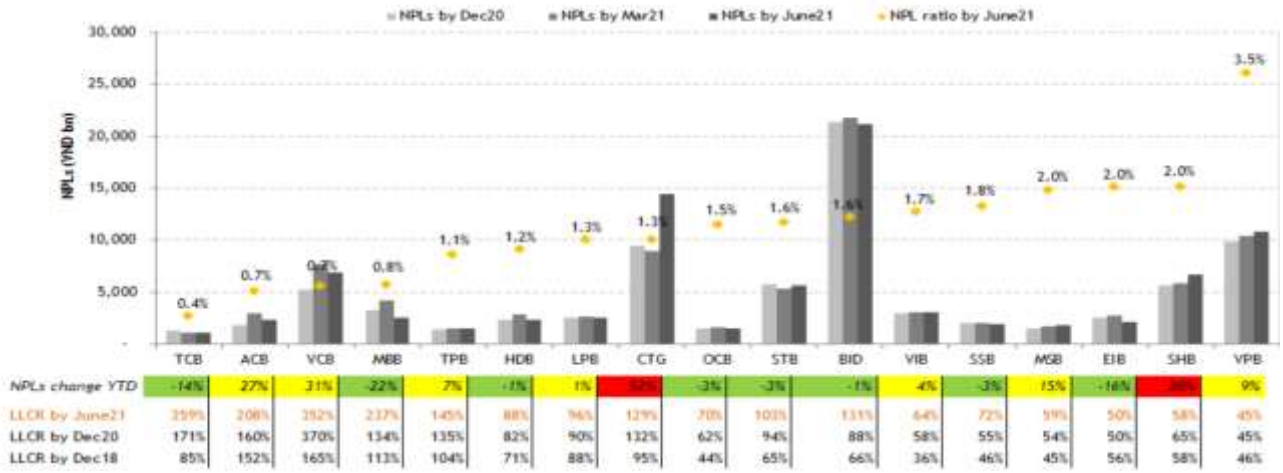
) **Thông tư 01 sửa đổi có hiệu lực từ ngày 17/05/2020 giúp các ngân hàng thương mại có thêm dư địa để quản lí việc trích lập dự phòng đối với các khoản nợ tái cơ cấu bị tác động bởi Covid-19. Quy định này kéo dài thời gian hoãn nợ đối với các khoản nợ bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và cho phép các ngân hàng trích lập các khoản dự phòng cần thiết cho các khoản nợ này trong thời hạn 3 năm.*

Chỉ số chất lượng tài sản của các ngân hàng niêm yết, tính đến Q1/2021

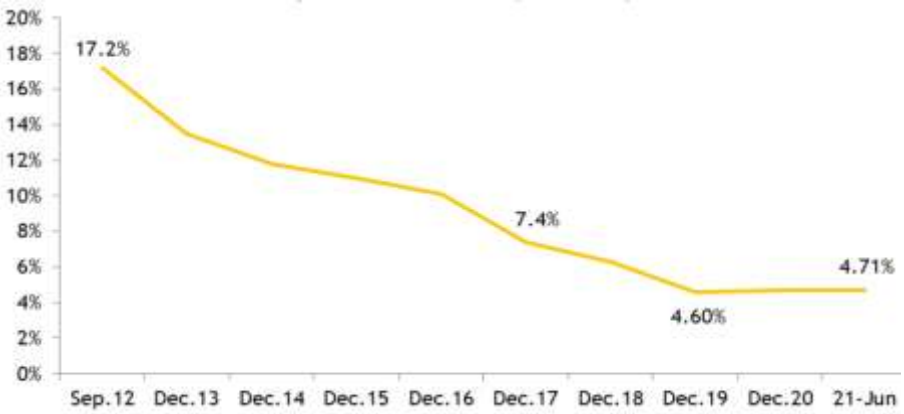




Nợ xấu của các ngân hàng niêm yết qua các giai đoạn



Tỉ lệ nợ xấu toàn hệ thống

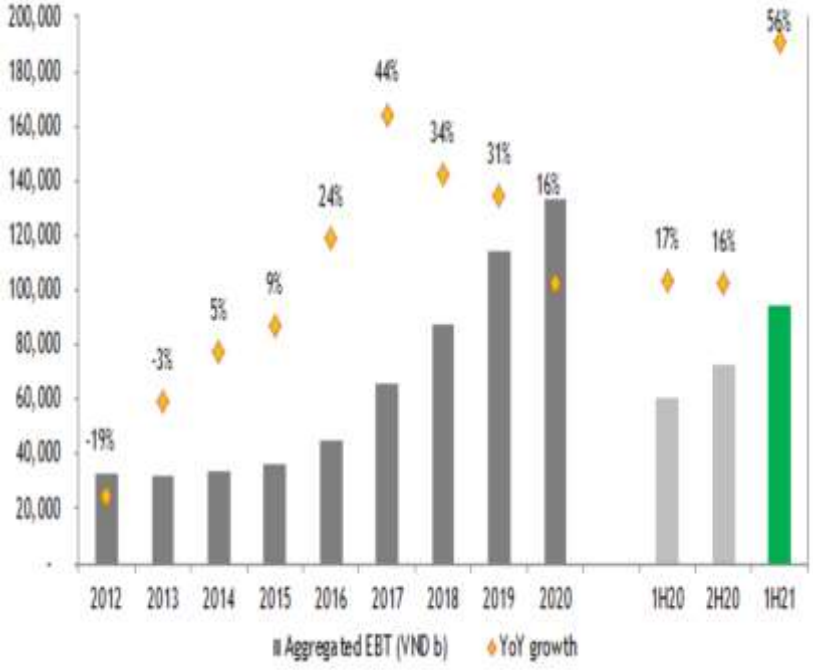




Các ngân hàng Việt Nam hiện đã có tiềm lực tốt hơn để chống chọi các cú sốc về nợ xấu trong trung hạn.

⇒ Không có rủi ro hệ thống gây ra sự đứt gãy trong hoạt động ngân hàng như giai đoạn 2012-2014.

⇒ Không có cú sốc về phí suất tín dụng.



• Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kì vọng các ngân hàng niêm yết sẽ đạt tăng trưởng bình quân 32% năm 2021.

• Thậm chí trong kịch bản xấu, các ngân hàng sẽ vẫn có thể duy trì tăng trưởng tích cực so với năm 2020.

2H21 (YoY)	FY21E (YoY)
-19%	+15%
-10%	+20%
0%	+25%
5%	+28%
10%	+31%
15%	+34%

Dự báo lợi nhuận 2021

Kịch bản cơ sở của chúng tôi cho rằng làn sóng Covid-19 lần thứ 4 sẽ được kiểm soát trong T8/2021; tỉ lệ tiêm chủng đạt 30% dân số (2 liều) vào cuối năm 2021 và 75% trong nửa đầu năm 2022. Do đó, tăng trưởng GDP có thể duy trì ở mức 5,5% năm 2021 và đạt 6,5-6,8% năm 2022; tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 12,5-13% năm 2021 và khoảng 14% năm 2022.

Kịch bản lạc quan
(các NHTM không cần phải cắt giảm LN quá nghiêm ngặt)

	FY21E PBT (VND bn)	FY21E Growth	FY21E ROE	1H21 Growth	2H21E Growth
Aggregated		37%	18.5%	54%	23%
VCB	28,813	25%	19.3%	33%	26%
TCB	22,200	40%	20.8%	65%	18%
CTG	23,919	40%	18.4%	75%	36%
VPB	17,706	36%	19.7%	37%	35%
MBB	15,500	45%	22.2%	56%	35%
BID	13,088	45%	10.5%	44%	9%
ACB	12,475	30%	24.7%	66%	6%
VIB	8,124	40%	30.1%	62%	21%
HDB	7,447	28%	21.1%	55%	12%
TPB	5,925	35%	24.8%	48%	24%
SHB	5,556	70%	16.9%	121%	53%
STB	5,000	25%	9.3%	47%	35%
MSB	3,533	40%	15.4%	154%	-72%

Kịch bản cơ sở

	FY21E PBT (VND bn)	FY21E Growth	FY21E ROE	1H21 Growth	2H21E Growth
Aggregated		32%	18.2%	54%	13%
VCB	27,700	30%	18.6%	33%	17%
TCB	21,400	35%	20.8%	65%	9%
CTG	21,400	25%	16.6%	75%	10%
VPB	17,706	36%	19.7%	37%	35%
MBB	15,100	41%	22.2%	56%	28%
BID	11,700	30%	9.4%	44%	-22%
ACB	12,475	30%	24.7%	66%	6%
VIB	8,124	40%	30.1%	62%	21%
HDB	7,447	28%	21.1%	55%	12%
TPB	5,925	35%	24.8%	48%	24%
SHB	5,556	70%	16.9%	121%	53%
STB	5,000	25%	9.3%	47%	35%
MSB	3,533	40%	15.4%	154%	-72%

Kịch bản bi quan
(Làn sóng Covid-19 kéo dài, tiến độ tiêm vắc-xin chậm)

	FY21E PBT (VND bn)	FY21E Growth	FY21E ROE	1H21 Growth	2H21E Growth
Aggregated		25%	17.2%	54%	0%
VCB	26,500	15%	17.8%	33%	7%
TCB	20,500	30%	19.5%	65%	-1%
CTG	21,400	25%	16.6%	75%	10%
VPB	16,700	28%	18.5%	37%	19%
MBB	13,900	30%	20.2%	56%	6%
BID	10,831	20%	8.7%	44%	-41%
ACB	11,500	20%	23.0%	66%	-11%
VIB	7,500	30%	28.2%	62%	3%
HDB	7,300	25%	20.7%	55%	7%
TPB	5,500	25%	23.2%	48%	6%
SHB	4,900	50%	15.0%	121%	12%
STB	4,000	20%	8.9%	47%	-18%
MSB	3,533	40%	15.4%	154%	-72%

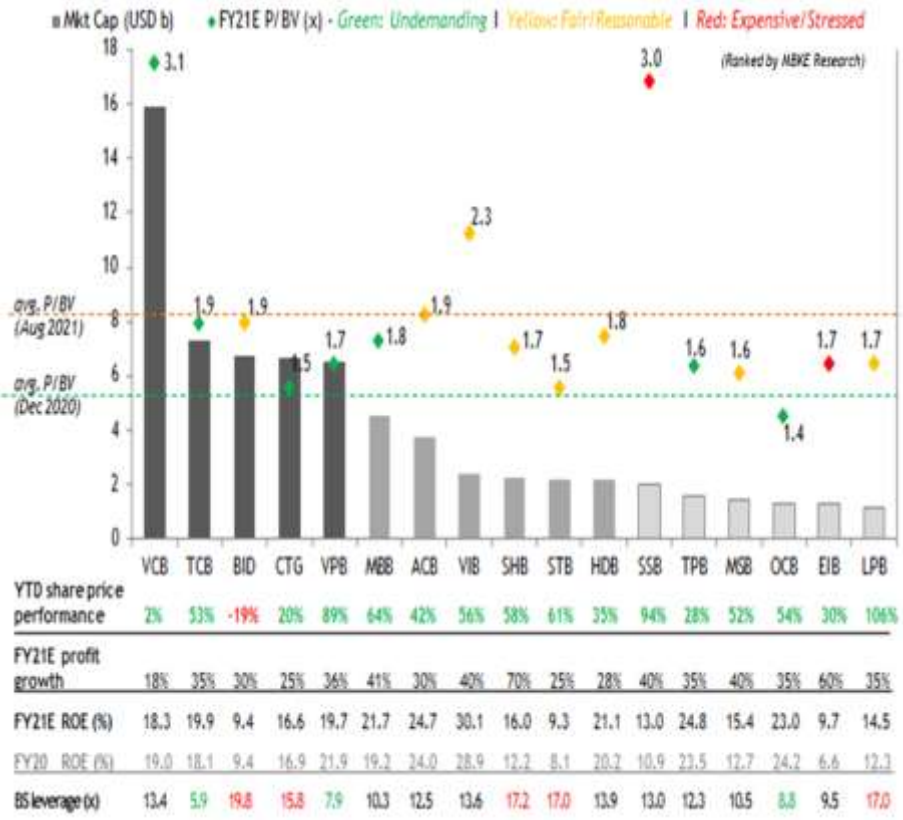
Định giá

• Sau đợt điều chỉnh mạnh (10-15% đối với hầu hết ngân hàng) trong nửa đầu T7/2021, định giá của các ngân hàng hiện tại đã hợp lí hơn.

• Ngoại trừ VCB (định giá hợp lí với vị thế là ngân hàng hàng đầu, theo quan điểm của chúng tôi) và SSB (đã tăng quá cao và có thể bị điều chỉnh thêm), các ngân hàng khác hiện tại đang giao dịch trung bình mức 1,8x P/B dự phóng 2021, tương đối hợp lí với ROE là 18,3% và triển vọng tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2022-2025.

• Trong kịch bản xấu khi tính hình Covid-19 kéo dài đến Q4/2021, chúng tôi ước tính rủi ro giảm giá khoảng 8% và P/B bình quân ngành sẽ lùi về mức 1,6x.

So sánh các ngân hàng niêm yết



Tỉ lệ lợi nhuận/rủi ro đối với cổ phiếu ngân hàng hiện đã hấp dẫn hơn khi tiềm năng tăng giá vượt trội hơn so với rủi ro giảm giá

Kịch bản cơ sở: bán tháo sẽ khiến định giá của các ngân hàng tốt về mức hợp lí

	FY21E P/BV	FY21E ROE	Target P/BV	TP	Upside/Dow
VCB	3.11	18.6%	3.5	109,187	13%
BID	1.90	9.4%	2.2	46,018	16%
TCB	1.84	20.8%	2.5	65,184	36%
CTG	1.55	16.6%	1.8	37,520	16%
VPB	1.62	19.7%	2.2	81,629	36%
MBB	1.71	22.2%	2.0	31,701	17%
ACB	1.91	24.7%	2.2	36,995	15%
HDB	1.79	21.1%	2.1	37,468	17%
STB	1.56	9.3%	1.8	31,706	15%
TPB	1.52	24.8%	1.8	37,484	19%
EIB	1.72	9.7%	1.5	22,610	-13%
VIB	2.66	30.0%	2.5	39,168	-6%
OCB	1.31	23.9%	1.6	32,364	22%
MSB	1.47	15.4%	1.5	27,488	2%
SHB	1.57	16.9%	1.7	27,647	8%
LPB	1.67	14.5%	1.6	24,510	-4%
SSB	2.88	12.8%	2.0	25,718	-30%
	1.79	*18.3%*	*1.9*		*15.8%*

Kịch bản xấu (Covid-19 kéo dài đến Q4 gây tổn hại đến lợi nhuận ngân hàng, ROE và P/B thấp hơn do tâm lí thị trường yếu)

	FY21E P/BV	FY21E ROE	Target P/BV	TP	Upside/Dow
VCB	3.13	17.8%	2.8	86,724	-11%
BID	1.91	8.7%	1.7	35,314	-11%
TCB	1.87	19.5%	2.0	51,444	7%
CTG	1.55	16.6%	1.5	31,266	-3%
VPB	1.62	18.5%	1.7	63,077	5%
MBB	1.75	20.2%	1.7	26,387	-3%
ACB	1.94	23.0%	1.7	28,104	-13%
HDB	1.80	20.7%	1.6	28,419	-11%
STB	1.57	8.9%	1.4	24,573	-11%
TPB	1.54	23.2%	1.5	30,726	-3%
EIB	1.76	7.4%	1.5	22,088	-15%
VIB	2.72	28.2%	2.2	33,825	-19%
OCB	1.33	22.3%	1.3	25,880	-2%
MSB	1.47	15.4%	1.4	25,655	-4%
SHB	1.60	15.0%	1.4	22,351	-13%
LPB	1.68	14.0%	1.4	21,339	-16%
SSB	2.88	12.8%	1.4	18,003	-51%
	1.81	*17.2%*	*1.6*		*-7.5%*

Techcombank (TCB): Vươn lên vị trí ngân hàng số 1 Việt Nam

• Cùng với Vietcombank (VCB), TCB hiện là cổ phiếu ngân hàng khuyến nghị hàng đầu của chúng tôi. Với đà tăng trưởng của nền kinh tế, cộng với bảng cân đối kế toán khoẻ mạnh với dư địa lớn để duy trì ROE trên 18%, chúng tôi tin rằng TCB là cổ phiếu thích hợp để "MUA và NẮM GIỮ".

• TCB hiện vẫn đang giao dịch ở mức định giá trung bình ngành, trong khi vượt trội hơn ngành về nền tảng ngân hàng, khả năng lãnh đạo, năng lực thực thi và lợi thế cạnh tranh. Chúng tôi tin rằng sự nhìn nhận rõ hơn của thị trường về sức mạnh của TCB sẽ là yếu tố thúc đẩy định giá của ngân hàng này trong tương lai.

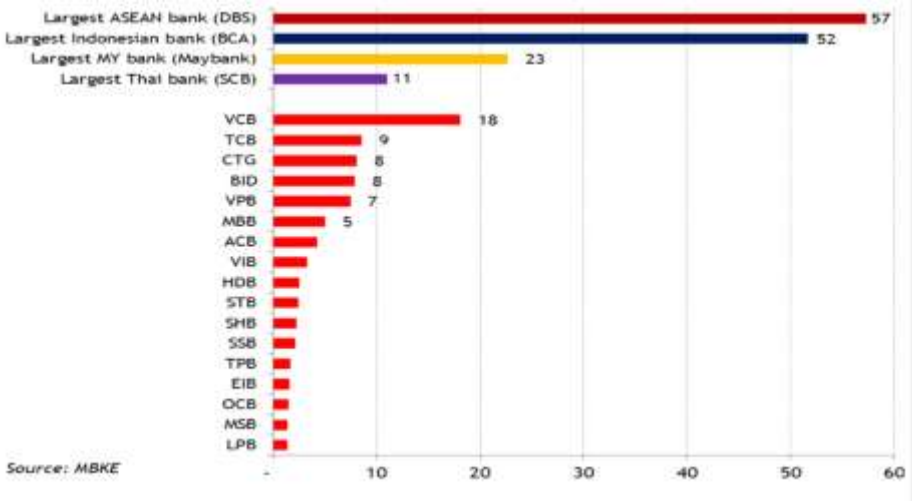
Giá mục tiêu theo phương pháp P/B dựa trên các độ lệch chuẩn khác nhau

BVPS (FY22E: VND31,177)			Target price (VND)	Expected return (vs. last price of VND53,700)
Target P/BV (x)	Average (since listing)	1.3	41,700	-23%
	1SD above the average	1.7	53,000	-1%
	2SD above the average	2.0	62,400	16%
	GGM-based (18.7% ROE, 13.5% COE, 10% growth)	2.5	78,000	45%

Nguồn: MBKE

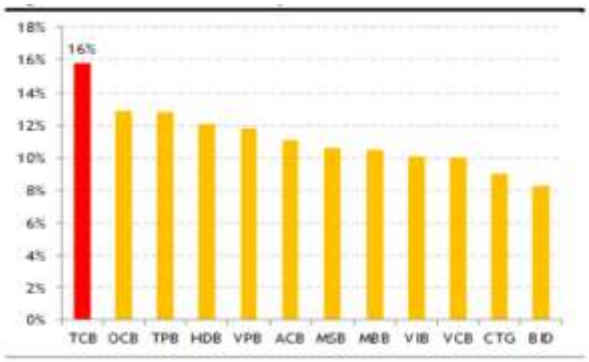
• TCB có những thế mạnh rõ ràng để duy trì ROE ở mức 18-20% trong giai đoạn 2021-2024, tạo cơ sở cho việc tăng gấp đôi giá trị sổ sách của ngân hàng. Điều này, cùng với việc P/B được điều chỉnh về mức trung bình ngành là 2,5x sẽ giúp TCB đạt mức vốn hoá trên 20 tỷ USD trong 3 năm tới, tương đồng với mục tiêu của ban lãnh đạo ngân hàng trong chiến lược phát triển giai đoạn 2021-2025.

Vốn hoá của các ngân hàng VN so với các ngân hàng trong khu vực (tỷ USD, dữ liệu ngày 07/07/2021)



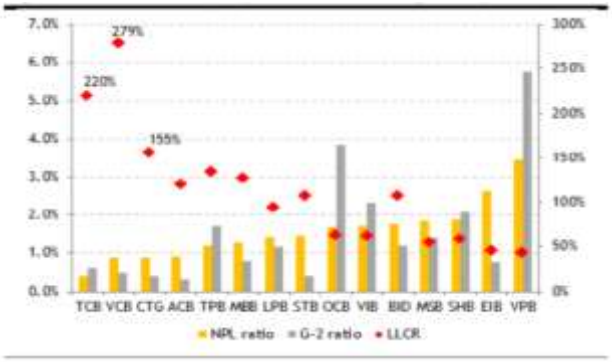
Techcombank (TCB): Vươn lên vị trí ngân hàng số 1 Việt Nam

TCB là ngân hàng có vốn hóa tốt nhất Việt Nam



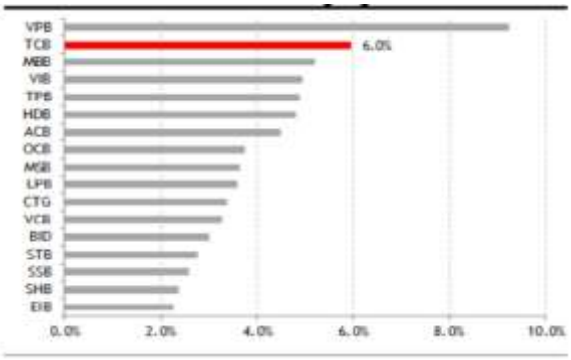
Nguồn: TCB

Các chỉ số chất lượng tài sản của TCB nằm ở top 2



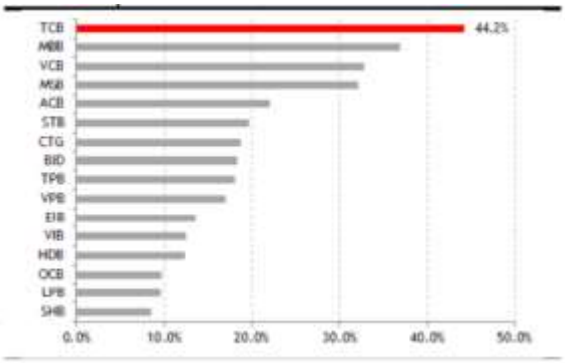
Nguồn: TCB

TCB là NH có NIM cao nhất trong số các NH tập trung vào mảng NH truyền thống



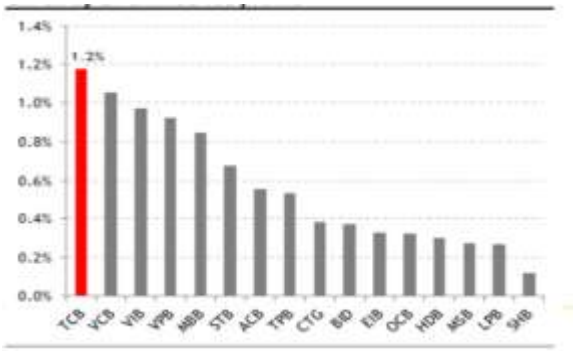
Nguồn: TCB

NIM của TCB được củng cố bởi sự gia tăng của cơ cấu tiền gửi không kì hạn (đã vượt VCB và MBB)



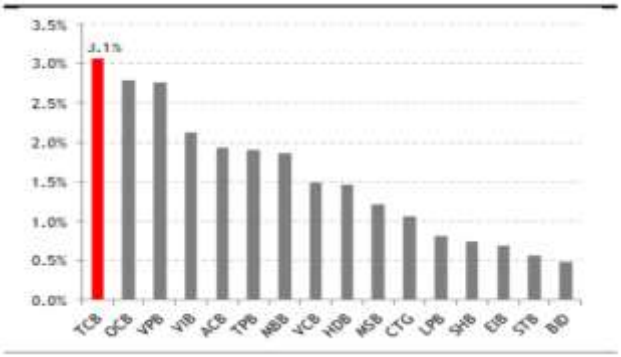
Nguồn: TCB

TCB là NH có tỉ lệ Thu nhập từ phí/tổng tài sản cao nhất



Nguồn: TCB

TCB có ROA cao nhất trong số các ngân hàng Việt Nam



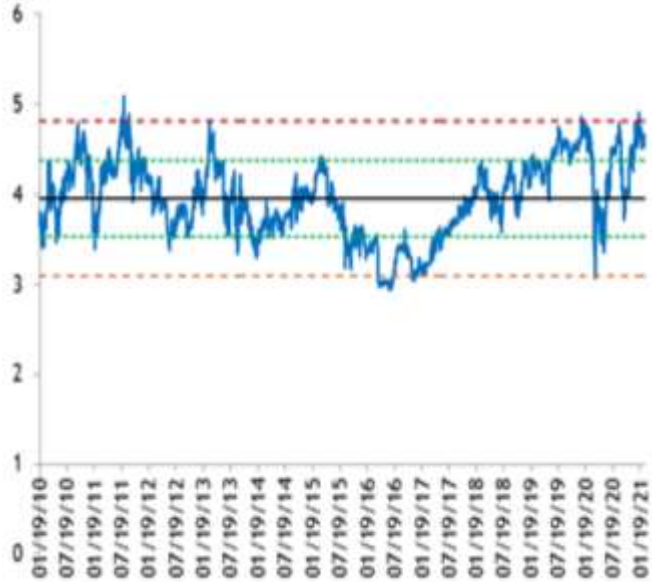
Nguồn: TCB

Vietcombank (VCB)

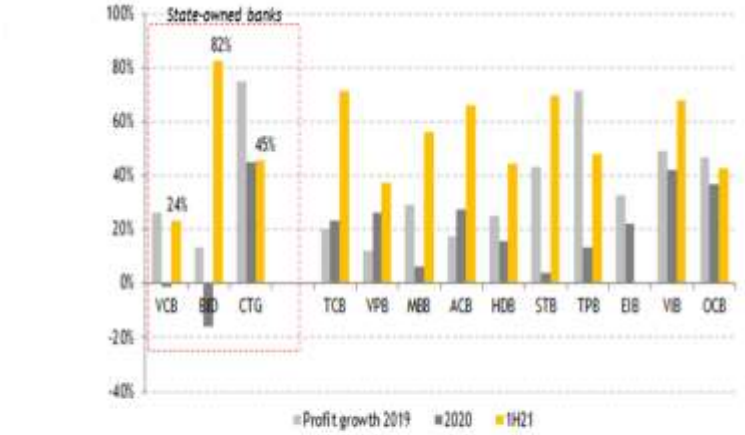


FYE Dec (VND b)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Operating income	45,730	48,999	55,248	66,251	76,521
Pre-provision profit	29,913	32,961	37,572	46,186	53,512
Core net profit	16,237	16,181	19,408	25,883	30,927
Core EPS (VND)	4,388	4,363	5,233	6,979	8,339
Core EPS growth (%)	32.0	(0.6)	19.9	33.4	19.5
Net DPS (VND)	800	800	800	800	800
Core P/E (x)	20.6	22.4	18.7	14.1	11.8
P/BV (x)	4.1	3.7	3.2	2.6	2.2
Net dividend yield (%)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Book value (VND)	21,785	26,632	31,065	37,243	44,782
ROAE (%)	22.7	18.0	18.1	20.4	20.3
ROAA (%)	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7
Consensus net profit	-	-	23,337	29,011	34,353
MKE vs. Consensus (%)	-	-	(5.2)	1.7	2.6

Định giá P/B của Ngân hàng Central Asia (BCA)



VCB đã kìm hãm lợi nhuận trong 3 năm. Do đó, lợi nhuận ngân hàng dự kiến sẽ phục hồi mạnh trong năm 2021



	VCB	BID	CTG	TCB	VPB	MBB	ACB	HDB	STB	TPB	EIB	VIB	OCB
NPL ratio	0.7%	1.6%	1.3%	0.4%	3.5%	0.8%	0.7%	1.2%	1.6%	1.1%	2.0%	1.7%	1.5%
Loan-loss coverage	352%	131%	129%	259%	45%	237%	208%	88%	103%	145%	50%	64%	70%

VPBank (VPB): Thương vụ bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược hỗ trợ nâng định giá

• Kế hoạch bán 15% cổ phần VPB cho (các) nhà đầu tư chiến lược nước ngoài, mà chúng tôi cho rằng sẽ được thực hiện với định giá ở mức 2,2x P/BV sẽ là động lực tăng giá tiên quyết đối với VPB trong 12 tháng tới. Do đó, chúng tôi nâng giá mục tiêu trước đó thêm 16%, dựa trên mức tham chiếu 2,2x P/B dự phóng 2021 (định giá vào đợt IPO năm 2018, so với giá mục tiêu trước đó dựa trên 1,9x P/B, tương đương 1 độ lệch chuẩn trên P/B bình quân kể từ khi niêm yết).

• Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2021-2022 đối với VPB lần lượt là 36% n/n và 22% n/n do lợi nhuận Q2 và nửa đầu năm 2021 của ngân hàng vẫn tăng trưởng ổn định. Hơn thế nữa, ban lãnh đạo ngân hàng vẫn còn các động lực và dư địa để duy trì tăng trưởng vượt trội (bao gồm kế hoạch đàm phán lại thương vụ hợp tác kinh doanh bảo hiểm và duy trì ROE trên 18%).

• Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2021-2022 đối với VPB lần lượt là 36% n/n và 22% n/n. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNST nửa cuối năm của VPB sẽ duy trì ổn định ở mức 35-36% n/n (trong khi NPATMI, trong đó một phần đáng kể lợi ích của cổ đông thiểu số đã bị loại trừ sau thương vụ FEC, sẽ tăng 18% n/n). Tiềm năng tăng giá sẽ đến từ NIM thực tế cao hơn dự báo hiện tại của chúng tôi (9%) và thu nhập từ phí dồi dào hơn (nếu VPB quản lí để đảm bảo phí trả trước cao hơn trong thương vụ độc quyền hợp tác kinh doanh bảo hiểm).

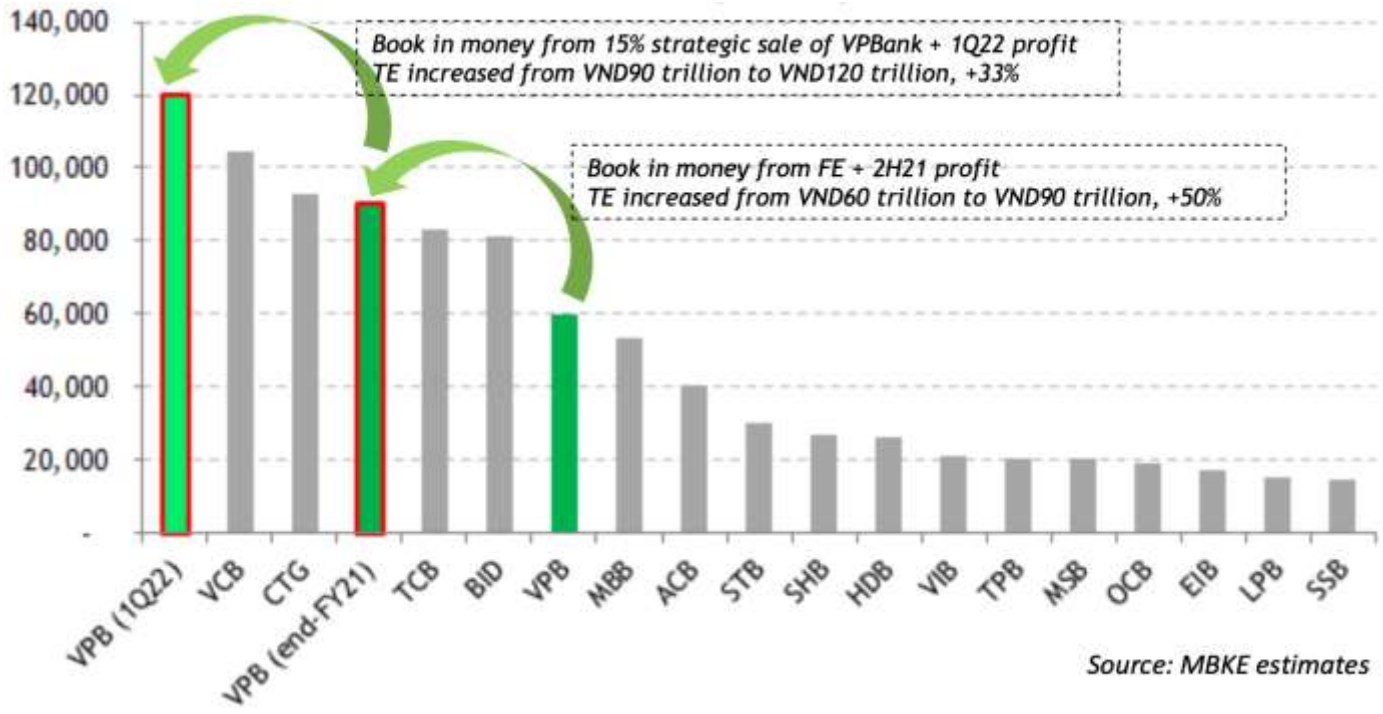
• Giá trị sổ sách ước tính 2021 của VPB sẽ tăng 75% nhờ vào khoản thu 1,4 tỷ USD từ thương vụ thoái vốn FEC. Bao gồm cả khoản này, mức định giá 1,6x P/B dự phóng 2021 ở thời điểm hiện tại của VPB vẫn đang thấp mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 80% kể từ đầu năm.

Giá mục tiêu theo phương pháp P/B dựa trên các độ lệch chuẩn khác nhau

BVPS (FY21E: VND37,104)			Target price (VND)	Expected retu (vs. last price: VND
Target P/BV (x)	Average (since listing)	1.4	52,000	-11%
	1SD above the average	1.9	70,500	21%
	2018 IPO valuation benchmark	**2.2**	**81,600**	40%
	2SD above the average	2.3	86,500	48%
	Blue-sky valuation	2.5	92,800	59%

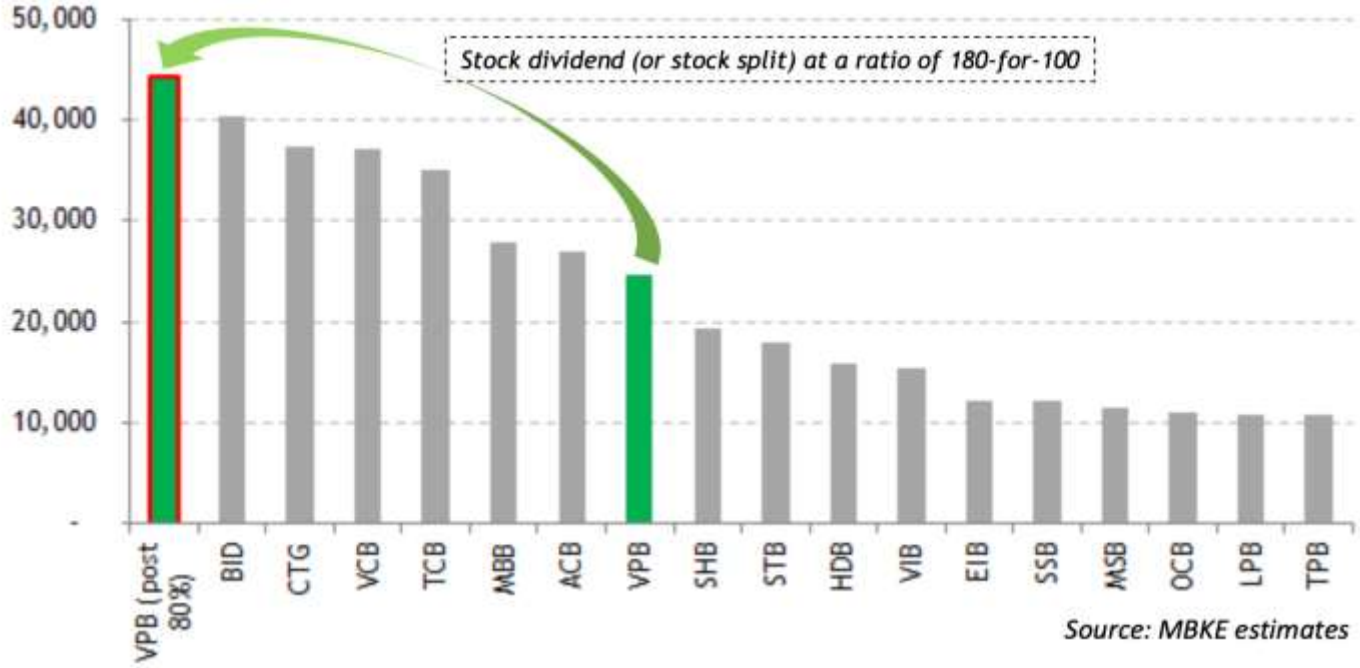
Nguồn: MBKE

Tổng vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)



Source: MBKE estimates

Vốn điều lệ (tỷ đồng)



Source: MBKE estimates

MBBank (MBB): Kiên nhẫn chờ điểm mua tốt hơn

• Về phân tích cơ bản thuần tuý, chúng tôi cho rằng MBB là ngân hàng phù hợp để đầu tư dài hạn với ROE được giữ vững ở mức 21% trong 3 năm tới. Tuy nhiên, đợt phát hành riêng lẻ cho Viettel sắp tới có khả năng được thực hiện ở mức giá gần giá trị sổ sách của ngân hàng [mức chiết khấu cao so với giá thị trường hiện tại] cho thấy rủi ro quản trị doanh nghiệp trong trung hạn cần lưu ý.

• Trên thực tế, chúng tôi không thể chắc chắn về phản ứng của thị trường trước việc MBB phát hành với giá chiết khấu dành cho các cổ đông lớn của ngân hàng. Nhưng đợt phát hành riêng lẻ cho Viettel với chiết khấu 25% (giá danh nghĩa 10.000 đồng so với giá thị trường thời điểm đó là 12.500 đồng) vào năm 2015 đã nhận sự phản đối rất lớn từ các cổ đông nhỏ.

• Có thể đợt phát hành lần này sẽ khác khi ngân hàng đã tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn… Chúng tôi cho rằng, nếu đang là cổ đông (hoặc có kế hoạch đầu tư vào MBB trong thời hạn hơn 3 năm) và xem việc phát hành với mức giá chiết khấu không thành vấn đề thì ngoài ra không còn các rủi ro nào khác đối với việc mua và nắm giữ MBB, bởi vì triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và khả năng sinh lời (ROE) của ngân hàng hiện đã vững chắc hơn, theo quan điểm của chúng tôi.

FYE Dec (VND b)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Operating income	24,650	27,362	33,384	37,660	43,397
Pre-provision profit	14,927	16,807	21,730	24,272	27,952
Core net profit	7,338	8,263	11,646	14,335	17,128
Core EPS (VND)	2,043	2,217	3,082	3,794	4,533
Core EPS growth (%)	28.8	8.5	39.0	23.1	19.5
Net DPS (VND)	600	0	0	0	0
Core P/E (x)	6.5	7.6	9.0	7.3	6.1
P/BV (x)	0.8	1.0	1.8	1.4	1.2
Net dividend yield (%)	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Book value (VND)	16,338	17,275	15,762	19,556	24,089
ROAE (%)	20.8	19.2	21.7	21.5	20.8
ROAA (%)	1.9	1.8	2.2	2.4	2.5
Consensus net profit	-	-	11,343	13,800	15,646
MKE vs. Consensus (%)	-	-	2.7	3.9	9.5

Key ratios	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
ROE (annualised)	17.1%	22.1%	22.4%	18.0%	28.6%	20.5%
NIM (annualised)	5.02%	4.87%	5.41%	5.66%	5.20%	5.69%
Fee income/Total incomes	11.8%	14.4%	11.8%	14.1%	11.6%	11.5%
Cost-to-Income ratio (CIR)	32.3%	37.0%	42.1%	41.9%	30.5%	34.6%
Cost of Credit (annualised)	3.36%	1.90%	1.36%	2.81%	2.32%	3.09%
Gross NPL	1.62%	1.37%	1.50%	1.09%	1.28%	0.76%
Loan Loss Coverage	98%	121%	119%	134%	128%	237%
Loan-to-Deposit ratio (LDR)	103%	102%	100%	96%	99%	96%
CAR	10.9%	11.0%	11.1%	10.5%	10.3%	10.2%
TA/TE (x)	9.7	9.6	9.3	10.3	9.9	9.8

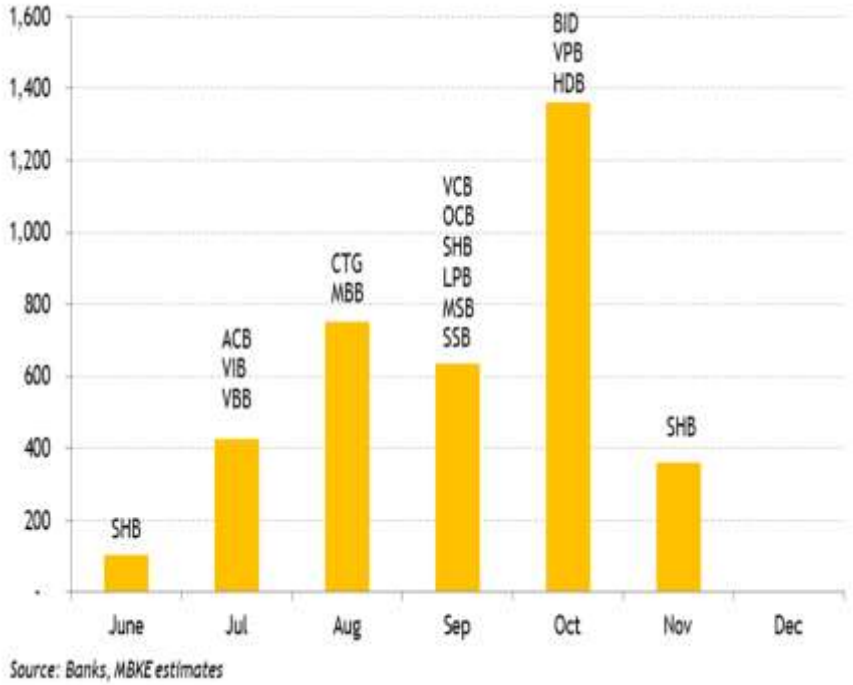
Giá mục tiêu theo phương pháp P/B dựa trên các độ lệch chuẩn khác nhau

BVPS (FY22E: VND19,556)			Target price (VND)	Expected r (vs. last pr VND31,6
Target P/BV (x)	5-year average	1.0	19,600	-30%
	1SD above 5-year average	1.3	25,800	-7%
	2SD above 5-year average	**1.7**	**32,300**	**16%**
	Top peers' benchmark	**2.0**	**39,100**	**24%**

Nguồn: MBKE

Phụ lục:

Số lượng cổ phiếu giao dịch tự do của các ngân hàng được phát hành thêm (từ cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành quyền) (triệu cổ).



Source: Banks, MBKE estimates

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU PHÂN TÍCH – KHỐI KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Nguyễn Thị Ngân Tuyền

Giám đốc
(84) 8 44 555 888 x 8081
tuyen.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Thực phẩm và đồ uống
- Dầu khí
- Ngân hàng

Nguyễn Thanh Lâm

(84) 8 44 555 888 x 8086
thanhlam.nguyen@maybank-kimeng.com.vn

- Thị trường
- Phân tích kỹ thuật

Phục lục 1: Điều khoản cho việc cung cấp báo cáo và những khuyến cáo

Khuyến nghị

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích lưu hành chung và cung cấp thông tin và báo cáo này không có ý định hoặc được xem là những đề nghị mua hoặc bán cổ phiếu được đề cập ở đây trong bất kỳ trường hợp nào. Nhà đầu tư nên lưu ý rằng giá trị của những cổ phiếu này có thể dao động và giá trị hoặc giá của mỗi cổ phiếu có thể tăng hoặc giảm. Những quan điểm và khuyến nghị bao gồm ở đây đều dựa vào hệ thống đánh giá kỹ thuật và cơ bản. Hệ thống đánh giá kỹ thuật có thể khác hệ thống đánh giá cơ bản bởi vì việc định giá kỹ thuật sử dụng nhiều phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào các thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ thị trường chứng khoán vào việc phân tích cổ phiếu. Do đó, lợi nhuận của nhà đầu tư có thể thấp hơn tổng số vốn đầu tư ban đầu. Các kết quả trong quá khứ không nhất thiết là những chỉ dẫn của các kết quả trong tương lai. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp những tư vấn đầu tư cá nhân và cũng không xem xét mục đích đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và yêu cầu đặc biệt của những người nhận và đọc báo cáo này. Vì vậy nhà đầu tư chỉ nên tìm kiếm những ý kiến về tài chính, luật pháp và những khuyến nghị khác liên quan đến sự phù hợp của việc đầu tư vào bất kỳ cổ phiếu nào hoặc những chiến lược đầu tư được thảo luận và khuyến nghị trong báo cáo này.

Những thông tin trong báo cáo này được trích từ những nguồn được tin là đáng tin cậy nhưng những nguồn này không được xác minh một cách độc lập bởi Maybank Investment Bank Berhad, các công ty con và công ty liên kết (có thể được gọi là "MKE") và vì vậy không đại diện cho tính xác thực và đồng bộ của báo cáo này bởi MKE và do đó không nên dựa vào những nguồn như vậy. Vì vậy, MKE và tất cả nhân viên, giám đốc, chuyên viên và các tổ chức và/hoặc nhân viên liên quan (có thể gọi là "Đại diện") sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ những tổn thất hoặc thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp mà có thể phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào báo cáo này. Bất kỳ những thông tin, quan điểm hoặc khuyến nghị nào bao gồm trong báo cáo này có thể thay đổi vào bất cứ lúc nào mà sẽ không được thông báo trước.

Báo cáo này có thể bao gồm những phát biểu dự báo mà thường hoặc không phải lúc nào cũng được nhận biết bằng cách sử dụng các từ ngữ như "đoán trước", "tin rằng", "ước tính", "dự tính", "kế hoạch", "kỳ vọng", "dự phóng" và "dự báo" và những phát biểu rằng một sự kiện hoặc kết quả như "có thể", "sẽ", "có thể", hoặc "nên" xảy ra hoặc đạt được và những phát biểu tương tự khác. Những phát biểu dự báo như vậy được dựa vào những giả định và thông tin được công bố cho chúng tôi và có thể chịu những rủi ro và không chắc chắn mà có thể làm cho kết quả thực tế khác nhiều so với những kết quả được đưa ra trong những phát biểu dự báo. Người đọc phải cẩn thận không được thay thế những thông tin liên quan trước đó vào những phát biểu dự báo này sau ngày phát hành hoặc phản ánh sự xảy ra của những sự kiện không được dự báo trước.

MKE và tất cả chuyên viên, giám đốc và nhân viên bao gồm những người liên quan đến việc chuẩn bị và phát hành báo cáo này có thể tham gia hoặc đầu tư vào những giao dịch tài chính với tổ chức phát hành cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này (trong một vài trường hợp có thể được luật cho phép), thực hiện những dịch vụ hoặc thu hút việc kinh doanh từ những tổ chức phát hành và/hoặc có một vị trí hoặc đang nắm giữ hoặc những lợi ích quan trọng khác hoặc những giao dịch khác đối với những cổ phiếu hoặc những quyền hoặc những quan hệ đầu tư khác. Hơn nữa, công ty có thể công bố trên thị trường những cổ phiếu được đề cập bằng những công cụ được trình bày trong báo cáo này. MKE có thể (theo luật định) hành động dựa vào hoặc sử dụng những thông tin được trình bày ở đây, hoặc dựa vào những nghiên cứu hoặc phân tích trước khi những tài liệu này được phát hành. Một hoặc nhiều hơn các giám đốc, chuyên viên và/hoặc nhân viên của MKE có thể là giám đốc của những tổ chức phát hành những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

Báo cáo này được thực hiện cho khách hàng của MKE sử dụng và không được báo cáo lại, thay đổi bất kỳ hình thức nào, chuyển giao, sao chép hoặc phân phối tới bất kỳ tổ chức nào hoặc bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý bằng văn bản của MKE và MKE và những đại diện đồng ý không có trách nhiệm gì đối với những hành động của các bên thứ ba trên khía cạnh này.

Báo cáo này không được hướng dẫn hay nhằm mục đích phân phối hoặc sử dụng bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc cư trú tại những địa phương, tỉnh (tiểu bang), quốc gia nơi mà việc phân phối, phát hành, hoặc sử dụng có thể trái với luật hoặc quy định. Báo cáo này chỉ được phân phối trong những trường hợp được chấp thuận bởi pháp luật hiện hành. Các cổ phiếu được đưa ra ở đây có thể phù hợp cho mục đích bán trong tất cả các khu vực hoặc đối với những nhà đầu tư nhất định. Không có định kiến đối với những dự báo sau này, người đọc nên lưu ý rằng những tuyên bố trách nhiệm khác, cảnh báo hoặc những hạn chế có thể được áp dụng dựa vào vị trí địa lý của cá nhân hoặc tổ chức tiếp nhận báo cáo này.

Malaysia

Những quan điểm hoặc khuyến nghị bao gồm ở đây trong mọi hình thức phân tích kỹ thuật hoặc cơ bản. Phân tích kỹ thuật có thể khác với phân tích cơ bản vì việc định giá kỹ thuật áp dụng những phương pháp khác nhau và chỉ dựa vào những thông tin về giá và khối lượng giao dịch được trích từ Bursa Malaysia Securities Berhad trong phân tích chứng khoán.

Singapore

Báo cáo này được thực hiện vào ngày và những thông tin trong đây có thể chịu sự thay đổi. Maybank Kim Eng Research Pte Ltd. ("Maybank KERPL") ở Singapore không có trách nhiệm phải cập nhật những thông tin này cho người nhận. Đối với việc phân phối báo cáo này tại Singapore, người nhận báo cáo này phải liên hệ với Maybank KERPL ở Singapore về những vấn đề phát sinh từ hoặc liên hệ với báo cáo này. Nếu người nhận báo cáo này không phải là nhà đầu tư được cấp phép, những nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc những tổ chức (được quy định tại Điều 4A của Luật về cổ phiếu và giao dịch tương lai của Singapore), Maybank KERPL sẽ chịu trách nhiệm pháp lý đối với nội dung của báo cáo này với những trách nhiệm được giới hạn theo quy định của pháp luật.

Thái Lan (Thailand)

Việc công bố những kết quả điều tra của Học Viện Hiệp hội các Giám Đốc của Thái Lan (Thai Institute of Directors Association - IOD) về quản trị doanh nghiệp được thực hiện bởi những người tham gia hoạch định chính sách của Văn phòng Ủy Ban Thị trường chứng khoán. Các điều tra của IOD dựa vào thông tin của những công ty niêm yết trên Thị trường Chứng khoán Thái Lan và Thị trường đầu tư tài sản thay thế được công bố rộng rãi và có thể được đánh giá bởi nhà đầu tư. Do đó, kết quả này là từ quan điểm của bên thứ ba. Nó không phải là việc đánh giá hoạt động và không dựa vào những thông tin nội bộ. Kết quả điều tra này sẽ được công bố trong báo cáo quản trị doanh nghiệp của các công ty niêm yết tại Thái Lan vào ngày phát hành. Vì vậy những điều tra này có thể bị thay đổi sau ngày phát hành. Maybank Kim Eng Securities (Thái Lan) Public Company Limited ("MBKET") không xác nhận hay chứng nhận về tính chính xác của những kết quả điều tra này.

Ngoại trừ khi được cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này có thể được viết lại hoặc phân phối lại dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự cho phép bằng văn bản trước của MBKET. MBKET sẽ không chịu trách nhiệm gì đối với mọi hành động của bên thứ ba về khía cạnh này.

Mỹ (US)

Báo cáo mà được thực hiện bởi MKE được phân phối tại Mỹ ("US") tới các nhà đầu tư tổ chức chủ yếu tại Mỹ (được quy định tại điều 15a-6 bởi Luật thị trường chứng khoán năm 1934 đã được sửa đổi) chỉ bởi Maybank Kim eng Securities USA Inc ("Maybank KESUSA"), công ty môi giới đăng ký tại Mỹ (đăng ký tại Điều 15 của Luật thị trường chứng khoán sửa đổi năm 1934). Tất cả mọi trách nhiệm của việc phân phối báo cáo này của Maybank KESUSA tại Mỹ sẽ được thực hiện bởi Maybank KESUSA. Tất cả những kết quả giao dịch của các cá nhân và tổ chức tại Mỹ sẽ được thực hiện thông qua công ty môi giới đã đăng ký tại Mỹ. Báo cáo này sẽ không được hướng dẫn cho nhà đầu tư nếu MKE bị cấm hoặc bị giới hạn cung cấp cho nhà đầu tư bởi bất kỳ quy định hoặc điều luật nào tại các lãnh thổ. Nhà đầu tư nên chấp thuận trước khi đọc báo cáo mà Maybank KESUSA được phép cung cấp những công cụ nghiên cứu về đầu tư được quy định bởi những quy định và điều luật.

Anh (UK)

Báo cáo này được phân phối bởi Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd ("Maybank KESL") được cấp phép và quy định bởi Cơ quan dịch vụ tài chính và chỉ cho mục đích cung cấp thông tin. Báo cáo này không nhằm mục đích phân phối tới những kỳ cá nhân nào được định nghĩa là khách hàng cá nhân được quy định tại Luật về thị trường và dịch vụ năm 2010 tại UK. Bất kỳ sự bao gồm nào của bên thứ ba nào đều chỉ cho sự thuận tiện của người nhận và công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với những bình luận hay tính chính xác, và việc tiếp cận những mối liên hệ như thế là rủi ro riêng của những cá nhân. Không điều nào trong báo cáo này được xem như những tư vấn về thuế, kế toán hoặc luật pháp và những người nhận phù hợp nên tham khảo với những cơ quan tư vấn thuế độc lập.

CÔNG BỐ THÔNG TIN

Công bố tổ chức hợp pháp

Malaysia: Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Malaysia bởi Maybank Investment Bank Berhad (15938-H), là một tổ chức tham gia vào Bursa Malaysia Berhad và một tổ chức được cấp phép dịch vụ và thị trường tài chính được ban hành bởi Ủy ban Chứng khoán Malaysia. **Singapore:** Báo cáo này được phát hành và phân phối tại Singapore bởi Maybank KERPL (Co. Reg No 197201256N) được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore. **Indonesia:** PT Kim Eng Securities ("PTKES") (Reg. No. KEP-251/PM/1992) là một tổ chức của Thị trường chứng khoán Indonesia và được quy định bởi BAPEPAM LK. **Thailand:** MBKET (Reg. No.0107545000314) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Thái Lan và được quy định bởi Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán. **Philippines:** MATRKES (Reg. No.01-2004-00019) là một thành viên của Thị trường chứng khoán Philippines và được quy định bởi Ủy ban chứng khoán. **Việt Nam**: Công Ty Tnhh Một Thành Viên Chứng Khoán Maybank Kim Eng (giấy phép số 117/GP-UBCK) được cấp phép bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước Việt Nam. **Hong Kong:** KESHK (Central Entity No AAD284) được quy định Ủy ban thị trường tương lai và chứng khoán. **Ấn Độ (India):** Công ty chứng khoán Kim Eng Ấn Độ ("KESI") là thành viên của Thị trường chứng khoán quốc gia Ấn Độ (Reg No: INF/INB 231452435) và thị trường chứng khoán Bombay (Reg. No. INF/INB011452431) và được quy định bởi Hội đồng thị trường chứng khoán Ấn Độ. KESI được đăng ký với SEBI tại Điều 1 Merchant Banker (Reg. No. INM 000011708) **US:** Maybank KESUSA là thành viên của/ và được cấp phép theo quy định của FINRA – Broker ID 27861. **UK:** Maybank KESL (Reg No 2377538) là đơn vị được cấp phép theo quy định của Cơ quan dịch vụ tài chính.

Tuyên bố lợi ích

Malaysia: MKE và đại diện có thể giữ những vị trí hoặc có lợi ích quan trọng đối với những cổ phiếu được đề cập tại đây và có thể có những hoạt động khác như tạo lập thị trường hoặc có thể có những cam kết phát hành hoặc liên quan đến những cổ phiếu đó và cũng có thể thực hiện hoặc tìm kiếm những dịch vụ ngân hàng đầu tư, tư vấn và những dịch vụ khác hoặc có liên quan đến những công ty này.

Singapore: Vào ngày 20/8/2012, Maybank KERPL và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất cứ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

Thailand: MBKET có thể có quan hệ kinh doanh với hoặc có thể là tổ chức phát hành quyền mua phái sinh trên những cổ phiếu hoặc công ty được đề cập trong báo cáo này. Do đó, nhà đầu tư nên tự có những đánh giá trước khi quyết định đầu tư. MBKET, chuyên viên và những giám đốc, những tổ chức liên quan và/hoặc nhân viên có thể có lợi ích và/hoặc những cam kết phát hành đối với những cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này.

Hong Kong: KESHK có thể có lợi tích tài chính liên qua đến tổ chức phát hành hoặc tổ chức niêm yết mới tiềm năng được định nghĩa bởi những quy định trong điều 16.5(a) của Quy định về Đạo đức nghề nghiệp cá nhân tại Hong Kong được cấp phép và đăng ký với Ủy ban thị trường cổ phiếu và tương lai.

Vào ngày phát hành báo cáo, KESHK và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ lợi ích nào trong những công ty được khuyến nghị trong báo cáo này.

NHỮNG KHUYẾN CÁO KHÁC

Xác nhận độc lập của chuyên viên phân tích

Những quan điểm được đề cập trong báo cáo này phản ánh chính xác những quan điểm cá nhân của chuyên viên phân tích về bất kỳ hoặc tất cả các cổ phiếu hoặc tổ chức phát hành; và c
bồi thường nào trực tiếp và gián tiếp liên quan đế những khuyến nghị hoặc quan điểm được đưa ra trong báo cáo này.

Lưu ý

Các chứng khoán cấu trúc là những công cụ phức tạp, tiêu biểu như bao gồm mức độ rủi ro cao và nhằm mục đích bán cho những nhà đầu tư cao cấp, những người có thể hiểu và chấp n
chứng khoán cấu trúc (structured securities) có thể bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về yếu tố kinh tế, tài chính và chính trị (bao gồm nhưng không giới hạn lãi suất hiện tại và tương lai), t
và những biến động và chất lượng tín dụng của tổ chức phát hành hoặc bảo lãnh phát hành. Những nhà đầu tư quan tâm đến việc mua những sản phẩm cấu trúc nên có những phân tích
vấn chuyên nghiệp về những rủi ro liên quan đến giao dịch mua.

Không phần nào của báo cáo này có thể được sao chép, sao in hoặc lặp lại trong bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại mà không có sự đồng ý của MKE.

Định nghĩa hệ thống khuyến nghị đầu tư của MKE

Maybank Kim Eng Research sử dụng hệ thống đánh giá như sau

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15% (chưa bao gồm cổ tức)
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% đến 15% (chưa bao gồm cổ tức)
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới 15% (chưa bao gồm cổ tức)

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm. Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách. Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị.

Malaysia

Maybank Investment Bank Berhad
(A Participating Organisation of
Bursa Malaysia Securities Berhad)
33rd Floor, Menara Maybank,
100 Jalan Tun Perak,
50050 Kuala Lumpur
Tel: (603) 2059 1888;
Fax: (603) 2078 4194

Stockbroking Business:
Level 8, Tower C, Dataran Maybank,
No.1, Jalan Maarof
59000 Kuala Lumpur
Tel: (603) 2297 8888
Fax: (603) 2282 5136

Singapore

Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd
Maybank Kim Eng Research Pte Ltd
9 Temasek Boulevard
#39-00 Suntec Tower 2
Singapore 038989

Tel: (65) 6336 9090
Fax: (65) 6339 6003

London

Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd
6/F, 20 St. Dunstan's Hill
London EC3R 8HY, UK

Tel: (44) 20 7621 9298
Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828
Fax: (44) 20 7283 6674

New York

Maybank Kim Eng Securities USA Inc
777 Third Avenue, 21st Floor
New York, NY 10017, U.S.A.

Tel: (212) 688 8886
Fax: (212) 688 3500

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
Level 30,
Three Pacific Place,
1 Queen's Road East,
Hong Kong

Tel: (852) 2268 0800
Fax: (852) 2877 0104

Indonesia

PT Maybank Kim Eng Securities
Plaza Bapindo
Citibank Tower 17th Floor
Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
Jakarta 12190, Indonesia

Tel: (62) 21 2557 1188
Fax: (62) 21 2557 1189

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
2nd Floor, The International 16,
Maharishi Karve Road,
Churchgate Station,
Mumbai City - 400 020, India

Tel: (91).22.6623.2600
Fax: (91).22.6623.2604

Philippines

Maybank ATR Kim Eng Securities Inc.
17/F, Tower One & Exchange Plaza
Ayala Triangle, Ayala Avenue
Makati City, Philippines 1200

Tel: (63) 2 849 8888
Fax: (63) 2 848 5738

Thailand

Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
999/9 The Offices at Central World,
20th - 21st Floor,
Rama 1 Road Pathumwan,
Bangkok 10330, Thailand

Tel: (66) 2 658 6817 (sales)
Tel: (66) 2 658 6801 (research)

Vietnam

Maybank Kim Eng Securities Limited
4A-15+16 Floor Vincom Center Dong
Khoi, 72 Le Thanh Ton St. District 1
Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : (84) 2844 555 888
Fax : (84) 28 38 271 030

Saudi Arabia

In association with

Anfaal Capital
Villa 47, Tujjar Jeddah
Prince Mohammed bin Abdulaziz
Street P.O. Box 126575
Jeddah 21352

Tel: (966) 2 6068686
Fax: (966) 26068787

South Asia Sales Trading

Kevin FOY
kevinfoy@maybank-ke.com.sg
Tel: (65) 6336-5157
US Toll Free: 1-866-406-7447

North Asia Sales Trading

Alex TSUN
alextsun@kimeng.com.hk
Tel: (852) 2268 0228
US Toll Free: 1 877 837 7635

www.maybank-ke.com | www.maybank-keresearch.com