

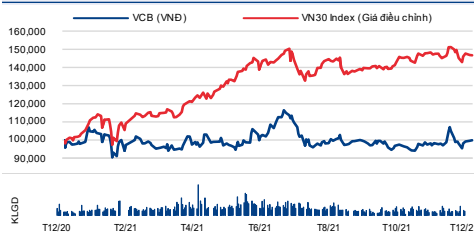
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ113,800 (từ VNĐ115,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 13.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/12/2021)	99,900
Mã Bloomberg	VCB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	90,600-116,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	99,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	370,517
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	16,085
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,709
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,113
Slg CP NN được mua (tr.đv)	238
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	23.6%
Tỷ lệ freefloat	6.64%
Cổ đông lớn	NHNN Việt Nam (74.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.25	2.88	2.15
So với chỉ số	2.87	(2.17)	(31.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2021F	5,287	5,583	(5.3)
2022F	6,316	6,897	(8.4)
2023F	8,006	8,540	(6.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VCB là ngân hàng lớn thứ 4 tại Việt Nam xét trên quy mô tài sản và dư nợ. VCB là ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn, quản trị rủi ro thận trọng và chất lượng tài sản hàng đầu.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA
 Trưởng Phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

Yếu tố căn bản vẫn vững chắc; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với VCB nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 113.800đ (tiềm năng tăng giá 13,9%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới.
- Chúng tôi lần lượt giảm 8,9%; 11,7% và 3,9% dự báo lợi nhuận năm 2021, 2022 và 2023 sau khi hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng dự báo chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, EPS giai đoạn 2021-2023 tăng với tốc độ CAGR là 23,6%.
- Hiện P/B dự phóng năm 2022 là 2,56 lần; thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ năm 2017) nhưng cao hơn 58% so với bình quân các NHTM. Mức định giá phụ trội đã thu hẹp đáng kể trong 1 năm qua và không cao nếu nhìn vào yếu tố căn bản tuyệt vời và triển vọng tích cực của VCB.

Phân tích sâu KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2021

VCB đã công bố KQKD Q3/2021 khả quan với lợi nhuận thuần đạt 4.954 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ, cao hơn tương đối so với các NHTM có vốn nhà nước khác. Mặc dù vậy, trong 9 tháng đầu năm 2021, lợi nhuận thuần chỉ tăng 20,9% so với cùng kỳ (đạt 15.452 tỷ đồng), thấp hơn so với mức tăng trưởng bình quân các ngân hàng khác và cũng thấp hơn kỳ vọng của HSC. Mặc dù tổng thu nhập hoạt động tăng tốt (tăng 20,9% so với cùng kỳ) trong 9 tháng đầu năm 2021, chi phí dự phòng tăng mạnh (tăng 32,8% so với cùng kỳ) đã tác động đến lợi nhuận.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2021-2023

HSC giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận năm 2021-2023, chủ yếu sau khi hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ (bình quân giảm 13,9%) và nâng giả định chi phí dự phòng (bình quân nâng 13,7%). Dự báo EPS của chúng tôi cho năm 2021 (tăng 16,6%), 2022 (tăng 24,7%) và 2023 (tăng 30%) đã được điều chỉnh sau khi trích quỹ khen thưởng phúc lợi trong khi dự báo của thị trường chưa điều chỉnh. Nếu tính trên cơ sở chưa điều chỉnh, dự báo EPS của HSC cho giai đoạn 2021-2023 cao hơn bình quân 2% so với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm nhẹ giá mục tiêu dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư xuống còn 113.800đ (từ 115.000đ). Tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá về cuối năm 2022 đã cân đối phần lớn tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận năm 2021-2023. Giá cổ phiếu VCB có diễn biến kém khả quan hơn nhiều nhóm NHTM tư nhân và VN Index trong 12 tháng qua; và lình xình trong 4 tháng qua. Theo đó, hiện P/B dự phóng 1 năm là 2,6 lần; thấp hơn nhiều mức đỉnh 3,34 lần (vào cuối tháng 6) và thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân P/B dự phóng 1 năm trong quá khứ (bình quân từ năm 2017). Chênh lệch định giá giữa VCB và các NHTM khác cũng đã thu hẹp mạnh nhưng vẫn ở mức cao là 58%. HSC dự đoán mức chênh lệch định giá này sẽ ổn định ở mặt bằng hiện tại trong năm sau. Chất lượng tài sản của VCB vẫn nằm trong top đầu và nhờ đã chủ động trích lập dự phòng trong năm 2021, áp lực dự phòng nhiều khả năng sẽ giảm trong thời gian tới. Kế hoạch phát hành riêng lẻ dự kiến hoàn thành trong nửa đầu năm 2022 có thể là một động lực cho giá cổ phiếu. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/12

Cuối năm: Tháng 12	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	34.5	36.3	41.7	48.5	56.8
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	29.8	33.0	37.9	44.6 ▼	53.4
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	18.6	18.5	21.5 ▼	26.8 ▼	34.9
EPS (đồng)	5,027	4,975	5,797 ▼	6,939 ▼	8,678 ▼
DPS (đồng)	800	800	800	800	800
BVPS (đồng)	21,785	25,347	29,595 ▼	39,002	46,004
P/E (lần)	19.9	20.1	17.2	14.4	11.5
Lợi suất cổ tức (%)	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
P/B (lần)	4.59	3.94	3.38	2.56	2.17
Tăng trưởng EPS (%)	23.8	(1.04)	16.5	19.7	25.1
ROAE (%)	26.0	21.1	21.1	20.1	20.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giai đoạn xấu nhất có lẽ đã qua; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VCB nhưng giảm một chút giá mục tiêu dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư xuống 113.800đ (tiềm năng tăng giá 13,9%). Tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá về cuối năm 2022 đã cân đối phần lớn tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận năm 2021-2023. Mặc dù điều chỉnh giảm nhẹ, nhưng lợi nhuận dự báo tăng trưởng tốt trong năm 2022 (tăng trưởng 24,7%) và năm 2023 (tăng trưởng 30%). Hiện P/B dự phóng 1 năm là 2,6 lần; thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân P/B dự phóng 1 năm trong quá khứ (bình quân từ năm 2017) nhưng vẫn cao hơn đáng kể là 58% so với bình quân các NHTM khác mặc dù mức định giá phụ trội này đã thu hẹp trong thời gian qua.

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2021-2023

Sau khi VCB công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2021 thấp hơn kỳ vọng, HSC giảm 8,9% dự báo lợi nhuận năm 2021 xuống còn 21.501 tỷ đồng (tăng trưởng 16,6%) sau khi hạ giá định tổng thu nhập hoạt động và nâng giá định chi phí dự phòng. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần Q4/2021 đạt 6.049 tỷ đồng, tăng 31,7% so với quý trước nhưng chỉ tăng 6,7% so với cùng kỳ.

Chúng tôi cũng lần lượt giảm 11,7% và 3,9% dự báo lợi nhuận năm 2022 và 2023 xuống còn 26.804 tỷ đồng (tăng trưởng 24,7%) và 34.855 tỷ đồng (tăng trưởng 30%). Áp lực dự phòng vẫn ở mức cao trong năm 2022 nhưng sẽ giảm đáng kể trong năm 2023 nhờ VCB ít chịu tác động của dịch Covid-19.

Bảng 1: Điều chỉnh các giá định chính, VCB

(tỷ đồng)	2020	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
Thu nhập lãi thuần	36,225	41,206	48,398	55,449	41,735	48,501	56,786
% y/y		13.8%	17.5%	14.6%	15.2%	16.2%	17.1%
Điều chỉnh					1.3%	0.2%	2.4%
Thu nhập ngoài lãi	12,774	15,804	19,367	23,342	14,610	17,051	20,166
% y/y		23.7%	22.5%	20.5%	14.4%	16.7%	18.3%
Điều chỉnh					-7.6%	-12.0%	-13.6%
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	48,999	57,011	67,765	78,791	56,346	65,552	76,952
% y/y		16.4%	18.9%	16.3%	15.0%	16.3%	17.4%
Điều chỉnh					-1.2%	-3.3%	-2.3%
Chi phí HĐ	(16,037)	(18,437)	(20,711)	(23,348)	(18,419)	(20,911)	(23,568)
% y/y		15.0%	12.3%	12.7%	14.9%	13.5%	12.7%
Điều chỉnh					-0.1%	1.0%	0.9%
Chi phí dự phòng	(9,917)	(9,034)	(9,074)	(10,075)	(11,019)	(11,097)	(9,765)
% y/y		-8.9%	0.4%	11.0%	11.1%	0.7%	-12.0%
Điều chỉnh					22.0%	22.3%	-3.1%
Lợi nhuận trước thuế	23,045	29,540	37,979	45,368	26,907	33,544	43,619
% y/y		28.2%	28.6%	19.5%	16.8%	24.7%	30.0%
Điều chỉnh					-8.9%	-11.7%	-3.9%
Lợi nhuận thuần	18,447	23,605	30,349	36,253	21,501	26,804	34,855
% y/y		28.0%	28.6%	19.5%	16.6%	24.7%	30.0%
Điều chỉnh					-8.9%	-11.7%	-3.9%

Nguồn: VCB; HSC Research

Triển vọng tích cực nhưng định giá đã ở mức cao

HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu là 113.800đ (tiềm năng tăng giá: 13,9%) do tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá về cuối năm 2022 đã cân đối phần lớn tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận năm 2021-2023

VCB có diễn biến giá cổ phiếu kém khả quan nhất trong số các cổ phiếu ngân hàng HSC khuyến nghị trong 12 tháng qua. Giá VCB đi ngang trong khi giá cổ phiếu ngân hàng tăng bình quân 93% (không tính VCB). Việc các NHTM có vốn nhà nước (như VCB) có trách nhiệm nhiều hơn trong giảm lãi suất cho vay, tái cơ cấu các khoản vay và "đi đầu" trong chủ động trích lập dự phòng trong đại dịch; bên cạnh việc định giá

của VCB luôn ở mức cao so với các NHTM khác đã ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Mức định giá phụ trội của VCB so với các ngân hàng khác đã thu hẹp từ hơn 100% trong giai đoạn 2017-2020 xuống còn 58% vào ngày 15/12/2021. Hiện P/B dự phóng 1 năm của VCB thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 2,6 lần (bình quân từ đầu năm 2017).

Biểu đồ 2: P/B dự phóng lịch sử 1 năm của VCB

Hiện cổ phiếu VCB giao dịch với P/B là 2,6 lần ...



Nguồn: Bloomberg; HSC Research

Biểu đồ 3: Độ lệch chuẩn so với P/B bình quân, VCB

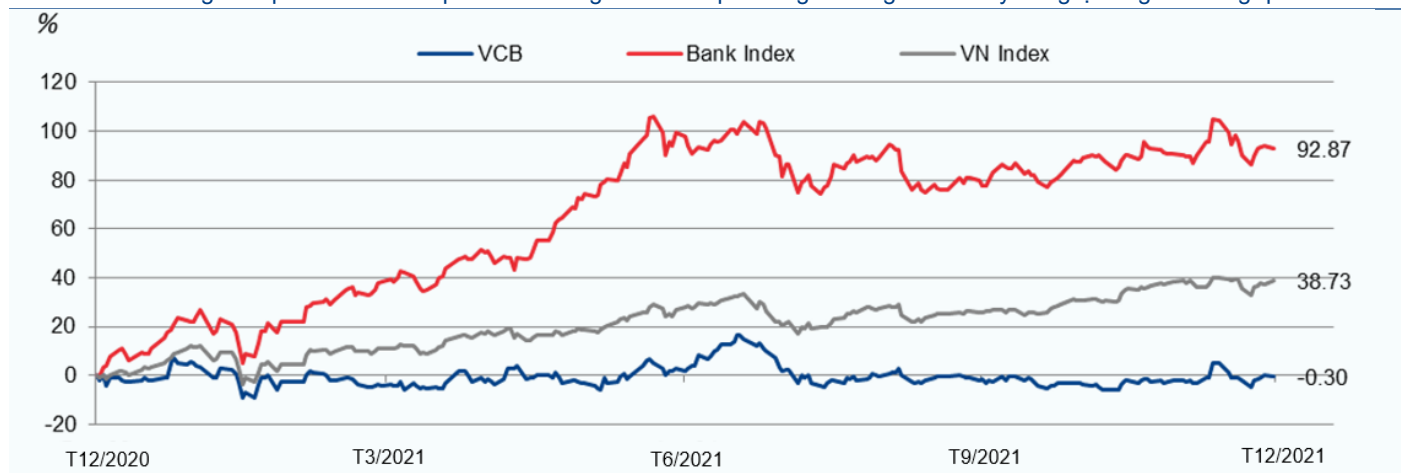
... thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ đầu năm 2017)



Nguồn: Bloomberg; HSC Research

Biểu đồ 4: Diễn biến giá cổ phiếu

VCB có diễn biến giá cổ phiếu kém khả quan nhất trong số các cổ phiếu ngân hàng HSC khuyến nghị trong 12 tháng qua



Lưu ý: Dữ liệu ngày 13/12, 2021. Nguồn: Bloomberg; HSC Research

Biểu đồ 5: Chênh lệch định giá, VCB so với các ngân hàng trong hệ thống

Chênh lệch định giá cổ phiếu VCB đã thu hẹp đáng kể trong năm qua; chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu VCB sẽ ổn định ở mức hiện tại trong 1 năm



Nguồn: HSC Research

Các yếu tố bản của VCB vẫn vững chắc, gồm (1) chất lượng tài sản dẫn đầu, (2) lợi thế chi phí huy động thấp giúp tận dụng được sự tăng trưởng mạnh của ngành ngân

hàng bán lẻ, và (3) có cơ sở khách hàng lớn, tạo dư địa cải thiện thu nhập HĐ dịch vụ.

HSC cho rằng room khối ngoại của VCB vẫn còn và kế hoạch phát hành riêng lẻ (dự kiến được thực hiện trong nửa đầu năm 2022) nhiều khả năng sẽ là động lực cho giá cổ phiếu, đặc biệt là khi dòng tiền ngoại chảy vào thị trường. Tuy nhiên, với mặt bằng định giá cao so với các NHTM khác, chúng tôi thấy tiềm năng tăng giá là không còn nhiều. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Giảm dự báo lợi nhuận vì giảm giả định lãi thuần HĐ dịch vụ và nâng giả định chi phí dự phòng

Sau khi VCB công bố KQKD 9 tháng đầu năm 2021, HSC hạ 8,9% dự báo lợi nhuận năm 2021 xuống còn 21.501 tỷ đồng (tăng trưởng 16,6%) sau khi hạ giả định tổng thu nhập hoạt động và nâng giả định chi phí dự phòng. Theo đó, chúng tôi cũng lần lượt giảm 11,7% và 3,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023. Nói chung theo dự báo mới, lợi nhuận thuần giai đoạn 2020-2023 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 23,6% thay vì 25,3% trước đây.

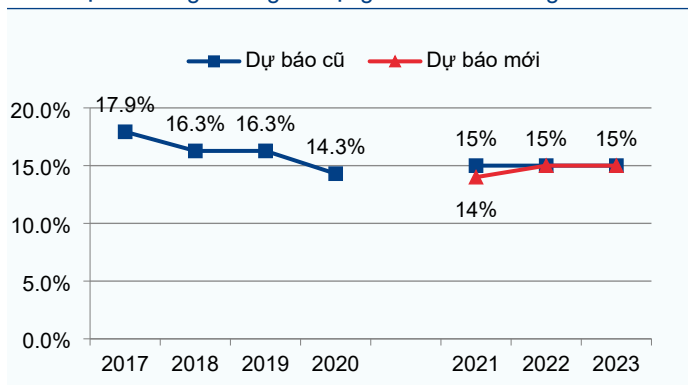
Giữ nguyên dự báo tín dụng nhưng hạ dự báo huy động

Tín dụng tăng 11,5% so với đầu năm (tăng 1,6% so với quý trước), cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng của ngành là khoảng 7,2%. Trong đó, cho vay khách hàng cá nhân và DNNVV (tăng 11,6% so với đầu năm) tăng trưởng mạnh hơn cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn (tăng 10,4% so với đầu năm). Về mặt huy động, tiền gửi khách hàng tăng mạnh trong Q3/2021 (tăng 5,4% so với quý trước và tăng 7,4% so với đầu năm). Tín dụng từ đầu năm tăng mạnh hơn huy động, từ đó hệ số LDR thuần tăng lên 84,5% từ 81,4% tại thời điểm cuối năm 2020.

Theo đó, HSC giảm 1% dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2021 (xuống 14%) và giữ nguyên dự báo cho năm 2022-2023 tại 15%. Chúng tôi cũng hạ 3% dự báo tăng trưởng huy động năm 2022 (còn 10%) và hạ 2% cho năm 2023 (còn 11%) vì cho rằng VCB sẽ tiếp tục nâng hệ số LDR để cải thiện hiệu quả sử dụng vốn.

Biểu đồ 6: Điều chỉnh dự báo tăng trưởng tín dụng, VCB

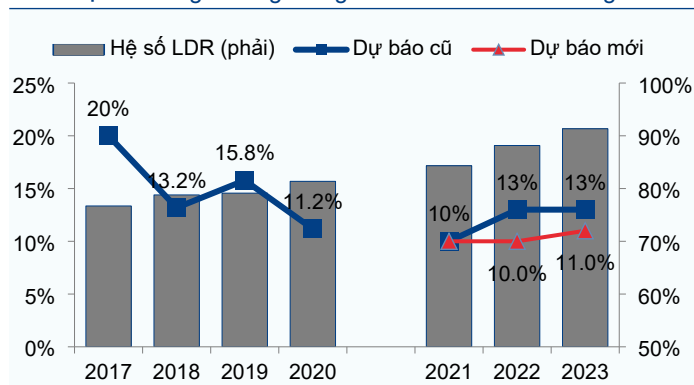
Giảm dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2021 xuống 14%



Nguồn: VCB; HSC Research

Biểu đồ 7: Điều chỉnh dự báo tăng trưởng tiền gửi, VCB

Giảm dự báo tăng trưởng tiền gửi năm 2022-2023 xuống 10%



Nguồn: VCB; HSC Research

Bảng 8: Tỷ lệ NIM thực hiện và dự báo, VCB

Điều chỉnh tăng dự báo tỷ lệ NIM nhờ chi phí tín dụng giảm đáng kể và hệ số LDR cao

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lợi suất gộp – dự báo cũ	5.70%	6.18%	5.71%	5.91%	6.04%	6.12%
Lợi suất gộp – dự báo mới				5.42%	5.79%	6.16%
Điều chỉnh (ppt)				-0.49%	-0.25%	0.05%
Chi phí huy động – dự báo cũ	2.81%	3.15%	2.84%	3.05%	3.08%	3.08%
Chi phí huy động – dự báo mới				2.35%	2.56%	2.85%
Điều chỉnh (ppt)				-0.70%	-0.52%	-0.23%
Tỷ lệ NIM – dự báo cũ	2.90%	3.16%	2.99%	3.06%	3.20%	3.28%
Tỷ lệ NIM – dự báo mới				3.21%	3.43%	3.57%
Điều chỉnh (ppt)				0.15%	0.22%	0.29%

Nguồn: VCB; HSC Research

Nâng dự báo tỷ lệ NIM, giảm dự báo lợi suất gộp và chi phí huy động

Tỷ lệ NIM Q3/2021 giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước xuống còn 3,26% với lợi suất gộp giảm 23 điểm cơ bản so với quý trước xuống còn 5,51% và chi phí huy động

tăng 5 điểm cơ bản so với quý trước lên 2,39%. Tác động của các gói cho vay hỗ trợ lãi suất ở VCB nhìn chung không nghiêm trọng như ở các ngân hàng khác. Tính chung 9 tháng đầu năm 2021, tỷ lệ NIM bình quân đạt 3,33% (tăng 26 điểm cơ bản so với cùng kỳ) nhờ chi phí huy động (giảm 90 điểm cơ bản so với cùng kỳ) giảm mạnh hơn lợi suất gộp (giảm 63 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

VCB đã hy sinh 4.900 tỷ đồng thu nhập từ lãi để hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19. Trong năm 2021, VCB đã có kế hoạch cho gói hỗ trợ 7.400 tỷ đồng, nghĩa là Ngân hàng dự kiến sẽ hy sinh thêm 2.500 tỷ đồng thu nhập từ lãi trong Q4/2021.

Dựa trên xu hướng lãi suất cho tới nay, HSC cho rằng:

- Lãi suất huy động nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ từ đáy trong 9 tháng đầu năm 2021;
- Các gói hỗ trợ lãi suất trong năm 2022-2023 sẽ có quy mô nhỏ hơn năm 2021;
- VCB sẽ có động thái giảm tăng trưởng huy động nhằm cải thiện hệ số LDR; và
- VCB sẽ tiếp tục tập trung vào mảng ngân hàng bán lẻ có lợi suất cao hơn.

HSC hạ giả định lợi suất gộp năm 2021 (giảm 49 điểm cơ bản) và năm 2022 (giảm 25 điểm cơ bản) nhưng nâng giả định cho năm 2023 (tăng 5 điểm cơ bản). Chúng tôi cũng hạ giả định chi phí huy động năm 2021 (giảm 70 điểm cơ bản), 2022 (giảm 52 điểm cơ bản) và năm 2023 (giảm 23 điểm cơ bản). Theo đó, HSC lần lượt nâng 15 điểm cơ bản giả định tỷ lệ NIM cho năm 2021, nâng 22 điểm cơ bản cho năm 2022 và nâng 29 điểm cơ bản cho năm 2023.

Trong số các NHTM chúng tôi khuyến nghị, VCB có lãi suất cho vay thấp nhất và từ đó tạo điều kiện để Ngân hàng nâng lãi suất trong tương lai mà vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh, đặc biệt là trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ.

Thu nhập HĐ dịch vụ thấp hơn kỳ vọng

Tổng thu nhập ngoài Q3/2021 lãi giảm 1,3% so với cùng kỳ xuống còn 2.825 tỷ đồng, chủ yếu là vì lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 10,3% so với cùng kỳ và thu nhập từ thu hồi nợ xấu giảm 16,3% so với cùng kỳ; trong khi lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối tăng ổn định (tăng 13,4% so với cùng kỳ và tăng 19% so với quý trước).

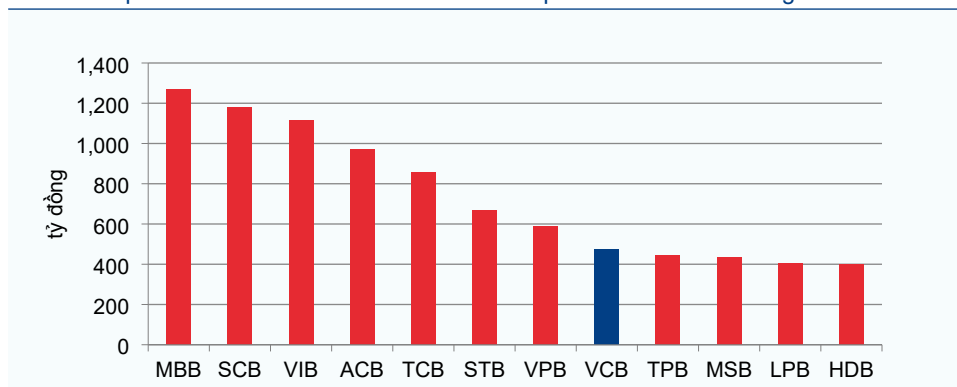
Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021, thu nhập ngoài lãi đạt 10.236 tỷ đồng (tăng 16,7% so với cùng kỳ), nhờ lãi thuần HĐ dịch vụ (tăng 41,1% so với cùng kỳ vì có thêm phí bancassurance trả trước trong 9 tháng đầu năm 2021 so với 9 tháng đầu năm 2020) tăng mạnh và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối (tăng 8,1% so với cùng kỳ) tăng khá tốt.

Thu nhập dịch vụ thanh toán và tài trợ thương mại giảm vì tác động của dịch Covid-19 và việc miễn phí dịch vụ thẻ là nguyên nhân chính khiến cho lãi thuần HĐ dịch vụ có kết quả kém khả quan. Theo VCB, Ngân hàng đã bị giảm thị phần thanh toán quốc tế & tài trợ thương mại (còn 15,4% trong 9 tháng đầu năm 2021 so với 16% trong năm 2020). Hoạt động xuất nhập khẩu đã chịu tác động tiêu cực của dịch bệnh trong năm 2020-2021, đặc biệt là ở các doanh nghiệp trong nước. Mặc dù hoạt động xuất nhập khẩu tăng trưởng mạnh trong năm 2021, nhưng sự tăng trưởng chủ yếu đến từ các doanh nghiệp FDI (thường sử dụng dịch vụ của các ngân hàng nước ngoài). Xu hướng này lý giải cho kết quả kém khả quan của hoạt động thanh toán và tài trợ thương mại của VCB.

Trong khi đó, thu nhập từ bancassurance sát kỳ vọng của HSC. Hoa hồng bancassurance 9 tháng đầu năm 2021 đạt 475 tỷ đồng (kế hoạch cả năm 2021 của VCB là 500 tỷ đồng và dự báo của HSC là 620 tỷ đồng). So với nhiều NHTM tư nhân, mức thu nhập từ bancassurance của VCB không mấy ấn tượng. Nhưng chúng tôi tin rằng VCB có khả năng đẩy mạnh mảng bancassurance hơn nhiều nhờ có mạng lưới rộng và cơ sở khách hàng lớn (16 triệu khách hàng). Theo đó, HSC kỳ vọng hoa hồng bancassurance sẽ tăng 69% trong năm 2022 và tăng 56% trong năm 2023.

Biểu đồ 9: Thu nhập phí bancassurance bình quân (APE) trong 9 tháng đầu năm 2021, top 10 ngân hàng HSC khuyến nghị

Doanh thu phí bancassurance của VCB vẫn chưa phản ánh hết tiềm năng



Nguồn: Media; HSC Research

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo thu nhập ngoài lãi từ HĐKD, VCB

Dự báo thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	2020	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,609	8,901	10,955	13,261	7,604	9,358	11,613
y/y (%)		34.7%	23.1%	21.1%	15.1%	23.1%	24.1%
% dự báo mới so với dự báo cũ					-14.6%	-14.6%	-12.4%
Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối	3,906	4,375	4,900	5,488	4,297	4,727	5,199
y/y (%)		12.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% dự báo mới so với dự báo cũ					-1.8%	-3.5%	-5.3%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2	2	2	2	2	2	2
y/y (%)		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% dự báo mới so với dự báo cũ					0.0%	0.0%	0.0%
Thu nhập khác	1,800	2,046	3,006	4,062	2,430	2,673	3,046
y/y (%)		13.7%	46.9%	35.1%	35.0%	10.0%	13.9%
% dự báo mới so với dự báo cũ					18.8%	-11.1%	-25.0%
Thu nhập từ góp vốn cổ phần	457	479	503	529	277	291	305
y/y (%)		5.0%	5.0%	5.0%	-39.4%	5.0%	5.0%
% dự báo mới so với dự báo cũ					-42.3%	-42.3%	-42.3%
Tổng thu nhập ngoài lãi từ HĐ kinh doanh	12,774	15,804	19,367	23,342	14,610	17,051	20,166
y/y (%)		23.7%	22.5%	20.5%	14.4%	16.7%	18.3%
% dự báo mới so với dự báo cũ					-7.6%	-12.0%	-13.6%

Nguồn: VCB; HSC Research

Từ đó, chúng tôi giảm 14,6% dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ năm 2021, giảm 14,6% năm 2022 và giảm 12,4% năm 2023. Nói chung, lãi thuần HĐ dịch vụ giai đoạn 2020-2023 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR là 20,7%.

HSC giảm dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ năm 2021 nhưng bù lại nâng dự báo thu nhập khác (thu nhập từ thu hồi nợ xấu). Bảng 10 trình bày chi tiết thay đổi trong dự báo thu nhập ngoài lãi của chúng tôi.

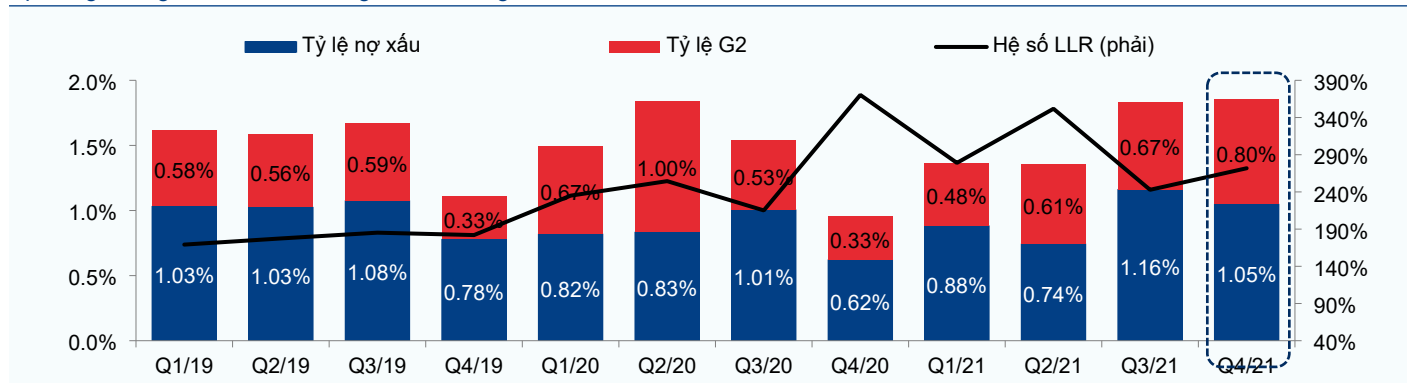
Áp lực lên chất lượng tài sản gia tăng

HSC thấy áp lực lên chất lượng tài sản của VCB tăng lên trong Q3/2021. Tổng nợ xấu tăng 59% (tăng 108% so với đầu năm) lên 10.884 tỷ đồng và VCB mới chỉ xóa 210 tỷ đồng nợ xấu (bằng 0,02% dư nợ cho vay) trong Q3/2021 trong khi nợ xấu mới hình thành là 4.229 tỷ đồng (bằng 0,45% dư nợ cho vay). Theo đó tỷ lệ nợ xấu giảm còn 1,16% (so với 0,74% tại thời điểm cuối Q2/2021 và 0,62% tại thời điểm cuối năm 2020). Hệ số LLR giảm còn 243% từ 352% tại thời điểm cuối Q2/2021 nhưng vẫn là mức cao nhất trong ngành ngân hàng.

Nợ tái cơ cấu Q3/2021 tăng đáng kể lên 9.000 tỷ đồng (tăng 120% so với quý trước), chiếm 0,96% dư nợ cho vay của VCB. Dư nợ cho vay đối với khách hàng có nợ tái cơ cấu chiếm khoảng 4-5% dư nợ cho vay. Ba ngành chiếm phần lớn nợ xấu và nợ tái cơ cấu là vận tải (bao gồm hàng không), khách sạn nghỉ dưỡng và BĐS thương mại.

Biểu đồ 11: Nợ xấu & và hệ số LLR, VCB

Áp lực gia tăng đối với chất lượng tài sản trong Q3/2021



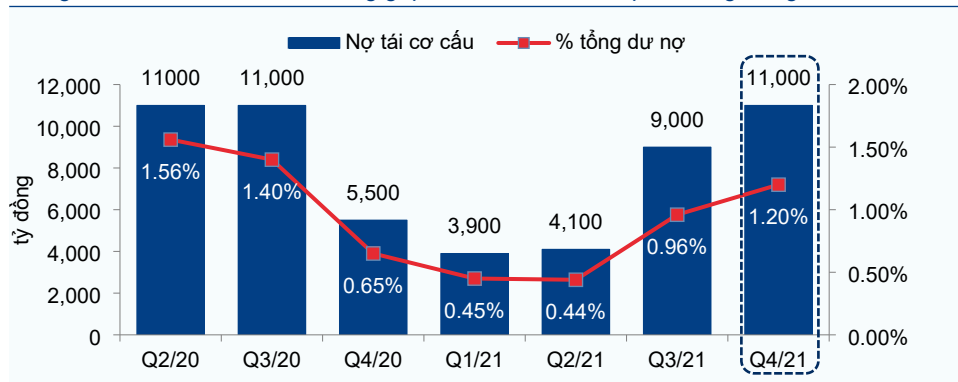
Nguồn: VCB, HSC Research

HSC cho rằng nợ tái cơ cấu Q4/2021 sẽ tiếp tục tăng lên khoảng 11-12 nghìn tỷ đồng, tương đương mức đỉnh trong năm ngoái. Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng cần trích lập cho số nợ tái cơ cấu này là khoảng 15 nghìn tỷ đồng và VCB đã tích cực trích lập trong năm 2020-2021 là 10 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, HSC cho rằng áp lực trích lập dự phòng vẫn cao trong năm 2022 vì VCB sẽ trích lập xong số dự phòng cần thiết còn lại. Áp lực dự phòng nhiều khả năng sẽ giảm xuống về cuối năm 2022 và trong năm 2023.

Tóm lại, HSC lần lượt nâng 22% và 22,3% dự báo chi phí dự phòng năm 2021 và 2022 nhưng giảm 3% dự báo chi phí dự phòng năm 2023. Nói chung, chúng tôi cho rằng chi phí tín dụng sẽ đạt đỉnh là 1,23% vào năm 2021 và giảm về 1,08% trong năm 2022 và 0,83% trong năm 2023.

Biểu đồ 12: Nợ tái cơ cấu, VCB

Trong Q3/2021, nợ tái cơ cấu tăng gấp đôi và có thể tiếp tục tăng trong Q4/2021



Nguồn: VCB, HSC Research

Bảng 13: Điều chỉnh dự báo chi phí dự phòng, VCB

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.62%	0.85%	0.88%	0.95%	1.05%	1.10%	1.00%	0.20%	0.22%	0.05%
Chi phí tín dụng (%)	1.26%	1.00%	0.87%	0.84%	1.23%	1.08%	0.83%	0.23%	0.20%	-0.02%
Nợ xấu mới hình thành (%)	0.28%	1.13%	0.89%	0.71%	0.82%	0.82%	0.82%	-0.31%	-0.06%	0.11%

Nguồn: VCB, HSC Research

Định giá & khuyến nghị

HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống còn 113.800đ (tiềm năng tăng giá: 13,9%) do tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá về cuối năm 2022 đã cân đối phần lớn tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận năm 2021-2023. Sau một năm giá cổ phiếu diễn biến kém khả quan, hiện cổ phiếu VCB có P/B dự phóng 1 năm thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ với chênh lệch định giá với các NHTM khác đã thu hẹp so với mức bình thường (mặc dù vẫn khá cao). Nền tảng cơ bản của VCB vẫn rất vững chắc và triển vọng 2022-2023 tươi sáng hơn. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Giảm nhẹ giá mục tiêu

HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu tại 113.800đ (tiềm năng tăng giá: 13,9%) với những thay đổi chính trong giả định định giá như sau:

- Lần lượt giảm 8,9%; 11,7% và 3,9% dự báo lợi nhuận năm 2021, 2022 và 2023.
- Chuyển thời điểm định giá về cuối năm 2022.

Kết quả định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư của chúng tôi được trình bày trong Bảng 13 dưới đây:

Bảng 14: Định giá theo thu nhập thặng dư, VCB

(triệu đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	21,500,896	26,804,276	34,855,279	37,942,516	41,156,539	42,802,800
- Chi phí vốn CSH	10,059,065	11,744,689	16,761,591	19,770,998	23,177,630	24,104,735
Lợi nhuận thặng dư	11,441,831	15,059,587	18,093,688	18,171,518	17,978,909	18,698,065
Giá trị dài hạn của LN thặng dư					279,075,602	
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00000	1.10700	1.22545	1.35657	1.50173	
Giá trị hiện tại	11,441,831	13,603,963	14,764,946	13,395,173	197,808,827	
Giá trị số sách đầu kỳ	94,009,955	109,763,447	156,650,382	184,775,687	216,613,361	225,277,895
Chi phí vốn CSH (%)	10.70%	10.70%	10.70%	10.70%	10.70%	10.70%
Chi phí vốn CSH	10,059,065	11,744,689	16,761,591	19,770,998	23,177,630	24,104,735
Vốn CSH đã đầu tư		156,650,382				
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư		265,207,211				
Giá trị vốn CSH		421,857,593				
Số lượng cổ phiếu		3,708,877,448				
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (đồng)		113,763				

Nguồn: HSC Research

Bảng 15: Phân tích độ nhạy, VCB

Lãi suất phi rủi ro	Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn				
	1%	2%	3%	4%	5%
1%	99,208	103,709	109,379	116,741	126,687
2%	97,889	102,341	107,949	115,232	125,069
3%	96,588	100,992	106,539	113,763	123,474
4%	95,303	99,660	105,147	112,274	121,900
5%	94,035	98,345	103,774	110,824	120,348

Nguồn: HSC Research

Triển vọng tích cực nhưng định giá vẫn tương đối cao

VCB có diễn biến giá cổ phiếu kém khả quan nhất trong số các cổ phiếu ngân hàng HSC khuyến nghị trong 12 tháng qua. Giá VCB đi ngang trong khi giá cổ phiếu ngân hàng tăng bình quân 93% (không tính VCB). Việc các NHTM có vốn nhà nước (như VCB) có trách nhiệm nhiều hơn trong giảm lãi suất cho vay, tái cơ cấu các khoản vay và “đi đầu” trong chủ động trích lập dự phòng trong đại dịch; bên cạnh việc định giá của VCB luôn ở mức cao so với các NHTM khác đã ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Mức định giá phụ trội của VCB so với các ngân hàng khác đã thu hẹp từ hơn 100% trong

giai đoạn 2017-2020 xuống còn 58% vào ngày 15/12/2021. Hiện P/B dự phóng 1 năm của VCB thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 2,6 lần (bình quân từ đầu năm 2017).

Biểu đồ 16: P/B trượt dự phóng lịch sử 1 năm của VCB

Hiện cổ phiếu VCB giao dịch với P/B là 2,6 lần ...



Nguồn: Bloomberg; HSC Research

Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn so với P/B bình quân, VCB

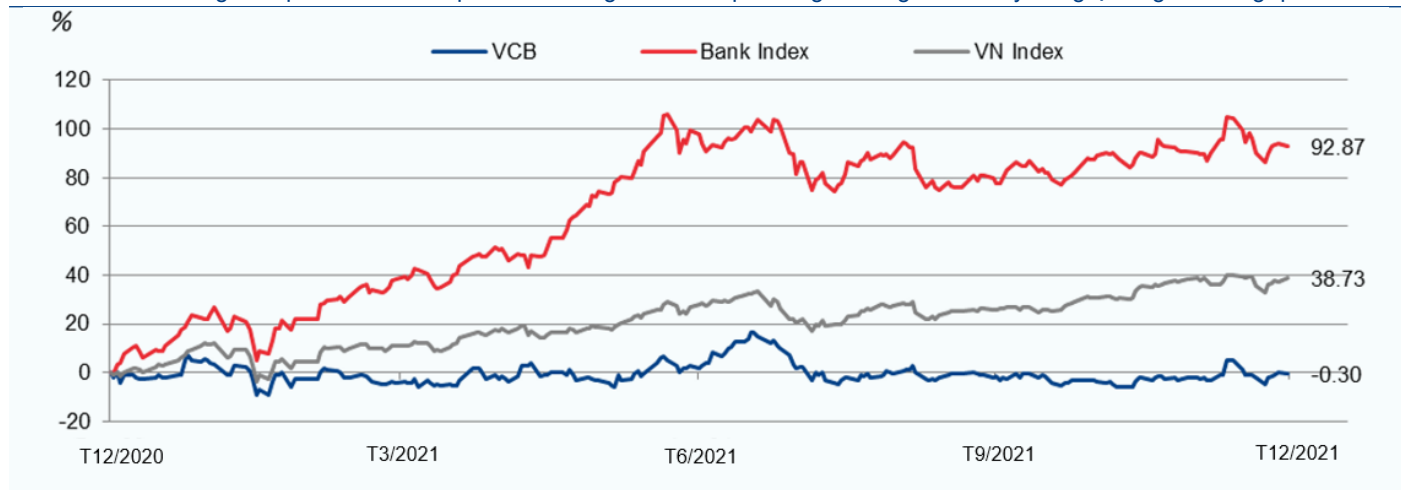
... thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ (từ đầu năm 2017)



Nguồn: Bloomberg; HSC Research

Biểu đồ 18: Diễn biến giá cổ phiếu

VCB có diễn biến giá cổ phiếu kém khả quan nhất trong số các cổ phiếu ngân hàng HSC khuyến nghị trong 12 tháng qua



Lưu ý: Dữ liệu ngày 13/12, 2021. Nguồn: Bloomberg; HSC Research

Các yếu tố bản của VCB vẫn vững chắc, gồm (1) chất lượng tài sản tốt nhất, (2) lợi thế chi phí huy động thấp giúp tận dụng được sự tăng trưởng mạnh của ngành ngân hàng bán lẻ, và (3) có cơ sở khách hàng lớn, tạo dư địa cải thiện thu nhập HĐ dịch vụ.

HSC cho rằng room khối ngoại của VCB vẫn còn và kế hoạch phát hành riêng lẻ (sẽ thực hiện trong nửa đầu năm 2022) nhiều khả năng sẽ là động lực cho giá cổ phiếu, đặc biệt là khi dòng tiền ngoại chảy vào thị trường. Tuy nhiên, với mặt bằng định giá cao so với các NHTM khác, chúng tôi thấy tiềm năng tăng giá không còn cao. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Bảng 19: So sánh với các cổ phiếu khác trong hệ thống ngân hàng

Mã CK	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	P/B (lần)			P/E (lần)			ROAE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu	
				Đông	Đông	Đông	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2022
VCB	99,900	Tăng tỷ trọng	113,800	3.38	2.56	2.17	17.2	14.4	11.5	21.1	20.1	20.4	19.7	25.1	2.92	2.47
BID	44,900	Nắm giữ	44,000	2.21	1.98	1.72	16.9	11.8	8.9	12.9	16.9	20.0	42.8	33.3	1.94	1.69
CTG	32,250	Mua vào	43,000	1.60	1.38	1.18	8.7	6.8	5.7	19.5	21.8	22.1	28.9	18.2	1.84	1.57
TCB	50,200	Mua vào	61,800	1.94	1.58	1.30	10.6	8.7	7.2	20.1	20.2	19.8	23.0	20.3	1.95	1.60
VPB	34,650	Tăng tỷ trọng	40,778	1.75	1.46	1.21	12.7	10.1	8.3	17.7	16.7	17.1	25.8	22.7	1.72	1.43
ACB	33,400	Mua vào	43,500	1.98	1.53	1.19	9.1	6.6	5.5	24.5	26.2	24.5	38.3	20.8	1.99	1.55
MBB	28,500	Mua vào	35,500	1.81	1.52	1.27	9.2	7.7	6.5	21.7	21.4	21.2	19.7	18.0	1.90	1.58
HDB	30,050	Tăng tỷ trọng	31,520	2.03	1.68	1.39	10.4	9.4	7.8	20.9	19.6	19.5	10.2	20.7	1.76	1.45
VIB	43,700	Tăng tỷ trọng	42,100	2.82	2.19	1.76	11.3	9.6	7.9	28.3	25.5	24.6	17.3	21.4	2.11	1.69
TPB	52,000	Tăng tỷ trọng	50,600	2.36	1.91	1.55	12.0	10.2	8.1	21.9	20.8	21.2	18.6	25.5	1.86	1.51
OCB	26,950	Tăng tỷ trọng	32,100	1.70	1.40	1.15	8.9	7.8	6.6	21.3	19.6	19.2	13.2	18.6	1.67	1.37
LPB	22,500	Tăng tỷ trọng	27,800	1.66	1.43	1.23	9.8	7.4	7.3	17.0	20.5	18.2	31.8	1.6	1.76	1.51
STB	28,350	Mua vào	33,500	1.56	1.41	1.24	16.1	12.4	9.0	10.3	11.6	13.9	29.4	38.7	1.66	1.46
Bình quân ngành				2.29	1.85	1.56	13.0	10.4	8.4	20.6	20.8	20.6	24.1	20.5	2.12	1.78
Bình quân các NHTMCP có vốn nhà nước				2.69	2.15	1.84	15.3	12.1	9.6	19.7	20.1	20.1	30.5	25.5	2.43	2.00
Bình quân các ngân hàng				1.96	1.60	1.32	11.1	9.0	7.4	21.5	21.2	20.6	22.0	18.8	1.86	1.53

Lưu ý: Giá cổ phiếu, dữ liệu ngày 15/12/2021
 Nguồn: HSC Research

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Thu nhập lãi	67.7	69.2	70.5	82.0	98.1
Chi phí lãi	(33.1)	(32.9)	(28.8)	(33.5)	(41.3)
Thu nhập lãi thuần	34.5	36.3	41.7	48.5	56.8
Lãi thuần HD dịch vụ	4.31	6.61	7.60	9.36	11.6
Lãi thuần HD KDNH	3.38	3.91	4.30	4.73	5.20
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.25	0.46	0.28	0.29	0.31
Thu nhập khác	3.07	1.80	2.43	2.67	3.05
Tổng thu nhập HD	45.7	49.1	56.3	65.6	77.0
Chi phí HD	(15.9)	(16.0)	(18.4)	(20.9)	(23.6)
LN trước dự phòng	29.8	33.0	37.9	44.6	53.4
Chi phí dự phòng	(6.61)	(9.97)	(11.0)	(11.1)	(9.76)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	23.2	23.0	26.9	33.5	43.6
Chi phí thuế TNDN	(4.61)	(4.58)	(5.38)	(6.71)	(8.72)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.04)
Lợi nhuận thuần	18.6	18.5	21.5	26.8	34.9
EPS (đồng)	5,027	4,975	5,797	6,939	8,678
DPS (đồng)	800	800	800	800	800
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,697	3,709	3,709	3,863	4,016
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,709	3,709	3,709	4,016	4,016
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,709	3,709	3,709	4,016	4,016

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	13.8	15.1	18.1	20.4	19.7
Tiền gửi tại NHNN	34.7	33.1	40.9	43.7	41.6
Tiền gửi tại các TCTD khác	249	268	201	211	222
Chứng khoán kinh doanh	1.80	1.95	2.10	2.30	2.52
Các công cụ tài chính phái sinh	0.10	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	724	821	930	1,069	1,233
Tổng dư nợ cho vay	735	840	957	1,101	1,266
Dự phòng rủi ro	(10.4)	(19.2)	(27.3)	(31.8)	(32.7)
Chứng khoán đầu tư	168	157	173	184	196
CK đầu tư sẵn sàng để bán	35.7	42.1	46.4	51.0	56.1
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	132	115	127	133	140
Dự phòng rủi ro	(0.44)	(0.60)	(0.43)	(0.45)	(0.47)
Đầu tư dài hạn	2.46	2.24	2.58	2.58	2.58
Tài sản cố định	6.71	8.54	8.97	9.41	9.89
Tài sản khác	21.9	19.8	20.8	22.9	26.3
Tổng tài sản	1,223	1,326	1,397	1,565	1,753
Nợ phải trả	1,142	1,232	1,287	1,409	1,568
Tiền gửi của NHNN	92.4	41.2	16.5	17.3	19.0
Tiền gửi của các TCTD khác	73.6	104	77.7	81.6	97.9
Tổng tiền gửi KH	928	1,032	1,135	1,249	1,386
Trái phiếu và CCTG	21.4	21.2	22.3	23.4	25.8
Nợ khác	26.0	34.0	35.7	37.4	39.3
Vốn chủ sở hữu	80.8	94.0	110	157	185
Vốn điều lệ	37.1	37.1	47.3	50.4	50.4
Thặng dư vốn cổ phần	5.00	5.00	5.00	28.4	28.4
Lợi nhuận giữ lại	26.1	36.7	39.3	55.6	82.0
Quỹ & vốn khác của CSH	12.7	15.3	18.2	22.2	23.9
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	1,223	1,326	1,397	1,565	1,753
BVPS (đồng)	21,785	25,347	29,595	39,002	46,004

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	13.8	8.47	5.36	12.0	12.0
Tăng trưởng cho vay KH (%)	16.3	14.3	14.0	15.0	15.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	15.8	11.2	10.0	10.0	11.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	15.4	10.9	9.90	9.90	11.0
Tăng trưởng VCSH (%)	30.1	16.3	16.8	42.7	18.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	21.6	5.06	15.0	16.2	17.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	16.6	1.03	14.8	13.5	12.7
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	16.2	10.7	14.8	17.7	19.6
Tăng trưởng LNTT (%)	27.1	(0.70)	16.7	24.7	30.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	27.2	(0.70)	16.5	24.7	30.0
Chỉ số hiệu quả					
TN HD/Tổng TS BQ (%)	3.98	3.85	4.14	4.43	4.64
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.38)	(1.26)	(1.35)	(1.41)	(1.42)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.4	95.1	95.5	95.6	96.0
Tổng TN HD/nhân viên (tỷ đồng)	2.41	2.45	2.67	2.96	3.31
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	36.4	35.8	41.3	51.0	65.6
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	19.9	20.1	17.2	14.4	11.5
P/B (lần)	4.59	3.94	3.38	2.56	2.17
Lợi suất cổ tức (%)	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HD (%)	40.7	37.6	38.2	40.9	45.3
ROAA (%)	1.62	1.45	1.58	1.81	2.10
ROAE (%)	26.0	21.1	21.1	20.1	20.4
Chi phí huy động BQ (%)	3.15	2.85	2.35	2.56	2.85
Lợi suất góp BQ (%)	6.18	5.71	5.42	5.79	6.16
Lợi suất thuần (%)	3.03	2.87	3.07	3.24	3.31
Tỷ lệ NIM (%)	3.15	3.00	3.21	3.43	3.57
TN lãi thuần/Tổng TN HD (%)	9.43	13.5	13.5	14.3	15.1
Lãi thuần HD DV/Tổng TN HD (%)	75.6	74.0	74.1	74.0	73.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HD (%)	24.4	26.0	25.9	26.0	26.2
Tỷ lệ CIR (%)	34.7	32.7	32.7	31.9	30.6
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	15.9	16.1	13.8	11.5	9.22
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	9.34	9.46	9.63	9.87	10.6
VCSH/Tổng TS (%)	6.61	7.09	7.86	10.0	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	15.1	14.1	12.7	9.99	9.49
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.78	0.62	1.05	1.10	1.00
Hệ số LLR (%)	182	368	272	263	258
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	79.1	81.4	84.3	88.2	91.3
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	7.19	8.95	6.29	6.03	6.48
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	60.1	63.3	68.5	70.3	72.2
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	510	515	521	526	531
Số lượng nhân viên	18,945	20,062	21,065	22,118	23,224

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn