

MCK: CTG (HOSE)

NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM

BÁN

ĐỊNH GIÁ 34.350 VND**Chuyên viên : Huỳnh Tuấn Khánh****Email: khanh.ht@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 303****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 16/07/09) (VND)	50.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	-
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	-
Số CP đang lưu hành	1.125.297.280
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	56.265
P/E (EPS 2009E) (VND)	24,6
P/BV (BV 31/12/09) (VND)	3,9

Cơ cấu cổ đông đến thời điểm 03/07/2009

Cổ đông	Tỷ lệ
Cổ đông Nhà nước	89,23%
Nhà đầu tư chiến lược	1,81%
Cổ đông bên ngoài	8,96%

Tổng cộng 100,00%

Nguồn: BCB CTG

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam

Trụ sở: 108 Trần Hưng Đạo
Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (84.4) 39 421 030

Fax: (84.4) 39 421 032

Website: www.vietinbank.com.vn

TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

Dựa trên kết quả dự phóng, lợi nhuận sau thuế của Vietinbank trong năm nay có thể đạt 2.286 tỷ đồng, tăng trưởng khoảng 26,7% so với năm 2008. Tuy nhiên, với mức giá chào sàn 5 “chấm” (ngày 16/07/09), cổ phiếu CTG không rẻ và đang giao dịch ở mức P/E dự phóng khoảng 24 lần và hệ số P/BV ở mức 3,9 lần (tính trên giá trị sổ sách cuối năm 2009). Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cân nhắc bán khi giá thị trường chênh lệch cao so với mức định giá (34.300 đồng/CP). Đối với các nhà đầu tư có chiến lược dài hạn, có thể trở lại vị thế mua khi giá cổ phiếu CTG điều chỉnh giảm về mức hợp lý hơn.

Xét theo tiêu chí tăng trưởng, kết quả kinh doanh của Vietinbank trong năm 2008 ở mức cao so với toàn ngành, tỷ lệ lãi biên ròng được cải thiện đáng kể, nợ xấu ở mức thấp nhất trong khối NHTM quốc doanh. So với các NHTMCP khác, Vietinbank có ưu thế về mạng lưới CN/PGD dày đặc, lớn thứ 2 trên toàn quốc (chỉ sau Agribank) nên huy động vốn là một thế mạnh của ngân hàng.

Vietinbank tập trung nhiều vào hoạt động cho vay do có mối quan hệ với các DNNN và mạng lưới hoạt động rộng lớn. Sau khi cổ phần hóa, ngoài khai thác các lợi thế vốn có, Vietinbank cần phải phát triển các hình thức hoạt động ngoài lãi khác. Tuy nhiên, việc đẩy mạnh các hoạt động này đa dạng hóa nguồn thu nhập mạng lại cần đòi hỏi khá nhiều thời gian.

Song song với việc tăng trưởng tín dụng cao, tỷ lệ nợ xấu tăng lên vào cuối năm là điều khó tránh khỏi, hiệu quả kinh doanh của ngân hàng có thể bị ảnh hưởng khi việc quản trị rủi ro tín dụng không được kiểm soát chặt chẽ. Hơn nữa, chúng tôi lo ngại, hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu và khả năng khai thác tài sản của Vietinbank khá thấp so với các NHTMCP khác.

Kể từ khi Vietinbank công bố kế hoạch niêm yết hồi đầu tháng 6, cổ phiếu này mới thực sự được giao dịch sôi động và đặc biệt khi giá vượt qua ngưỡng 35.000 đồng/cổ phần. Với mức giá chào sàn 50.000 đồng chênh lệch hơn gấp đôi so với giá đầu trong phiên IPO 20.265 đồng/cổ phần, giá cổ phiếu CTG chắc chắn sẽ chịu ảnh hưởng do áp lực hiện thực hóa lợi nhuận của các nhà đầu tư mua trước đó là rất lớn.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn: tỷ đồng	2007	2008	Q1/09
Tổng thu nhập	6.649	8.694	1.931
Lợi nhuận trước thuế	1.529	2.436	1.206
Lợi nhuận sau thuế	1.149	1.804	1.205
Dư nợ cho vay	102.191	120.752	124.739
Huy động vốn	112.693	121.634	128.096
Vốn điều lệ	7.609	7.717	7.722
Vốn chủ sở hữu	7.350	7.351	7.352
Tổng tài sản	166.113	193.590	193.281
ROA (%)	0,7	1,0	-
ROE (%)	10,8	14,6	-

Nguồn: BCTC CTG

Ngày 16/07/2009

Thành lập Năm 1988
Nhân sự (1/1/2009) Hơn 14.400 CBNV
Quản trị - Điều hành

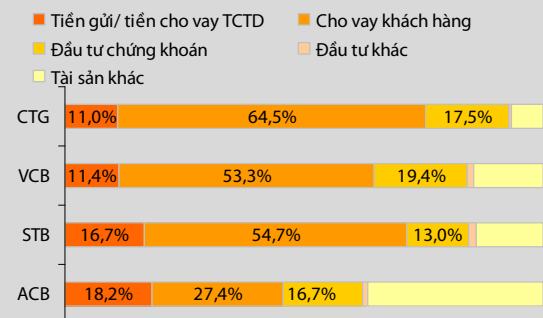
Tên	Chức vụ
Phạm Huy Hùng	CT HĐQT
Phạm Xuân Lập	Ủy viên HĐQT, TGD
Phạm Thị Hoàng Tâm	Ủy viên HĐQT
Đỗ Thị Thủy	Ủy viên HĐQT
Trần Xuân Châu	Ủy viên HĐQT
Nguyễn Hồng Vân	Ủy viên HĐQT

Các công ty trực thuộc và công ty liên doanh của Vietinbank tại 31/12/2008

Tên	VĐL	% SH
CT Cho thuê tài chính NHCTVN	300 tỷ	100%
CT Chứng khoán NHCTVN	500 tỷ	100%
CT Bất động sản và đầu tư tài chính NHCTVN	30 tỷ	100%
CT Bảo hiểm NHCTVN	300 tỷ	100%
NH Liên doanh Indovina	100 triệu USD	50%

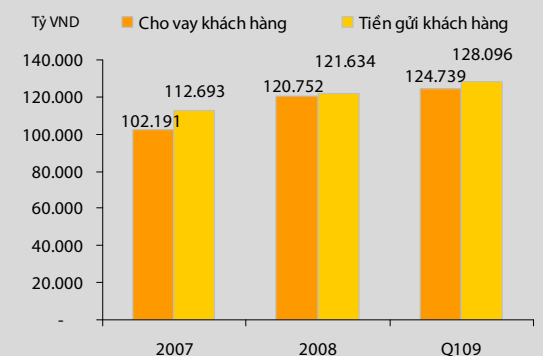
Nguồn: BCB CTG

Cơ cấu tài sản cuối quý I 2009



Nguồn: BCTC các ngân hàng

Tốc độ tăng trưởng huy động tiền gửi và cho vay khách hàng



Nguồn: BCTC CTG

NHTMCP Công Thương Việt Nam (Vietinbank) được thành lập từ năm 1988, là ngân hàng thứ hai trong bốn NHTM nhà nước lớn nhất tại Việt Nam thực hiện cổ phần hóa vào cuối năm 2008.

Thế mạnh lớn nhất của Vietinbank là mạng lưới hoạt động trải rộng trên toàn quốc, bao gồm 1 hội sở chính, 3 sở giao dịch, 150 chi nhánh, hơn 800 phòng/điểm giao dịch, 1042 máy rút tiền ATM, 05 văn phòng đại diện và 4 công ty con.

Hoạt động kinh doanh

Vietinbank ban đầu thành lập với nhiệm vụ chính là cung cấp vốn, thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng, chủ yếu là hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp nhà nước. Vì thế, cho đến nay Vietinbank vẫn tập trung vào các hoạt động truyền thống. Đối với các mảng dịch vụ ngân hàng như thanh toán quốc tế, trong nước, kiều hối và các hoạt động đầu tư chứng khoán, tự doanh, kết quả mang lại chưa thực sự tương xứng với quy mô.

Hoạt động cho vay

So với ACB, STB và Vietcombank, Vietinbank vẫn còn tập trung nhiều vào hoạt động tín dụng và tiền gửi, chiếm tỷ trọng xấp xỉ 75% trong cơ cấu tài sản tính cuối quý I/2009. Điều đó cho thấy lợi nhuận của ngân hàng phụ thuộc chủ yếu vào thu nhập từ lãi cho vay và tiền gửi.

Vietinbank được xem là ngân hàng phục vụ vốn cho các DNNN, nên đối tượng khách hàng truyền thống là các tập đoàn kinh tế như PVN, EVN, Tập đoàn than & khoáng sản, Tổng công ty thép, Vinaconex, Perolimes...

Bên cạnh đó, ngân hàng cũng tập trung phát triển các doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng cá nhân, tỷ trọng 2 nhóm này có xu hướng tăng lên lần lượt chiếm 50,2% và 24,1% trong cơ cấu dư nợ. Lĩnh vực cho vay tập trung vào 2 lĩnh vực chính là sản xuất chế biến và thương mại & dịch vụ.

Tuy vậy, thị phần tín dụng của Vietinbank đang giảm dần từ mức 15% năm 2006 xuống còn khoảng 9,1% tính đến cuối quý I 2009. Trong quý II 2009 dư nợ cho vay có sự tăng trưởng nhanh hơn, đạt 11% so với đầu năm tuy nhiên, nếu so với mức tăng của toàn ngành 17%, mức tăng này còn khá khiêm tốn. Chúng tôi cho là sự tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm là nhờ có sự thúc đẩy của gói hỗ trợ lãi suất. Hơn nữa, với quy mô và thị phần lớn, Vietinbank khó có thể mở rộng thêm thị phần của mình trước sự cạnh tranh ngày càng gay gắt hiện nay, nhất là các NHTMCP mới thành lập.

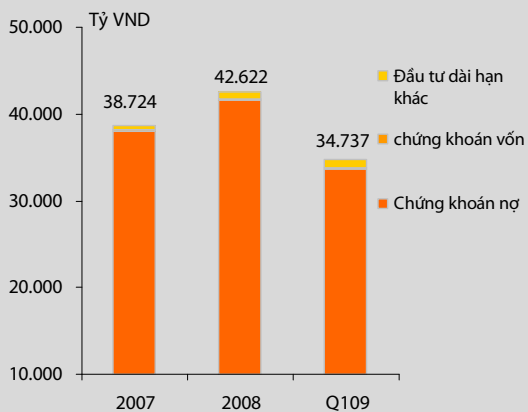
Huy động vốn

Xuất thân từ một NHTM nhà nước nên dễ dàng tiếp cận nguồn tiền vay từ NHNN và các TCTD khác, nhưng tỷ trọng hai kênh huy động này chỉ duy trì ở mức ổn định khoảng 4% - 5% trong các năm qua.

Chiếm phần lớn 70% trong cơ cấu nguồn vốn huy động là tiền gửi của khách hàng. Lợi thế của Vietinbank là có thâm niên trên thị trường tài chính và nhờ vào mối quan hệ khăng khít với các DNNN nên dễ dàng thu hút được nguồn vốn của các tập đoàn, tổng công ty lớn với chi phí huy động thấp. Tỷ trọng nguồn tiền gửi từ các doanh nghiệp này chiếm khoảng 40% trong tổng tiền gửi khách hàng.

Đối với nguồn tiền gửi từ dân cư, lãi suất huy động của Vietinbank khó có thể cạnh tranh với các NHTMCP khác, nhưng nhờ vào mạng lưới hoạt động

Cơ cấu các khoản đầu tư chứng khoán



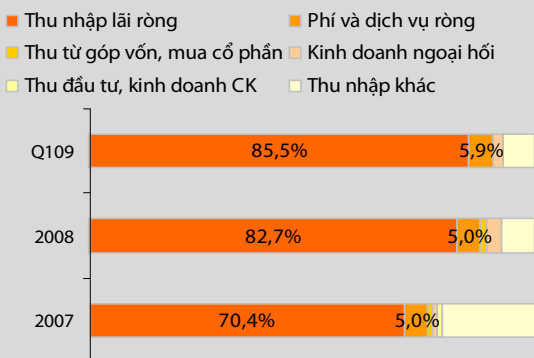
Nguồn: BCTC CTG

Danh sách các công ty Vietinbank đầu tư dài hạn

Công ty	Giá trị đầu tư (30/3/09) tỷ VND
NH TNHH Indovina	778,65
NHTMCP Sài Gòn Công Thương	80,16
NHTMCP Gia Định	12,77
Quý TDND Trung Ương	5,00
CT Đầu tư và kinh doanh vàng VN	1,50
CTCP Chuyển mạch Tài chính Quốc gia	15,00
CTCP Cao su Phước Hòa	22,29
CTCP Xi măng Hà Tiên 2	21,74
CTCP ĐT TC UDIC	0,11
CTCP ĐT PCB	0,38

Nguồn: BCTC CTG

Cơ cấu thu nhập



Nguồn: CTG

rộng khắp, tốc độ tăng trưởng kênh huy động này trong năm 2008 đạt 23% ở mức tương đối cao so với toàn ngành.

Hoạt động đầu tư chứng khoán

Tổng giá trị các khoản đầu tư tính đến cuối 2008 tăng 10% so với năm trước, chủ yếu đầu tư chứng khoán nợ tăng lên là chính.

So với các NHTMCP khác, hoạt động đầu tư Vietinbank ít chịu rủi ro hơn vì 97% danh mục đầu tư là các công cụ nợ như trái phiếu Chính phủ, tín phiếu kho bạc, trái phiếu các TCTD khác...Chúng tôi cho là với việc lãi suất giảm mạnh trong thời gian qua, khoản chứng khoán nợ đầu tư thêm trong năm 2008, ước tính 3.594 tỷ đồng, đã mang lại lợi nhuận cho ngân hàng.

Đối với hoạt động đầu tư cổ phiếu, góp vốn liên doanh và đầu tư dài hạn khác, chiếm phần lớn trong danh mục là ngành tài chính ngân hàng và hầu hết các khoản đầu tư được mua với giá thấp.

Vị thế của Vietinbank

Xét trên tiêu chí tổng tài sản, Vietinbank đứng thứ 4 trên thị trường (sau Agribank, BIDV và VCB) và chiếm 10% tổng tài sản toàn ngành, vốn chủ sở hữu hiện nay của Vietinbank chỉ đứng sau Vietcombank. Mạng lưới CN/PGD đứng thứ 2 toàn quốc sau Agribank.

Trong lĩnh vực phát hành thẻ nội địa, thị phần của Vietinbank chiếm khoảng 17% thị trường thẻ trong nước. Vietinbank đang nắm giữ khoảng 8,5% thị phần tài trợ thương mại nhập khẩu và 7,9% thị phần tài trợ thương mại xuất khẩu năm 2008.

	CTG	VCB	ACB	STB
Đơn vị: tỷ VND	Tính đến thời điểm quý I 2009			
LNST	1.205	1.111	360	357
Vốn điều lệ	11.253	12.101	6.356	5.116
Vốn chủ sở hữu	13.371	14.884	7.532	7.157
Dư nợ cho vay	124.739	117.445	37.447	40.759
Thị phần ước tính	9,1%	8,7%	2,8%	3,0%
Vốn huy động	128.096	147.524	74.788	56.871
Thị phần ước tính	6,8%	7,8%	3,9%	3,0%
Tổng tài sản	193.281	220.493	136.562	74.480
Số lượng CN/PGD*	680	199	199	248
Số CBNV*	14.400	9.220	4.600	5.400

(*) Tính đến thời điểm cuối năm 2008

Nguồn: VDSC tổng hợp

Tình hình tài chính

Kết quả kinh doanh trong năm vừa qua cho thấy, mặc dù phải đối mặt với nhiều yếu tố bất lợi từ nền kinh tế nhưng tổng thu nhập của Vietinbank vẫn đạt mức tăng trưởng khá 31% so với năm 2007.

Cơ cấu thu nhập không có nhiều sự thay đổi qua các năm, ngoại trừ tỷ trọng nguồn thu nhập lãi có sự tăng mạnh chiếm trên 82% tổng thu nhập.

Trong quý đầu năm 2009, thu nhập từ lãi vẫn là nguồn thu chủ đạo của ngân hàng, nhưng tỷ lệ lãi biên ròng (NIM) có sự giảm sút nhẹ ở mức 3,6% so với cả năm 2008 là 3,8%, có thể các khoản tiền gửi huy động cuối năm trước với chi phí cao vẫn còn tồn lại.

Ngày 16/07/2009

Tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập

Đv: %	2007	2008	Q1/09
Chi phí hoạt động	41,6	57,0	37,5
Chi phí dự phòng	35,4	15,0	0,0

Nguồn: CTG

So sánh tỷ lệ NPL, LDR

NPL (%)	2007	2008	Q1/09
CTG	1,02	1,11	1,57
VCB	3,30	4,60	4,10
STB	0,23	0,59	0,64
ACB	0,09	0,89	0,91
LDR (%)	2007	2008	Q1/09
CTG	89,2	97,5	95,5
VCB	68,9	71,8	79,6
STB	80,0	75,9	71,7
ACB	57,5	54,2	50,1

Nguồn: BCTC các ngân hàng

So sánh các chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lời trong năm 2008

Đv: %	CTG	VCB	ACB	STB
NIM	3,8	3,1	3,0	2,0
ROA	1,0	1,1	2,1	1,4
ROE	14,6	18,3	28,5	12,3

Nguồn: BCTC các ngân hàng

Kết quả dự phóng

Đv: tỷ VND	2007	2008	2009E
Tổng thu nhập	6.649	8.694	9.112
LNNT	1.529	2.436	3.048
LNST	1.149	1.804	2.286
EPS (VND)			2.032
Đv: tỷ VND	2007	2008	2009E
Cho vay KH	100.482	118.602	146.520
Tổng tài sản	166.113	193.590	234.438
Tiền gửi KH	112.693	121.634	152.043
Vốn chủ sở hữu	10.647	12.336	14.547
Tổng nguồn vốn	166.113	193.590	234.438

Chi phí quý cuối năm tăng lên đột biến dẫn đến tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng thu nhập cả năm tăng mạnh ở mức 57% so với năm 2007 là 42%. Trong khi đó, nhờ vào khoản hoàn nhập dự phòng rủi ro tín dụng cuối năm nên tỷ lệ chi phí dự phòng trên tổng thu nhập ở mức thấp 15%. Chính điều này dẫn đến lợi nhuận trước thuế cả năm 2008 có sự tăng trưởng cao 59% so với năm trước.

Trong quý I, tỷ lệ chi phí hoạt động giảm đáng kể, lợi nhuận sau thuế của ngân hàng đạt 1.205 tỷ, tương đương 66% cả năm 2008 là một kết quả rất ấn tượng. Tuy nhiên, Vietinbank vẫn chưa tính chi phí dự phòng rủi ro tín dụng và một số khoản chi phí phân bổ cả năm như chi phí lương và thuế TNDN chưa được hạch toán. Nếu trừ đi các khoản trên, lợi nhuận quý đầu năm 2009 chỉ khoảng 619 tỷ đồng.

Các chỉ tiêu tài chính

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức thấp nhất so với các NHTM nhà nước nhưng so với ACB, STB, nợ xấu của Vietinbank vẫn còn khá cao và đang có chiều hướng tăng lên, tính đến cuối quý I, nợ xấu chiếm 1,57% tổng dư nợ.

Tỷ lệ dư nợ cho vay trên vốn huy động (LDR)

Tính đến cuối quý I, tỷ lệ LDR ở mức 95,5% vẫn ở mức khá cao so với toàn ngành, điều đó cho thấy, tình hình thanh khoản của Vietinbank chưa có sự cải thiện đáng kể nào.

Chỉ số ROE, ROA trong năm 2008 lần lượt đạt 15% và 1%, tăng nhẹ so với năm 2007 là 11% và 0,7%. Nhưng so với ACB, STB, mức độ sử dụng vốn của Vietinbank vẫn còn yếu trong khi sử dụng đòn bẩy tài chính mức cao (khoảng 15 lần) so với toàn ngành.

Dự phóng – Định giá

Trong các tháng còn lại của năm, dự báo dư nợ cho vay sẽ khó đạt mức tăng trưởng cao, cùng với sự chênh lệch giữa lãi suất cho vay và huy động hiện nay đang bị thu hẹp dần nên thu nhập từ lãi cho vay ròng có thể bị giảm sút nhẹ trong nửa cuối năm.

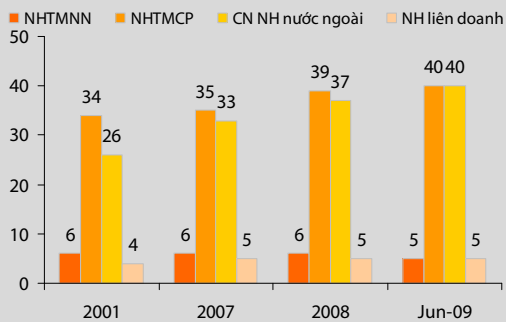
Các khoản thu nhập ngoài lãi được dự báo sẽ duy trì tương đương so với năm 2008, nhờ sự ổn định nguồn thu nhập từ phí & dịch vụ và thu nhập từ kinh doanh ngoại hối.

Chi phí hoạt động trong năm nay ước tính có khả năng thấp hơn so với năm trước nhưng chi phí dự phòng vẫn có dấu hiệu cải thiện đáng kể nào.

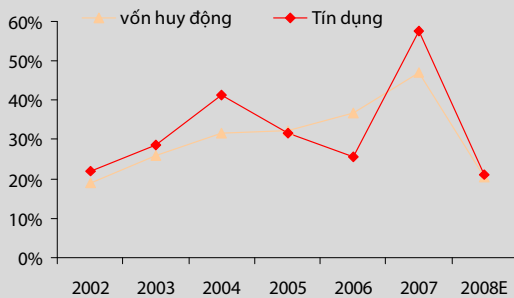
Kết quả định giá

Mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
P ₀ /E ₀	32.505	50%	16.253
P/BV	36.195	50%	18.098
Giá bình quân		100%	34.350

Giá trị ước tính của CTG dựa trên phương pháp P/E và P/BV thể hiện đặc thù tính thị trường. Do đó, kết quả định giá này có giá trị tham chiếu trong một khoảng thời gian nhất định và cần cân nhắc khi thị trường có những biến động đột biến.

Tăng trưởng về số lượng ngân hàng giai đoạn 2001 – 2008

Nguồn: NHNN

Tốc độ tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng và huy động vốn trong giai đoạn 2002-2008

Nguồn: NHNN, VDSC

TỔNG QUAN NGÀNH

Tính đến thời điểm hiện tại, hệ thống Ngân hàng VN gồm có 5 NHTM nhà nước, 40 NHTMCP, 40 chi nhánh NH nước ngoài và 5 NH liên doanh. Cho thấy ngành ngân hàng trong thời gian qua đã có sự tăng trưởng nhanh chóng về số lượng, đặc biệt là chi nhánh của các NH nước ngoài. Tuy nhiên, lĩnh vực tài chính đóng góp cho GDP (theo CIEC data, trong năm 2008 chỉ đóng góp 1,8%) vẫn còn thấp so với các nước trong khu vực.

Quy mô hoạt động của hệ thống ngân hàng VN cũng đã tăng lên đáng kể, đặc biệt là các mảng hoạt động truyền thống như huy động vốn và cho vay. Tuy vậy, sau một năm tăng trưởng nóng, hệ thống ngân hàng phải đối mặt với nhiều khó khăn. Tốc độ tăng trưởng tín dụng và huy động vốn trong năm 2008 lần lượt đạt khoảng 21% và 20%.

Sự bất ổn nền kinh tế trong nước nửa đầu năm 2008 đã ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh của các ngân hàng. Tỷ lệ lạm phát tăng cao, Chính phủ áp dụng các chính sách thắt chặt tiền tệ, khiến cho tình hình thanh khoản trở nên căng thẳng và dẫn đến cuộc chạy đua lãi suất huy động. Hoạt động tín dụng gần như bị tắt nghẽn, việc áp dụng trần lãi suất cho vay, hầu hết các ngân hàng đều không có lãi trong hoạt động động chủ chốt này. Đến nửa cuối năm sau, ngành ngân hàng đối mặt với sự suy thoái kinh tế thế giới, NHNN bắt đầu điều chỉnh giảm lãi suất cơ bản từ mức 14%/năm đầu tháng 6/2008 xuống còn 7% kể từ tháng 2/2009. Tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống tính đến cuối năm tăng lên 3,5%.

Dự báo

Ngành tài chính ngân hàng là một trong các ngành chịu tác động đầu tiên khi nền kinh tế có những biến động và cũng là ngành hồi phục trước tiên để tạo điều kiện cho nền kinh tế phục hồi và đi vào ổn định.

Các chính sách thắt chặt tiền tệ đã được nới lỏng linh hoạt, cùng với các gói kích cầu được quyết liệt thực hiện và tín dụng tiêu dùng được triển khai trở lại sau một thời gian tạm ngừng, tất cả sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các ngân hàng phát triển hoạt động tín dụng trong năm 2009. Tuy vậy, chúng tôi dự báo dư nợ cho vay khó có khả năng đạt mức tăng trưởng cao khi cơ hội mở rộng sản xuất kinh doanh của các DN vẫn còn mờ nhạt, một số DN vẫn chưa ổn định, nhất là các DN xuất khẩu trước tình hình kinh tế thế giới còn nhiều bất ổn.

Nợ xấu vẫn là bài toán khó đối với các ngân hàng. Nguồn vốn kích cầu đổ vào nền kinh tế khá mạnh và khó kiểm soát được đầu ra, khi dòng tiền vay từ ngân hàng không được đầu tư vào sản xuất kinh doanh mà chảy sang các kênh đầu tư khác thì rủi ro tín dụng năm nay sẽ rất lớn.

Lợi nhuận các ngân hàng trong năm nay khó trông chờ vào các khoản thu nhập bất thường. các khoản thu nhập đột biến từ mua bán trái phiếu, kinh doanh ngoại tệ sẽ không còn cao như năm 2008 do lãi suất và tỷ giá khó biến động mạnh trong năm nay.

Đv: tỷ VND

Tên NH	Vốn điều lệ	Năm 2008					Q1/2009	
		Tổng thu nhập	LNST	ROA	ROE	Cổ tức	Tổng thu nhập	LNST
VCB	12.101	8.903	2.520	1,1%	18,3%	12,0%	1.988	1.111
CTG	11.253	8.694	1.804	1,0%	14,6%	4,31%	1.931	1.204
ACB	6.356	4.239	2.211	2,1%	28,5%	33,8%	977	360
STB	5.116	2.454	955	1,4%	12,3%	15,0%	762	297



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.