

MCK: VCB (HOSE)

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

BÁN

ĐỊNH GIÁ 50.842**Chuyên viên : Huỳnh Tuấn Khánh****Email: khanh.ht@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 303****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá đóng cửa (06/07/2009)	58.500
Giá cao nhất (52 tuần)	60.500
Giá thấp nhất (52 tuần)	27.000
Số CP đang lưu hành	1.210.086.026
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	70.790
P/E 2009E	22,2
P/BV (Q I/2009)	4,8

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ (%)
SCIC (đại diện phần vốn NN)	90,72
Tổ chức trong nước	2,86
Tổ chức nước ngoài	2,47
Cá nhân trong nước	3,91
Cá nhân nước ngoài	0,04
Tổng cộng	100,00

Nguồn: VCB



Địa chỉ: Tòa nhà Vietcombank Tower 198
Trần Quang Khải Phường Lý Thái Tổ Quận
Hoàn Kiếm Hà Nội

Điện thoại: (84) 4 9 343 137

Fax: (84) 4 8 269 067

Website: www.vietcombank.com.vn

Dựa trên kết quả dự phóng của chúng tôi cho thấy lợi nhuận sau thuế của Vietcombank trong năm 2009 ước khoảng 3.187 tỷ đồng, tăng trưởng khá 26,4% so với năm trước. Với mức vốn điều lệ hiện nay 12.101 tỷ đồng thì giá trị EPS tương ứng 2.634 đồng. Như vậy, cổ phiếu VCB đang giao dịch với mức giá 58.500 đồng/CP (giá tham chiếu ngày 07/07) là thực sự không rẻ, tương đương với mức P/E dự phóng là 22 lần. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc bán thu lợi nhuận khi giá thị trường vượt 20% - 30% so với mức giá chúng tôi xác định (50.842 VND/CP, tương đương với giá trị vốn hóa là 61.523 tỷ VND) tùy theo lợi nhuận kỳ vọng và khả năng chịu rủi ro của từng nhà đầu tư.

Vietcombank là một trong 4 NH Quốc doanh hàng đầu Việt Nam, đứng thứ 3 về tổng tài sản và dẫn đầu về lợi nhuận trong năm 2008, chiếm thị phần lớn trong các lĩnh vực tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế, giao dịch ngoại tệ và kinh doanh thẻ. Tuy nhiên, với thị phần và quy mô lớn, hoạt động kinh doanh của Vietcombank sẽ ít có sự biến động trong thời gian tới, khả năng tăng trưởng cao chỉ trông chờ vào diễn biến thuận lợi của ngành ngân hàng và sự phục hồi của nền kinh tế nói chung.

Chúng tôi cũng muốn nhà đầu tư lưu ý trước bối cảnh kinh tế chưa có tín hiệu hồi phục rõ nét, hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN vẫn còn khó khăn, tỷ lệ nợ xấu tính đến cuối năm có thể tăng cao hơn so với mức dự phóng của chúng tôi, dẫn đến chi phí dự phòng tăng lên sẽ làm giảm lợi nhuận của Vietcombank.

Trước ngày chốt danh sách lưu ký chuẩn bị niêm yết (01/06), giá cổ phiếu VCB trên thị trường OTC giao dịch quanh mức 44.000-45.000 đồng/CP. Như vậy, tính đến thời điểm hiện tại, giá VCB đã tăng 33%. Sau phiên giao dịch chào sàn thành công với lượng dư mua trần hơn 4 triệu CP, sang ngày 01/07 đã có dấu hiệu các nhà đầu tư chốt lời trước kia mua trên thị trường OTC, giá cổ phiếu tăng yếu dần vào cuối phiên. Kết thúc phiên giao dịch ngày 06/07, giá đóng cửa VCB ở mức 58.500 đồng/CP.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản:

Đơn vị: Tỷ VND	2007	2008	Q1/09	KH 2009
Tổng thu nhập	5.763	8.903	1.988	-
Lợi nhuận trước thuế	3.192	3.324	1.460	3.320
Lợi nhuận sau thuế	2.398	2.520	1.111	2.490
Dư nợ cho vay	97.532	112.793	117.445	133.096
Tỷ lệ nợ xấu (%)	3,3	4,6	4,1	3,5
Huy động vốn	141.589	157.067	147.524	183.987
Vốn điều lệ	4.429	12.101	12.101	13.224
Vốn chủ sở hữu	13.552	13.790	14.884	-
Tổng tài sản	197.408	221.950	220.493	246.365
ROA (%)	1,21	1,14	-	-
ROE (%)	17,69	18,28	-	-

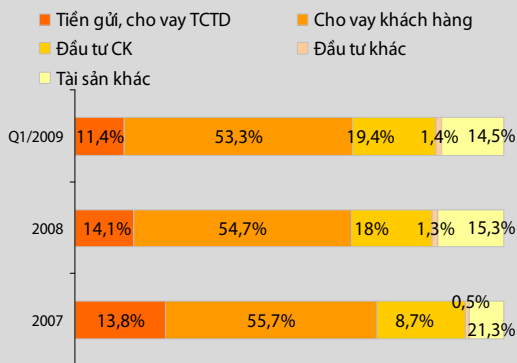
Nguồn: BCTC VCB, VDSC

Quản trị Điều hành

Nguyễn Hòa Bình, CT HĐQT
 Nguyễn Phước Thanh, TV HĐQT kiêm TGD
 Nguyễn Hữu Đức, TV HĐQT
 Nguyễn Thị Tâm, TV HĐQT
 Trần Trọng Độ, TV HĐQT
 Lê Thị Hoa, TV HĐQT
 Lê Thị Kim Nga, TV HĐQT

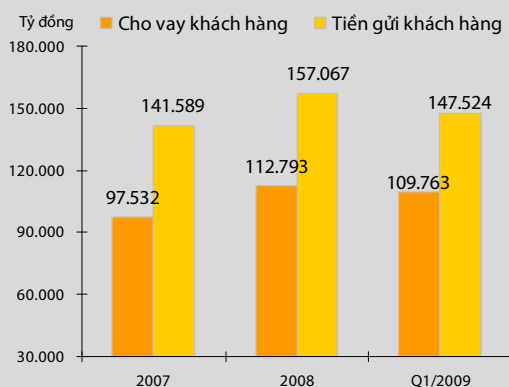
Tên công ty con	Tỷ lệ vốn góp
CT cho thuê tài chính NHNT Việt Nam	100%
CT TNHH Chứng khoán NHNT Việt Nam	100%
CT tài chính Việt Nam – Hồng Kông (Vinafico)	100%
CT TNHH Cao ốc Vietcombank 198	70%

Cơ cấu tài sản



Nguồn: BCTC VCB, VDSC

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



Nguồn: BCTC VCB

Vietcombank được thành lập từ năm 1962, là một trong 4 NH Quốc doanh Việt Nam, thực hiện CPH vào cuối năm 2007. Trải qua hơn 45 năm hoạt động, Vietcombank đã phát triển lớn mạnh với 1 hội sở, 1 sở giao dịch, 60 chi nhánh và 210 phòng giao dịch, 1 trung tâm đào tạo, 3 công ty con, 7 công ty liên doanh, liên kết cùng với đội ngũ cán bộ là 9.212 người. Ngoài ra, Vietcombank còn sở hữu một mạng lưới ATM lớn nhất Việt Nam với hơn 1.244 máy và 5.500 POS ở khắp các tỉnh thành trên cả nước.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Xuất thân là một NH Quốc doanh, có quá trình hình thành phát triển lâu dài và mối quan hệ với các DNNN, nên xây dựng được mạng lưới khách hàng lớn, đối tượng khách hàng hầu hết là các tập đoàn, tổng công ty. Vietcombank được đánh giá là ngân hàng có thể mạnh trong các hoạt động kinh tế đối ngoại và vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu trong các lĩnh vực kinh doanh này bao gồm tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế, kinh doanh ngoại tệ và kinh doanh thẻ.

Hoạt động cho vay

Hoạt động tín dụng và tiền gửi luôn chiếm một tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản qua các năm. Qua cơ cấu dư nợ cho vay, có thể thấy khách hàng cho vay chủ yếu là khối doanh nghiệp (90,4%) với các khách hàng lớn như PetroVietnam, EVN, Vinashin, Vinafood, Tổng công ty Thép Việt Nam... và lĩnh vực cho vay tập trung vào 2 lĩnh vực chính là sản xuất chế biến và thương mại & dịch vụ.

Hoạt động tín dụng đã trải qua một năm 2008 đầy khó khăn (có thời điểm lãi suất cho vay trần tăng lên 21%/năm), tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay trong năm đạt 15,6% thấp hơn so với mức tăng bình quân của toàn ngành (21%), cũng vì thế, thị phần tín dụng của Vietcombank giảm xuống còn 8,7% từ mức 9,1% của năm ngoái. Điều đó cho thấy với quy mô và thị phần lớn, khả năng tăng trưởng dư nợ cho vay cao trước sự cạnh tranh gay gắt như hiện nay không phải dễ dàng đối với Vietcombank.

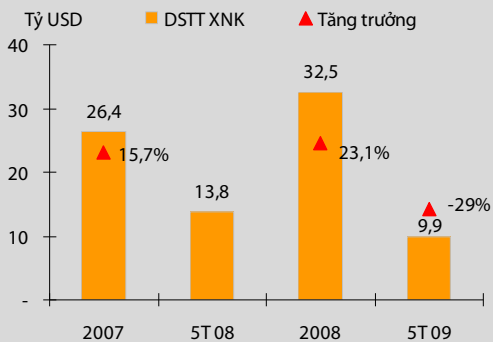
Huy động vốn

Sở hữu một mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch dày đặc, Vietcombank có lợi thế trong việc huy động vốn từ nền kinh tế. Nguồn tiền gửi khách hàng luôn chiếm tỷ trọng cao (79%) trong cơ cấu nguồn vốn. Đối tượng khách hàng chủ yếu là các tổ chức kinh tế (phần lớn là các DNNN), chiếm 62%-65% trong cơ cấu nguồn tiền gửi, cũng chính vì thế, mức độ ổn định của nguồn vốn huy động của Vietcombank luôn cao hơn so với các NHTMCP khác.

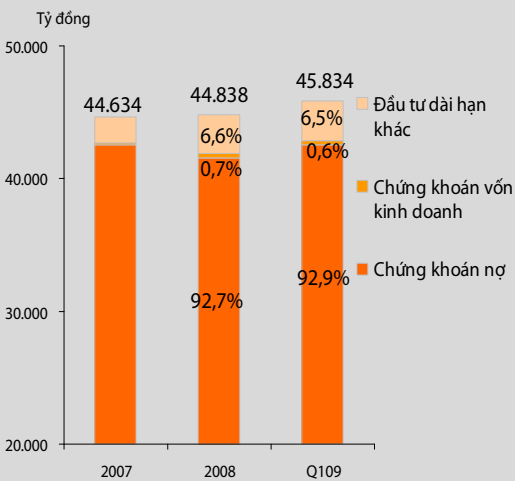
Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng huy động vốn trong năm 2008 (11%) thấp hơn so với mức trung bình ngành (20%), thị phần huy động vốn của Vietcombank có dấu hiệu giảm sút từ mức 12,7% năm 2007 xuống còn 11,8% năm 2008, khả năng cạnh tranh lãi suất huy động với các NHTMCP khác (nhất là các ngân hàng mới thành lập) ngày càng khó khăn hơn. Nhưng bù lại, Vietcombank có lợi thế tiếp cận được nguồn vốn vay giá rẻ từ NHNN, các tổ chức tín dụng khác và nhờ vào sự uy tín, thương hiệu lớn mạnh, huy động vốn thông qua đợt phát hành trái phiếu, chứng chỉ tiền gửi, cũng là một trong các yếu tố làm tăng nguồn vốn trung và dài hạn.

Hoạt động thanh toán quốc tế

Ngày 06/07/2009

Doanh số thanh toán xuất nhập khẩu qua các năm

Nguồn: VCB, VDSC

Cơ cấu các khoản đầu tư chứng khoán

Nguồn: BCTC VCB

Chỉ tiêu	TH	KH 2008	
		sau điều chỉnh	trước điều chỉnh
Tăng trưởng huy động	10,9%	0%	9,2%
Tăng trưởng tín dụng	15,6%	15%	29,2%
Tổng tài sản	221.950	200.000	211.000
LNTT	3.324	3.400	3.383
Nợ xấu	4,6%	5,8%	2,6%
VCSH	13.790	13.100	15.500

Nguồn: VCB

Đv: Tỷ USD	2006		2007		2008	
Chỉ tiêu	Giá trị	Thị phần	Giá trị	Thị phần	Giá trị	Thị phần
DSTT XK	12,68	32,0%	14,20	29,3%	16,83	26,8%
DSTT NK	10,14	22,8%	12,20	20,0%	15,67	19,5%

Bên cạnh tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế cũng là lĩnh vực kinh doanh truyền thống của ngân hàng. Vietcombank hiện dẫn đầu toàn ngành trong lĩnh vực thanh toán quốc tế đạt 32,5 tỷ USD trong năm 2008, tăng 23% so với năm trước. Trong đó, thị phần thanh toán xuất khẩu chiếm 26,8%, đạt 16,83 tỷ USD; thanh toán nhập khẩu đạt mức 15,67 tỷ USD, chiếm 19,5% thị phần cuối 2008.

Mặc dù doanh số thanh toán xuất nhập khẩu tăng trưởng khá qua các năm nhưng môi trường cạnh tranh ngày càng mạnh mẽ đã làm cho thị phần ngân hàng bị sụt giảm. Tuy nhiên, hiện nay vietcombank vẫn giữ được vị thế hàng đầu trong thanh toán xuất nhập khẩu của cả nước.

Hoạt động đầu tư chứng khoán

Qua cơ cấu các khoản đầu tư chứng khoán cho thấy, tổng giá trị các khoản đầu tư chiếm xấp xỉ 93% là đầu tư vào chứng khoán nợ với lãi suất bình quân khoảng 11,58% tính đến cuối quý I 2009, còn lại các khoản đầu tư chứng khoán vốn bao gồm cả đầu tư liên kết liên doanh và các đầu tư dài hạn khác.

Trong năm 2008, lãi suất biến động đột biến tạo ra cơ hội đầu tư trái phiếu hấp dẫn, nhất là đối với các NHTM. Tuy nhiên, chúng tôi không chắc Vietcombank có nắm bắt được cơ hội đầu tư trái phiếu vào mùa hè năm 2008, nhưng, tổng giá trị các khoản đầu tư chứng khoán nợ tính đến cuối quý I 2009 là 42.581 tỷ, tăng 2,4% so với đầu năm và gần như không tăng so với cuối năm 2007. Đối với các khoản đầu tư chứng khoán vốn, chủ yếu nằm trong mục đầu tư dài hạn khác, chiếm phần lớn trong danh mục là ngành tài chính và hầu hết các khoản đầu tư được mua với giá thấp hoặc giá bằng mệnh giá.

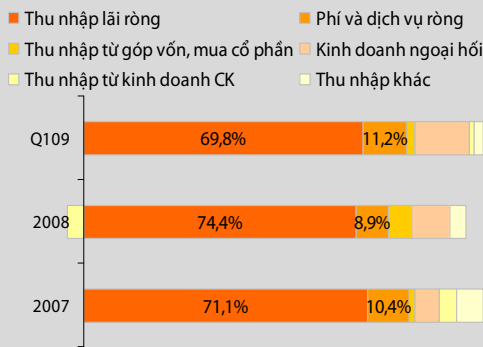
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Có thể nói 2008 là năm có nhiều biến động nhất đối với ngành tài chính ngân hàng Việt Nam, hoạt động kinh doanh của các ngân hàng gặp nhiều yếu tố bất lợi. Vietcombank cũng không ngoại lệ, tính đến cuối quý 3, ngoại trừ dư nợ cho vay, các chỉ tiêu khác như vốn huy động và tổng tài sản đều giảm so với đầu năm và gần cuối năm, ngân hàng cũng thận trọng điều chỉnh giảm một số chỉ tiêu kinh doanh chính. Tuy nhiên, sau cùng kết quả đạt được chúng tôi cho là tương đối khả quan, thậm chí có một số chỉ tiêu vượt cả kế hoạch lúc ban đầu.

Cơ cấu thu nhập của Vietcombank gần như không có nhiều thay đổi qua các năm, thu từ lãi ròng vẫn chiếm tỷ trọng lớn (70%) trong khi các ngân hàng khác lại sụt giảm mạnh nguồn thu này trong năm 2008. Nguyên nhân có thể là do lượng tiền 8.882 tỷ đồng thu từ đợt phát hành năm trước, vẫn chưa chuyển về SCIC nên đã làm giảm đi chi phí lãi trong năm 2008. Tuy nhiên, trong quý I 2009, tỷ trọng thu nhập lãi ròng điều chỉnh giảm nhẹ trở lại, chi phí lãi trên thu nhập từ lãi tăng lên 64% so với cả năm 2008 là 61,5%, cho thấy Vietcombank bắt đầu chịu chi phí lãi cho khoản vốn huy động từ khách hàng vào thời điểm cuối năm 2008.

Tăng trưởng dư nợ trong quý đầu năm 2009 chỉ đạt 4,1%, nhưng chúng

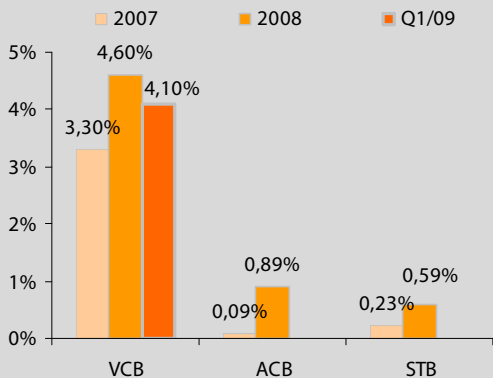
Ngày 06/07/2009

Cơ cấu thu nhập

Nguồn: BCTC VCB

Tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập

	2007	2008	Q1/09
Chi phí hoạt động	28,2%	30,3%	26,6%
Chi phí dự phòng	16,4%	32,4%	0,0%

So sánh tỷ lệ nợ xấu

Nguồn: VCB, ACB và STB

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

	VCB	ACB	STB
NIM	3,07%	3,10%	2,00%
ROA	1,14%	2,10%	1,39%
ROE	18,28%	28,46%	12,30%

Nguồn: VCB, ACB và STB

Kết quả dự phóng

Đv: tỷ đồng	2007	2008	2009E
Tổng thu nhập	5.763	8.903	8.171
LNTT	3.192	3.324	4.250
LNST	2.398	2.520	3.187
EPS (VND)	-	-	2.634

tôi dự báo việc hoàn thành kế hoạch với mức tăng 18% trong năm nay là khả thi, trên cơ sở chính sách thắt chặt sự tăng trưởng tín dụng được nới lỏng, các gói kích cầu được Chính phủ quyết liệt thực hiện trong năm.

Thu nhập từ phí và dịch vụ có sự đóng góp lớn từ hoạt động dịch vụ thanh toán và ngân quỹ. Trong quý I/2009, thu nhập này tương đương 28% cả năm 2008, tuy nhiên, chúng tôi lo ngại nguồn thu từ phí dịch vụ trong năm nay có thể sụt giảm từ 5%-10% so với năm trước. Sự suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ ảnh hưởng xấu đến khả năng xuất nhập khẩu Việt Nam trong năm 2009. Với vai trò là đầu mối lớn nhất trong hệ thống ngân hàng về dịch vụ thanh toán, doanh số xuất nhập khẩu của ngân hàng cũng chịu tác động không ít. Được biết, tổng doanh số xuất nhập khẩu 5 tháng đầu năm của Vietcombank giảm 29% so với cùng kỳ.

Đối với hoạt động đầu tư chứng khoán, thị trường chứng khoán tụt dốc trong năm 2008 đã gây nên một khoản lỗ 409 tỷ, trong đó chi phí dự phòng là 242 tỷ đồng. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự khởi sắc của thị trường trong năm nay có thể sẽ mang lại một khoản hoàn nhập dự phòng cho ngân hàng.

Chi phí hoạt động trên tổng thu nhập có sự điều chỉnh giảm đáng kể trong 3 tháng đầu năm. Tuy nhiên, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng bằng không, mặc dù trong bảng cân đối kế toán cuối quý I, trích lập dự phòng rủi ro cho vay đã phát sinh tăng thêm trong kỳ.

Các chỉ tiêu tài chính

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) là vấn đề chúng tôi lo ngại nhất đối với Vietcombank, tính đến cuối quý I/2009, mặc dù nợ xấu đã giảm xuống 4,1% từ 4,6% đầu năm nhưng vẫn ở mức khá cao so với toàn ngành. Đạt kế hoạch chỉ tiêu nợ xấu 3,5% trong năm là không phải dễ dàng khi tình hình kinh tế chưa thực sự hồi phục, khó khăn của doanh nghiệp vẫn còn.

Tỷ lệ lãi biên ròng (NIM) của Vietcombank năm 2008 là 3,1% tăng đáng kể so với năm trước là 2,14%. Chúng tôi ước tính tỷ lệ NIM của Vietcombank trong năm nay có khả năng ở quanh mức 3%, do phần thặng dư vốn từ đợt phát hành phải chuyển về lại SCIC, nhưng bù lại chênh lệch giữa lãi suất huy động và cho vay hiện nay đã được cải thiện rất nhiều so với thời điểm khó khăn năm trước.

Chỉ số ROE, ROA trong năm 2008 lần lượt đạt 18,28% và 1,14%, mặc dù có sự cải thiện so với năm trước nhưng các chỉ số này vẫn ở mức trung bình so với toàn ngành.

Dự phóng – Định giá

Căn cứ tình hình hoạt động của ngân hàng trong những tháng gần đây và diễn biến kinh tế trong nửa đầu năm, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế của Vietcombank cả năm 2009 đạt 4.250 tỷ đồng, tăng 29,5% so với năm 2008 với tăng trưởng dư nợ tín dụng 18%, tăng trưởng huy động vốn 12% và tăng trưởng tổng tài sản 10%.

Kết quả định giá

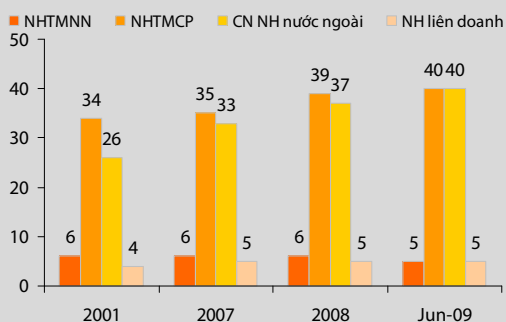
Mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P ₀ /E ₀	50.042	50%	25.021
P/BV	51.661	50%	25.830
Giá bình quân		100%	50.852

Ngày 06/07/2009

Đơn vị: tỷ đồng	2007	2008	2009E
Cho vay KH	97.532	112.793	133.660
Tổng tài sản	197.408	221.950	244.012
Tiền gửi KH	141.589	157.067	175.915
Vốn chủ sở hữu	13.552	13.790	14.931
Tổng nguồn vốn	197.408	221.950	244.012

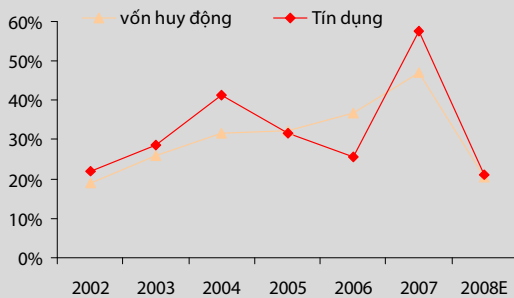
Nguồn: VCB, VDSC

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

Đơn vị: 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
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
SHB	2.000	478	195	1,4%	8,6%	10,5%	122	81

Nguồn: 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 CEIC, 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 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.



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.