

Báo cáo phân tích

Ngày 8/9/2009

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ,
Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo,
Quận 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Website:

www.tvsi.com.vn

Email:

contact@tvsi.com.vn



Ngân hàng Thương Mại Cổ Phần Á Châu: ACB—HNX

Thông tin cổ phiếu		MỤC LỤC	Trang
Tên công ty:	Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu	Tóm tắt báo cáo	1
Tên viết tắt:	ACB	Gới thiệu doanh nghiệp	2
Tên quốc tế:	ASIA COMMERCIAL BANK	Đánh giá hiệu quả hoạt động	3
Mã chứng khoán:	ACB	Phân tích SWOT	10
Trụ sở chính:	442 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 3, TP. HCM	Nhận định đầu tư	11
Điện thoại:	+84 08-929.09.99	Phụ lục	15
Fax:	+84 08-839.98.85		
Email:	acb@acb.com.vn		
Website:	www.acb.com.vn		

Các mốc sự kiện chính

20-04-1993	Thành lập Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu
Năm 2005	ACB và Ngân hàng Standard Chartered ký kết thỏa thuận hỗ trợ kỹ thuật toàn diện; và SCB trở thành cổ đông chiến lược của ACB.
31/10/2006	ACB được Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội chấp thuận cho niêm yết.
Năm 2007	Phát hành 10 triệu cổ phiếu mệnh giá 100 tỷ đồng, với số tiền thu được là hơn 1.800 tỷ đồng.
Năm 2008	Thành lập mới 75 chi nhánh và phòng giao dịch. ACB tăng vốn điều lệ lên 6.355.812.780 tỷ đồng. ACB đạt danh hiệu "Ngân hàng tốt nhất Việt Nam năm 2008" do Tạp chí Euromoney trao tặng.

Biểu đồ giá cổ phiếu ACB trong vòng 01 năm qua



Thông tin cổ phiếu (8/9/2009)

MCK: ACB
Sàn giao dịch: HNX
Giá cổ phiếu: 46,100
Tổng KL niêm yết: 632,165,377
KL đang lưu hành: 632,165,377
Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 30,154 tỷ VNĐ
Giá cao nhất trong 52 tuần: 100,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần: 22,900
Thay đổi giá trong 3 tháng: +7.43%
Thay đổi giá trong 6 tháng: +90.8%
Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày: 2,380,990
Tỷ lệ trả cổ tức: 1.89%
Nước ngoài được phép nắm giữ: 30%
Nước ngoài được phép mua thêm: 0%
Cổ đông lớn nước ngoài (31/12/2008)

STT	Tên	Địa chỉ liên lạc	Ngành hoạt động	Số lượng Cổ phiếu
1	Connaught Investors Ltd	Jardine House, 33-35 Reid St., Hamilton, Bermuda, United Kingdom	Đầu tư	46.123.341
2	Dragon Financial Holdings Limited	C/O 1901 Mễ Linh Point Tower, 02 Ngõ Đức Kế, Q.1, Tp. HCM, Việt Nam	Đầu tư	43.269.112
3	Standard Chartered APR Ltd.	01 Aldermanbury Square, London, EC2V 7SB, England	Ngân hàng	55.667.575
4	Standard Chartered Bank (Hong Kong) Ltd.	32 nd Floor 4-4A, Des Voeux Road, Central, Hong Kong	Ngân hàng	39.803.244

Ngành nghề kinh doanh chính:

- Huy động vốn (nhận tiền gửi của khách hàng) bằng đồng Việt Nam, ngoại tệ và vàng
- Sử dụng vốn (cung cấp tín dụng, đầu tư, hùn vốn liên doanh) bằng đồng Việt Nam, ngoại tệ và vàng
- Các dịch vụ trung gian (thực hiện thanh toán trong và ngoài nước, thực hiện dịch vụ ngân quỹ, chuyển tiền kiều hối và chuyển tiền nhanh, bảo hiểm nhân thọ qua ngân hàng
- Kinh doanh ngoại tệ và vàng
- Phát hành và thanh toán thẻ tín dụng, thẻ ghi nợ

Ngành: Dịch vụ hoạt động tài chính

Ngân hàng ACB

Nhận định đầu tư

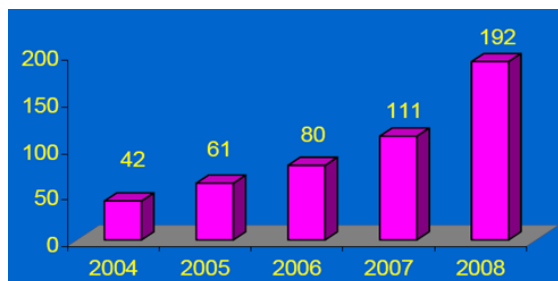
- Mặc dù năm 2008 là một năm khó khăn đối với nhiều tổ chức tài chính của Việt Nam cũng như thế giới nhưng ACB vẫn là một điểm sáng. Lợi nhuận trước thuế cả năm 2008 của tập đoàn đạt 2.561 tỷ, tăng 434 tỷ đồng so với 2007, vượt 61 tỷ đồng so với kế hoạch.
- ACB đã sử dụng chiến lược kinh doanh linh hoạt để đem lại những kết quả tích cực đáp ứng được sự mong đợi của cổ đông. Hội đồng quản trị, với cơ cấu mới gồm có thành viên độc lập và nhiều thành viên chuyên trách, đã làm rất tốt vai trò của mình, chỉ đạo Ban điều hành hoàn thành nhiệm vụ kinh doanh năm 2008.
- Ngân hàng có một hệ thống nhân sự, vật chất, kỹ thuật để có thể đón đầu sự phát triển kinh tế sau khủng hoảng
- Với mức giá hiện tại của ACB là 46,100 VNĐ và năng lực quản trị rủi ro, cơ cấu doanh thu đa dạng, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên giữ cổ phiếu ACB với mục tiêu đầu tư dài hạn.

Một số Chỉ tiêu cơ bản

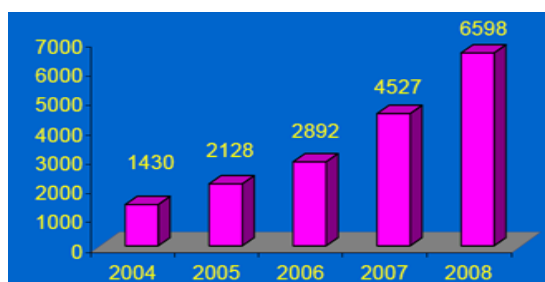
	Q2 2009	Q1 2009	Q4 2008	Q3 2008
EPS điều chỉnh (Quý)	1.078	0.566	1.595	1.135
ROA	0.53%	0.26%	0.89%	0.27%
ROE	9.04%	4.78%	13.06%	4.06%
VCSH/ Tổng tài sản	5.84%	5.52%	6.80%	6.64%
LNST/ Tài sản sinh lời	0.62%	0.42%	1.66%	0.35%
Thu nhập lãi thuần/ Tổng thu nhập thuần	53.01%	52.89%	-	-
Thu từ hoạt động dịch vụ/ LNST	36.16%	36.20%	-	0.00%
Chứng khoán kinh doanh/ Tổng VCSH	2.61%	2.78%	0.00%	0.00%
Chứng khoán đầu tư/ Tổng VCSH	456.30%	299.68%	313.92%	180.79%
Cho vay khách hàng/ Tiền gửi khách hàng	55.85%	49.59%	56.98%	56.99%
Dư nợ tín dụng/ Tổng vốn huy động	45.70%	40.16%	39.56%	41.54%
Tài sản đầu tư/ Tổng tài sản	84.72%	63.50%	74.64%	73.82%
Thu lãi/ Tổng tài sản sinh lời	0.67%	0.60%	-	0.41%
Chi phí hoạt động/ Tổng chi phí	23.33%	21.86%	-	-
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	23.98%	19.60%	-	-

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Số lượng chi nhánh qua các năm



Số nhân viên qua các năm



Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
Nhà nước	0%
Nước ngoài	30%
Khác	70%

Số lượt giao dịch của HĐQT, BGD, BKS và người có liên quan

	Số lượt	Khối lượng cổ phiếu
Mua	26	162.000
Bán	10	155.000
Cộng	36	317.000

Vị thế công ty

- Hiện nay Việt Nam có 35 ngân hàng có thể chia thành 4 nhóm: Nhóm ngân hàng quốc doanh và 3 nhóm các ngân hàng thương mại (với tổng tài sản trên 45,000 tỷ VNĐ, từ 15,000 đến 45,000 tỷ VNĐ, và dưới 15,000 tỷ VNĐ. Ở nhóm ngân hàng thương mại tổng tài sản trên 45,000 tỷ đồng (Ngân hàng TMCP nhóm 1) có ACB, Sacombank (STB), Techcombank và Eximbank. Trong đó, ACB được giao dịch trên sàn HNX, STB trên sàn HOSE, Eximbank dự kiến niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE trong năm 2009 và Techcombank trên thị trường OTC. Trong báo cáo này chúng tôi tập trung so sánh các chỉ số của bốn ngân hàng TMCP nhóm 1 với nhau.

Ngân hàng ACB đã đoạt nhiều giải thưởng uy tín Quốc tế như: Ngân hàng tốt nhất Việt Nam 2006; Ngân hàng bán lẻ xuất sắc nhất Việt Nam 2006; Thương hiệu nổi tiếng tại Việt Nam 2006; Sản phẩm dịch vụ xuất sắc lĩnh vực tài chính ngân hàng 2006; Ngân hàng tốt nhất Việt Nam 2005. ACB có một hệ thống các đối tác lớn, có tên tuổi như Công ty Open Solution (OSI) của Mỹ trong việc nâng cấp giải pháp ngân hàng toàn diện (TCBS) từ phiên bản 2000 lên phiên bản 2007, giúp ACB tiếp cận với công nghệ ngân hàng tiên tiến nhất được áp dụng tại Mỹ, Canada và các nước tiên tiến trên thế giới. Trong 6 tháng đầu năm 2009, ACB đã đưa vào hoạt động thêm 14 đơn vị mới nâng tổng số chi nhánh, phòng giao dịch trên toàn hệ thống là 200 đơn vị và là ngân hàng duy nhất tại Việt Nam liên tục nhận được 2 giải thưởng Ngân hàng tốt nhất Việt Nam 2009 do Tạp chí Asiamoney và Tạp chí tài chính FinanceAsia bình chọn

Chiến lược phát triển và đầu tư

+ Chuyển đổi từ chiến lược các quy tắc đơn giản (simple rule strategy) sang chiến lược cạnh tranh bằng sự khác biệt hóa (a competitive strategy of differentiation) Ví dụ, từ dịch vụ cho vay đơn thuần, đến nay ACB đã có sản phẩm cho vay vô cùng đa dạng như: vay đầu tư vàng; vay trả góp mua nhà ở, nền nhà; vay trả góp xây dựng, sửa chữa nhà; vay mua căn hộ Phú Mỹ Hưng thể chấp bằng căn hộ mua; vay mua biệt thự Riviera thể chấp bằng chính biệt thự mua; vay trả góp sinh hoạt tiêu dùng; vay trả góp phục vụ sản xuất, kinh doanh và làm dịch vụ; vay trả góp sản xuất, kinh doanh; hỗ trợ tài chính du học; vay mua xe ô tô thể chấp bằng chính xe mua; vay cầm cố, thế chấp sổ tiết kiệm, giấy tờ có giá; vay đầu tư kinh doanh chứng khoán; vay thế chấp chứng khoán chưa niêm yết; vay ứng tiền ngày T; vay thẻ tín dụng (quốc tế, nội địa); vay phát triển kinh tế nông nghiệp

+ Định hướng ngân hàng bán lẻ (định hướng khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ). Với định hướng này, ACB đã xây dựng nhiều doanh nghiệp thành viên, hoạt động có hiệu quả cao trong nhiều ngành như Công ty chứng khoán ACBS, Trung tâm giao dịch vàng, Trung tâm thẻ ACB Card.



HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Quản trị ngân hàng

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
Nhà nước	0%
Nước ngoài	30%
Khác	70%

Cổ đông nước ngoài của ngân hàng bao gồm sáu pháp nhân với số lượng cổ phần nắm giữ chiếm 30% vốn chủ sở hữu công ty. Đây là tỷ lệ tối đa cho phép các nhà đầu tư nước ngoài được phép sở hữu đối với một tổ chức tín dụng tại Việt Nam. Tỷ lệ sở hữu này được giữ ổn định thể hiện sự quan tâm đặc biệt của các nhà đầu tư nước ngoài với ACB khi họ nhìn thấy tiềm năng tăng trưởng dài hạn và bền vững.

Trong số cổ đông nước ngoài của ACB đáng chú ý nhất là sự tham gia của ngân hàng Standard Chartered (SCB) với tư cách là cổ đông chiến lược của công ty. Với vai trò của mình SCB đã triển khai thực hiện chương trình hỗ trợ kĩ thuật cho ACB trong các lĩnh vực trọng yếu như: dịch vụ ngân hàng doanh nghiệp, dịch vụ ngân hàng cá nhân và các phòng ban có chức năng hỗ trợ hoạt động ngân hàng. Ngoài sự hỗ trợ kĩ thuật SCB còn trực tiếp tham gia vào đóng góp vào công tác quản trị ngân hàng của ACB thông qua vai trò thành viên hội đồng quản trị ngân hàng. Thêm vào đó SCB cũng bổ trí một nhân viên làm việc toàn thời gian tại ACB nhằm bảo đảm thực hiện chương trình hỗ trợ kĩ thuật với hiệu quả cao nhất cũng như thúc đẩy sự hợp tác giữa hai ngân hàng.

Số lượt giao dịch của HĐQT, BGĐ, BKS và người có liên quan

	Số lượt	Khối lượng cổ phiếu
Mua	26	162.000
Bán	10	155.000
Cộng	36	317.000

Hội đồng quản trị

Có được thành công như ngày hôm nay phải kể đến công sức của những thành viên trong Hội đồng quản trị và Ban giám đốc công ty. Đại hội đồng cổ đông bầu thành viên Hội đồng quản trị và Ban kiểm soát nhiệm kỳ 2008 – 2012 và thông qua danh sách thành viên Hội đồng sáng lập, Hội đồng quản trị nhiệm kỳ mới đã phân công giữa các thành viên theo hướng chuyên trách một lĩnh vực cụ thể như tín dụng, đầu tư, công nghệ thông tin, chiến lược, quản lí quỹ, quan hệ với doanh nghiệp lớn... Hội đồng quản trị ACB nhiệm kỳ 2008-2012 là hội đồng quản trị đầu tiên trong ngành ngân hàng có hai thành viên độc lập.

Ít ngân hàng nào có nhiều người sáng lập và lãnh đạo xuất thân từ nghề giáo như ở ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu. Từ Chủ tịch Hội đồng sáng lập Trần Mộng Hùng, phó chủ tịch HĐQT Nguyễn Kim Quang, trưởng ban kiểm soát Huỳnh Nghĩa Hiệp, Phó TGD Nguyễn Thanh Thoại cho đến các Giám đốc chi nhánh, Sở giao dịch, trưởng các phòng ban đều từng là giảng viên nhiều năm ở các trường như: Trung học ngân hàng, trường cao cấp ngân hàng hoặc đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh. Chủ tịch HĐQT hiện nay-ông Trần Xuân Giá-cũng từng nhiều năm giảng dạy và giữ chức Chủ nhiệm khoa Vật giá tại Đại học kinh tế quốc dân, Hà Nội. Chính bởi lẽ đó mà ACB có sự quan tâm đầu tư rất nhiều cho công tác đào tạo, bồi dưỡng cho đội ngũ cán bộ, nhân viên.

Hiện nay ngân hàng có hai trung tâm đào tạo và sắp tới có thêm ba trung tâm nữa, một nhân viên mới vào ACB phải tham gia dự các khóa học tại

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

Quan hệ giữa HĐQT và Ban Giám đốc điều hành, ban giám sát được thiết lập ngay từ đầu và hoạt động có thực chất là điều mà chúng tôi an tâm về sự lành mạnh trong quản trị ngân hàng.

Trung tâm đào tạo này tối thiểu là ba tháng. Sự chuyên nghiệp trong phong cách đào tạo nguồn nhân lực chính là yếu tố cơ bản dẫn đến sự phát triển không ngừng của ACB mà không phải NHTM nào cũng có được. Một ví dụ cụ thể cho sự xuất sắc trong đội ngũ cán bộ của ACB là ông Bùi Tấn Tài – Phó Tổng giám đốc kiêm Giám đốc khối khách hàng cá nhân đã nhận được giải thưởng “Một trong 100 nhà lãnh đạo trẻ triển vọng nhất khu vực châu Á – Thái Bình Dương và vùng Vịnh” do tạp chí The Asian bank bình chọn nhằm tôn vinh những nhà lãnh đạo trẻ tài năng(độ tuổi dưới 40).

Cũng từ quá trình nghiên cứu và giảng dạy ở các trường đại học cho nên các nhà lãnh đạo ACB rất chịu khó tìm tòi, học hỏi, cố gắng tiếp cận với những thành quả khoa học kỹ thuật hiện đại, từ đó vận dụng vào trong hoạt động ngân hàng. Việc đổi mới công nghệ du nhập những dịch vụ mới tại ACB đã minh chứng điều này. Hơn thế nữa óc tổ chức, tinh thần kỷ luật cũng dẫn đến sự hình thành mô hình quản lý, mô hình kinh doanh mới, cũng như quá trình tái cấu trúc tại ACB. Có thể nói khi có cơ hội ACB luôn tiên phong đi trước.

Trong HĐQT của công ty, Tiến sĩ Trần Xuân Giá là nhân vật đáng chú ý nhất. Ông đã từng đảm nhiệm những vị trí quan trọng trong những quan đầu não của nhà nước như: Phó chủ nhiệm ủy ban kế hoạch nhà nước, Trưởng ban nghiên cứu của Thủ tướng chính phủ về đổi mới chính sách kinh tế, Bộ trưởng Bộ kế hoạch đầu tư trong vòng bảy năm... Ở tuổi thất thập cổ lai hi, ông bắt đầu khởi nghiệp khi tham gia vào HĐQT của một ngân hàng cổ phần. Có người nghĩ Ông thật giàu có nhưng thật ra Ông không sở hữu một cổ phiếu nào của ngân hàng bởi vì Ông Trần Xuân Giá là một trong hai thành viên độc lập trong Hội đồng quản trị của ngân hàng. Sự tham gia của ông Giá sẽ giúp cho ACB những kinh nghiệm kết nối giữa kinh tế vĩ mô và vi mô trong hoạt động của một ngân hàng cụ thể; kinh nghiệm đánh giá những dự án đầu tư, tính khả thi độ rủi ro của dự án khi đặt nó vào trong những điều kiện cụ thể của nền kinh tế vĩ mô. Trong các công ty đại chúng cơ chế thành viên HĐQT độc lập là rất cần thiết bởi các thành viên này có nghĩa vụ hài hòa lợi ích của công ty với lợi ích của toàn xã hội; lợi ích của nhóm cổ đông nhằm giúp công ty phát triển bền vững. Ở Việt Nam, Luật doanh nghiệp, Luật các tổ chức tín dụng đều có quy định về vấn đề này nhưng việc áp dụng chưa được phổ biến và chưa thành nếp.

Trước khi được bầu làm Chủ tịch hội đồng quản trị ông từng là cố vấn cho Hội đồng quản trị NHTMCP Á Châu. Ông Giá cũng từng “ra điều kiện” với ACB nếu ông làm Chủ tịch HĐQT thì mọi hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp phải tuân theo luật chứ không được theo bất kì mối quan hệ nào.

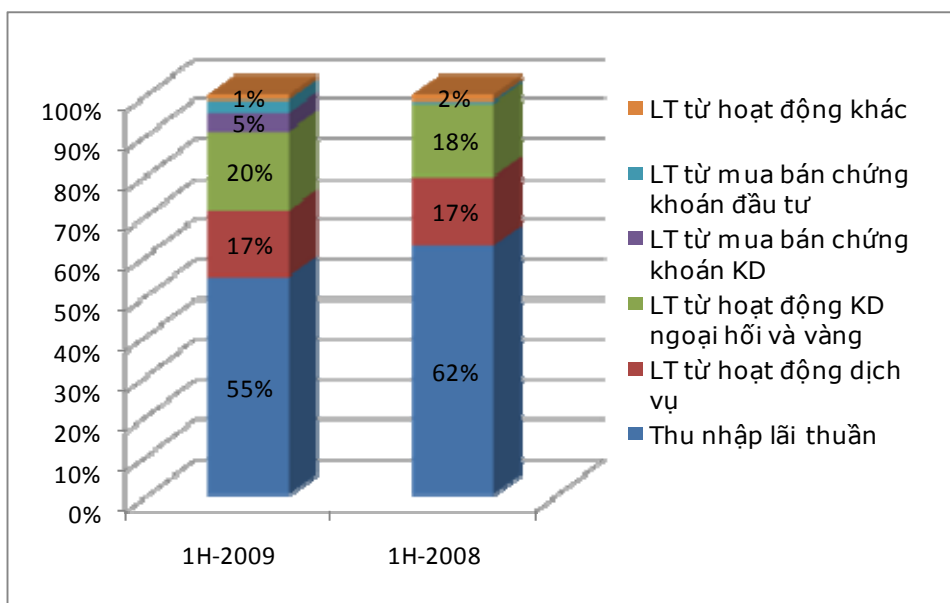
HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP (tiếp)

Cơ cấu thu nhập

Hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối giúp ACB đa dạng hóa cơ cấu nguồn thu, mở rộng ra các thị trường giàu tiềm năng tăng trưởng.

Thu nhập lãi thuần mặc dù tăng tuyệt đối từ 1,080 tỷ VNĐ trong nửa đầu năm 2008 lên 1,250 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2009 nhưng lại giảm tương đối trong tổng thu nhập. Trong khi đó lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối, vàng tăng tỉ lệ từ 18% lên 20%, mua bán chứng khoán chuyển từ lỗ sang lãi với 5% tổng lãi.

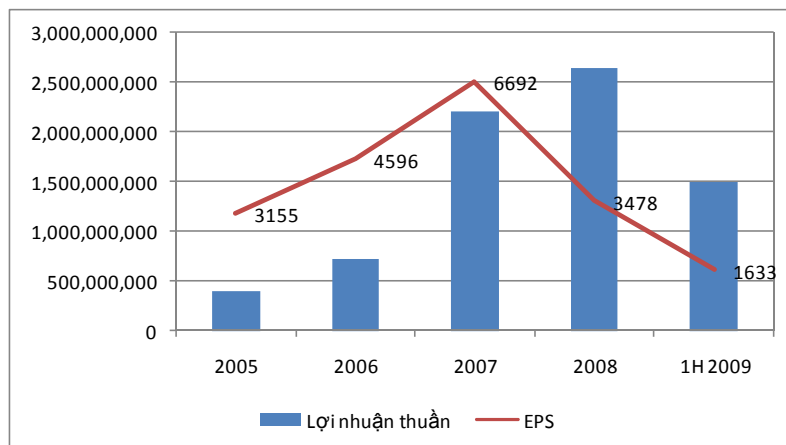
Cơ cấu thu nhập của ACB khá đa dạng, trong đó thu nhập lãi thuần chiếm 62% trong H1/2008 và giảm xuống còn 55% trong H1/2009. Nguyên nhân là do lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh, lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư và lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng tăng mạnh. Theo chúng tôi, với cơ cấu thu nhập được phân tán qua những mảng kinh doanh chính và có tiềm năng, ACB có nhiều điều kiện để tối ưu hóa thu nhập trong thời gian tới khi mảng kinh doanh chứng khoán, ngoại hối, vàng và các dịch vụ gia tăng khác trở nên phổ biến trên thị trường Việt Nam.



Tăng trưởng lợi nhuận thuần và EPS

Lợi nhuận thuần của ACB tăng mạnh trong năm 2007 nhờ lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh. Tốc độ tăng lãi thuần giảm trong năm 2008. Trong năm này, ACB cũng tiến hành trả cổ năm 2007 bằng cổ phiếu tỷ lệ 100:55. Do đó EPS trong năm 2008 đã giảm xuống còn 3,478 VNĐ.

CAGR của Lợi nhuận thuần
2005-08: **88%**



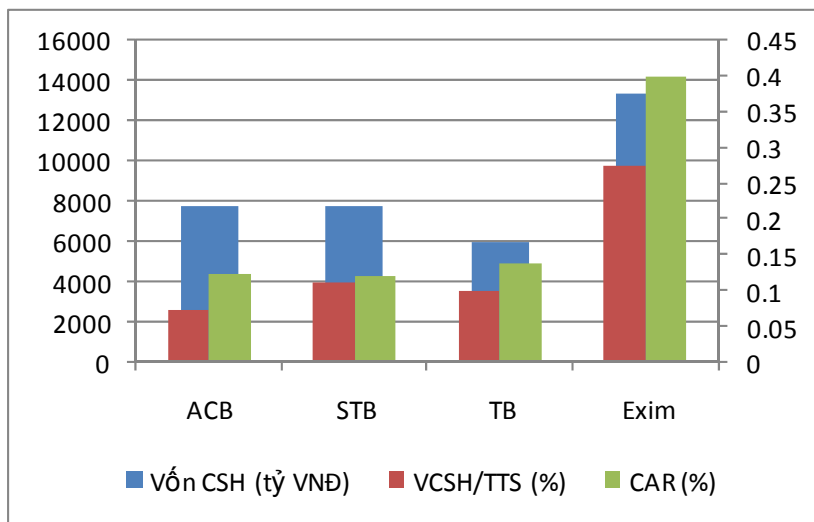
Đánh giá chỉ tiêu tài chính

Các chỉ tiêu quản trị rủi ro

VCSH của ACB đứng thứ 2 sau Eximbank

An toàn vốn

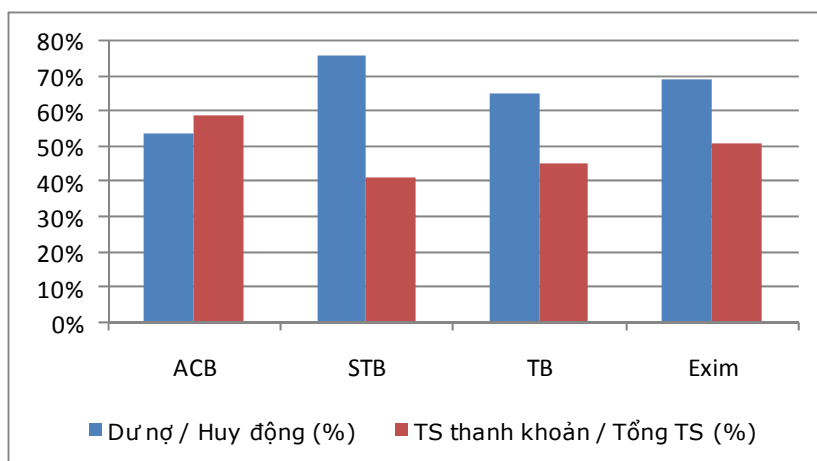
VCSH của ACB đứng thứ 2 sau Eximbank do năm 2008 Eximbank tăng VCSH lên 102% so với năm 2007. Việc đầu tư vào các ngân hàng và các công ty con làm cho CAR của ACB thấp hơn so với Eximbank và Techcombank nhưng do tỷ lệ nợ xấu thấp, tỉ lệ tài sản có rủi ro thấp (tiền mặt, cho vay liên ngân hàng, trái phiếu chính phủ chiếm 50% tổng tài sản ngân hàng) nên khả năng an toàn vốn của ACB vẫn được Fitchratings đánh giá cao qua thử nghiệm stress test.



ACB có khả năng thanh khoản cao nhất

Khả năng thanh khoản

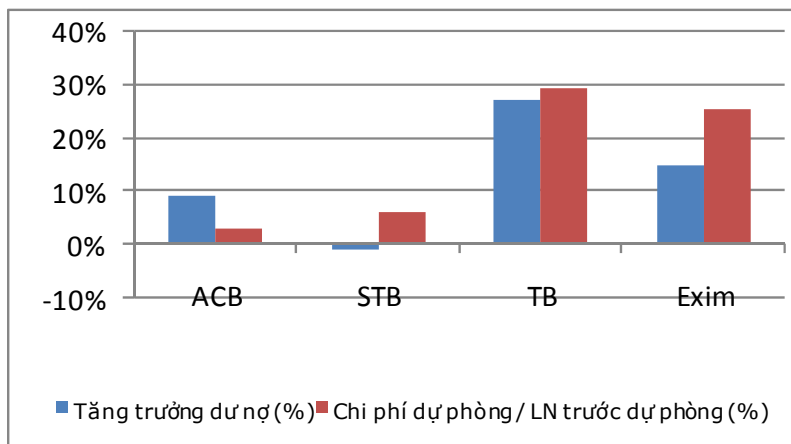
ACB có khả năng thanh khoản cao nhất với tỷ lệ dư nợ / huy động thấp nhất, tài sản thanh khoản/ tổng tài sản cao nhất. Những tỷ lệ này cũng cho thấy sự thận trọng của ACB trong hoạt động ngân hàng.



Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

Chi phí dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng

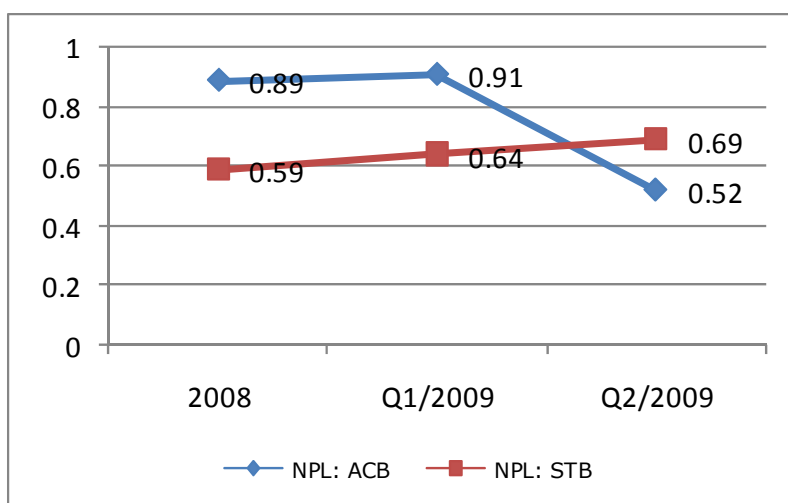
ACB quản trị rủi ro tốt so với các ngân hàng còn lại của Việt Nam



Trong năm 2008, chi phí dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng của ACB là thấp nhất trong nhóm, 3.32%, thấp hơn so với STB 6.26% và thấp hơn nhiều so với Techcombank và Eximbank. Hai ngân hàng này đang trong quá trình tăng trưởng nhanh nhưng hệ thống quản trị chưa theo kịp nên tỉ lệ nợ xấu cao. Vì vậy ta tách riêng ACB, STB và so sánh với nhau:

Trong khi tỉ lệ nợ xấu (NPL) của STB tăng dần từ cuối năm qua Q1 và Q2/ 2009 thì NPL của ACB giảm mạnh trong Q2/2009. Hệ số an toàn vốn luôn được ACB duy trì ở mức cao và đến cuối năm 2008 đạt 12,44%, cao hơn khá nhiều so với mức 9,87% của toàn ngành. Rủi ro tín dụng cũng được Ngân hàng kiểm soát chặt chẽ để duy trì chất lượng tín dụng. Cụ thể, tỷ lệ nợ nhóm 3 đến nhóm 5 trên tổng dư nợ thời điểm cuối năm 2008 của tập đoàn là 0,9%, tuy cao hơn cùng kỳ năm trước, nhưng thấp hơn rất nhiều so với bình quân chung của toàn ngành (3,5%). Đây có thể xem là một thành công của tập đoàn trong điều kiện kinh tế đi xuống ảnh hưởng đến hầu hết đối tượng khách hàng vay. Bên cạnh đó, ACB đã thành lập Khối Vận hành độc lập so với các khối kinh doanh để bước đầu xây dựng hệ thống quản lý vận hành một cách quy củ và an toàn.

Mục tiêu hiện nay của ACB:
Quản lý tốt rồi mới đến Lợi nhuận cao



Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

Tỉ lệ dư nợ cho vay trên vốn lưu động (LDR)

Qua các giai đoạn tỉ lệ LDR của ACB đều thấp hơn nhiều so với tỉ lệ LDR của STB. Đặc biệt, tỉ lệ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung dài hạn luôn bằng 0%, thấp hơn nhiều so với mức cho phép của Ngân hàng Nhà nước là 40%.

Sự khác biệt này xuất phát từ quan điểm quản trị rủi ro của ACB, với mục tiêu quản trị “Quản lý tốt, Lợi nhuận cao, Tăng trưởng hợp lý”.

Các chỉ tiêu sinh lời

ROA và ROE

Số liệu qua các năm cho thấy ACB có các chỉ số ROA và ROE tăng dần từ năm 2005—2007 và giảm dần từ 2008 do vốn chủ sở hữu tăng nhanh.

Khả năng sinh lời (%)

Chỉ tiêu	H1/2009	2008	2007	2006	2005	2004
LN trước thuế/Vốn CSH bình quân (ROE)	22.48%	36,5%	53,8%	46,8%	39,3%	44,3%
LN trước thuế/TTS bình quân (ROA)	1.19%	2,7%	3,3%	2,0%	2,0%	2,1%

ROE và ROA là cao nhất.

Các chỉ số sinh lời của ACB so với các ngân hàng trong nhóm khá tốt. Cụ thể, ROE và ROA là cao nhất. Mặc dù ACB phải huy động vốn giá cao và hoạt động tín dụng chỉ chiếm 33% TTS tuy nhiên do được hưởng lợi từ kinh doanh trái phiếu nên vẫn duy trì được NIM ngang các đối thủ.

	ACB	Sacombank	Techcombank	Exim
ROE (%)	28.46	12.31	19.23	5.41
ROA (%)	2.10	1.40	1.94	1.48
NIM (%)	3.07	2.06	3.54	3.14
Chi phí/ Thu nhập (%)	37.53	51.75	32.97	33.32

Phân tích SWOT

Điểm mạnh



Ông: Trần Xuân Giá, Chủ tịch HĐQT ACB

- Có các hoạt động chính đa dạng, bổ sung nhau: Khi thị trường chứng khoán đi xuống trong năm 2008 và đầu năm 2009, thị trường vàng cung cấp cho ACB một nguồn thu đáng kể.
- Có cơ cấu quản trị hiện đại, với các hội đồng về Nhân sự, Tín dụng, Đầu tư, Quản lý tài sản nợ và tài sản có là mẫu hình cho các doanh nghiệp khác của Việt Nam học tập.
- Được các tổ chức chuyên ngành đánh giá cao: tạp chí Asiamoney trao tặng giải thưởng "Ngân hàng tốt nhất Việt Nam năm 2009."
- Có đối tác uy tín, kinh nghiệm như: Standard Chartered Bank.
- Có đội ngũ lãnh đạo và HĐQT có định hướng chiến lược và tầm nhìn.
- + Xây dựng chiến lược tăng trưởng bề ngang: phát triển hệ thống chi nhánh ở các thị trường mục tiêu; hợp tác với các đối tác chiến lược nước ngoài.
- + Xây dựng chiến lược đa dạng hóa về: sản phẩm, lĩnh vực kinh doanh, kênh phân phối và khách hàng.

Điểm yếu

Thị phần huy động và cho vay của ACB còn thấp:

4.39% và **2.43%**

- Hoạt động tín dụng của ngân hàng tập trung vào địa bàn TP Hồ Chí Minh là chủ yếu, trong khi nhu cầu về tín dụng của các vùng miền khác là không nhỏ
- Thị phần huy động và cho vay của ACB chiếm phần khá nhỏ trong hệ thống ngân hàng thương mại: 4.39% và 2.43%. Quy mô nhỏ không giúp ACB có hiệu quả trên qui mô (economy of scale)

Cơ hội

Dưới **10%** dân số Việt Nam mở tài khoản vụ ngân hàng—Nguồn: McKinsey

- Thị trường Việt Nam trên 80 triệu dân, với độ phủ các dịch vụ ngân hàng còn ở mức rất thấp trên thế giới.
- Cam kết của chính phủ Việt Nam về một nền tài chính vững mạnh, cam kết về bảo hộ thị trường.
- Các chương trình kích cầu và hỗ trợ doanh nghiệp của Chính phủ được triển khai đồng loạt và mạnh mẽ, tạo ra những hiệu ứng tích cực cho nền kinh tế Việt Nam trong. Ngoài ra, gói hỗ trợ lãi suất của Chính phủ cho các doanh nghiệp và cá nhân sản xuất được áp dụng đã giúp cho ngân hàng và doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn mạnh mẽ hơn trong việc cho vay và đi vay.

Thách thức

Khủng hoảng kinh tế toàn cầu có thể có những diễn biến khó lường!

- Kinh tế thế giới vẫn chưa hồi phục hoàn toàn, khủng hoảng có thể kéo dài qua cả năm 2009 và sang 2010. Các ngân hàng và các tổ chức tài chính lớn trên thế giới có thể phải gánh chịu các quy định ngặt nghèo hơn, khiến tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bị giảm sút.
- Quy trình quản trị của các ngân hàng thương mại chưa phù hợp với các nguyên tắc và chuẩn mực quốc tế, tính minh bạch còn thấp. Khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế Việt Nam nói chung và của khu vực ngân hàng nói riêng còn rất thấp.
- Các ngân hàng lớn của quốc tế và khu vực như ANZ, HSBC, Citibank sẽ hiện diện ngày càng mạnh mẽ và có cạnh tranh với các ngân hàng của Việt Nam, trong đó có ACB. Các tổ chức này có thể mạnh về sản phẩm dịch vụ, kinh nghiệm, sự chuyên nghiệp và nguồn vốn tạo nên những thách thức lớn cho những tổ chức tài chính trong nước.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá: Chiết khấu dòng tiền (DCF) (50%) và phương pháp P/E, P/B (50%)

Trong phần tính giá theo phương pháp DCF, chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu ACB dựa trên 2 kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với DN. Việc đưa ra các kịch bản nhằm dự báo doanh thu và lợi nhuận của ACB. Mức độ tăng trưởng của ACB được chia làm 2 giai đoạn tăng trưởng: Giai đoạn đầu 10 năm (2009-2019) tăng trưởng với tốc độ nhanh và giai đoạn sau đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng chậm hơn.

- Kịch bản 1 thể hiện sự lạc quan của chúng tôi vào triển vọng của ngành tài chính Việt Nam và khả năng của ACB biến các điều kiện thuận lợi thành kết quả doanh thu và lợi nhuận tốt.
- Kịch bản 2 đánh giá thận trọng hơn về khả năng hồi phục của nền kinh tế và triển vọng tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của ACB.

Kịch bản 1: Lạc quan

Dự báo dựa trên 2 khả năng: Lạc quan và Thận trọng, mỗi khả năng có trọng số 25%

- Một số giả định:
 - + Gói kích cầu thứ 2 tiếp tục phát huy hiệu quả rõ rệt, nền kinh tế phục hồi nhanh, tăng trưởng lợi nhuận cao. Tốc độ tăng trưởng GDP là 5% năm 2009, 6.5% năm 2010, 7.5% các năm tiếp theo.
 - + Lạm phát dưới 10%, lãi suất cơ bản được điều chỉnh tăng lên 8%.
 - + Thị trường chứng khoán tăng trưởng bền vững, cuối năm 2009 Vn-index vào khoảng 550-600 điểm, tăng dần trong những năm tiếp theo khi nền kinh tế đã thoát ra khỏi khủng hoảng.
 - + Hoạt động xuất nhập khẩu trở nên sôi động trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng mạnh trở lại.
 - + Tình hình cung—cầu ngoại tệ bớt căng thẳng

Dự báo các chỉ tiêu cơ bản:

- Về doanh thu:

+ Doanh thu từ lãi sẽ có xu hướng tăng vào cuối năm do tiếp tục được hưởng lợi từ gói kích cầu của Chính phủ. Hơn nữa lãi suất cơ bản được duy trì ở mức thấp, không có xu hướng tăng sẽ rất có lợi cho hoạt động tín dụng khi ACB duy trì khe hở lãi suất âm. Chúng ta có thể dự báo được rằng khe hở lãi suất sẽ tiếp tục dương khi các khoản cho vay ngắn hạn thường xuyên chiếm tỷ trọng lớn trong tổng dư nợ cho vay. Do đó lãi suất tăng là điều kiện để ACB tăng thu từ lãi. Dự báo thu nhập từ lãi và các khoản thu nhập tương tự 6 tháng cuối năm vẫn tiếp tục tăng với mức thu nhập cả năm 2009 vào khoảng 11,547 tỷ tăng 10% so với 2008.

+ Doanh thu từ hoạt động dịch vụ cũng được dự báo tăng. ACB có các hoạt động dịch vụ đa dạng như sản phẩm thẻ và chấp nhận thanh toán thẻ, dịch vụ chuyển tiền, cho vay có tài sản đảm bảo... Do sớm triển khai các dịch vụ này, ACB sẽ tiếp tục có lợi thế đi đầu trong các năm tiếp theo khi thị trường này phát triển với tốc độ cao. Do đó chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động dịch vụ cho năm 2009 là 816 tỷ tăng 20% so với năm 2008.

+ Doanh thu từ hoạt động mua bán kinh doanh ngoại hối và vàng tiếp tục tạo nguồn thu lớn, và đa dạng hóa cơ cấu lợi nhuận, giảm thiểu rủi ro do tập trung vào một mảng chính. Thị trường vàng vẫn còn rất nhiều tiềm năng ở Việt Nam, khi tâm lý giữ vàng còn phổ biến trong nhiều bộ phận dân cư và xu hướng gần giá đất với giá vàng. Thị trường kinh doanh ngoại hối sẽ bớt căng thẳng do những động thái can thiệp của NHNN và sẽ phát triển trong các năm sau khi nền kinh tế Việt Nam hội nhập hơn với kinh tế thế giới. Thị trường chứng khoán phục hồi và thương hiệu ACBS tiếp tục tăng thị phần trong một thị trường tăng trưởng sẽ giúp ACB có thêm một nguồn thu lớn. Theo dự báo của chúng tôi thu nhập từ hoạt động kinh doanh vàng, ngoại hối, chứng khoán 6 tháng cuối năm sẽ đạt tương đương mức thu nhập của 6 tháng.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

tháng đầu năm.

+ Doanh thu từ hoạt động góp vốn mua cổ phần: Với một danh mục đầu tư góp vốn chủ yếu vào các doanh nghiệp thương mại, phát triển và điều hành khu công nghiệp, sản xuất mua bán sản phẩm tiêu dùng, mua bán thủy sản, khi nền kinh tế hồi phục, những doanh nghiệp trên sẽ có tốc độ tăng trưởng cao. Chúng tôi dự báo thu nhập từ hoạt động này giai đoạn nửa cuối năm sẽ cao hơn 6 tháng đầu năm và đạt khoảng 14.98 tỷ. Những năm tiếp theo sẽ tăng trưởng với tốc độ 10%.

+ Các yếu tố rủi ro từ thị trường có xu hướng giảm nên chúng tôi dự đoán chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ chỉ ở mức của năm 2008 là 88 tỷ.

- Về chi phí:

+ Với trên 16 năm hoạt động, ban giám đốc dày dặn kinh nghiệm, HĐQT hoạt động tương đối độc lập, cổ đông nước ngoài và đối tác chiến lược chiếm 30% cổ phần, ACB có lợi thế lớn so với các ngân hàng khác trong việc quản lý chi phí đầu vào. Do đó, chi phí lãi và các khoản chi phí tương tự có xu hướng giảm do giá vốn không có xu hướng tăng. Chi phí dự phòng rủi ro kinh doanh chứng khoán và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ giảm khi thị trường chứng khoán khởi sắc và tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm. Với tầm nhìn quản trị rủi ro tốt từ HĐQT và Ban Giám đốc, ACB sẽ tiếp tục đi đầu trong việc giảm các chi phí dự phòng này.

Tổng hợp doanh thu và chi phí, có Bảng dự báo kết quả hoạt động kinh doanh (Phụ lục 1)

Sử dụng phương pháp FCFE trong định giá cổ phiếu ACB với giả định ACB tăng trưởng qua hai giai đoạn, giai đoạn đầu 10 năm (2009-2019) tăng trưởng với tốc độ 18% và giai đoạn sau đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng 7%. Tiến hành chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu trong tương lai về thời điểm hiện tại với chi phí vốn chủ sở hữu được tính toán theo mô hình CAPM với $k_e = 12\%$. Theo phương pháp này cổ phiếu SHB được định giá ở mức **56,000 VNĐ**.

Kịch bản 2: Kịch bản thận trọng

Với kịch bản này chúng tôi đưa ra dựa trên những giả định sau:

+ Nền kinh tế phục hồi chậm, tăng trưởng lợi nhuận giảm sút, tốc độ tăng trưởng GDP: 4.5% năm 2009, 5.5% - 6% năm 2010, 6.5% - 7% năm 2011, 8% năm 2012 và tăng trưởng ổn định sau đó.

+ Lạm phát ở mức 2 con số trong năm 2010

+ Tình hình cung ngoại hối tiếp tục căng thẳng

+ Thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt, Vn-index cuối năm ở mức 450 - 500 điểm.

- Về doanh thu

+ Doanh thu từ lãi có xu hướng giảm trong năm 2009 và tăng với tốc độ rất chậm trong năm 2010.

+ Doanh thu từ hoạt động dịch vụ tăng chậm, người dân lo ngại suy thoái và không hào hứng với các giá trị gia tăng do ngân hàng đem lại.

+ Doanh thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng tăng trưởng không ổn định trong bối cảnh thị trường có rất nhiều biến động.

+ Doanh thu từ mua bán chứng khoán đầu tư không tăng mạnh do thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt.

Dự báo các chỉ tiêu cơ bản

+ Các yếu tố rủi ro từ thị trường có xu hướng tăng nên các khoản doanh thu khác sẽ có xu hướng giảm.

- Về chi phí:

Dự báo dựa trên 2 khả năng: Lạc quan và Thận trọng, mỗi khả năng có trọng số 25%

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ (tiếp)

+ Các khoản chi phí sẽ cao hơn so với Kịch bản 1 do tỉ lệ lãi giảm trong môi trường kinh doanh kém hơn. Tổng hợp doanh thu và chi phí, có Bảng dự báo kết quả kinh doanh (Phụ lục 2)

Sử dụng phương pháp FCFE trong định giá cổ phiếu ACB với giả định ACB tăng trưởng qua hai giai đoạn, giai đoạn đầu 10 năm (2009-2019) tăng trưởng với tốc độ 15% và giai đoạn sau đi vào ổn định với tốc độ tăng trưởng 7%. Tiến hành chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu trong tương lai về thời điểm hiện tại với chi phí vốn chủ sở hữu được tính toán theo mô hình CAPM với $k_e = 12\%$. Theo phương pháp này cổ phiếu SHB được định giá ở mức **56,000 VNĐ**.

Sử dụng phương pháp DCF trong định giá cổ phiếu ACB với giả định như trên. Tiến hành chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu trong tương lai về thời điểm hiện tại với chi phí vốn chủ sở hữu được giả định ở mức 15% dựa trên hệ số Beta của cổ phiếu ACB (1.29), phần bù rủi ro thị trường và lãi suất Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm ta có được kết quả định giá cổ phiếu ACB ở vào mức **36,000 VNĐ**.

Với tỷ trọng 25—25 cho hai kịch bản, mức giá hợp lý của ACB theo phương pháp FCFE sẽ vào khoảng **46,000 VNĐ**.

So sánh ngang với phương pháp P/E và P/B

Phương pháp P/E và P/B có trọng số 50%

Với phương pháp so sánh ngang P/E và P/B, chúng tôi nhận thấy việc so sánh ACB với STB là khá phù hợp do hai doanh nghiệp này có cơ cấu doanh thu, lĩnh vực hoạt động và vốn chủ sở hữu tương đồng. Mỗi phương pháp P/E và P/B có tỷ trọng 25%, theo đó, giá của cổ phiếu ACB ở mức **47,000 VNĐ**.

	P/E	P/B
ACB	12.63	3.86
STB	16.40	2.84
P/E và P/B Trung bình	14.52	3.35

Tổng hợp với phương pháp DCF có trọng số 50%, giá trị tiềm năng của cổ phiếu ACB ở mức **46,500 VNĐ**.

Với mức giá hiện tại của ACB là 46,600 VNĐ và năng lực quản trị rủi ro, cơ cấu doanh thu đa dạng, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên nắm giữ cổ phiếu ACB với mục tiêu đầu tư dài hạn.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ (tiếp)

Kịch bản 1: Lạc quan	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Thu nhập lãi thuần	2,728,257,000	3,001,082,700	3,541,277,586	4,178,707,551	4,930,874,911	5,818,432,395
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	10,497,846,000	11,547,630,600	13,626,204,108	16,078,920,847	18,973,126,600	22,388,289,388
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	7,769,589,000	8,546,547,900	10,084,926,522	11,900,213,296	14,042,251,689	16,569,856,993
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	606,508,000	727,809,600	858,815,328	1,013,402,087	1,195,814,463	1,411,061,066
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	680,301,000	816,361,200	963,306,216	1,136,701,335	1,341,307,575	1,582,742,939
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	-73,793,000	-88,551,600	-104,490,888	-123,299,248	-145,493,112	-171,681,873
Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	678,852,000	903,406,000	1,066,019,080	1,257,902,514	1,484,324,967	1,751,503,461
Lãi / lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-30,067,000	211,192,000	249,206,560	294,063,741	346,995,214	409,454,353
Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	46,291,000	146,316,000	172,652,880	203,730,398	240,401,870	283,674,207
Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động khác	37,356,000	62,628,000	73,901,040	87,203,227	102,899,808	121,421,774
Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần	172,279,000	189,506,900	223,618,142	263,869,408	311,365,901	367,411,763
Chi phí hoạt động	-	-	-2,252,718,648	-2,658,208,005	-3,136,685,445	-3,701,288,826
	1,590,903,000	1,909,083,600				
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,648,573,000	3,332,857,600	3,932,771,968	4,640,670,922	5,475,991,688	6,461,670,192
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-87,993,000	-87,993,000	-103,831,740	-122,521,453	-144,575,315	-170,598,871
Lợi nhuận trước thuế	2,560,580,000	3,244,864,600	3,828,940,228	4,518,149,469	5,331,416,373	6,291,071,321
Thuế TNDN	-349,898,000	-876,113,442	-1,033,813,862	-1,219,900,357	-1,439,482,421	-1,698,589,257
Lợi nhuận sau thuế	2,210,682,000	2,368,751,158	2,795,126,366	3,298,249,112	3,891,933,953	4,592,482,064

Phụ lục

Kịch bản 1: Thận trọng	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Thu nhập lãi thuần	2,728,257,000	3,001,082,700	3,451,245,105	3,968,931,871	4,564,271,651	5,248,912,399
1. Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	10,497,846,000	11,547,630,600	13,279,775,190	15,271,741,469	17,562,502,689	20,196,878,092
2. Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-7,769,589,000	-8,546,547,900	-9,828,530,085	11,302,809,598	12,998,231,037	14,947,965,693
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	606,508,000	727,809,600	836,981,040	962,528,196	1,106,907,425	1,272,943,539
1. Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	680,301,000	816,361,200	938,815,380	1,079,637,687	1,241,583,340	1,427,820,841
2. Chi phí từ hoạt động dịch vụ	-73,793,000	-88,551,600	-101,834,340	-117,109,491	-134,675,915	-154,877,302
Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	678,852,000	903,406,000	1,038,916,900	1,194,754,435	1,373,967,600	1,580,062,740
Lãi / lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	-30,067,000	211,192,000	242,870,800	279,301,420	321,196,633	369,376,128
Lãi/ lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	46,291,000	146,316,000	168,263,400	193,502,910	222,528,347	255,907,598
Lãi/ lỗ thuần từ hoạt động khác	37,356,000	62,628,000	72,022,200	82,825,530	95,249,360	109,536,763
Thu nhập từ vốn góp mua cổ phần	172,279,000	189,506,900	217,932,935	250,622,875	288,216,307	331,448,753
Chi phí hoạt động	-1,590,903,000	-1,909,083,600	-2,195,446,140	-2,524,763,061	-2,903,477,520	-3,338,999,148
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2,648,573,000	3,332,857,600	3,832,786,240	4,407,704,176	5,068,859,802	5,829,188,773
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-87,993,000	-87,993,000	-101,191,950	-116,370,743	-133,826,354	-153,900,307
Lợi nhuận trước thuế	2,560,580,000	3,244,864,600	3,731,594,290	4,291,333,434	4,935,033,449	5,675,288,466
Thuế TNDN	-349,898,000	-876,113,442	-1,007,530,458	-1,158,660,027	-1,332,459,031	-1,532,327,886
Lợi nhuận sau thuế	2,210,682,000	2,368,751,158	2,724,063,832	3,132,673,406	3,602,574,417	4,142,960,580

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Phan Hoàng Diệu

Trương Trần Dũng

Lưu Thị Hương

Lê Thùy Ngọc Khanh

Vũ Thị Oanh

Võ Lan Phương

Nguyễn Duy Tân