

26/12/2017

NÓI TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

Mục lục

| | |
|------------------------------|--|
| DIỄN BIẾN NGÀNH NĂM 2017 ... | |
| TRIỂN VỌNG NĂM 2018 | |
| KHUYẾN NGHỊ | |
| PHỤ LỤC | |

Chuyên viên phân tích

Ngô Phương Anh

nphanh@vcbs.com.vn

Nguyễn Hữu Quang

nhquang@vcbs.com.vn

**Hệ thống báo cáo phân tích của
VCBS**

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

DIỄN BIẾN NGÀNH NĂM 2017

Tín dụng duy trì tốc độ tăng trưởng tương đương 2016. Huy động không chịu nhiều áp lực.

Lãi suất có nhiều yếu tố hỗ trợ để tiếp tục giảm. Lãi suất liên ngân hàng giảm xuống mức thấp trong Quý 3 nhờ thanh khoản của hệ thống dồi dào.

Nhiều tín hiệu tích cực trong quá trình xử lý nợ xấu được ghi nhận sau khi Nghị quyết 42/2017/QH14 được ban hành.

Hệ số CAR toàn ngành tiếp tục trên đà giảm. Basel II có thể gây áp lực khá lớn lên vốn tự có đối với nhóm TMCP Nhà nước.

KQKD của các ngân hàng phân hoá trong năm 2017.

TRIỂN VỌNG NĂM 2018

Tốc độ tăng trưởng tín dụng 2018 dự báo ở mức 18%.

Lãi suất ổn định trong nửa đầu năm và có thể chịu áp lực tăng trong nửa cuối năm. Theo đó, NIM của hệ thống khó có thể cải thiện rõ rệt trong 2018.

Tín dụng bán lẻ được đẩy mạnh, trong đó cho vay tiêu dùng tăng trưởng nhanh.

Hàng loạt chính sách mới có thể được đưa ra nhằm hỗ trợ hệ thống ngân hàng. Các NHTM tiếp tục đẩy mạnh việc huy động vốn để cải thiện các chỉ số an toàn.

Kỳ vọng của thị trường tiếp tục tập trung vào những ngân hàng sẽ niêm yết trong năm 2018. Các cổ phiếu Ngân hàng còn nhiều tiềm năng để nổi dài đà tăng trưởng.

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng tiếp tục duy trì xu hướng tích cực trong 2018 nhờ tín dụng tăng trưởng tốt, KQKD các ngân hàng phục hồi mạnh mẽ và chính sách hỗ trợ quá trình xử lý nợ xấu, tái cơ cấu ngành được đẩy mạnh. Chúng tôi khuyến nghị **MUA ĐỐI VỚI ACB và KHẢ QUAN ĐỐI VỚI VCB.**

DIỄN BIẾN NGÀNH NĂM 2017

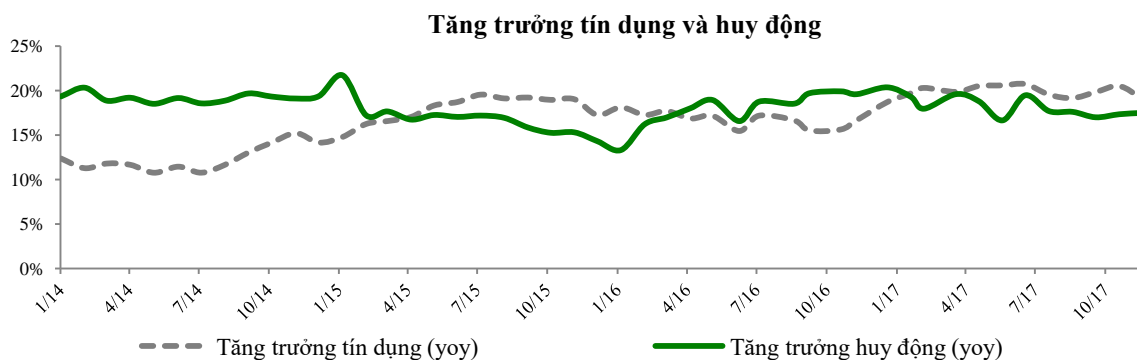
- ❖ Tín dụng duy trì tốc độ tăng trưởng tương đương 2016. Huy động không chịu nhiều áp lực.
- ❖ Lãi suất có nhiều yếu tố hỗ trợ để tiếp tục giảm. Lãi suất liên ngân hàng giảm xuống mức thấp trong Quý 3 nhờ thanh khoản của hệ thống dồi dào.
- ❖ Nhiều tín hiệu tích cực trong quá trình xử lý nợ xấu được ghi nhận sau khi Nghị quyết 42/2017/QH14 được ban hành.
- ❖ Hệ số CAR toàn ngành tiếp tục trên đà giảm. Basel II có thể gây áp lực khá lớn lên vốn tự có đối với nhóm TMCP Nhà nước.
- ❖ KQKD của các ngân hàng phân hoá trong năm 2017.

Tín dụng duy trì tốc độ tăng trưởng tương đương 2016.

Tính đến ngày 30/11/2017, tín dụng tăng trưởng 15,3% ytd, so với mức 15,6% ytd cùng kỳ năm 2016, vẫn còn thấp so với mục tiêu 21% do Chính phủ đề ra. Các động lực tăng trưởng tín dụng bao gồm:

- (1) Với mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6,5%, tín dụng được xác định là yếu tố hỗ trợ quan trọng. Theo đó, từ tháng 7, Chính phủ đã nâng giới hạn cho dư nợ tín dụng từ 18% lên 21% cho năm 2017 tạo dư địa cho hệ thống đẩy mạnh tín dụng. Tuy nhiên, trong Quý 3, tăng trưởng kinh tế gia tốc đạt 7,46% khiến việc đẩy mạnh tín dụng không còn quá cấp thiết. Do đó chúng tôi nhận định tăng trưởng tín dụng cả năm sẽ tương đương với mức của 2016.
- (2) Tín dụng tiêu dùng tăng trưởng mạnh phản ánh nhu cầu tiêu dùng của nền kinh tế. Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng đạt 59% ytd tính đến tháng 11/2017. Theo tỷ trọng dư nợ của toàn hệ thống, tín dụng tiêu dùng đang chiếm khoảng 15,7%, tập trung vào cho vay sửa chữa và mua nhà.
- (3) Nhu cầu nhập khẩu tăng cao khiến tín dụng ngoại tệ tăng trưởng nhanh. Kim ngạch nhập khẩu 11 tháng đầu năm ước đạt 190,99 tỷ USD, tăng 21% yoy và lãi suất cho vay USD (kỳ hạn ngắn 2,73%-3,4%/năm chưa bao gồm tỷ giá) trong nước đang ở mức thấp hơn tương đối so với lãi suất VND (6,5%-9%/năm). Theo đó, tín dụng ngoại tệ 11 tháng 2017 tăng trưởng 12,3% ytd, cao hơn nhiều lần mức 5,8% ytd của cùng kỳ 2016.

Xét theo kỳ hạn, cơ cấu tín dụng duy trì xu hướng giảm tỷ trọng tín dụng trung dài hạn. Ước tính tỷ trọng tín dụng ngắn hạn sau 11 tháng tăng lên mức 48,7%, so với mức 44,9% cuối năm 2016). Về phía tín dụng theo ngành, cơ cấu tín dụng chuyển biến theo hướng tập trung vào các ngành nghề ưu tiên. Tín dụng cho lĩnh vực nông nghiệp chiếm tỷ trọng 8,1% trong khi đó tín dụng vào hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng đạt 15,5%, thấp hơn mức 17,1% của 2016. Xu hướng trên khá đồng nhất với định hướng kiểm soát tăng trưởng tín dụng của NHNN.



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Huy động không chịu nhiều áp lực.

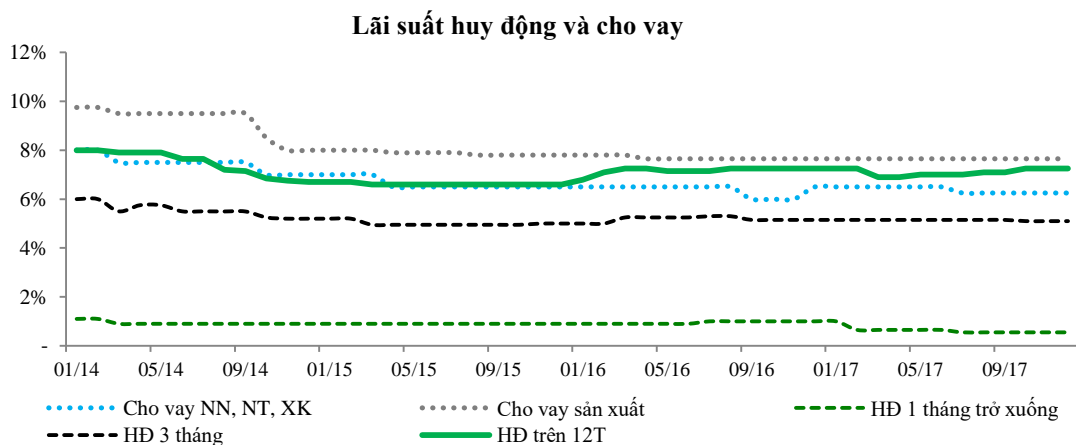
Huy động trong 11 tháng 2017 tăng khá đạt 13,5% ytd, thấp hơn so với cùng kỳ (16,6% ytd). Huy động nhìn chung không chịu nhiều áp lực nhờ thanh khoản của hệ thống ổn định. Dự trữ ngoại hối đạt mức cao kỷ lục 46 tỷ USD cùng với việc NHNN bơm ròng 124 nghìn tỷ đồng lũy kể 11 tháng là yếu tố chính hỗ trợ cho thanh khoản của hệ thống. Tỷ lệ tín dụng/ huy động (LDR) của cả hệ thống ở khoảng 86,9%, cao hơn mức 85,6% của cuối 2016, phản ánh xu hướng tăng trưởng tín dụng nhanh hơn tăng trưởng huy động.

Một số diễn biến đáng chú ý của huy động trong 11 tháng đầu năm là (1) Nhu cầu huy động phân hóa, tập trung các NHTM nhỏ; (2) Gia tốc huy động trong những tháng cuối năm. Cụ thể, trong 7 tháng đầu năm, dù thanh khoản của hệ thống khá dồi dào nhờ lượng tiền gửi của KBNN tăng mạnh, động thái trên chỉ ảnh hưởng đến nhóm NHTM lớn, khiến áp lực huy động vẫn hiện diện tại nhóm NHTM nhỏ. Sau Nghị quyết số 70/NQ-CP¹ được ban hành, tình hình giải ngân vốn đầu tư công đã cải thiện từ 47,2% cuối tháng 7 lên 72,5% cuối tháng 10. Do vậy, tiền gửi của KBNN đã sụt giảm, đồng thời, các tháng cuối năm cũng là thời điểm nhu cầu huy động vốn của hệ thống được đẩy mạnh tạo ra tình trạng cạnh tranh lãi suất huy động giữa các ngân hàng.

Lãi suất có nhiều yếu tố hỗ trợ để tiếp tục giảm.

Như đã trình bày phía trên, do nhu cầu huy động nhìn chung không chịu áp lực, mặt bằng lãi suất huy động tương đối ổn định so với thời điểm cuối 2016. Trong Quý 1, lãi suất có dấu hiệu tăng nhẹ do tình trạng thiếu hụt thanh khoản cục bộ cũng như việc một số ngân hàng chủ động tái cơ cấu nguồn vốn bằng cách phát hành GTCG dưới tác động của Thông tư 06 và sau đó giảm trở lại trong 2 Quý liên tiếp. Xét theo cơ cấu kỳ hạn, lãi suất huy động kỳ hạn dài vào đầu Quý 4 đã phục hồi sau khi giảm sâu trong Quý 2 và tương đương với mức đầu năm. Trong khi đó, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn đã giảm nhẹ 0,03-0,05% so với thời điểm đầu năm.

Mặt bằng lãi suất tín dụng đã giảm trong 10 tháng đầu năm 2017. Cụ thể, sau khi NHNN ban hành các văn bản điều chỉnh giảm lãi suất vào đầu tháng 7, lãi suất cho vay đã giảm khá từ 0,5-1% cho các nhóm ngành ưu tiên. Cho các hoạt động sản xuất thông thường, lãi suất phổ biến không có nhiều biến động.



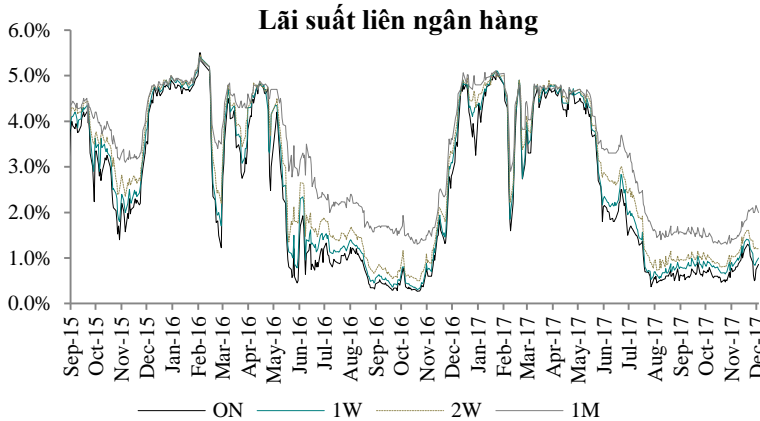
Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Lãi suất liên ngân hàng giảm xuống mức thấp trong Quý 3 nhờ thanh khoản của hệ thống dồi dào

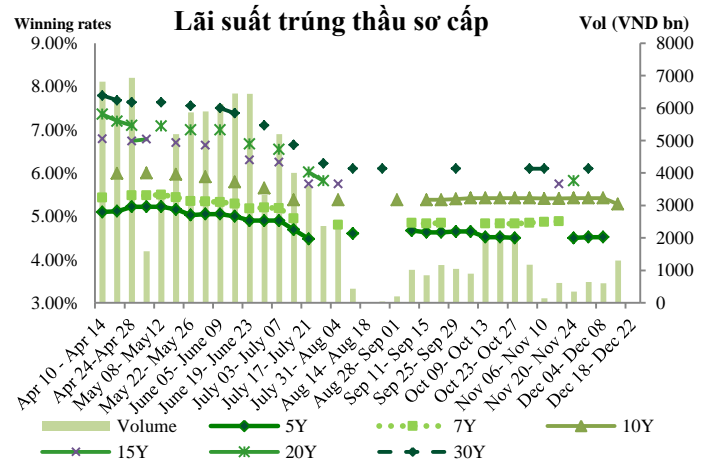
Sau giai đoạn tăng cao do thiếu hụt thanh khoản cục bộ trong Quý 1, lãi suất liên ngân hàng đã nằm trong xu hướng giảm và thực sự xuống thấp trong Quý 3 với lãi suất qua đêm chỉ ở mức 0,9%/năm. Bắt đầu từ quý 2, lãi

¹ Nghị quyết số 70/NQ-CP về những nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công.

suất liên ngân hàng liên tục giảm nhờ nguồn cung thanh khoản từ tiền gửi của Kho bạc Nhà nước cùng việc Ngân hàng mua lượng lớn ngoại tệ. Bên cạnh đó, NHNN cũng đã có động thái cắt giảm 0,25% lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu, và cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với NHTM vào đầu tháng 7, từ đó đưa ra tín hiệu tiếp tục chính sách nới lỏng, hỗ trợ thanh khoản hệ thống.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: HNX

Lãi suất và khối lượng trúng thầu sơ cấp có sự sụt giảm mạnh từ tháng 8 khi KBNN đã phát hành thành công lượng lớn trái phiếu dài hạn trước đó. Mặt khác, nhu cầu trái phiếu tăng cao ở các kỳ hạn dài do cầu lớn tại các Ngân hàng với xu hướng chuyển dịch lên các kỳ hạn dài nhằm tìm kiếm mức lợi nhuận tốt hơn, cùng với đó là sự tăng trưởng cầu tại các công ty bảo hiểm

Trên thị trường thứ cấp, ngoại trừ các thời điểm căng thẳng do yếu tố thời vụ, thanh khoản hệ thống được ghi nhận ở trạng thái dồi dào, lãi suất liên ngân hàng liên tục duy trì ở mức thấp. Các yếu tố đóng góp chính bao gồm (1) Dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp tiếp tục chảy vào thị trường Việt Nam; (2) KBNN tiến hành chuyển lượng lớn tiền gửi tại NHNN sang các NHTM trong bối cảnh quá trình giải ngân vốn đầu tư công gặp khó khăn.

Nhiều tín hiệu tích cực trong quá trình xử lý nợ xấu được ghi nhận sau khi Nghị quyết 42/2017/QH14 được ban hành.

Vai trò của VAMC được nâng cao

Theo nội dung của Nghị quyết, những hạn chế của VAMC được gỡ bỏ nhờ: (1) mở rộng các khoản nợ được mua bán của VAMC; (2) bổ sung đối tượng tham gia mua bán nợ; (3) tăng cường phương thức mua nợ xấu bằng giá trị thị trường; và (4) cho phép áp dụng thủ tục rút gọn trong giải quyết tranh chấp liên quan đến tài sản đảm bảo. Theo đó, Nghị quyết tạo ra kỳ vọng về sự tham gia rộng rãi của các tổ chức kinh tế đặc biệt là các công ty bất động sản hoặc các tổ chức nước ngoài. Với gần 70% giá trị tài sản đảm bảo là bất động sản, quá trình xử lý nợ sẽ đi liền với quá trình xử lý tài sản đảm bảo bằng bất động sản. Sự tham gia của các thành viên mới trên thị trường có kinh nghiệm về lĩnh vực này kỳ vọng có thể tạo ra thị trường mua bán nợ xấu thứ cấp sôi động hơn, từ đó thu hút nguồn vốn mới, giải phóng nợ xấu cho các ngân hàng.

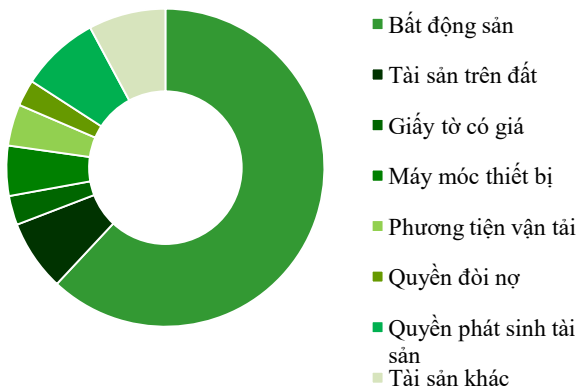
Thông tư 09/2017/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung Thông tư số 19/2013/TT-NHNN về việc mua, bán và xử lý nợ xấu của Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam.

Các nội dung chính liên quan của Thông tư nhằm bổ sung cụ thể về việc mua bán nợ xấu theo giá thị trường, chuyển khoản nợ xấu đã mua bằng trái phiếu đặc biệt thành khoản nợ xấu mua theo giá trị thị trường cũng như

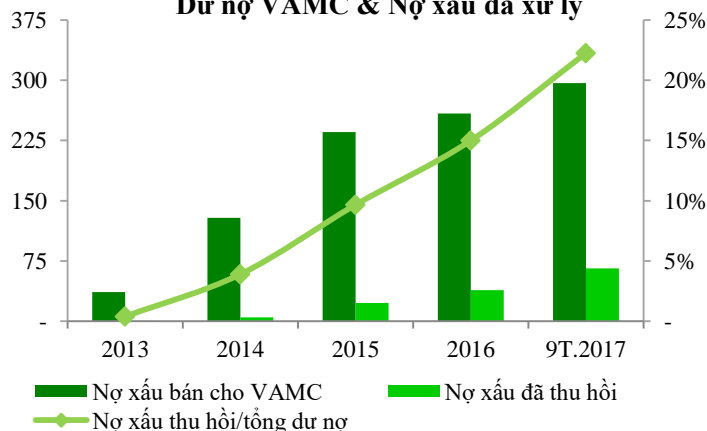
củng cố quyền của VAMC với tài sản đảm bảo. Chúng tôi cho rằng, Thông tư 09 nhằm mục đích hướng dẫn chi tiết Nghị quyết 42 và khắc phục các hạn chế của Thông tư 08 và 19 trước đó.

Cụ thể, sau khi Nghị quyết 42 và Thông tư 09 được ban hành, công tác thu hồi, xử lý nợ xấu của VAMC thuận lợi hơn khi nhiều rào cản trong xử lý nợ xấu được dỡ bỏ. Từ tháng 8/2017 (thời điểm Nghị quyết 42 bắt đầu có hiệu lực) đến nay, sau khi triển khai việc xử lý nợ xấu theo Nghị quyết 42, VAMC đã thu hồi được khoảng 5.000 tỷ đồng, đưa tổng số nợ thu hồi trong 9T.2017 lên khoảng 16.000 tỷ đồng.

Cơ cấu tài sản đảm bảo của VAMC



Dư nợ VAMC & Nợ xấu đã xử lý

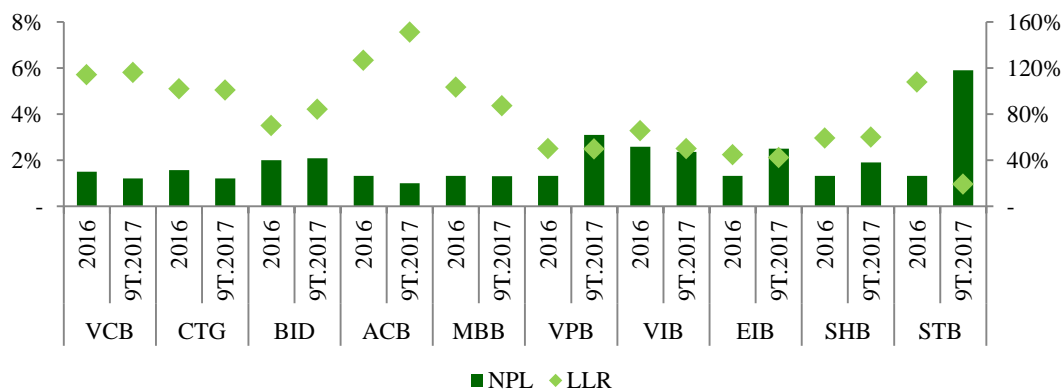


Nguồn: VAMC, VCBS tổng hợp

Các khó khăn trong quá trình xử lý nợ xấu của TCTD phần nào được tháo gỡ

Đối với các tổ chức tín dụng, Nghị quyết 42 đã bổ sung quy định về Cho phép phân bổ lãi dự thu và phân bổ chênh lệch lỗ khi bán khoản nợ xấu dưới giá trị sổ sách của ngân hàng bên cạnh các quy định như đối với VAMC. Từ đó góp phần giảm áp lực tài chính đối với các TCTD có số dư nợ xấu, lãi dự thu lớn, hỗ trợ các tổ chức này có thời gian xử lý dần dần và phục hồi hoạt động kinh doanh. Trước khi có Nghị quyết này, NHNN đã thể hiện 1 số biện pháp hỗ trợ tương tự như giãn trích lập VAMC, áp dụng việc khoanh vùng dự thu phân bổ dần, cho phép bán nợ dưới giá trị sổ sách rồi phân bổ dần lỗ chênh lệch vào KQKD,... đối với 1 số trường hợp đặc biệt như STB, SHB,... Tuy nhiên, bên cạnh các chính sách hỗ trợ quan trọng quá trình xử lý nợ tại các TCTD yếu kém, việc phục hồi được nhanh hay chậm vẫn phụ thuộc vào nỗ lực thực hiện của từng TCTD.

Tỷ lệ NPL, LLR



Nguồn: NHTM, VCBS tổng hợp

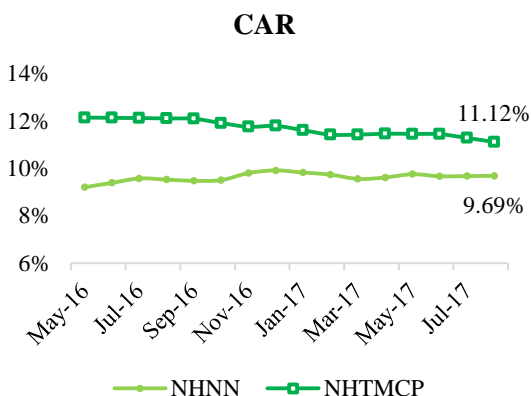
Xét chung trên toàn hệ thống, quá trình xử lý nợ xấu trong 9 tháng đầu năm 2017 đã có những kết quả tích cực.

Theo thông tin từ phía NHNN, tỷ lệ nợ xấu nội bảng của hệ thống tại thời điểm cuối Quý 3 là 2,34%, thấp hơn mức 2,46% tại thời điểm cuối 2016. Tuy nhiên, số liệu bao gồm cả nợ xấu tiềm ẩn và nợ xấu đã bán cho VAMC là 8,61% (tương đương 566 nghìn tỷ đồng), giảm từ mức 10,08% từ cuối 2016. Tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro/ Lợi nhuận trước trích lập đạt 49%, giảm nhẹ từ 53% của cùng kỳ 2016. Số dư dự phòng rủi ro tín dụng khoảng 110 tỷ đồng, tăng khoảng 22% so với cuối năm 2016. Chúng tôi nhận định mức tăng trưởng ấn tượng trên có được là nhờ kết quả kinh doanh khả quan của hệ thống (lãi thuần từ hoạt động tín dụng và lợi nhuận trước trích lập dự phòng rủi ro tăng trưởng lần lượt là 15,8% và 30,2% yoy).

Hệ số CAR toàn ngành tiếp tục trên đà giảm. Basel II có thể gây áp lực khá lớn lên vốn tự có đối với nhóm TMCP Nhà nước

Tính đến cuối tháng 8/2017, hệ số CAR trung bình ngành ~10,4%, thấp hơn so với cùng kỳ năm trước và duy trì xu hướng giảm từ năm 2015 trở lại đây. Trong đó, hệ số CAR của nhóm NHTM Nhà nước là 9,69%, nhóm NHTMCP là 11,12%. So với mức quy định tối thiểu 9% của NHNN, hệ số CAR hiện tại đã ở mức rất thấp.

Dù NHNN đã giãn tiến độ áp dụng Basel II đến năm 2020 theo đề cập trong thông tư 41/2016/TT-NHNN, áp lực vẫn là khá lớn lên hệ thống ngân hàng, đặc biệt với nhóm TMCP Nhà nước vốn đã không có nhiều lựa chọn để cải thiện hệ số CAR. Nhóm này đang rất cần sự hỗ trợ để nâng cao vốn tự có (đặc biệt là vốn cấp một sẽ có tác động trong dài hạn, giúp NHTM đủ nguồn lực tài chính để kinh doanh hiệu quả) và cải thiện các hệ số an toàn khác.



| | 2014 | 2015 | 2016 | 9T.2017 |
|-----|--------|--------|--------|---------|
| VCB | 11,61% | 11,04% | 10,26% | - |
| CTG | 10,40% | 10,60% | 10,40% | 9,25% |
| BID | 9,47% | 9,81% | 10,19% | 9,02% |

Nguồn: NHNN, Báo cáo thường niên & Tài liệu cổ đông của các ngân hàng

KQKD của các ngân hàng phân hoá trong năm 2017.

KQKD 9T.2017 cho thấy phần lớn lợi nhuận các ngân hàng tăng trưởng khả quan. LNTT của 10 ngân hàng theo thống kê của chúng tôi tăng trưởng 30,9% so với cùng kỳ, đến từ: (1) Tín dụng tăng trưởng nhanh đối với hầu hết các ngân hàng, cho thấy mức độ hấp thụ vốn tốt từ nền kinh tế; (2) Thu ngoài lãi tăng mạnh đặc biệt ở các ngân hàng bán lẻ, chủ yếu đến từ thu nhập từ phí dịch vụ; (3) Chi phí dự phòng nhìn chung giảm đi đáng kể sau khi đã đạt đỉnh vào năm 2016, chỉ tăng nhanh đối với một số ngân hàng cá biệt; (4) NIM được cải thiện đối với các ngân hàng tập trung vào tín dụng bán lẻ, đối với các ngân hàng tập trung vào phân khúc doanh nghiệp lớn hay đang trong quá trình tái cơ cấu mạnh mẽ thì NIM có xu hướng giảm nhẹ.

| Tăng trưởng | Tín dụng | Huy động | TN lãi thuần | TN ngoài lãi | LN trước dự phòng | CP dự phòng | LNTT | Tỷ lệ nợ xấu | NIM | |
|-------------|----------|----------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------|--------------|---------|---------|
| | | | | | | | | | 9T.2017 | 9T.2016 |
| VCB | 16,33% | 17,23% | 18,4% | 21,7% | 14,8% | -0,2% | 25,4% | 1,2% | 2,62% | 2,76% |
| CTG | 15,28% | 9,49% | 15,8% | 35,7% | 21,2% | 33,9% | 11,5% | 1,2% | 2,74% | 2,99% |
| BID | 14,41% | 12,57% | 37,7% | -2,4% | 37,0% | 70,5% | -3,5% | 2,1% | 2,94% | 2,65% |
| ACB | 12,90% | 12,60% | 22,8% | 445,3% | 93,4% | 165,1% | 61,1% | 1,0% | 3,34% | 3,30% |
| MBB | 16,92% | 9,39% | 40,0% | 84,4% | 51,6% | 71,7% | 43,5% | 1,3% | 4,10% | 3,56% |
| VPB | 15,90% | 11,38% | 41,1% | 108,8% | 58,4% | 41,9% | 79,1% | 3,1% | 8,78% | 8,01% |
| VIB | 20,22% | 22,42% | 27,7% | -23,9% | 14,5% | -14,5% | 52,5% | 2,4% | 2,89% | 1,04% |
| EIB | 9,93% | 10,39% | -17,2% | 31,4% | -16,2% | -47,3% | 125,8% | 2,5% | 2,11% | 2,77% |
| SHB | 18,08% | 16,24% | 4,1% | 129,0% | 60,2% | 43,6% | 72,2% | 1,9% | 1,45% | 1,80% |
| STB | 12,15% | 9,13% | 38,7% | 3,2% | 535,0% | N/A | 391,9% | 5,9% | 1,71% | 2,16% |

Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NĂM 2018

Chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng tiếp tục duy trì xu hướng tích cực trong 2018 nhờ tín dụng tăng trưởng tốt, KQKD các ngân hàng phục hồi mạnh mẽ và các chính sách hỗ trợ quá trình xử lý nợ xấu, tái cơ cấu ngành được đẩy mạnh. Theo đó một số nội dung đáng chú ý trong ngành bao gồm:

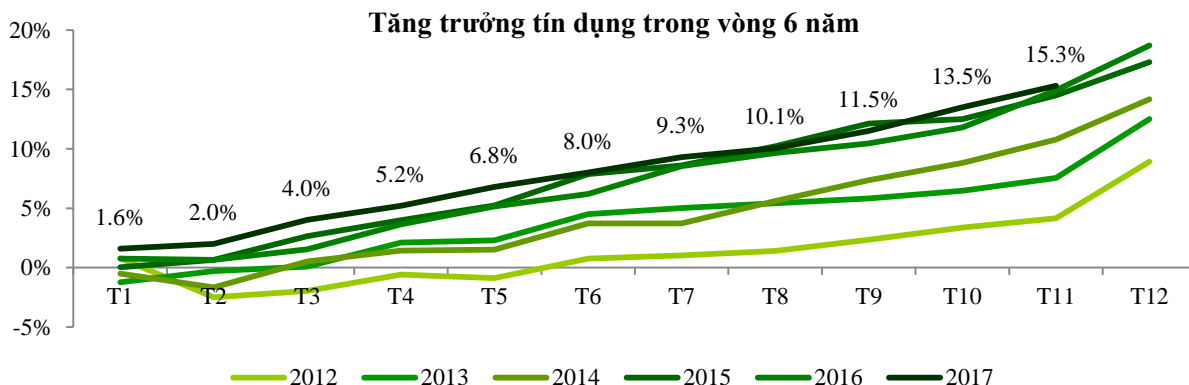
- ❖ Tốc độ tăng trưởng tín dụng 2018 dự báo ở mức 18%.
- ❖ Lãi suất ổn định trong nửa đầu năm và có thể chịu áp lực tăng trong nửa cuối năm. Theo đó, NIM của hệ thống khó có thể cải thiện rõ rệt trong 2018.
- ❖ Tín dụng bán lẻ được đẩy mạnh, trong đó cho vay tiêu dùng tăng trưởng nhanh.
- ❖ Hàng loạt chính sách mới có thể được đưa ra nhằm hỗ trợ hệ thống ngân hàng. Các NHTM tiếp tục đẩy mạnh việc huy động vốn để cải thiện các chỉ số an toàn.
- ❖ Kỳ vọng của thị trường tiếp tục tập trung vào những ngân hàng sẽ niêm yết trong năm 2018. Các cổ phiếu Ngân hàng còn nhiều tiềm năng để nối dài đà tăng trưởng.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng 2018 dự báo ở mức 18%

Chúng tôi nhận định tăng trưởng tín dụng năm 2018 dự báo ở mức 18%, đây vẫn là mức tăng trưởng tốt và có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của toàn ngành Ngân hàng. Động lực chủ yếu đến từ quy mô nền kinh tế mở rộng giúp cầu tiêu dùng lớn hơn. Cầu tín dụng cá nhân, chủ yếu là tín dụng tiêu dùng tiếp tục tăng mạnh (tổng dư nợ cho vay tiêu dùng tính đến cuối tháng 11/2017 ước tăng khoảng 59% so với cuối năm 2016). Đồng thời, khả năng hấp thụ vốn của doanh nghiệp đã gia tăng đáng kể so với những năm trước, đặc biệt số lượng doanh nghiệp vừa và nhỏ mỗi năm tăng khá (số doanh nghiệp được thành lập mới trong 11 tháng đầu năm 2017 đạt 116 nghìn doanh nghiệp, tăng 14% so với cùng kỳ năm trước).

Mặt khác, nguồn lực dành cho tín dụng cũng được hỗ trợ đáng kể. Các thay đổi tích cực trong quá trình xử lý nợ xấu đã tạo kỳ vọng cho việc về việc khơi thông dòng vốn, giúp các ngân hàng có thêm nguồn lực để đẩy mạnh tín dụng. Đồng thời, nhiều chính sách hỗ trợ điển hình như việc NHNN nâng tỷ lệ tối đa cho phép vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn từ 40% lên 45% áp dụng từ 1/1/2018 sẽ giúp các ngân hàng có sự linh hoạt

hơn trong việc cấp tín dụng.



Nguồn: VCBS tổng hợp

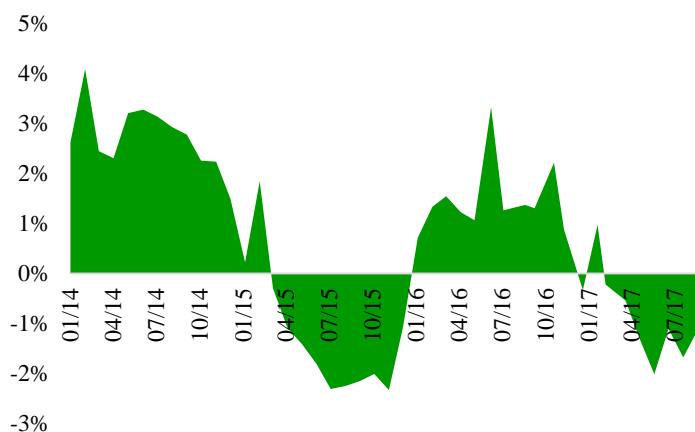
Lãi suất ổn định trong nửa đầu năm và có thể chịu áp lực tăng trong nửa cuối năm. Theo đó, NIM của hệ thống khó có thể cải thiện rõ rệt trong 2018

Trong nửa đầu 2018, chúng tôi nhận định lãi suất huy động sẽ được duy trì ổn định nhờ nhiều yếu tố hỗ trợ như (1) Tỷ giá ổn định nhờ dự trữ ngoại hối ở mức cao; (2) lạm phát vẫn sẽ được kiểm soát chặt chẽ; (3) Thay đổi tích cực trong quá trình xử lý nợ xấu sẽ giúp khơi thông nguồn vốn, giảm chi phí huy động của các ngân hàng.

Tuy nhiên, áp lực tăng lãi suất huy động có thể sẽ quay trở lại trong nửa cuối năm. Cụ thể, trong 2018, FED có thể sẽ nâng lãi suất thêm 3-4 lần từ đó gây áp lực cho lãi suất VND. Bên cạnh đó, nửa cuối năm cũng thường là thời gian các ngân hàng đẩy mạnh hoạt động tín dụng, với tỉ lệ LDR của hệ thống đang ở mức khá cao là 86,75%, nhiều ngân hàng sẽ phải điều chỉnh lại biên độ lãi suất để thích ứng với thị trường.

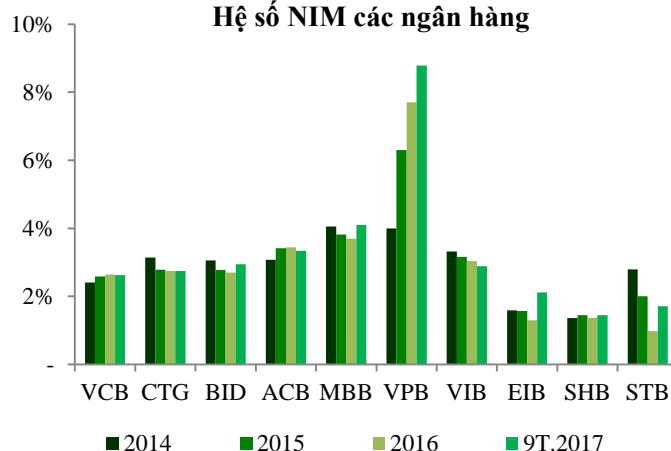
Theo đó, NIM của hệ thống khó có thể được cải thiện trong 2018 do các nguyên nhân sau: (1) lãi suất cho vay sẽ được duy trì thấp để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; (2) cạnh tranh lãi suất trong nửa cuối năm khi hệ thống đẩy nhanh tín dụng; (3) Cải thiện cấu trúc vốn để đáp ứng các tỉ lệ an toàn theo quy định của thông tư 06 (tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa là 45%).

Chênh lệch tăng trưởng M2 - Tín dụng



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Hệ số NIM các ngân hàng



Nguồn: BCTC của các ngân hàng, VCBS tổng hợp

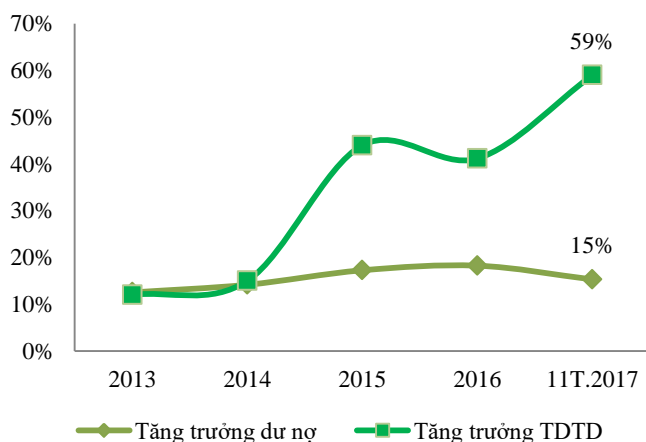
Tín dụng bán lẻ được đẩy mạnh, trong đó cho vay tiêu dùng tăng trưởng nhanh.

Phân khúc bán lẻ có nhiều lợi thế nhất định: (1) Lợi suất cho vay cao giúp tăng thu nhập từ lãi và giảm thiểu đáng kể rủi ro lãi suất, (2) Các khoản vay có quy mô nhỏ đem đến rủi ro tín dụng thấp hơn, (3) Các khoản vay kỳ hạn ngắn hơn giúp đẩy nhanh tốc độ thu hồi và cải thiện vòng quay vốn. Do vậy, thị trường bán lẻ được đánh giá là phân khúc tiềm năng chưa được khai thác của ngành Ngân hàng. Nhận thức được xu hướng phát triển mới này, nhiều ngân hàng dự định sẽ tiếp tục triển khai chiến lược mở rộng quy mô kinh doanh, phát triển sâu rộng để nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần trong năm 2018.

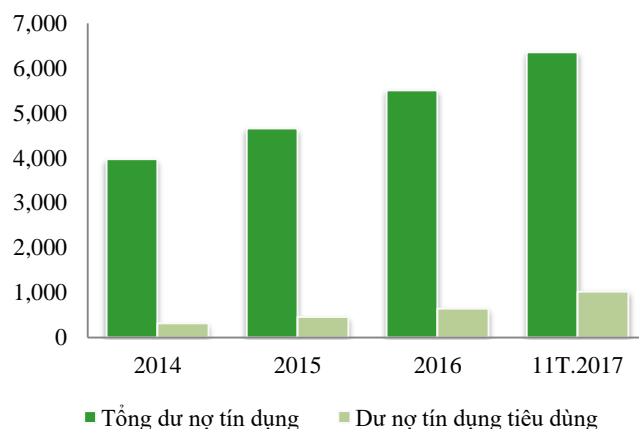
Tín dụng tiêu dùng đạt mức tăng trưởng nhanh trong nhiều năm trở lại đây. Trong giai đoạn 2010-2016, tăng trưởng dư nợ tín dụng tiêu dùng ở mức 20% CAGR. Tính đến tháng 11/2017, tổng dư nợ cho vay tiêu dùng ước tăng khoảng 59% so với cuối năm 2016, chiếm tỷ trọng 16% trên tổng dư nợ của nền kinh tế. Trong đó, cho vay phục vụ nhu cầu mua nhà để ở; thuê, thuê mua nhà ở; xây dựng, sửa chữa nhà ở; nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất để xây nhà ở chiếm tỷ trọng 52,9% (cuối năm 2016 là 49,5%).

Thị trường tiêu dùng dự báo sẽ tiếp tục được mở rộng trong những năm tiếp theo nhờ việc: (1) Tăng trưởng từ ngành dịch vụ bán lẻ hàng năm lên tới 14%, tính đến tháng 11.2017 tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 3.601 tỷ đồng; (2) Biên lợi nhuận cao nhờ chênh lệch lớn giữa lãi suất đầu vào và đầu ra; và (3) Rủi ro được giảm thiểu tối đa nếu tập trung vào hệ thống thu nợ và quản trị rủi ro.

Tăng trưởng dư nợ



Dư nợ cho vay
(nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VCBS tổng hợp

Hàng loạt chính sách mới có thể được đưa ra nhằm hỗ trợ hệ thống ngân hàng. Các NHTM tiếp tục đẩy mạnh việc huy động vốn để cải thiện các chỉ số an toàn.

Cuối tháng 8/2017, NHNN đã đưa ra dự thảo lấy ý kiến để sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 36/2014/TT-NHNN. Đáng chú ý trong đó, tỷ lệ tối đa cho phép vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn nâng từ 40% lên 45% áp dụng 1/1/2018. Đồng thời, công thức tính tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu của các NHTM cũng được sửa đổi. Cụ thể:

- (1) Dự thảo đã sửa đổi cấu phần tính vốn cấp 2 bằng việc loại trừ phần nợ thứ cấp do TCTD khác phát hành. Như vậy, các TCTD sẽ không thể mua công cụ nợ do TCTD khác phát hành lẫn nhau nhằm làm tăng vốn ảo cho những bên liên quan tham gia mua bán.

Dự thảo cũng quy định: “Bắt đầu từ năm thứ năm trước khi đến hạn thanh toán, mỗi năm tại ngày đầu

tiền của năm (tính theo ngày phát hành) TCTD mua nợ thứ cấp của TCTD khác sẽ được khấu trừ dần 20% của tổng giá mua”.

- (2) Mặt khác, dự thảo cũng đề cập đến việc tăng hệ số rủi ro khi tính CAR đối với các khoản phải đòi TCTD, chi nhánh NH nước ngoài khác từ 20% lên 50%, để đảm bảo tính minh bạch trong việc cho vay lẫn nhau giữa các TCTD.

Chúng tôi nhận định nếu dự thảo được thông qua sẽ có tác động lớn đến hệ thống ngân hàng, bao gồm: (1) Nói lỏng một số chính sách nhất quán của Chính phủ cũng như NHNN nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, (2) NHNN thận trọng hơn trong cách tính hệ số CAR để đảm bảo tính công bằng cho việc mua bán nợ thứ cấp của các TCTD, tránh tình trạng vốn ảo cho hệ thống ngân hàng, và (3) Dồn tiến tới lành mạnh hoá hệ thống ngân hàng, tập trung vào thực tế khả năng tăng trưởng của những ngân hàng hoạt động có chất lượng.

Việc sửa đổi cách tính cũng có thể dẫn đến hệ số CAR của hệ thống sẽ tiếp tục gặp áp lực. Do vậy, nhu cầu tăng vốn để cải thiện hệ số CAR sẽ là vấn đề cấp bách đối với ngành ngân hàng trong 2018.

Kỳ vọng của thị trường tiếp tục tập trung vào những ngân hàng sẽ niêm yết trong năm 2018

Như đã đề cập trong báo cáo trước đây, kể từ cuối năm 2016, thời điểm áp dụng điều khoản niêm yết của Thông tư 180/2015/TT-BTC, nhiều ngân hàng đã có kế hoạch niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Hầu hết các ngân hàng trong nhóm sắp niêm yết là NHTMCP cỡ trung và nhỏ, chất lượng tài sản khá tốt, tốc độ tăng trưởng cao và có vị thế nhất định trên thị trường. Mặt khác, giá của các cổ phiếu đang niêm yết cũng tăng mạnh trong năm nay với mức tăng trung bình khoảng 30%. Điều này, một mặt thể hiện kỳ vọng tích cực của nhà đầu tư về các ngân hàng mới niêm yết, mặt khác, tạo động lực cho nhóm ngân hàng trong năm tới khi hệ số định giá (P/B) của một số cổ phiếu mới đã tương đương với các cổ phiếu đã niêm yết.

| Cổ phiếu OTC | P/B | Cổ phiếu mới niêm yết | P/B | Cổ phiếu niêm yết | P/B |
|-------------------|-------------|-----------------------|-------------|-------------------|-------------|
| TCB | 2,67 | VPB | 2,25 | VCB | 3,19 |
| HDB | 2,28 | VIB | 1,57 | ACB | 2,54 |
| TPB | 1,95 | LPB | 0,93 | CTG | 1,36 |
| OCB | 1,33 | KLB | 0,73 | BID | 2,01 |
| ABB | 0,91 | | | MBB | 1,52 |
| SeABank | 1,26 | | | EIB | 1,12 |
| Trung bình | 1,73 | Trung bình | 1,37 | STB | 1,03 |
| | | | | NVB | 0,64 |
| | | | | SHB | 0,7 |
| | | | | Trung bình | 1,57 |

Nguồn: BCTC các ngân hàng, VCBS ước tính

Các cổ phiếu Ngân hàng còn nhiều tiềm năng để nổi dài dài tăng trưởng.

Chúng tôi cho rằng ngành Ngân hàng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng dựa trên: (1) Cầu tín dụng gia tăng nhờ quy mô nền kinh tế được nói rộng cùng tăng trưởng kinh tế khả quan; (2) KQKD khởi sắc nhờ tăng trưởng tín dụng, tập trung vào xu hướng tín dụng bán lẻ giúp các ngân hàng hạn chế rủi ro và gia tăng biên lợi nhuận; (3) Quá trình xử lý nợ xấu tích cực nhờ sự hỗ trợ từ chính sách và nỗ lực của chính ngành ngân hàng; (4) Hàng loạt chính sách hỗ trợ của Chính phủ và NHNN sẽ tạo kỳ vọng cho thị trường về hệ thống ngân hàng đã được lành mạnh hoá và tăng trưởng thực chất.

Đánh giá: Chúng tôi cho rằng ngành Ngân hàng tiếp tục duy trì xu hướng tích cực trong năm 2018 nhờ

tín dụng tăng trưởng tốt, KQKD các ngân hàng tăng trưởng mạnh mẽ và những chính sách hỗ trợ quá trình xử lý nợ xấu, tái cơ cấu ngành được NHNN đẩy mạnh.

KHUYẾN NGHỊ

ACB: MUA

LNTT 9 tháng của ACB được ghi nhận 2.004 tỷ đồng (+61% yoy, hoàn thành 91% kế hoạch cả năm). Trong đó, tăng trưởng tín dụng đạt 13% trong 9 tháng đầu năm 2017 (so với mức 11% cuối quý 2.2017). NIM tại cuối quý 3 đạt 3,39%, cải thiện đáng kể so với mức 3,14% tại cuối quý 2. ROE tăng nhẹ lên mức 13,8% (cuối quý 2 đạt 13,5%).

Trích lập DPRR cho 6 công ty đã gần hoàn tất, chỉ còn khoảng 600 tỷ đồng, dự kiến việc trích lập sẽ hoàn thành trong năm 2017. VCBS dự báo ACB sẽ hoàn thành tiến trình xử lý nợ của nhóm này trong những năm sau, đồng thời thanh lý TSDB nhằm thúc đẩy thu hồi nợ. Bên cạnh đó, TSDB là bất động sản cho khoản tiền gửi ở 2 ngân hàng GPBank và CBBank cũng đã được ACB tiến hành sang tên và làm các thủ tục thu hồi.

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh năm 2018 của ACB sẽ khởi sắc so với những năm trước đây. Từ năm 2018, ACB sẽ tập trung đẩy mạnh phát triển kinh doanh khi các vấn đề về nợ xấu đã phần nào được giải quyết, bao gồm:

- (1) Tăng trưởng tín dụng được dự báo ở mức 18%. Trong đó phân khúc tín dụng bán lẻ vẫn là mũi nhọn, chú trọng hơn vào cho vay có tài sản đảm bảo và chuyên biệt hóa các phân khúc khách hàng để khai thác sâu hơn thị trường hiện tại.
- (2) Thu nhập ngoài lãi dự kiến tăng mạnh do: Ngân hàng tập trung vào hoạt động dịch vụ để tăng thu từ phí thanh toán; Hoạt động giao dịch để hưởng chênh lệch giá chứng khoán và ngoại tệ được cải thiện đáng kể nhờ bối cảnh kinh tế vĩ mô thuận lợi.
- (3) Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng dự phóng chỉ còn 1.434 tỷ đồng (-67% so với năm 2017 do ACB đã trích lập xong nợ của nhóm 6 công ty). Đáng chú ý là tổng trích lập dự phòng và giá trị tài sản đảm bảo cho khoản nợ nhóm 6 công ty ước tính là hơn 6.500 tỷ đồng, trong khi dư nợ gốc chỉ còn 3.548 tỷ đồng. Do vậy, chúng tôi dự báo sẽ có **lượng hoàn nhập dự phòng hoặc thu từ phát mại tài sản bảo đảm được ghi nhận thêm vào bảng cân đối kế toán trong năm 2018.**

Với các triển vọng trên, chúng tôi dự phóng LNTT 2017 của ACB ở mức 2.678 tỷ đồng (+60% yoy, vượt 21% so với kế hoạch ngân hàng đặt ra). Tại mức giá thị trường 34.700 đồng/cổ phiếu, P/B forward 2017 của ACB hiện được ghi nhận 2,07 lần, tương đương trung bình ngành ngân hàng. Dự phóng LNTT của ACB trong năm 2018 là 4.117 tỷ đồng (tăng trưởng 55% so với năm 2017), tương đương mức P/B forward 2018 là 1,80 thấp hơn trung bình ngành.

Chúng tôi đánh giá cao ACB do tiến trình xử lý nợ tốt hơn kỳ vọng và khẳng định ngân hàng sẽ có những bước chuyển mình tích cực trong hoạt động kinh doanh kể từ năm 2018. Do vậy khi đó, mức giá mà thị trường trả cho cổ phiếu ACB có thể cao hơn nhiều so với dự phóng. Chúng tôi **khuyến nghị MUA đối với ACB, giá mục tiêu là 40.000 đồng/cổ phiếu.**

[\(Xem dự phóng chi tiết tại Bảng 1 – Phụ lục 1\)](#)

VCB: KHẢ QUAN

VCB ghi nhận KQKD khả quan với LNTT lũy kế 9 tháng đạt 7.934 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ, hoàn thành 86% kế hoạch cả năm. Tăng trưởng tín dụng tăng 16%, trong khi tăng trưởng huy động đạt 17% so với đầu năm 2017. NIM đạt 2,67%, cải thiện so với mức 2,6% của năm 2016 nhờ ngân hàng đẩy mạnh tín dụng bán lẻ. Tỷ lệ nợ xấu giảm thấp chỉ còn 1,15%.

Khi chất lượng tài sản tốt đã trở thành bước đệm bền vững cho hoạt động kinh doanh cốt lõi, chúng tôi cho rằng VCB không những đảm bảo được các chuẩn mực an toàn tối thiểu mà còn có thể đột phá tăng trưởng ở những

năm tiếp theo, bao gồm:

- (1) VCB mục tiêu **đẩy mạnh dư nợ tại phân khúc bán lẻ trong những năm tiếp theo**, mục tiêu dư nợ nhóm này sẽ chiếm đến 50% tổng dư nợ vào năm 2020 (tỷ trọng tại cuối tháng 9.2017 là 36% trên tổng dư nợ).
- (2) Thay vì phát triển tín dụng ồ ạt, **VCB chủ trương tăng trưởng tín dụng song hành với đảm bảo chất lượng khoản vay**. Với chính sách trích lập dự phòng ở mức tối đa để đảm bảo an toàn cho khoản nợ đang được ngân hàng áp dụng, VCB sẽ có đủ vốn để xử lý các khoản vay rủi ro, tuy nhiên cũng sẽ hạn chế mức tăng trưởng của lợi nhuận ròng. Chúng tôi dự tính tăng trưởng tín dụng của VCB trong cả năm 2018 sẽ ở mức khiêm tốn 17% và dự phòng rủi ro tín dụng dự tính thận trọng ở mức 6.659 tỷ đồng (+3% so với mức dự phóng năm 2017).
- (3) Đối với 3 trụ cột chính của Basel II, chúng tôi cho rằng áp lực tăng vốn hiện tại là khá cao đối với VCB nói riêng và toàn ngành Ngân hàng nói chung để đáp ứng tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR). Do vậy, VCB có thể sẽ lên kế hoạch phù hợp để tăng vốn (bao gồm cả việc tăng vốn cấp 1 và vốn cấp 2) trong nửa đầu năm 2018 để cải thiện CAR.
- (4) Thu nhập từ hoạt động thu phí dịch vụ đang có xu hướng tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng thu nhập ngoài lãi của VCB. Gia tăng nguồn thu từ dịch vụ sẽ giúp ngân hàng giảm bớt lệ thuộc vào thu nhập từ lãi. Nhờ đó, thay vì kỳ vọng vào tăng trưởng tín dụng, VCB có thể hoàn toàn dành nguồn lực để phát triển hệ thống Core Banking và nâng cao chất lượng của mảng dịch vụ, an toàn bảo mật thông tin.

Chúng tôi ước tính LNTT của Vietcombank trong năm 2017 có thể đạt đến 10.227 tỷ đồng (+20% yoy, vượt kế hoạch 11%). **LNTT năm 2018 có thể đạt mức 11.869 tỷ đồng chỉ tính cho các hoạt động kinh doanh cốt lõi (+16% yoy).**

Với dự phóng trên, BVPS forward 2018 dự kiến chạm mốc 16.299 đồng/cổ phiếu, cao hơn 12% so với BVPS dự phóng cho năm 2017. Tại giá thị trường 51.400 đồng/cổ phiếu, VCB đang được giao dịch với P/B forward 2018 là 3,1 lần, thấp hơn 12% so với mức P/B dự phóng cho năm 2017. Chúng tôi đánh giá cao VCB nhờ vị thế đầu ngành và chất lượng tài sản tốt. VCB sẽ đạt mức tăng trưởng bền vững hơn nhờ hoạt động tín dụng bán lẻ được đẩy mạnh. **Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với VCB, giá mục tiêu 54.500 đồng/cổ phiếu.**

[\(Xem dự phóng chi tiết tại Bảng 2 – Phụ lục 1\)](#)

PHỤ LỤC

Dự phóng các ngân hàng khuyến nghị

Bảng 1: Dự phóng KQKD ACB

| Tại ngày 31/12 | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Đơn vị tỷ đồng | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| Thu nhập lãi | 13.703 | 13.703 | 13.703 | 13.703 | 13.703 |
| Chi phí lãi | (8.937) | (8.198) | (9.556) | (11.662) | (14.243) |
| Thu nhập lãi thuần | 4.766 | 5.884 | 6.892 | 8.612 | 9.681 |
| Thu nhập ngoài lãi / (chi phí) | 1.153 | 337 | 671 | 2.214 | 2.386 |
| Tổng thu nhập hoạt động | 5.919 | 6.220 | 7.563 | 10.826 | 12.067 |
| Chi phí hoạt động | (3.824) | (4.022) | (4.678) | (5.846) | (6.516) |
| Lợi nhuận thuần từ hoạt động KD trước dự phòng RRTD | 2.095 | 2.199 | 2.885 | 4.980 | 5.551 |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | (879) | (1.186) | (1.218) | (2.302) | (1.434) |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 1.215 | 1.013 | 1.667 | 2.678 | 4.117 |
| Chi phí thuế TNDN | (264) | (286) | (342) | (496) | (783) |
| LỢI NHUẬN SAU THUẾ | 952 | 727 | 1.325 | 2.183 | 3.334 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận thuần trong kì | 952 | 727 | 1.325 | 2.183 | 3.334 |

Bảng 3: Dự phóng KQKD VCB

| Tại ngày 31/12 | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Đơn vị tỷ đồng | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| Thu nhập lãi | 28.222 | 31.361 | 37.713 | 45.457 | 52.108 |
| Chi phí lãi | (16.214) | (15.908) | (19.185) | (23.763) | (25.982) |
| Thu nhập lãi thuần | 12.009 | 15.453 | 18.528 | 21.695 | 26.126 |
| Thu nhập ngoài lãi / (chi phí) | 5.530 | 5.749 | 6.352 | 7.098 | 7.562 |
| Tổng thu nhập hoạt động | 17.539 | 21.202 | 24.880 | 28.793 | 33.688 |
| Chi phí hoạt động | (6.850) | (8.306) | (9.950) | (12.107) | (15.160) |
| Lợi nhuận thuần từ hoạt động KD trước dự phòng RRTD | 10.689 | 12.896 | 14.929 | 16.685 | 18.529 |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | (4.566) | (6.068) | (6.406) | (6.458) | (6.659) |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 6.123 | 6.828 | 8.523 | 10.227 | 11.869 |
| Chi phí thuế TNDN | (1.265) | (1.496) | (1.672) | (2.045) | (2.374) |
| LỢI NHUẬN SAU THUẾ | 4.858 | 5.332 | 6.851 | 8.182 | 9.495 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | (19) | (19) | (19) | (22) | (23) |
| Lợi nhuận thuần trong kì | 4.839 | 5.313 | 6.832 | 8.159 | 9.472 |

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Anh Tuấn

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tatuan@vcbs.com.vn

Ngô Phương Anh

Chuyên viên Phân tích

nphanh@vcbs.com.vn

Nguyễn Hữu Quang

Chuyên viên Phân tích

nhquang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Trụ sở chính Hà Nội

Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng

ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802

Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn

Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8)-54136573

Phòng Giao dịch Giảng Võ

Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.

ĐT: (+84-4) 3726 5551

Văn phòng Đại diện Cần Thơ

Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ

ĐT: (84-710) -3750888

Văn phòng Đại diện An Giang

Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang

ĐT: (84-76) -3949843

Văn phòng Đại diện Đồng Nai

F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai

ĐT: (84-61)-3918815

Văn phòng đại diện Vũng Tàu

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu

ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78

Văn phòng đại diện Hải Phòng

Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

ĐT: (+84-31) 382 1630

Văn phòng đại diện Bình Dương

314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương

ĐT: (+84-650) 385 5771