

23/02/2021

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Năm 2020, LNST của CTG đạt 13,741 tỷ VND, tăng 45.0% YoY

Nhờ kết quả 4Q2020 khởi sắc, lũy kế cả năm 2020, thu nhập lãi thuần đạt 35,581 tỷ VND, tăng 7.2% YoY; Thu nhập ngoài lãi đạt 9,699 tỷ VND, tăng 32.5% YoY, LNST đạt 13,741 tỷ VND, tăng 45.0% YoY.

Bancassurance sẽ là động lực tăng trưởng Non-NII trong các năm tới

Ngày 14/12/2020, CTG kí thỏa thuận hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm với đối tác Manulife trong thời hạn 16 năm. KBSV kì vọng mảng Bancassurance sẽ có đóng góp đáng kể vào tăng trưởng Non-NII 2021 với phí trả trước (upfront fee) và phí giao dịch hàng năm.

Kế hoạch duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 2% khả thi

CTG sẽ hoàn thành kế hoạch duy trì tỷ lệ nợ xấu trong năm 2021 dưới 2%, trích lập dự phòng vẫn ở mức cao tuy nhiên sẽ không có đột biến nhờ tệp khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch ít và dự thảo sửa đổi thông tư 01 theo hướng có lợi cho các ngân hàng.

Triển vọng tăng vốn trong giai đoạn 2021-2025 sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn

Triển vọng phát hành mới tăng vốn điều lệ và VCSH trong giai đoạn 2021 – 2025 sẽ là phương án tốt nhất để CTG cải thiện hệ số CAR, qua đó tăng hạn mức tăng trưởng tín dụng, mở rộng các lĩnh vực, nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 42,900 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu là 42,900 VND/cp, cao hơn 15.9% so với giá tại ngày 22/02/2021.

Mua

Giá mục tiêu VND 42,900

| | |
|-------------------------------|------------|
| Tăng/Giảm | 15.9% |
| Giá hiện tại (22/02/2021) | VND 37,000 |
| Giá mục tiêu thị trường | VND 35,100 |
| Vốn Hóa thị trường (Nghìn tỷ) | 137.8 |

Dự phóng KQKD & định giá

| Cuối năm tài chính | 2019A | 2020E | 2021F | 2022F |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ VND) | 33,199 | 35,581 | 38,112 | 42,892 |
| LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND) | 24,785 | 29,219 | 31,754 | 35,175 |
| Lợi nhuận sau thuế hợp nhất (tỷ VND) | 9,477 | 13,741 | 14,841 | 17,151 |
| EPS (VND) | 2,541 | 3,674 | 3,079 | 3,559 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 79% | 45% | -16% | 16% |
| PER (x) | 12.6 | 8.7 | 11.3 | 9.8 |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS) | 19,547 | 21,752 | 20,780 | 24,338 |
| PBR (x) | 1.54 | 1.40 | 1.68 | 1.43 |
| ROE (%) | 13.1% | 16.9% | 16.0% | 15.9% |

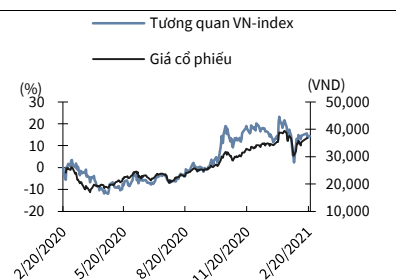
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

| | |
|------------------------------------|-----------------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 15.81 |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 321/13.9 |
| Sở hữu nước ngoài (%) | 28.73 |
| Cơ cấu cổ đông | Ngân hàng nhà nước (64.46%) |

Biến động giá cổ phiếu

| (%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|------|------|
| CTG | -4.1 | 14.1 | 54.4 | 53.8 |
| VN-INDEX | -1.4 | 18.2 | 31.1 | 30.1 |



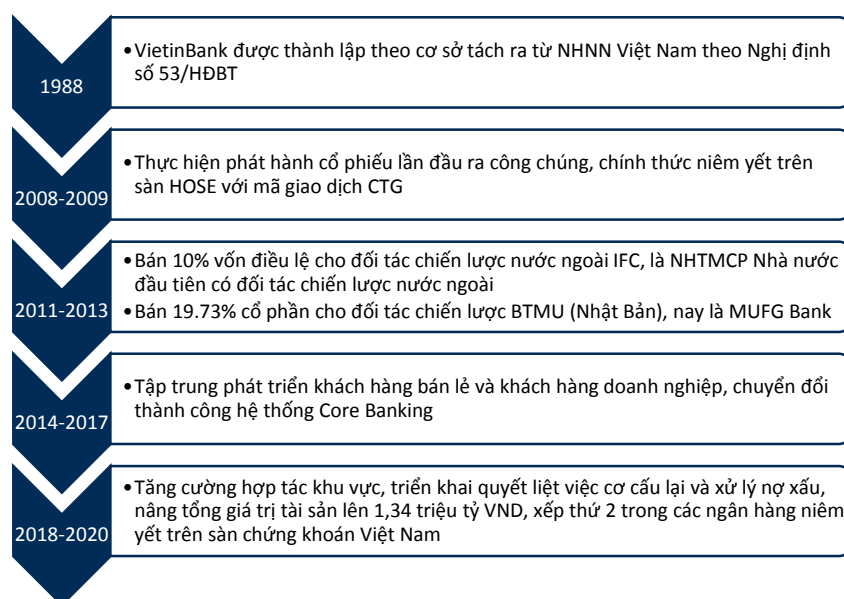
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Thông tin tổng quan

CTG là ngân hàng thuộc nhóm ngân hàng thương mại quốc doanh, có quy mô tổng tài sản đứng thứ 2 toàn hệ thống ngân hàng niêm yết

Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (CTG) được thành lập năm 1988 sau khi tách ra từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. CTG nằm trong nhóm 3 ngân hàng Thương mại Quốc doanh có sở hữu vốn nhà nước trên 50% bao gồm: CTG, VCB, BID. Tính đến 4Q2020, CTG có quy mô tổng tài sản đứng thứ 2 toàn hệ thống các ngân hàng niêm yết, đạt 1.34 triệu tỷ VND, xếp sau BID.

Biểu đồ 1. Lịch sử hình thành & phát triển của VietinBank

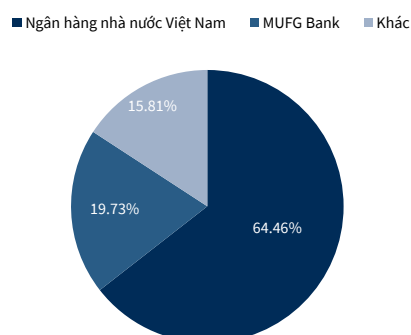


Nguồn: VietinBank

Biểu đồ 2. Cơ cấu sở hữu CTG

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cổ đông lớn nhất, nắm giữ 64.46% cổ phần, tiếp sau đó là đối tác chiến lược MUFG Bank nắm giữ 19.73%.

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài của CTG tính tới thời điểm cuối năm 2020 đạt 28.9%.

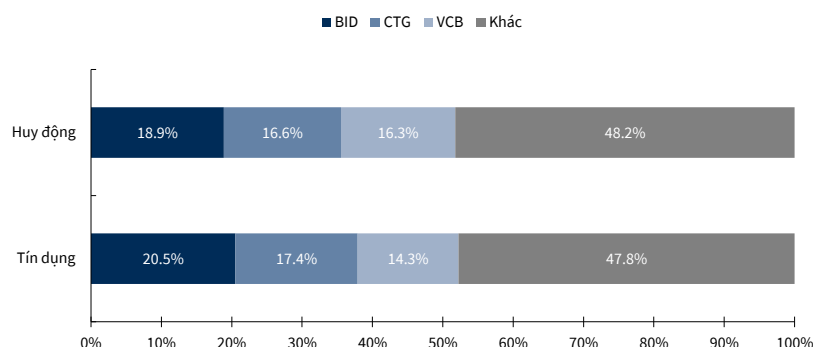


Nguồn: Fiinpro

Biểu đồ 3. Thị phần tín dụng & Huy động nhóm 15 ngân hàng niêm yết 3Q2020

CTG có thị phần tín dụng & huy động đứng thứ 2 hệ thống các ngân hàng niêm yết với 17.4% thị phần tín dụng và 16.6% thị phần huy động, đứng sau BID.

Thị phần của 3 ngân hàng Thương mại Quốc doanh lớn hơn tổng thị phần của các ngân hàng Thương mại còn lại.

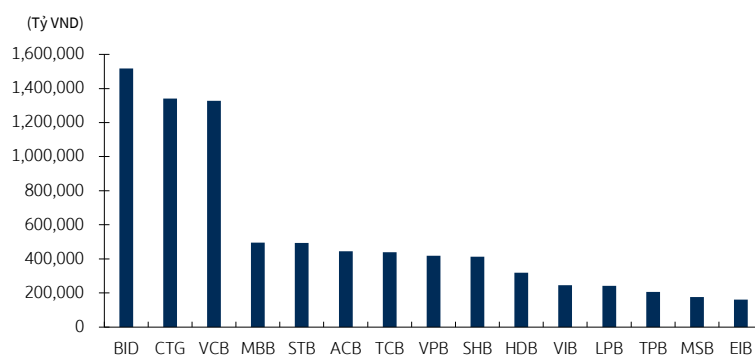


Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 4. Quy mô tài sản các ngân hàng 2020

CTG có tổng tài sản đạt 1.341 triệu tỷ VND, đứng thứ 2 toàn hệ thống, xếp sau BID đạt 1.517 triệu tỷ VND.

Quy mô tài sản nhóm 3 ngân hàng Thương mại Quốc doanh (trung bình đạt 1,3 triệu tỷ VND) vượt xa nhóm các ngân hàng thương mại còn lại (trung bình đạt 300 nghìn tỷ VND)

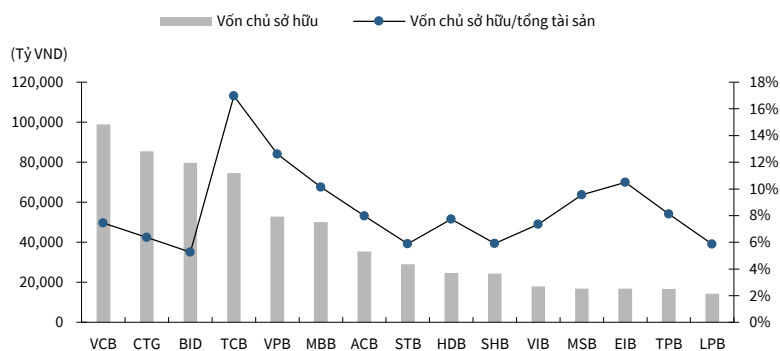


Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 5. Quy mô vốn chủ sở hữu và tỷ lệ VCSH/tổng tài sản các ngân hàng 2020

Vốn chủ sở hữu của CTG đạt 83,395 tỷ VND, đứng thứ 2 toàn hệ thống sau BID đạt 98,859 tỷ VND

CTG nằm trong nhóm các ngân hàng sử dụng đòn bẩy cao với tỷ lệ VCSH/tổng tài sản ở mức thấp, chỉ đạt 6.4% so với trung bình toàn hệ thống đạt 8.5%



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Mô hình kinh doanh

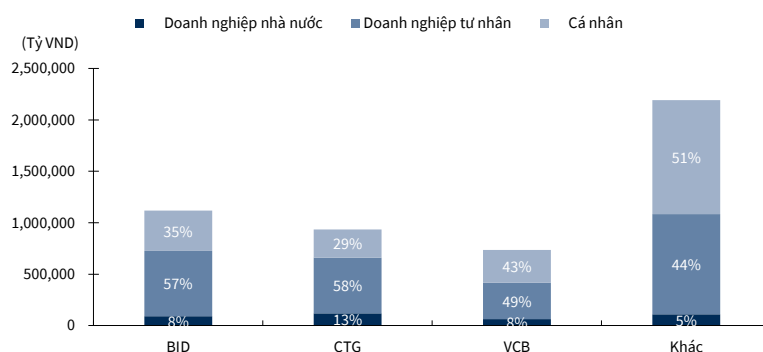
CƠ CẤU TÍN DỤNG

CTG có dư nợ cho vay khách hàng lớn thứ 2 hệ thống với phân khúc khách hàng doanh nghiệp tư nhân chiếm tỷ trọng lớn nhất là 58% (2019)

CTG là ngân hàng có dư nợ cho vay khách hàng đứng thứ 2 toàn hệ thống, đạt 1,015,333 tỷ VND, đứng sau BID và vượt xa nhóm ngân hàng TMCP đạt trung bình khoảng 200,000 tỷ VND. Về cơ cấu tín dụng theo loại hình kinh doanh, doanh nghiệp tư nhân chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng dư nợ với 58% năm 2019 (biểu đồ 6). CTG là ngân hàng có tỷ trọng dư nợ loại hình doanh nghiệp tư nhân lớn nhất trong nhóm ngân thương mại nhà nước, và cao hơn so với trung bình nhóm NHTMCP. Bên cạnh đó, CTG có tổng dư nợ loại hình doanh nghiệp nhà nước lớn nhất, cao hơn gấp đôi so với VCB và lớn hơn tổng các NHTMCP cộng lại.

Biểu đồ 6. Cơ cấu tín dụng theo loại hình kinh doanh trong hệ thống ngân hàng niêm yết 2019

CTG, BID, VCB với lợi thế nguồn vốn giá rẻ, tập trung đẩy mạnh phân khúc cho vay doanh nghiệp với tỷ trọng vượt trội so với nhóm các NHTMCP



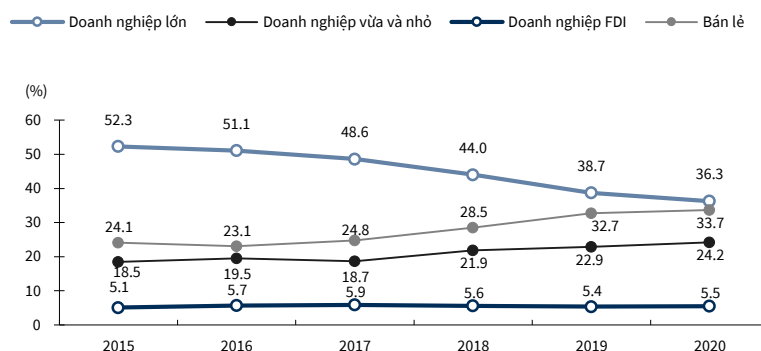
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Chuyển dịch mạnh mẽ từ nhóm khách hàng doanh nghiệp nhà nước sang nhóm khách hàng cá nhân

Trong giai đoạn 2015-2020, CTG có sự chuyển dịch cơ cấu mạnh mẽ từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn sang các phân khúc có hiệu quả sinh lời cao hơn bao gồm phân khúc khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ và phân khúc bán lẻ (biểu đồ 7). Tỷ trọng cho vay khách hàng bán lẻ tăng từ 24.1% năm 2015 lên 33.7% năm 2020 nhờ việc thay đổi hoàn toàn về nhận thức, tư duy bán hàng, liên tục cải tiến đa dạng hóa sản phẩm dịch vụ. Phân khúc khách hàng SME cũng tăng từ 18.5% lên 24.2% trong khi phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn giảm từ 52.3% xuống 36.3%.

Biểu đồ 7. Cơ cấu tín dụng theo phân khúc khách hàng trong hệ thống ngân hàng niêm yết 2020

Tỷ trọng cho vay khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ liên tục tăng trong giai đoạn 2015-2020 trong khi cho vay doanh nghiệp lớn giảm từ 52.3% xuống 36.3%.



Nguồn: Báo cáo VietinBank, KB Securities Vietnam

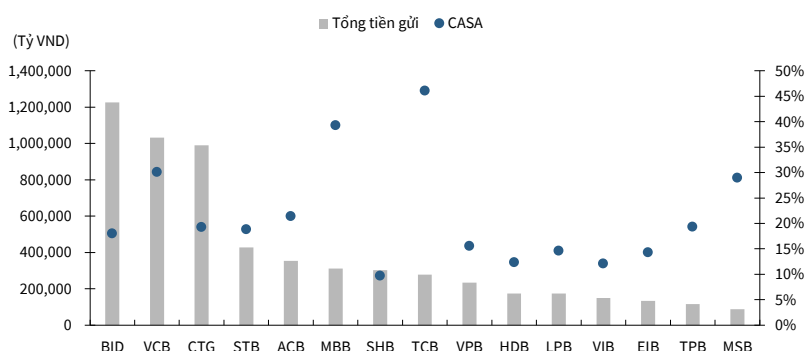
CƠ CẤU HUY ĐỘNG

Tổng lượng tiền gửi khách hàng đứng thứ 3 hệ thống. Tỷ lệ CASA đạt 19.3%

Tổng lượng tiền gửi khách hàng năm 2020 của CTG đạt 990,332 tỷ VND, đứng thứ 3 toàn hệ thống sau BID và VCB (biểu đồ 8). Nhìn chung, lượng tiền gửi khách hàng của nhóm ngân hàng quốc doanh vẫn vượt trội so với nhóm NHTMCP nhờ lợi thế lớn về mạng lưới và sự đảm bảo hỗ trợ của nhà nước trong thời điểm khó khăn của nền kinh tế. Tỷ lệ CASA 4Q2020 của CTG đạt 19.3% (có tính phần tiền gửi ký quỹ), thấp hơn mức trung bình toàn hệ thống đạt 21.4%.

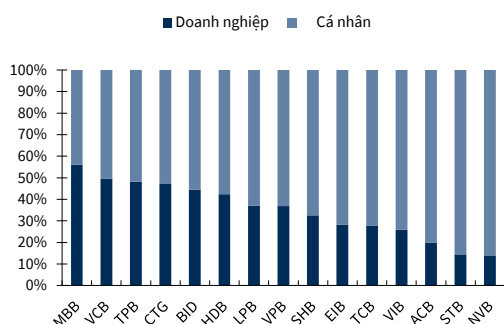
Tỷ lệ tiền gửi doanh nghiệp/tổng tiền gửi đứng thứ 4 toàn hệ thống

CTG thu hút lượng tiền gửi doanh nghiệp lớn, chiếm 47.1% tổng tiền gửi (số liệu 2019- hiện chưa có số liệu cụ thể các ngân hàng 2020), cao thứ 4 toàn hệ thống, đứng sau MBB, VCB và TPB (biểu đồ 9) nhờ: (1) Là ngân hàng thương mại quốc doanh, là nơi gửi tiền của các doanh nghiệp nhà nước lớn; (2) có hệ thống chi nhánh, phòng giao dịch rộng khắp, thuận tiện cho các hoạt động giao dịch của doanh nghiệp.

Biểu đồ 8. Tổng tiền gửi khách hàng & tỷ lệ CASA các ngân hàng 2020

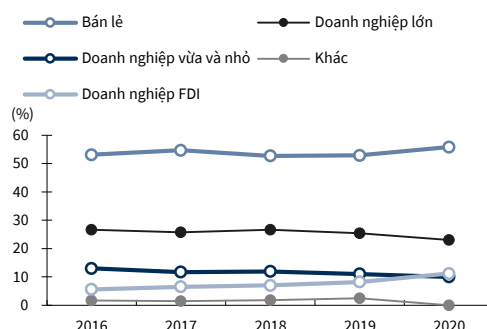
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 9. Cơ cấu huy động phân theo loại hình khách hàng các ngân hàng 2019



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 10. Biến động cơ cấu huy động theo phân khúc khách hàng của CTG giai đoạn 2015-2020



Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

CƠ CẤU THU NHẬP

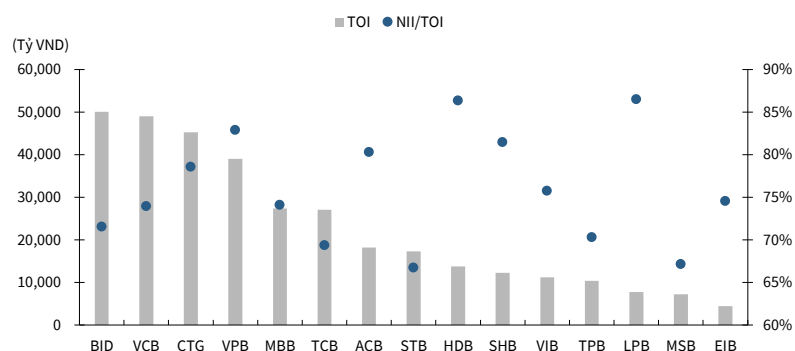
NII/TOI 2020 đạt 78.6%, cao hơn VCB, BID và trung bình nhóm NHTMCP

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) của CTG năm 2020 đạt 45,280 tỷ VND, đứng thứ 3 toàn hệ thống, sau BID và VCB (biểu đồ 11). Mặc dù có dư nợ tín dụng vượt trội so với VCB, cao hơn 21.5%, tuy nhiên NIM cùng với thu nhập ngoài lãi thấp hơn VCB khiến TOI của CTG thấp hơn 7.6%. Thu nhập của CTG vẫn chủ yếu đến từ Thu nhập lãi thuần (NII) với tỷ lệ NII /TOI 2020 đạt 78.6%, cao hơn so với VCB, BID cũng như trung bình các NHTMCP (Biểu đồ 12).

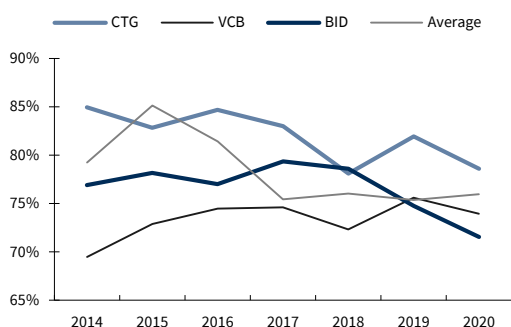
Xu hướng tập trung hơn vào thu nhập ngoài lãi

Trong các năm trở lại đây, CTG có xu hướng tập trung hơn vào thu nhập ngoài lãi với tỷ lệ NII/TOI giảm từ 82.8% năm 2015 về 78.6% năm 2020. Trong đó, lãi từ hoạt động dịch vụ chiếm tỷ trọng cao nhất (45%) với đóng góp chính từ dịch vụ thanh toán và các nguồn thu nhập khác (biểu đồ 13). Bên cạnh đó, lãi chênh lệch ngoại hối duy trì tỷ trọng trên 10%, tăng ổn định và đạt 25% trong năm 2020. Trong thời gian tới, KBSV kì vọng thu nhập ngoài lãi sẽ tiếp tục dc cải thiện sau khi CTG chính thức triển khai hợp đồng độc quyền bancassurance với Manulife.

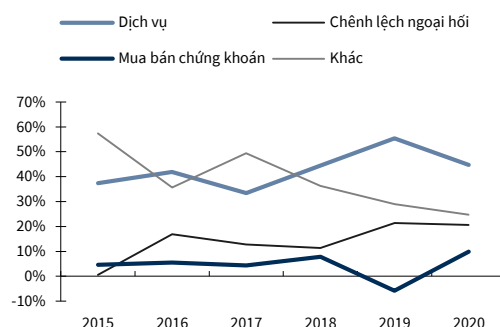
Biểu đồ 11. Cơ cấu thu nhập các ngân hàng trong hệ thống năm 2020



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 12. Tương quan NII/TOI của CTG với trung bình hệ thống giai đoạn 2015-2020

Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 13. Biến động cơ cấu thu nhập ngoài lãi của CTG giai đoạn 2015-2020

Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Kết quả kinh doanh – tình hình tài chính

Năm 2020, LNST đạt 13,741 tỷ VND, tăng 45.0% YoY

4Q2020, CTG có kết quả kinh doanh được cải thiện so với 3 quý trước đó. Cụ thể, thu nhập lãi thuần đạt 10,287 tỷ VND, tăng 18.3% YoY và thu nhập ngoài lãi đạt 2,823 tỷ VND, tăng 50.0% YoY là nguyên nhân chính giúp TOI đạt 13,109 tỷ VND, tăng 24.0% YoY. Cùng với đó, CIR tiếp tục được cải thiện so với năm 2019, đạt 43.6% (-470 bps YoY); LNST đạt 5,384 tỷ VND, tăng 103.0% YoY. Lũy kế cả năm 2020, thu nhập lãi thuần đạt 35,581 tỷ VND, tăng 7.2% YoY; Thu nhập ngoài lãi đạt 9,699 tỷ VND, tăng 32.5% YoY, LNST đạt 13,740 tỷ VND, tăng 45.0% YoY (Biểu đồ 14-15).

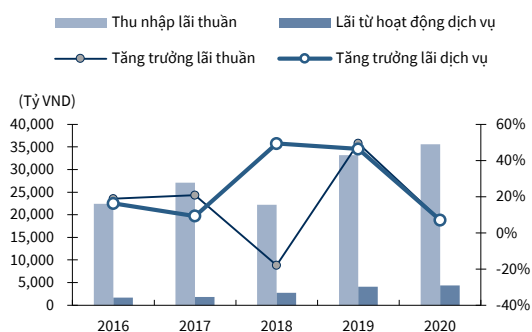
Tăng trưởng tín dụng 4Q2020 đạt 5.2% QoQ và 7.8% YTD

Dư nợ khách hàng được cải thiện mạnh mẽ trong 4Q2020 (+6.0% QoQ, +8.6% YTD) trong khi dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm (-30.4% YTD, -35.2% YoY) dẫn tới dư nợ tín dụng 4Q2020 tăng 5.2% QoQ và 7.8% YTD, thấp hơn so với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 12.1% YTD tính đến ngày 31/12/2020 (biểu đồ 18). Tỷ trọng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp vẫn ở mức thấp so với tổng dư nợ tín dụng, chỉ đạt khoảng 1.2% cho thấy CTG vẫn đang tập trung phân khúc cho vay truyền thống.

NIM 2020 duy trì ổn định ở mức 2.94%

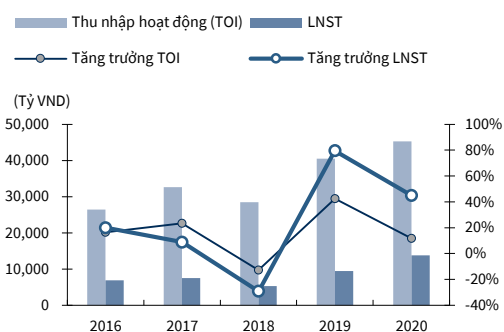
Trong nửa sau năm 2020, CTG liên tục đưa ra các gói vay ưu đãi lãi suất thấp để hỗ trợ các hộ gia đình, doanh nghiệp vượt qua thời điểm khó khăn bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 khiến lãi suất đầu ra bình quân năm 2020 giảm 32 bps YoY. Tuy nhiên, nhờ chính sách cắt giảm lãi suất của NHNN cùng với tỷ lệ CASA được cải thiện mà tính đến 4Q2020 (biểu đồ 17), CTG vẫn duy trì được mức NIM đạt 2.94%, tăng 3 bps YTD và tăng 5 bps QoQ (biểu đồ 16).

Biểu đồ 14. Tăng trưởng thu nhập lãi thuần và lãi từ hoạt động dịch vụ 2016-2020



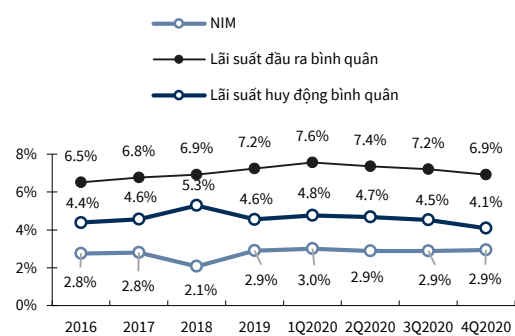
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 15. Tăng trưởng thu nhập hoạt động và LNST 2016 - 2020



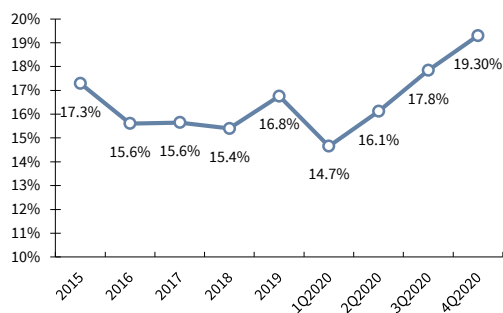
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 16. Biến động NIM & Lãi suất đầu vào và huy động giai đoạn 2016 - 2020



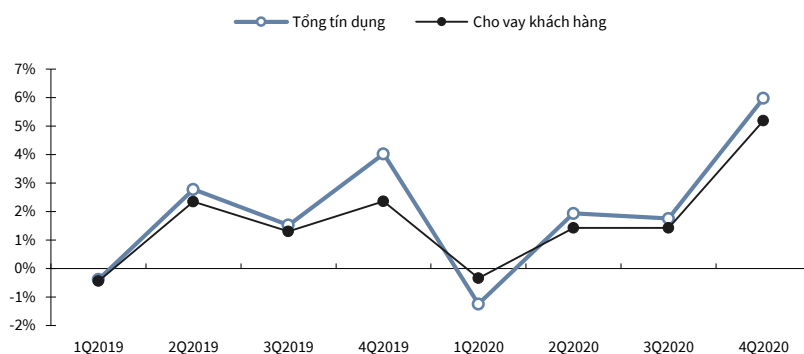
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 17. Tỷ lệ CASA (Bao gồm tiền gửi kỳ quỹ) giai đoạn 2015 - 2020



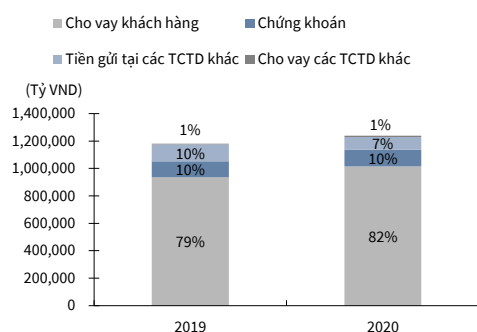
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 18. Tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2019-2020 (QoQ)



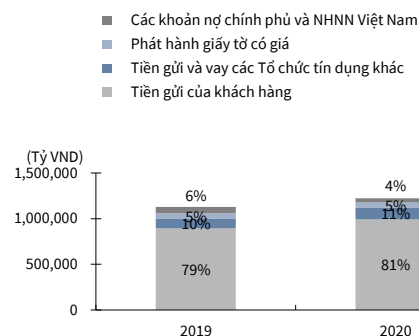
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 19. Cơ cấu tài sản sinh lời 2019-2020



Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 20. Cơ cấu vốn huy động 2019-2020



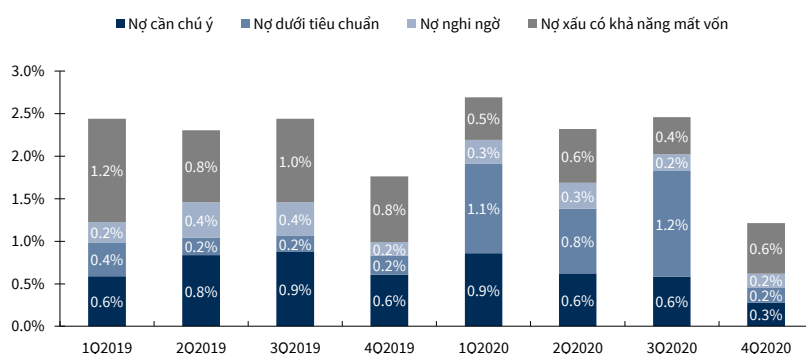
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Tỷ lệ nợ xấu đạt 0.94%, thấp nhất trong 5 năm gần đây

Tỷ lệ nợ xấu 4Q2020 đạt 0.94%, giảm 93 bps QoQ và 22 bps YTD, nguyên nhân do CTG tiến hành phân loại lại nợ nhóm 3, cùng với đó hoàn nhập dự phòng 2,497 tỷ VND (biểu đồ 21). Khác với một số ngân hàng hàng đầu khác như VCB, TCB, MBB đã đẩy mạnh trích lập dự phòng trước ảnh hưởng của dịch Covid-19, CTG chưa có động thái trích lập mạnh mẽ khi mức trích lập và sử dụng trích lập của CTG không có nhiều đột biến so với năm 2019 (Biểu đồ 22), tỷ lệ bao phủ nợ xấu tính đến 4Q2020 đạt 132%, cao hơn mức trung bình giai đoạn 2015-2019 đạt 100.3%, chủ yếu nhờ việc phân loại lại nợ và chất lượng nợ ở mức tốt. Theo quan điểm của KBSV, với việc thông tư 01 về tái cơ cấu nợ sẽ hết hạn vào đầu năm 2021 cũng như diễn biến dịch Covid-19 trên thế giới vẫn khá nghiêm trọng, CTG sẽ gặp áp lực lớn về trích lập dự phòng trong năm 2021.

Biểu đồ 21. Cơ cấu nợ cần chú ý của CTG giai đoạn 2019-2020

Tỷ lệ nợ nhóm 3 tăng mạnh trong 1Q2020, đạt 1.1% sau đó giảm mạnh về mức 0.2% trong 4Q2020 là nguyên nhân khiến NPL về mức thấp vào cuối năm.

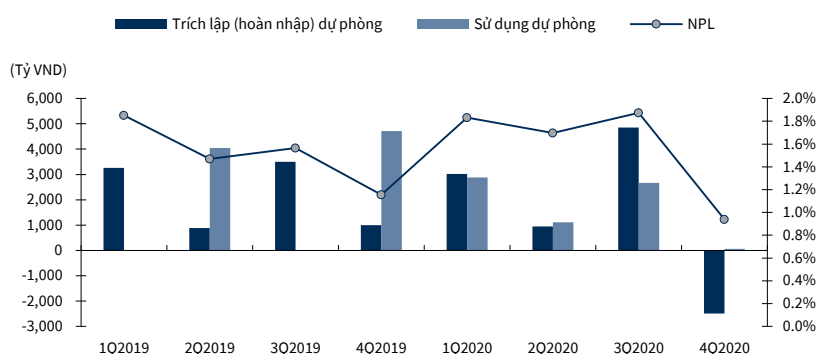


Source: Banks' reports, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 22. Trích lập dự phòng và sử dụng nguồn dự phòng 2019-2020

Tỷ lệ NPL giảm mạnh nhờ việc phân loại lại nợ nhóm 3, hoàn nhập dự phòng gần 2,500 tỷ.

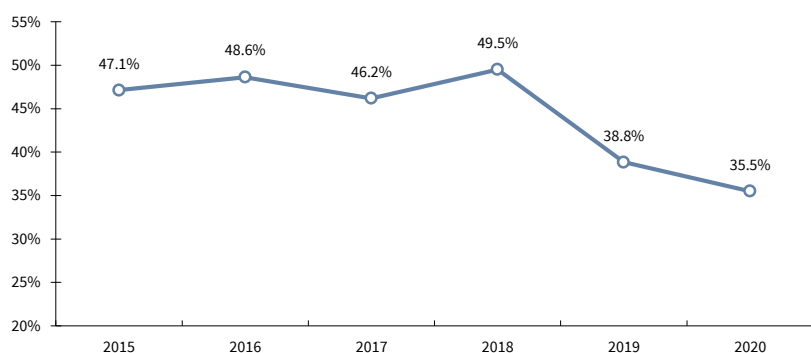
Mức độ trích lập và xử lý nợ xấu của CTG không có đột biến so với năm 2019.



Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 23. Tỷ lệ CIR của CTG giai đoạn 2015-2020

Năm 2019 và 2020, CTG đẩy mạnh cắt giảm chi phí nhân sự và chi phí cho các hoạt động quản lý công vụ, khiến tỷ lệ CIR giảm khá mạnh sau khi duy trì ở mức nền cao trong giai đoạn 2015-2018



Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Điểm nhấn đầu tư

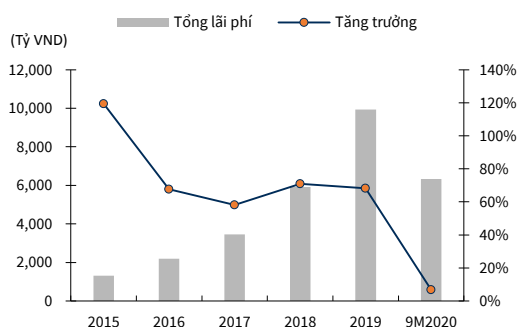
Tiềm năng tăng trưởng ngành bảo hiểm còn lớn trong giai đoạn tới

Doanh thu phí Bancassurance có CAGR 4 năm đạt 66.2%. 9M2020, mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19, thu nhập người dân giảm sút khiến khả năng tiếp cận các gói bảo hiểm sụt giảm nhưng doanh thu phí Bancassurance vẫn duy trì tăng 6.7% YoY (Biểu đồ 24). Theo quan điểm của KBSV, tiềm năng tăng trưởng của ngành bảo hiểm trong giai đoạn tới còn rất lớn dựa trên: (1) Nhận thức nâng cao về mức độ rủi ro sau khi dịch Covid-19 diễn ra; (2) Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu, nhu cầu bảo hiểm tăng cao.

CTG kí thỏa thuận hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm với Manulife, kì vọng là động lực chính cho tăng trưởng Thu nhập ngoài lãi trong các năm tới

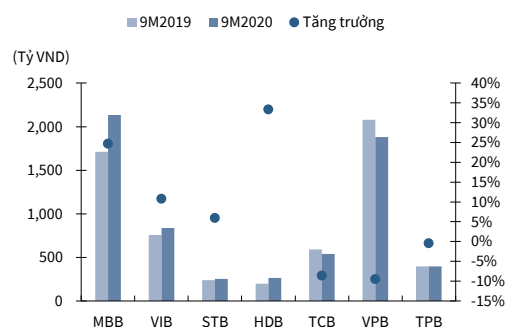
Nhóm SOCBs gia nhập vào hoạt động bancassurance khá muộn so với các ngân hàng khác. Trong khi doanh thu phí bảo hiểm toàn hệ thống ghi nhận 9,939 tỷ VND năm 2019 thì doanh thu phí bảo hiểm của Vietin vẫn còn khá khiêm tốn, chỉ đóng góp khoảng 2% vào thu nhập phí ngoài lãi. Ngày 14/12/2020, CTG kí thỏa thuận hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm với đối tác Manulife trong thời hạn 16 năm. Manulife là công ty bảo hiểm nhân thọ đầu tiên có vốn nước ngoài đầu tiên được phép hoạt động tại thị trường Việt Nam từ năm 1999 với 50,000 đại lý và 1 triệu khách hàng. Với hệ thống chi nhánh lớn dẫn đầu cả nước, KBSV kì vọng mảng Bancassurance sẽ có đóng góp đáng kể vào tăng trưởng Non-NII 2021 với phí trả trước (upfront fee) và phí giao dịch hàng năm.

Biểu đồ 24. Tăng trưởng lãi phí bancassurance hệ thống ngân hàng 2015 – 9M2020



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 25. Tương quan lãi phí bancassurance các ngân hàng 9M2020



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Kế hoạch duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 2% khả thi nhờ: (1) tỷ lệ nợ tái cơ cấu/tổng dư nợ thấp; (2) dự thảo sửa đổi thông tư 01 theo hướng có lợi cho các ngân hàng.

Tính đến thời điểm hiện tại tại NHNN và Bộ Tài Chính đang thống nhất trình dự thảo sửa đổi thông tư 01 theo hướng giữ nguyên nhóm nợ để hỗ trợ doanh nghiệp duy trì được lãi suất bình thường tuy nhiên các ngân hàng phải trích lập dự phòng đúng với bản chất của khoản nợ. Lộ trình trích lập sẽ diễn ra trong 3 năm tính từ năm 2021 để tránh những cú sốc về lợi nhuận cho các ngân hàng. Tính đến 31/12/2020, nợ tái cấu trúc của CTG đạt 6.4 nghìn tỷ VND, tương đương 0.63% tổng dư nợ cho vay khách hàng (bao gồm 5,000 tỷ VND dư nợ gốc và 1,400 tỷ VND dư nợ lãi), thấp hơn so với nhóm 4 ngân hàng tư nhân đứng đầu (TCB, VPB, MBB, ACB) là 4.2% - số liệu 3Q2020 cho thấy ảnh hưởng của dịch đến CTG là hạn chế hơn so với các ngân hàng tư nhân. KBSV cho rằng, CTG sẽ hoàn thành kế hoạch duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 2%, trích lập dự phòng vẫn ở mức cao

tuy nhiên sẽ không có đột biến nhờ tệp khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch ít và dự thảo sửa đổi thông tư 01 theo hướng có lợi cho các ngân hàng.

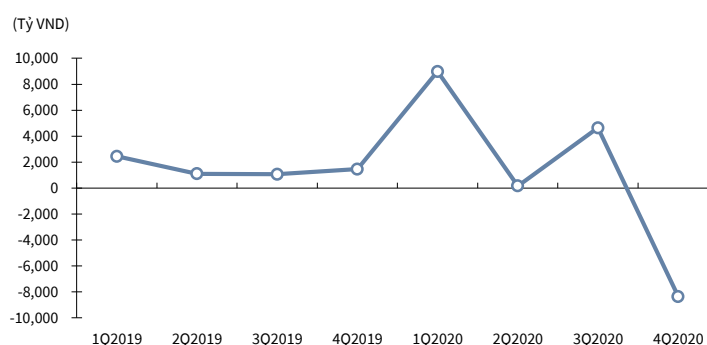
Mua lại trước hạn toàn bộ nợ xấu từ VAMC

Cuối năm 2018, CTG đã bán 13,427 tỷ VND nợ xấu cho VAMC thanh toán bằng trái phiếu đặc biệt, đáo hạn vào tháng 12/2023 theo phương án cơ cấu lại gắn với xử lý nợ xấu giai đoạn 2016-2020 của NHNN. Đến tháng 10/2020, bằng các biện pháp xử lý nợ kết hợp với đẩy mạnh trích lập dự phòng cho trái phiếu đặc biệt VAMC, CTG đã tất toán toàn bộ trái phiếu đặc biệt VAMC. Việc tất toán toàn bộ đem lại cho CTG: (1) được phép chia cổ tức tiền mặt. Theo thông tư 32/2019/TT-NHNN sửa đổi, tổ chức tín dụng bán nợ nhận trái phiếu đặc biệt VAMC không được chia cổ tức tiền mặt cho đến khi trái phiếu đặc biệt được thanh toán nhằm tạo nguồn để xử lý nợ xấu. ngay sau khi tất toán trái phiếu VAMC, CTG quyết định chia cổ tức tiền mặt 5%; (2) Chủ động hơn trong việc phân loại và xử lý nợ xấu để đạt hiệu quả tối ưu, giảm áp lực trích lập dự phòng trong năm 2021 do đã trích lập toàn bộ trong năm 2020.

Nợ xấu phát sinh mới tăng mạnh trong 1Q2020 và 3Q2020 do ảnh hưởng trực tiếp từ dịch Covid-19. Tuy nhiên, CTG đã tiến hành phân loại lại nợ trong 4Q2020 khiến nợ xấu giảm mạnh.

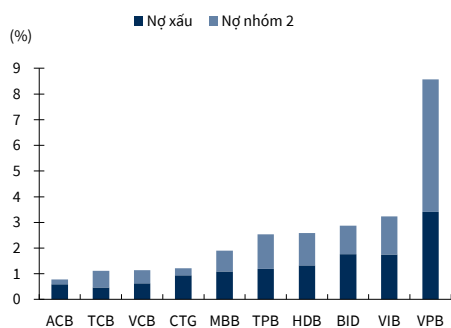
Theo KBSV, bước sang năm 2021, nhiều khả năng nợ xấu phát sinh mới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao từ 3,000 tỷ - 4000 tỷ VND, khiến CTG sẽ phải duy trì bộ đệm dự phòng lớn.

Biểu đồ 26. Nợ xấu phát sinh mới của CTG giai đoạn 2019-2020



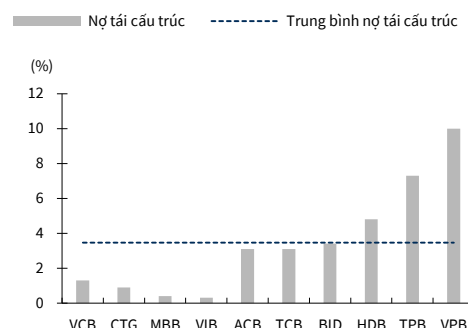
Nguồn: VietinBank, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 27. Cơ cấu nợ cần chú ý các ngân hàng niêm yết trong hệ thống 9M2020



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 28. Tỷ lệ nợ tái cấu trúc/tổng dư nợ các ngân hàng niêm yết trong hệ thống 9M2020



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

CTG chính thức áp dụng Basel II từ năm 2021

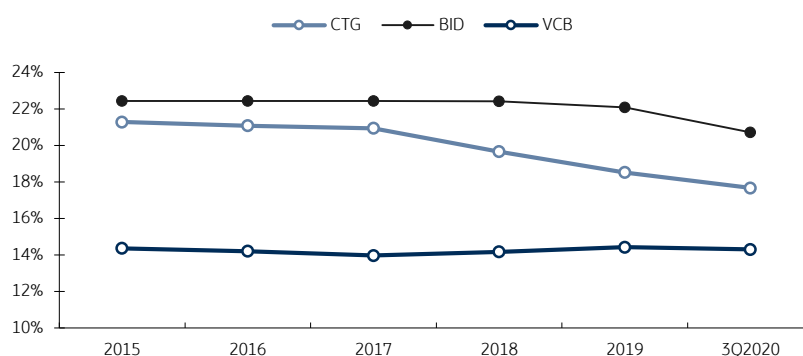
Trong 4Q2020, CTG đã thông qua việc chi trả cổ tức tiền mặt năm 2019 với tỷ lệ 5%, đồng thời thông qua phương án phát hành cổ phiếu để trả cổ tức năm 2017, 2018 với tỷ lệ 28,7899%, nâng vốn điều lệ từ 37,234 tỷ VND lên 47,953 tỷ VND. Đồng thời, CTG đã có công văn gửi NHNN đăng kí áp dụng CAR Basel II (thông tư 41) từ 01/01/2021 thay vì áp dụng hệ số CAR Basel I (thông tư 22). Việc áp dụng theo Basel 2 mang lại cho CTG: (1) tăng tính minh bạch, các nhà đầu tư, đối tác, người gửi tiền có điều kiện để giám sát, đồng thời tạo điều kiện cho CTG có chính sách quản trị rủi ro phù hợp; (2) mối quan hệ với các tổ chức nước ngoài thuận lợi hơn. Basel 2 là chỉ tiêu quan trọng đánh giá chất lượng của ngân hàng trên phương diện quốc tế, là yếu tố tích cực để nâng hạng mức tín nhiệm, qua đó thuận lợi hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn quốc tế với chi phí hợp lý.

Triển vọng tăng vốn trong giai đoạn 2021-2025 sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn

Nghị định 121/2020 bổ sung nhóm ngân hàng thương mại cổ phần do nhà nước nắm giữ trên 50% vào danh mục các doanh nghiệp được nhà nước tiếp tục đầu tư vốn để duy trì tỷ lệ cổ phần, qua đó mở hành lang pháp lý cho CTG có thể tăng vốn mà không làm giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước. Phát hành mới tăng vốn điều lệ và VCSH là phương án tốt nhất để CTG cải thiện hệ số CAR, qua đó tăng hạn mức tăng trưởng tín dụng, nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh.

Trước sự vươn lên mạnh mẽ của nhóm NHTMCP, thị phần của nhóm Ngân hàng Quốc doanh, đặc biệt là CTG giảm từ 21.3% năm 2015 xuống còn 17.7% tính đến 3Q2020.

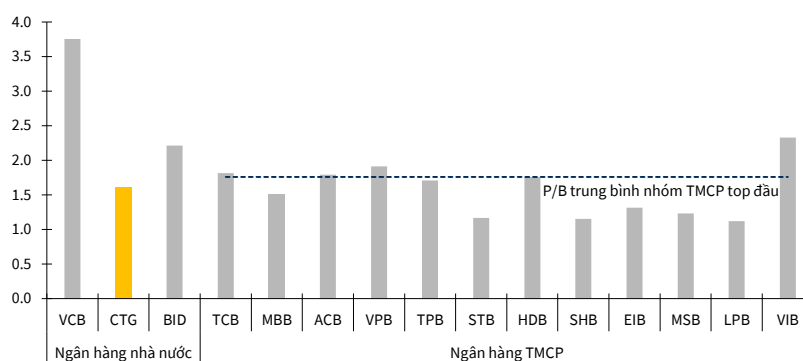
Biểu đồ 29. Thị phần dư nợ tín dụng của nhóm Ngân hàng Quốc doanh



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

CTG đang được giao dịch ở mức P/B thấp hơn so với các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng TMCP top đầu

CTG hiện được giao dịch ở mức P/B là 1.62, thấp hơn so với 2 ngân hàng quốc doanh là VCB (3.75) và BID (2.21) và thấp hơn so với trung bình các ngân hàng TMCP top đầu (1.76). Với việc là ngân hàng quốc doanh có lợi thế về chi phí vốn, hệ thống chi nhánh rộng khắp cả nước, cùng với triển vọng tích cực từ việc áp dụng Basel II và kế hoạch tăng vốn cũng như áp lực trích lập dự phòng là không quá lớn trong năm 2021 nếu so sánh tương quan với các ngân hàng khác, KBSV cho rằng CTG xứng đáng được giao dịch ở mức P/B tương đương so với BID, là ngân hàng quốc doanh có quy mô vốn chủ khá tương đồng nhưng có mức ROE thấp hơn so với CTG.

Biểu đồ 30. Tương quan P/B ngành ngân hàng

Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021

Chúng tôi đưa ra dự phóng cho CTG trong năm 2021 như sau:

- Dự phóng tăng trưởng tín dụng đạt 8.0% trong năm 2021 khi các doanh nghiệp đẩy mạnh vay nợ để hồi phục sau dịch Covid-19
- Chúng tôi ước tính NIM 2021 giảm 2 bps YoY, đạt 2.92% với giả định CTG sẽ đẩy mạnh giảm lãi suất cho vay để kích thích tăng trưởng tín dụng và hỗ trợ doanh nghiệp.
- Lãi từ hoạt động dịch vụ tăng 32.6% YoY với động lực từ phí trả trước hợp đồng bancassurance.
- Năm 2021, NPL tăng lên 1.7% khi các khoản nợ xấu xuất hiện rõ nét hơn sau 1 năm chống trợ với dịch Covid-19.
- Chi phí trích lập dự phòng dự kiến vẫn ở mức cao trong năm 2021, đạt 13,202 tỷ VND để đảm bảo bộ đệm dự phòng cho nợ xấu mới phát sinh.
- Chúng tôi dự báo LNST năm 2021 đạt 14,841 tỷ VND, tăng 8.0% YoY

Bảng 31. Dự phóng KQKD 2021 - 2022

| | 2020 | 2021F | 2022F | % YoY 2021 | %YoY 2022 |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| Thu nhập lãi thuần | 35,581 | 38,112 | 42,892 | 7% | 13% |
| Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ | 4,341 | 5,758 | 6,161 | 33% | 7% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 45,280 | 48,111 | 53,295 | 6% | 11% |
| Chi phí trích lập dự phòng | (12,148) | (13,202) | (13,736) | 9% | 4% |
| Lợi nhuận sau thuế | 13,741 | 14,841 | 17,151 | 8.0% | 15.6% |
| NIM | 2.94% | 2.92% | 3.01% | -2bps | 9bps |
| Lãi suất đầu ra bình quân | 6.92% | 7.19% | 7.28% | 28bps | 9bps |
| Lãi suất đầu vào bình quân | 4.09% | 4.39% | 4.45% | 30bps | 6bps |
| CIR | 35.5% | 34.0% | 34.0% | -147bps | 0bps |
| NPL | 0.94% | 1.70% | 1.40% | 76bps | -30bps |
| Tổng tài sản | 1,341,393 | 1,475,843 | 1,587,573 | 10% | 8% |
| Vốn chủ sở hữu | 85,395 | 99,646 | 116,712 | 17% | 17% |

Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam

Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 42,900 VND/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu CTG.

(1) Phương pháp định giá P/B

Chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu năm 2021 của CTG là 2.24, tương đương với trung bình P/B 2 năm của ngân hàng quốc doanh có nhiều nét tương đồng là BID

(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Bảng 33)

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn.

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu CTG là 42,900 đồng/cổ phiếu, cao hơn 15.9% so với giá tại thời điểm định giá.

Bảng 32. Tương quan P/B các ngân hàng niêm yết

| Ngân hàng | Loại | Feb-21 |
|---|----------|-------------|
| ACB | Top JSCB | 1.79 |
| BID | SOCB | 2.21 |
| CTG | SOCB | 1.62 |
| EIB | | 1.32 |
| HDB | Top JSCB | 1.76 |
| LPB | | 1.12 |
| MBB | Top JSCB | 1.51 |
| NVB | | 1.32 |
| SHB | | 1.15 |
| STB | | 1.17 |
| TCB | Top JSCB | 1.82 |
| TPB | | 1.71 |
| VCB | SOCB | 3.75 |
| VIB | Top JSCB | 2.33 |
| VPB | Top JSCB | 1.91 |
| Trung bình | | 1.77 |
| Ngân hàng thương mại nhà nước (SOCB) | | 2.53 |
| Ngân hàng TMCP top đầu (Top JSCB) | | 1.76 |

Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam

Bảng 33. Cổ phiếu CTG – Định giá phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

| Tỷ đồng | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------|---------------|-----------|-----------|
| Lợi nhuận sau thuế | 14,841.50 | 17,151.33 | 22,941.64 |
| Lợi nhuận thặng dư | 2,427.34 | 2,611.10 | 5,557.59 |
| Chi phí vốn (r) | 12.46% | | |
| Tăng trưởng (g) | 5.0% | | |
| Giá trị cuối cùng | 55,013 | | |
| Tổng giá trị hiện tại (PV) | 146,458 | | |
| Giá trị cổ phiếu CTG | 39,334 | | |

Nguồn: KB Securities Vietnam

Bảng 34. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

| Phương pháp định giá | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá dự phóng theo tỷ trọng |
|----------------------|--------------|----------|----------------------------|
| Lợi nhuận thặng dư | 39,334 | 50% | 19,667 |
| P/B | 46,546 | 50% | 23,273 |
| Giá mục tiêu | | | 42,900 |

Nguồn: KB Securities Vietnam

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh

| (Tỷ đồng) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần | 27,073 | 22,212 | 33,199 | 37,439 | 37,913 |
| Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự | 65,277 | 73,870 | 82,743 | 90,613 | 94,326 |
| Chi phí lãi và các chi phí tương tự | (38,204) | (51,658) | (49,544) | (53,174) | (56,413) |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ | 1,855 | 2,771 | 4,055 | 5,889 | 8,031 |
| Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác | 1,995 | 1,889 | 1,497 | 1,666 | 1,666 |
| Tổng thu nhập hoạt động | 32,620 | 28,446 | 40,519 | 47,571 | 50,126 |
| Chi phí hoạt động | (5,070) | (4,084) | (5,735) | (5,223) | (6,040) |
| LN thuần trước CF DPRRTD | 17,550 | 14,361 | 24,785 | 32,348 | 34,086 |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | (8,344) | (7,803) | (13,004) | (15,898) | (12,981) |
| Thu nhập khác | 3,234 | 2,914 | 2,357 | 2,593 | 2,593 |
| Chi phí khác | (1,239) | (1,025) | (860) | (927) | (927) |
| Tổng lợi nhuận trước thuế | 9,206 | 6,559 | 11,781 | 16,450 | 21,105 |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp | (1,747) | (1,281) | (2,304) | (3,290) | (4,221) |
| LNST | 7,459 | 5,277 | 9,477 | 13,160 | 16,884 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | (27) | (2) | (6) | (329) | (422) |
| LNST ngân hàng mẹ | 7,432 | 5,275 | 9,461 | 12,831 | 16,462 |

Bảng cân đối kế toán

| (Tỷ đồng) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Cho vay khách hàng | 782,385 | 851,866 | 922,325 | 988,310 | 1,062,201 |
| Chứng khoán kinh doanh | 3,529 | 3,132 | 3,825 | 3,589 | 3,802 |
| Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc) | 5,980 | 7,028 | 8,283 | 8,641 | 9,155 |
| Tài sản có sinh lời | 1,032,694 | 1,103,511 | 1,181,210 | 1,265,226 | 1,357,491 |
| Tài sản cố định và tài sản khác | 45,978 | 46,188 | 46,931 | 51,868 | 55,602 |
| Tổng tài sản | 1,095,061 | 1,164,290 | 1,240,711 | 1,318,112 | 1,408,427 |
| Tiền gửi của khách hàng | 752,935 | 825,816 | 892,785 | 971,592 | 1,029,332 |
| Các khoản vay và huy động phái sinh, giấy tờ có giá | 28,866 | 52,150 | 62,842 | 77,594 | 83,386 |
| Các khoản nợ chịu lãi | 905,803 | 1,046,032 | 1,129,938 | 1,204,353 | 1,277,285 |
| Các khoản nợ khác | 19,129 | 45,007 | 27,643 | 19,611 | 19,512 |
| Tổng nợ phải trả | 1,031,296 | 1,096,973 | 1,163,357 | 1,230,303 | 1,303,633 |
| Vốn điều lệ | 37,234 | 37,234 | 37,234 | 37,234 | 47,954 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 8,975 | 8,975 | 8,975 | 8,975 | 8,975 |
| Lợi nhuận chưa phân phối | 9,234 | 11,837 | 19,833 | 30,802 | 36,544 |
| Các khoản điều chỉnh vốn | - | - | - | - | - |
| Vốn chủ sở hữu | 63,765 | 67,316 | 77,355 | 87,808 | 104,270 |

Chỉ số tài chính (%)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Khả năng sinh lời | | | | | |
| ROE | 12.0% | 8.1% | 13.1% | 15.9% | 17.6% |
| ROA | 0.7% | 0.5% | 0.8% | 1.0% | 1.2% |
| ROE trước dự phòng | 22.8% | 17.6% | 27.5% | 31.3% | 28.4% |
| ROA trước dự phòng | 1.4% | 1.0% | 1.7% | 2.0% | 2.0% |
| Biên lãi ròng (NIM) | 2.8% | 2.1% | 2.9% | 3.1% | 2.9% |
| Hiệu quả hoạt động | | | | | |
| LDR thuần | 105.0% | 104.7% | 104.8% | 103.0% | 105.0% |
| CIR | 46.2% | 49.5% | 38.8% | 32.0% | 32.0% |
| Tốc độ tăng trưởng | | | | | |
| Tăng trưởng tổng tài sản | 5.4% | 6.3% | 6.6% | 6.2% | 6.9% |
| Tăng trưởng cho vay khách hàng | 19.4% | 8.9% | 8.3% | 7.2% | 7.5% |
| Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD | 29.1% | -8.2% | 72.6% | 30.5% | 5.4% |
| Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ | 8.7% | -29.0% | 79.4% | 35.6% | 28.3% |
| Tăng trưởng EPS | 6.1% | -8.3% | 44.2% | 72.9% | -0.4% |
| Tăng trưởng BVPS | 5.7% | 5.6% | 14.9% | 13.5% | -7.8% |

Định giá (đồng, X, %)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ số về giá | | | | | |
| EPS cơ bản | 1546 | 1417 | 2,044 | 3,534 | 3,521 |
| Giá trị sổ sách/CP (BVPS) | 17,126 | 18,079 | 20,775 | 23,583 | 21,744 |
| Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS) | 15,769 | 16,751 | 19,547 | 22,348 | 20,808 |
| Chỉ số định giá | | | | | |
| PER | 13.9 | 15.2 | 10.5 | 6.1 | 6.1 |
| PBR | 13 | 12 | 10 | 0.9 | 1.0 |
| TI lệ cố tức | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| ROE | 12.0% | 8.1% | 13.1% | 15.9% | 17.6% |
| An toàn vốn | | | | | |
| TI lệ an toàn vốn (CAR) | 9.4% | 14.6% | 15.5% | >8% | >8% |
| Chất lượng tài sản | | | | | |
| NPL (nợ xấu nhóm 3-5) | 1.1% | 1.6% | 1.2% | 0.9% | 1.7% |
| Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5) | 92.1% | 95.3% | 119.7% | 138.0% | 101.2% |
| SML (nợ xấu và nợ cần chú ý) | 1.6% | 2.2% | 1.8% | 2.4% | 2.5% |
| Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý) | 65.7% | 69.1% | 78.5% | 51.8% | 68.8% |

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh

anhhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu

hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Thủy sản – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua: | Nắm giữ: | Bán: |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan: | Trung lập: | Kém khả quan: |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.