

NHTM Cổ phần Kiên Long – (KLB - UPCOM)

Nỗ lực chuyển mình cùng thăng trầm của ngành ngân hàng

- Luôn đảm bảo việc duy trì các giới hạn về an toàn hoạt động
- Dư nợ cho vay khách hàng tăng trưởng nhanh và thâm nhập dần vào phân khúc SMEs
- Tỷ lệ nợ xấu và khả năng bù đắp rủi ro nợ xấu cải thiện
- Cần thêm thời gian để cải thiện hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời

Quan điểm và Định giá:

Gắn liền với các giai đoạn cải cách của ngành ngân hàng Việt Nam, nhóm ngân hàng thương mại cổ phần xuất phát điểm nông thôn, trong đó có KLB, đã gặp không ít thách thức, trở ngại để có thể duy trì hoạt động. Có thể thấy so với các ngân hàng quốc doanh hay các ngân hàng ngoài quốc doanh nhóm 1 và 2, KLB không có nhiều lợi thế xét về khả năng huy động vốn “rẻ” hay về uy tín thương hiệu. Tuy vậy, với chiến lược phát triển rõ ràng, KLB đã và đang thực hiện đầu tư khá bài bản nền tảng công nghệ cũng như hoàn thiện dần danh mục sản phẩm dịch vụ của mình. Với những gì KLB đang chuẩn bị, chúng tôi cho rằng KLB hoàn toàn có khả năng đứng vững và có triển vọng phát triển khả quan.

Các hệ số sinh lời khá thấp là mối quan ngại lớn nhất của chúng tôi đối với KLB. Tuy vậy, với các chỉ tiêu về an toàn vốn và thanh khoản cao hơn quy định của NHNN thì chúng tôi cho rằng vẫn có cơ sở để Ngân hàng cải thiện các chỉ tiêu trên. Thông qua Chỉ thị 24 của Thủ tướng Chính phủ và Nghị quyết Nợ xấu thì môi trường kinh doanh nửa cuối năm 2017 của ngành ngân hàng dự báo sẽ tiếp tục thuận lợi. KLB cũng sẽ là đối tượng được hưởng lợi trong xu thế này. Dự báo tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao hơn so với tăng trưởng huy động trong năm 2017, tỷ lệ NIM của KLB theo đó sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2016, lên mức 3,54%. LNST năm 2017 ước tính tăng trưởng xấp xỉ 68% YoY, nhờ thu nhập lãi hồi phục và hoạt động dịch vụ tiếp tục tăng trưởng mạnh. EPS năm 2017 theo đó dự phóng đạt 685 đồng (2016: 368 đồng).

Sử dụng phương pháp P/B, so sánh với trung bình các ngân hàng đang niêm yết, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của KLB là 12.000 đồng/cp, cao hơn 20% so với giá chào sàn ngày 29/06 của Ngân hàng. Với mức giá trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tổng thu nhập hoạt động	849	925	1.155	1.409
% tăng trưởng	1,4	9,0	24,8	23,6
LNST của Cty mẹ	165	121	203	265
% tăng trưởng	-6,1	-26,8	67,7	32,8
Tỷ suất LNST (%)	19,5	13,1	17,6	18,8
ROAE (%)	4,9	3,6	5,9	7,3
ROAA (%)	0,7	0,4	0,6	0,7
EPS (VND)	531	368	685	842
EPS điều chỉnh (VND)	531	368	685	842
Giá trị sổ sách (VND)	11.389	11.357	12.042	11.992
Cổ tức tiền mặt (VND)	400	0	0	0
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B (x)	N/A	N/A	N/A	N/A

Nguồn: KLB, RongViet Research

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	N/A
Giá mục tiêu (VND)	12.000
Thời gian đầu tư	Dài Hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	N/A
SLCPDLH	296.200.000
Beta	N/A
Free-float (%)	81,9
Giá cao nhất 52 tuần	N/A
Giá thấp nhất 52 tuần	N/A
KLGD bình quân 20 phiên	N/A

Cổ đông lớn (%)

Phạm Trần Duy Huyền	4,7
Võ Quốc Lợi	4,7
Nguyễn Thụy Quỳnh Hương	4,4
Bùi Thanh Hải	4,3
Sở hữu NĐTNN (%)	0,0

Nguyễn Thị Phương Lam

(084) 28- 6299 2006 – Ext 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

Mặc dù là ngân hàng quy mô nhỏ, KLB luôn đảm bảo việc duy trì các giới hạn về an toàn hoạt động

KLB tiền thân là ngân hàng nông thôn được thành lập vào năm 1995 với mức vốn điều lệ ban đầu chỉ khoảng 1,2 tỷ đồng. Trải qua các giai đoạn tái cơ cấu của ngành ngân hàng Việt Nam, KLB là một trong 12 NHTMCP nông thôn đủ điều kiện chuyển đổi thành NHTMCP đô thị. Với mô hình kinh doanh mới, KLB bắt đầu được hoạt động trên phạm vi toàn quốc và được phép kinh doanh ngoại hối, khác với hình thức kinh doanh cũ chỉ cho phép ngân hàng hoạt động trong địa bàn tỉnh, thành phố và không được phép hoạt động ngoại hối.

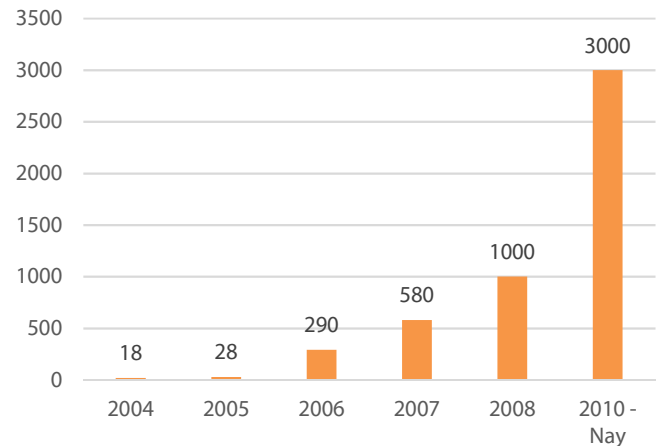
Nhóm ngân hàng nông thôn chuyển đổi cùng thời kỳ KLB phân hóa thành ba nhóm: sáp nhập với ngân hàng lớn hơn (Petrolimex, Mê Kong), nhóm “Ngân hàng 0 đồng” (Dầu khí Toàn cầu, Đại Dương, Đại Tín) và nhóm tự tái cơ cấu. Là ngân hàng thuộc nhóm “tự tái cơ cấu” (nhóm 3), KLB luôn duy trì tốt các chỉ tiêu về an toàn hoạt động.

Bảng 1: Các ngân hàng TMCP nông thôn được chuyển đổi thành NHTMCP đô thị cùng thời kỳ với KLB

NHTMCP nông thôn	Tên sau chuyển đổi	Năm chuyển đổi	VĐL tại thời điểm chuyển đổi
Đà Nẵng	Việt Á	2003	190
An Bình	An Bình	2005	165
Ninh Bình	Dầu khí toàn cầu	2006	500
Nhơn Ái	Sài Gòn – Hà Nội	2006	500
Sông Kiên	Nam Việt	2006	500
Kiên Long	Kiên Long	2006	290
Hải Hưng	Đại Dương	2007	1.000
Đồng Tháp Mười	Xăng dầu Petrolimex	2007	500
Cờ Đỏ	Phương Tây	2007	200
Rạch Kiến	Đại Tín	2007	504
Đại Á	Đại Á	2007	500
Mỹ Xuyên	Phát triển Mê Kong	2008	500

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 1: Quá trình tăng vốn điều lệ của KLB (tỷ đồng)



Năm 2016, tỷ lệ an toàn vốn của KLB là 16,35%. Mặc dù giảm so với các năm liền trước thì tỷ lệ này vẫn cao hơn đáng kể so với quy định tối thiểu 9% của Ngân hàng Nhà nước, và ở mức cao nhất nếu so sánh với CAR của các ngân hàng đang niêm yết. Ngoài ra, hệ số an toàn vốn chủ yếu được đảm bảo bằng nguồn vốn cấp 1 mà chưa sử dụng đến nguồn vốn cấp 2. Do vậy, trong trường hợp tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng phải áp dụng quy định chặt chẽ hơn (theo Thông tư 41) thì KLB vẫn còn dư địa cho việc nâng cao hệ số an toàn vốn, thông qua việc tăng vốn cấp 2 (phát hành trái phiếu dài hạn).

Bảng 2: Các chỉ tiêu an toàn hoạt động của KLB

Chỉ tiêu (%)	2013	2014	2015	2016
CAR	20,7	18,4	19,8	16,4
Giới hạn tín dụng sv vốn tự có	11,5	14,3	13,8	12,8
Khả năng chi trả	23,5	17,9	16,4	11,3
Giới hạn góp vốn mua cổ phần	37,0	34,9	34,3	33,6
Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn	27,5	20,5	26,2	36,3

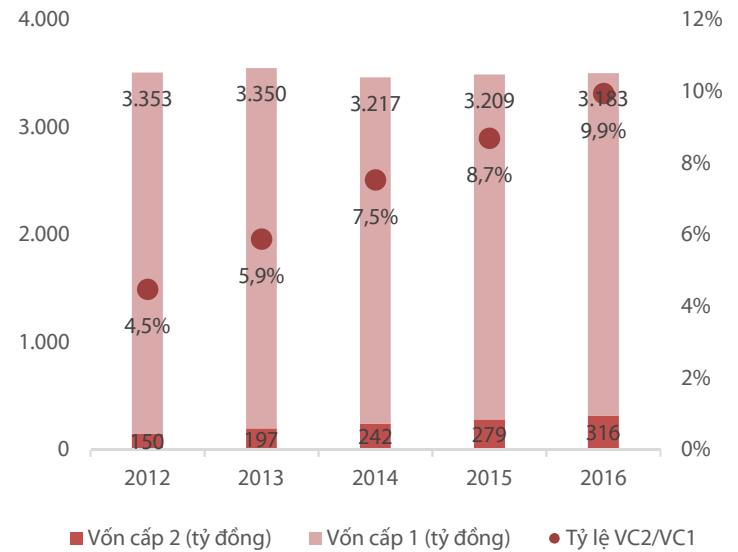
Nguồn: Báo cáo thường niên KLB

Bảng 3: Hệ số CAR của các NHNY (%)

Ngân hàng	2013	2014	2015	2016
ACB	14,7	9,8	12,8	13,2
BID	13,2	12,8	13,0	12,8
CTG	13,2	10,4	10,6	10,4
EIB	14,5	13,6	16,5	17,1
KLB	20,7	18,4	19,8	16,4
MBB	11,0	10,7	12,9	12,5
SHB	12,4	11,3	11,4	13,0
STB	10,2	9,9	11,0	9,6
VCB	13,1	11,6	11,0	11,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 2: Vốn cấp 1 và vốn cấp 2 của KLB



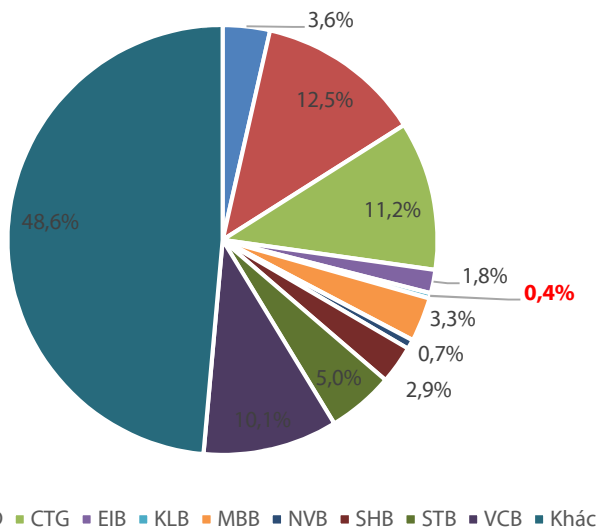
Nguồn: RongViet Research ước tính

Dư nợ cho vay khách hàng tăng trưởng nhanh và thâm nhập dần vào phân khúc SMEs

CAGR giai đoạn 2012-2016 của tổng tài sản tăng trưởng 11% và được đóng góp chủ yếu bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của dư nợ cho vay khách hàng với CAGR 2012 – 2016 đạt 19%. Huy động từ khách hàng cũng đạt mức tăng trưởng nhanh, với CAGR khoảng 27% trong cùng giai đoạn. Nhờ vậy, tỷ lệ LDR được duy trì ở mức 75-77%, đảm bảo quy định của NHNN.

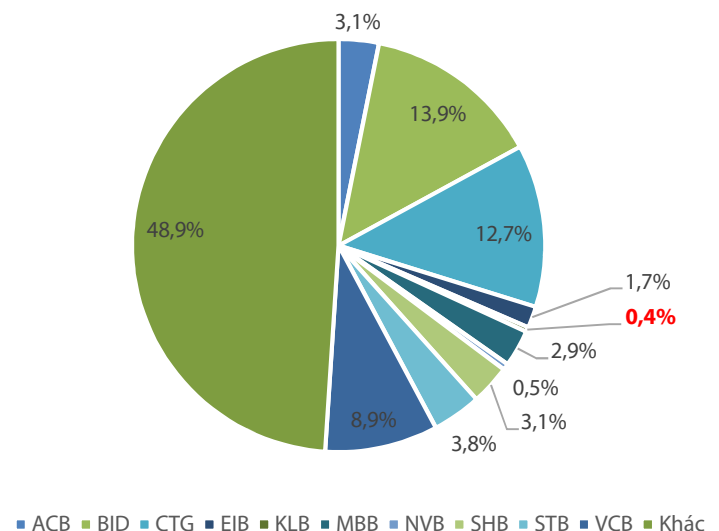
Cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng hơn 64% trong cơ cấu tài sản của KLB, song thị phần của KLB khá khiêm tốn so với các ngân hàng nhóm 1 và 2, xoay quanh mức 0,4% trong các năm vừa qua. Cơ cấu khách hàng bắt đầu dịch chuyển phù hợp hơn với định hướng của ngân hàng. Cụ thể, tỷ trọng dư nợ của nhóm khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ đã tăng lên xấp xỉ 30% vào cuối năm 2016, từ mức khoảng 20-21% vào cuối năm 2013.

Hình 3: Thị phần huy động của các ngân hàng

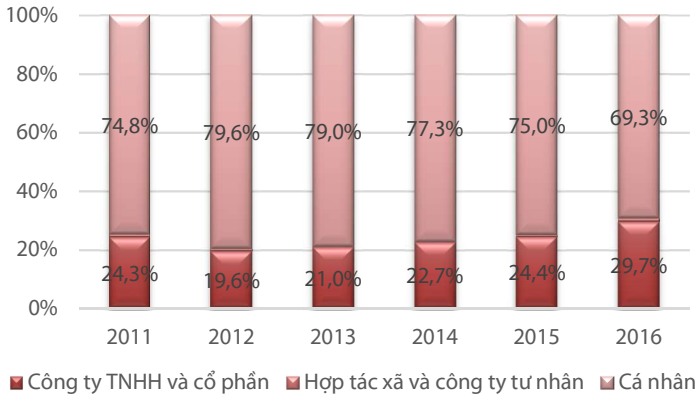


Nguồn: BCTC của KLB, RongViet Research tổng hợp

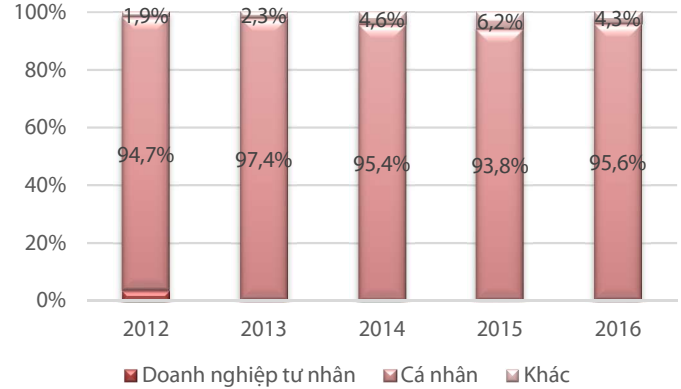
Hình 4: Thị phần tín dụng của các ngân hàng



Hình 5: Cơ cấu tín dụng phân theo khách hàng của KLB



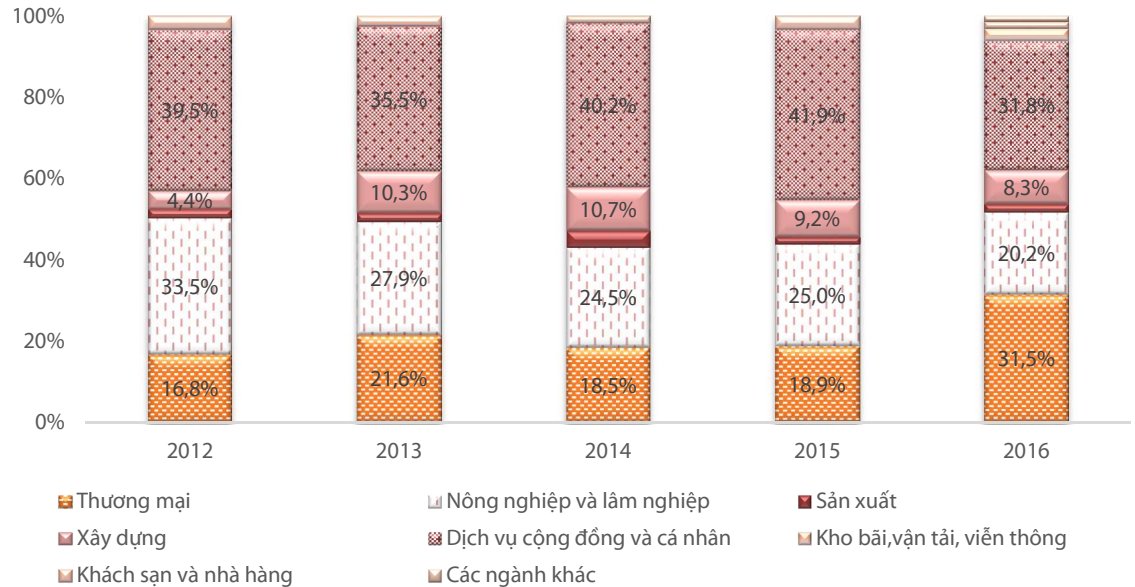
Hình 6: Cơ cấu huy động phân theo khách hàng của KLB



Nguồn: BCTC của KLB, RongViet Research tổng hợp

Bên cạnh đó, KLB cho vay tập trung chủ yếu ở ba lĩnh vực chính là lĩnh vực nông nghiệp nông thôn, lĩnh vực thương mại và các ngành hoạt động phục vụ cá nhân (cộng đồng, giáo dục). Trong các năm vừa qua, tỷ trọng cho vay nông nghiệp nông thôn đã giảm đáng kể, từ mức trên 30% vào năm 2012 xuống còn khoảng 20% vào năm 2016. Bù đắp vào đó là sự tăng trưởng nhanh chóng dư nợ lĩnh vực thương mại (thương nghiệp, sửa chữa ô tô, xe máy, đồ dùng cá nhân và gia đình).

Hình 7: Cơ cấu tín dụng phân theo ngành nghề



Nguồn: BCTC của KLB, RongViet Research tổng hợp

Danh mục chứng khoán đầu tư khá an toàn, song tỷ trọng còn thấp

KLB bắt đầu tăng mạnh tỷ trọng chứng khoán đầu tư, chủ yếu là trái phiếu Chính phủ (TPCP) từ năm 2012 (lên mức trên 20%) và bắt đầu giảm dần về mức bình quân 14% trong giai đoạn 2013-2015. Giá trị TPCP khá ổn định, xoay quanh mức 2.000 – 2.800 tỷ đồng trong cùng giai đoạn. Chúng tôi cũng lưu ý rằng 2011-2013 cũng là giai đoạn lãi suất trúng thầu TPCP tăng khá cao, hàm ý về khả năng mang lại lợi nhuận đáng kể cho ngân hàng trong các năm tiếp theo, khi mà lãi suất trúng thầu bắt đầu xu hướng giảm. Năm 2016, ngân hàng hầu như không tăng đầu tư TPCP, thay vào đó là sự tăng trưởng mạnh ở hai khoản mục



cho vay khách hàng và cho vay các TCTD khác, khi nhu cầu vốn của nền kinh tế bắt đầu cải thiện với môi trường lãi suất cao hơn.

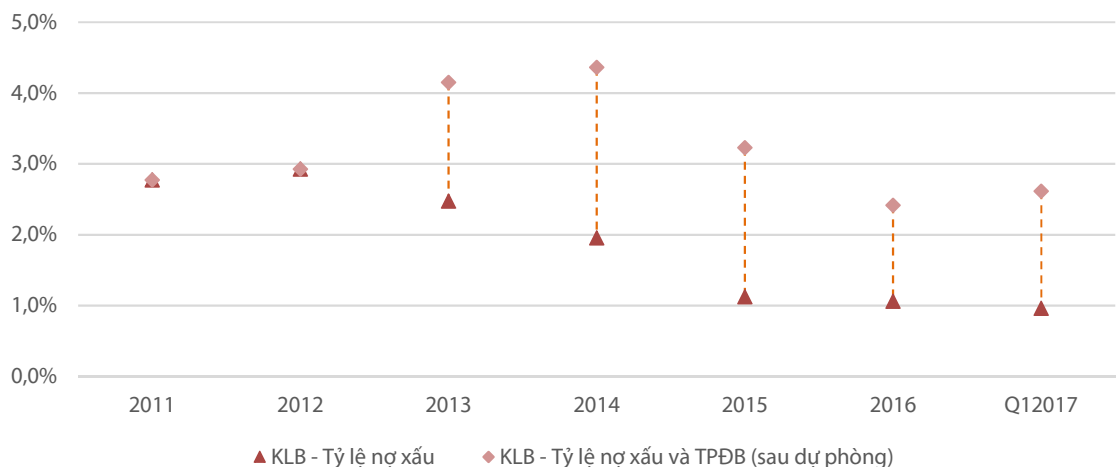
Danh mục chứng khoán đầu tư của KLB có khoảng 20% chứng khoán vốn là các khoản đầu tư vào cổ phiếu của các TCTD khác. Hơn 99% giá trị khoản đầu tư này là cổ phiếu STB, phát sinh từ nửa cuối năm 2013. Một phần nhỏ còn lại là cổ phiếu MSB của NHTM Cổ phần Hàng Hải, đã được lên kế hoạch niêm yết trên sàn Upcom trong năm 2017. Do vậy, chúng tôi không quan ngại về vấn đề thanh khoản của hai khoản chứng khoán đầu tư này của KLB.

Tỷ lệ nợ xấu và khả năng bù đắp rủi ro nợ xấu cải thiện

Mặc dù là ngân hàng nhóm 3, tỷ lệ nợ xấu của KLB được kiểm soát khá tốt và có xu hướng giảm dần từ năm 2014. Nợ xấu đến thời điểm cuối Q1/2017 chỉ ở mức xấp xỉ 1%, giảm nhẹ so với cuối năm 2016. Nếu tính thêm trái phiếu đặc biệt (sau khi trích lập DPRR) thì tỷ lệ nợ xấu và trái phiếu đặc biệt là 2,6%, tăng nhẹ so với cuối năm 2016. Tuy vậy, tỷ lệ này vẫn thấp hơn đáng kể so với mức xấp xỉ 7% của toàn hệ thống (bao gồm nợ xấu và nợ xấu bán qua VAMC).

Tình hình trích lập DPRR cũng có sự cải thiện trong các năm vừa qua. Chi phí DPRR (loại trừ dự phòng trích lập cho TPĐB) bình quân trong các năm qua chiếm khoảng 14% lợi nhuận trước trích lập. Tỷ lệ dự phòng trên nợ xấu liên tục cải thiện, từ mức xấp xỉ 41% trong năm 2011 lên 81% vào cuối năm 2016.

Hình 8: Tỷ lệ nợ xấu, nợ xấu và trái phiếu đặc biệt (sau dự phòng) của KLB



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Nợ xấu bán VAMC và triển vọng thu hồi nợ sau khi Nghị quyết Nợ xấu được thông qua

KLB bắt đầu bán nợ xấu qua VAMC từ năm 2013. Mặc dù có tỷ lệ thu hồi nợ khá tốt, KLB vẫn duy trì việc bán nợ qua VAMC trong năm 2016 và 2017 (trong khi nhiều ngân hàng đã giảm dần việc bán nợ qua VAMC từ năm 2017). Chi phí DPRR tín dụng của KLB theo đó vẫn duy trì ở mức cao kể từ khi bắt đầu trích lập DPRR cho TPĐB.

Nghị quyết Nợ xấu, đã được thông qua ngày 21/06/2017, với các quy định quan trọng liên quan đến việc thu hồi và xử lý TSĐB, tài sản đảm bảo là bất động sản và tài sản hình thành trong tương lai. Quy định này nhằm mục tiêu tháo gỡ khó khăn trong quá trình xử lý nợ xấu mà các TCTD đã gặp phải trong thời gian vừa qua. Với 97% giá trị tài sản đảm bảo cho nợ xấu là bất động sản, KLB có thể sẽ là một trong những TCTD được hưởng lợi từ các quy định của Nghị quyết. Nghị quyết sẽ có hiệu lực từ ngày 15/08/2017 và hiệu quả sẽ khó có thể đong đếm được cho đến khi được thực thi. Do vậy, tại thời điểm hiện tại, chúng

tôi giả định giá trị nợ xấu bán thêm cho VAMC sẽ tương đương giá trị nợ xấu thu hồi được của Ngân hàng, thì chi phí DPRR trái phiếu đặc biệt trong các năm tiếp theo sẽ tương đương mức trích lập của năm 2016.

Bảng 4: Nợ xấu bán VAMC và Trái phiếu đặc biệt mà KLB đang nắm giữ

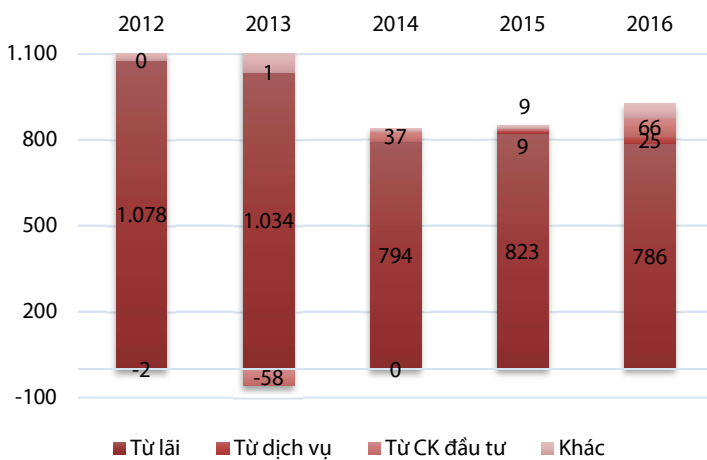
(tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018F
Mệnh giá TPĐB	203	361	416	395	446	446
Nợ gốc	262	446	511	480	549	549
Nợ bán thêm trong năm	0	184	185	99	168	0
Nợ gốc thu hồi trong năm	0	0	120	130	100	0
Chi phí dự phòng TPĐB trong năm	0	36	40	52	53	53

Nguồn: BCTC của KLB, RongViet Research ước tính

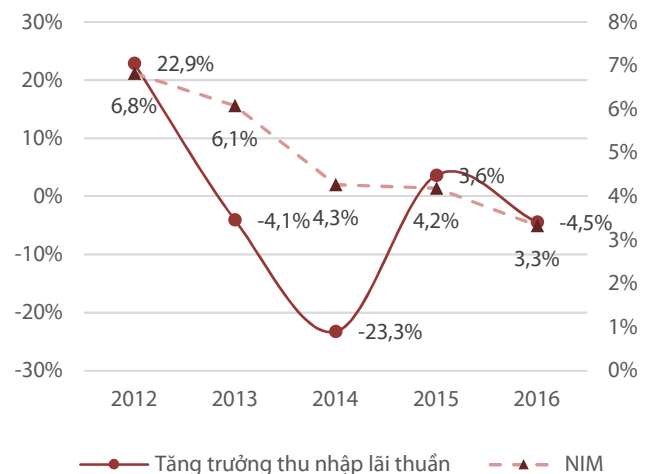
Cơ cấu thu nhập bắt đầu ghi nhận đóng góp của hoạt động dịch vụ

Lãi luôn là nguồn đóng góp lớn nhất trong tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng Việt Nam, với tỷ lệ bình quân 75-80%. Tuy vậy, tỷ lệ này khá cao ở KLB với mức đóng góp trên 95% từ năm 2015 trở về trước. Tỷ trọng đóng góp của thu nhập lãi chỉ giảm nhẹ trong năm 2016 nhờ sự đóng góp tăng lên của các hoạt động khác như dịch vụ, chứng khoán đầu tư và các hoạt động khác.

Hình 9: Cơ cấu thu nhập hoạt động của KLB



Hình 10: Biến động thu nhập lãi và NIM



Nguồn: BCTC KLB, RongViet Research tổng hợp

Thu nhập chứng khoán đầu tư tăng mạnh trong năm 2016 chủ yếu do KLB hiện thực hóa lợi nhuận các khoản đầu tư trái phiếu Chính phủ, nhằm bổ sung nguồn vốn cho hoạt động tín dụng. Theo quan sát của chúng tôi, phần lớn khoản trái phiếu được mua trong giai đoạn 2012-2013, thời kỳ lãi suất trúng thầu trái phiếu Chính phủ còn khá cao. Do vậy, với diễn biến lãi suất trúng thầu TPCP đang giảm xuống mức khá thấp hiện tại, thì việc đầu tư mới TPCP sẽ khó mang lại lợi nhuận cao như năm 2016. Trong khi đó, thu nhập khác được đóng góp đáng kể nhờ ngân hàng thu hồi được các khoản nợ xấu đã bán qua VAMC. Chúng tôi cho rằng thu nhập từ các khoản nợ đã bán cho VAMC có thể sẽ tiếp tục khả quan trong các năm tiếp theo, đặc biệt sau khi Nghị quyết Nợ xấu đi vào thực thi.

Hoạt động dịch vụ bắt đầu thể hiện sự đóng góp tích cực trong năm 2016, với tỷ trọng đóng góp tăng mạnh lên 2,7% (2015: 1,1%). Mảng dịch vụ của KLB được đóng góp chủ yếu bởi các hoạt động về dịch vụ

thanh toán, thẩm định giá, và dịch vụ cho thuê văn phòng, kho. Các mảng kinh doanh này gắn liền với hoạt động tín dụng của ngân hàng, do vậy, hoàn toàn có khả năng duy trì được mức tăng trưởng tương đương tăng trưởng tín dụng.

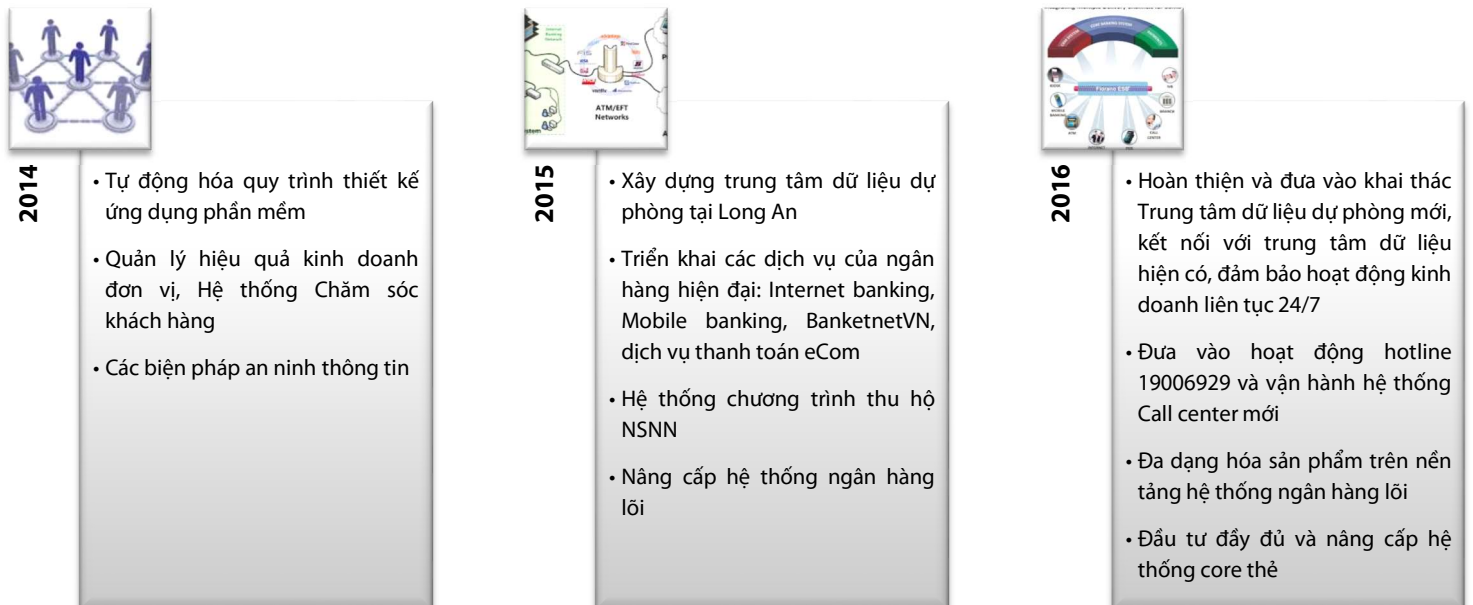
Triển vọng tăng trưởng hoạt động dịch vụ

Việt Nam với tỷ lệ dân số trẻ cao (~59% dân số trong độ tuổi lao động) và số lượng doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm đến 90% tổng số doanh nghiệp. Cộng đồng doanh nghiệp vừa và nhỏ, với tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 15% mỗi năm về số lượng đang có vai trò ngày càng lớn trong nền kinh tế: đóng góp 25% tổng kim ngạch xuất nhập khẩu và 35% tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Trong khi đó, mức độ sử dụng dịch vụ ngân hàng của các đối tượng này mới chỉ dừng lại ở các dịch vụ cơ bản như tài khoản, ATM, các dịch vụ thanh toán cơ bản. KLB cũng trong xu hướng chung hiện tại của các ngân hàng Việt Nam là hướng đến phân khúc ngân hàng bán lẻ. Đối tượng khách hàng chính được hưởng đến là khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ, siêu nhỏ.

Hiện tại, thị phần huy động và tín dụng của KLB còn rất thấp (khoảng 0,4%) và địa bàn hoạt động chủ yếu tập trung ở khu vực miền Tây Nam Bộ. Do đó, KLB sẽ phải nỗ lực rất nhiều trong bối cảnh cạnh tranh mảng ngân hàng bán lẻ ngày càng gia tăng. Trong giai đoạn vừa qua, Ngân hàng cũng đã liên tục đầu tư hạ tầng công nghệ và cơ sở vật chất nhằm đáp ứng nhu cầu khách hàng. Giai đoạn 2011-2016 mạng lưới hoạt động của KLB đã tăng thêm 31 điểm giao dịch và đạt con số 117 điểm vào cuối năm 2016. Trong đó có khoảng 64 điểm phân bố ở khu vực miền Tây Nam Bộ và 14 điểm ở khu vực TP. HCM. Ngoài ra, Ngân hàng cũng đã chú trọng đến việc đầu tư hệ thống ngân hàng lõi và trung tâm lưu trữ dữ liệu trong giai đoạn 2014 - 2016, yếu tố quan trọng đối với việc phát triển khách hàng bán lẻ.

Danh mục sản phẩm dịch vụ của KLB đã tương đối đầy đủ và nền tảng công nghệ liên tục được chú trọng đầu tư nâng cấp. Trong khi đó, mặc dù đã bắt đầu đưa sản phẩm thẻ ATM ra thị trường từ năm 2013, KLB hầu như chưa thu phí dịch vụ đối với mảng này. Do vậy, có thể nói khả năng tăng trưởng của mảng dịch vụ còn rất lớn một khi việc thu phí đối với các dịch vụ thẻ và ngân hàng điện tử được triển khai.

Hình 11: Lộ trình đầu tư CNTT



Bảng 5: Danh mục sản phẩm của KLB đến cuối năm 2016

Khách hàng doanh nghiệp	Dịch vụ thanh toán quốc tế		
	Hoạt động kinh doanh ngoại tệ		
	Dịch vụ chuyển tiền		
Khách hàng cá nhân	Máy ATM	129 máy	
	Máy POS	99 máy	
	Thẻ	Nội địa	233.693 thẻ
		Quốc tế (Visa)	2.563 thẻ

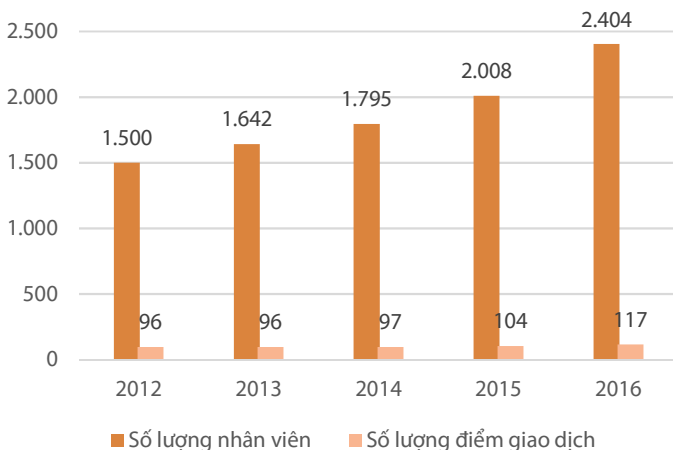
Nguồn: Báo cáo thường niên của KLB

Chi phí hoạt động cao so với các ngân hàng khác

Cơ cấu thu nhập phụ thuộc quá lớn vào lãi tiền gửi và lãi cho vay, đã khiến tỷ lệ CIR của KLB tăng mạnh trong giai đoạn 2013-2016, khi mà nguồn thu nhập lãi suy giảm trong khi chi phí hoạt động không giảm. Cụ thể, CIR đã tăng từ mức hơn 51% vào năm 2012 lên xấp xỉ 74% vào cuối năm 2016. Trong nhóm niêm yết, tỷ lệ CIR của KLB chỉ thấp hơn NVB (CIR: >80%) trong khi cao hơn đáng kể so với các ngân hàng còn lại (không tính STB do bị ảnh hưởng bởi việc sáp nhập PNB). Có thể thấy so với các ngân hàng quốc doanh hay các ngân hàng ngoài quốc doanh nhóm 1 và 2, các ngân hàng đi lên từ xuất phát điểm nông thôn gặp nhiều khó khăn hơn xét về lợi thế huy động vốn hay về uy tín thương hiệu. Mặc dù vậy, so sánh với các ngân hàng cùng thuộc nhóm 3 khác (như NVB) thì KLB vẫn là một điểm sáng.

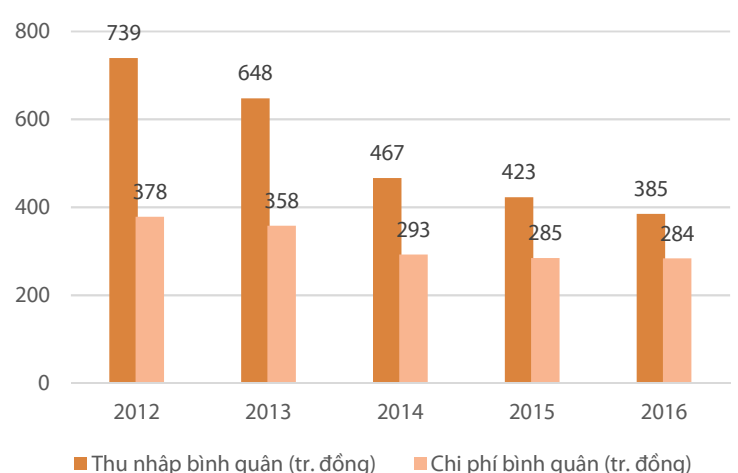
Bình quân giai đoạn 2012-2016, chi phí hoạt động trong năm tăng khoảng 14%, chủ yếu do tăng trưởng ở hai khoản mục là chi phí nhân viên (CAGR ~20%) và khấu hao tài sản (CAGR ~16%). Chúng tôi cho rằng sự tăng mạnh của chi phí hoạt động và CIR là hợp lý và xứng đáng trong giai đoạn hiện tại. Bởi lẽ, khi lấn sân sang lĩnh vực ngân hàng bán lẻ, nhu cầu đầu tư nguồn lực (nhân lực và cơ sở hạ tầng) là rất lớn và không thể thiếu. Cũng như các ngân hàng thương mại khác, KLB đã định hình trở thành ngân hàng bán lẻ đa năng thì chi phí hoạt động khó giảm.

Hình 12: Số lượng điểm giao dịch và nhân viên của KLB

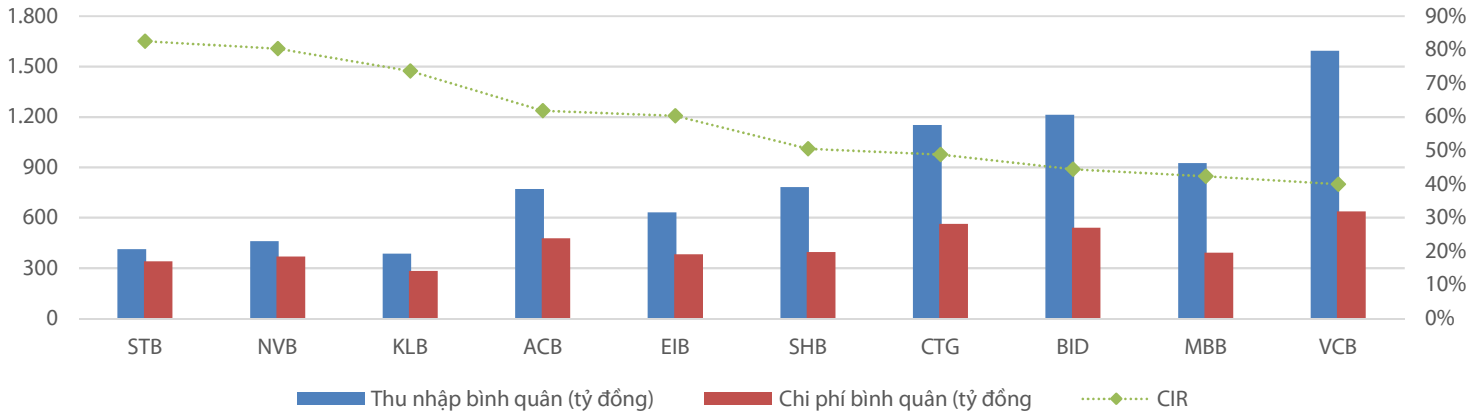


Nguồn: BCTC của KLB

Hình 13: Thu nhập và chi phí hoạt động BQ mỗi nhân viên



Hình 14: Thu nhập, chi phí bình quân một nhân viên và tỷ lệ CIR của KLB so với các NHFY



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Cần thêm thời gian để cải thiện hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời

Trong bối cảnh chung về tình hình khó khăn của ngành ngân hàng từ năm 2012, hoạt động kinh doanh của KLB cũng bị ảnh hưởng đáng kể khiến các chỉ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và tổng tài sản (ROA) suy giảm. Giai đoạn 2012 – 2016, CAGR tổng tài sản tăng 11% và CAGR vốn CSH giảm 1%, trong khi CAGR lợi nhuận sau thuế giảm 21%. Kết quả là ROAE đã giảm từ mức 11,8% năm 2011 xuống còn 3,6% vào năm 2016. Tương tự, chỉ tiêu ROAA giảm từ 2,6% năm 2011 xuống còn 0,4% năm 2016.

Ngoài ra, NIM cũng đối diện tình trạng suy giảm trong nhiều năm qua. Nguyên nhân bởi hệ quả của việc đẩy mạnh tăng trưởng huy động so với tín dụng năm 2014 và 2015. Thêm vào đó là sự chủ động giảm lãi suất cho vay của Ngân hàng, đặc biệt trong năm 2016 khiến lãi suất cho vay bình quân tiếp tục giảm trong khi lãi suất huy động bình quân duy trì tương đương năm 2015.

Bảng 6: Diễn biến NIM giai đoạn 2011-2016 của KLB

Chỉ tiêu (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NIM	7,3	6,8	6,1	4,3	4,2	3,3
Thu nhập lãi/TS có thu nhập lãi	19,6	17,2	14,0	11,3	10,7	9,7
Chi phí lãi/Nguồn vốn chịu CP lãi	13,0	11,7	8,6	7,1	6,3	6,3

Nguồn: RongViet Research ước tính

Bảng 7: Các chỉ tiêu sinh lời và tỷ lệ VCSH/TTS của KLB và các ngân hàng đang niêm yết

Chỉ tiêu (%)	ACB	BID	CTG	EIB	KLB	MBB	NVB	SHB	STB	VCB
ROAE	9,9	14,7	11,5	2,3	3,6	12,1	0,3	7,5	1,6	14,7
ROAA	0,6	0,7	0,8	0,2	0,4	1,2	0,0	0,4	0,1	0,9
NIM	3,8	2,7	2,8	3,0	3,3	3,6	3,7	2,2	2,3	2,6
VCSH/Tổng tài sản	6,0	4,2	6,6	10,4	11,0	9,9	4,7	5,7	6,9	6,1

Nguồn: RongViet Research tổng hợp và ước tính

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng KLB đang có khá nhiều dư địa để cải thiện các chỉ tiêu sinh lời trong dài hạn bởi lẽ:

- ✓ Tỷ lệ VCSH/TTS của KLB mặc dù đã giảm mạnh từ mức xấp xỉ 26% vào năm 2010 còn khoảng 11% vào cuối năm 2016, nhưng vẫn cao hơn các ngân hàng đang niêm yết khác. Điều này hàm ý về khả năng tiếp tục tăng mức đòn bẩy (tăng số dư huy động khách hàng, phát hành giấy tờ có giá), nhằm tăng nguồn vốn tài trợ hoạt động cho vay. Trong chiến lược hành động trung – dài hạn của mình, KLB đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân TTS là 16%, trong đó huy động và cho vay khách hàng tăng trưởng lần lượt 22% và 20%. Như vậy, tỷ lệ VCSH/TTS có thể sẽ tiếp tục giảm trong các năm tới, và dự báo ở mức khoảng 6,9% vào năm 2020.
- ✓ Các chỉ tiêu về đảm bảo an toàn vốn và thanh khoản được duy trì khá tốt sẽ là bộ đệm để KLB tăng mức sử dụng đòn bẩy mà vẫn đảm bảo duy trì các yêu cầu về an toàn hoạt động.

DỰ BÁO KQKD NĂM 2017

Đầu tháng 6/2017, Chính phủ đã ban hành Chỉ thị 24/CT-TTg với đề nghị tăng mục tiêu tăng trưởng tín dụng lên mức trên 18% và có giải pháp cụ thể để mở rộng hạn mức tín dụng cho vay trung và dài hạn, kết hợp với đẩy nhanh quá trình cơ cấu lại các TCTD, ngân hàng kém hiệu quả. Cùng với đó, Nghị quyết Nợ xấu đã được thông qua vào ngày 21/06 và có hiệu lực từ ngày 15/08/2017 với thời hạn 5 năm. Nếu như Chỉ thị 24 hàm ý về khả năng nới lỏng tín dụng trong nửa cuối năm có thể giúp mặt bằng lãi suất duy trì ổn định, Nghị quyết Nợ xấu lại có ý nghĩa quan trọng đối với triển vọng xử lý và thu hồi nợ cho các TCTD. Do vậy, đánh giá bối cảnh ngành ngân hàng nhìn chung, chúng tôi cho rằng triển vọng trong 6 tháng cuối năm sẽ phần nào thuận lợi hơn cho các ngân hàng.

Kết thúc quý 1/2017, tăng trưởng tổng tài sản của KLB đạt 5,8% YTD, trong đó động lực chính đến từ cho vay khách hàng với mức tăng trưởng 10% YTD trong khi huy động vốn từ khách hàng chỉ đạt mức tăng trưởng 7,3% YTD. Đây là mức tăng trưởng nhanh nhất trong nhiều năm qua của ngân hàng, và cao gấp 2,5 lần mức tăng chung của nền kinh tế. Với định hướng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng 6 tháng cuối năm 2017 của Thủ tướng Chính phủ, chúng tôi dự báo tín dụng và huy động của KLB vẫn có khả năng duy trì mức tăng trưởng mạnh so với năm 2016. Cho vay và huy động khách hàng dự báo tăng lần lượt 26% và 24% YTD. Do sự tăng trưởng nhanh của tín dụng, tỷ lệ LDR có thể tăng nhẹ so với cuối năm 2016, dự báo xoay quanh mức 78%.

Chúng tôi cho rằng NIM của ngân hàng đã thiết lập mức đáy vào năm 2016. Năm 2017, NIM có thể hồi phục nhẹ bởi các lý do sau:

- ✓ Chênh lệch lãi suất cho vay và huy động bình quân có thể tiếp tục thu hẹp. Nguyên nhân do ngân hàng sẽ tiếp tục áp dụng chính sách giảm lãi suất cho vay, trong khi mặt bằng lãi suất huy động bình quân tiếp tục duy trì ổn định.
- ✓ Tăng trưởng tín dụng cao hơn đáng kể so với tăng trưởng huy động trong năm 2016. Chênh lệch này có thể thu hẹp trong năm 2017, song vẫn là tín dụng tăng trưởng cao hơn huy động.
- ✓ Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn nếu được điều chỉnh tăng thêm (như đề xuất của Chỉ thị 24), thì sẽ là cơ hội cho các ngân hàng đang có nhiều dư địa về thanh khoản và an toàn vốn như KLB để tối ưu hóa nguồn vốn của mình.

Tỷ lệ NIM theo đó dự báo đạt 3,54% trong năm 2017. Thu nhập lãi thuần dự báo đạt 1.020 tỷ đồng, tăng trưởng xấp xỉ 30% YoY và đóng góp 88% trong tổng thu nhập hoạt động của Ngân hàng.

Đối với mảng dịch vụ, nguồn thu nhập sẽ đến từ ba hoạt động chính là dịch vụ thanh toán, thẩm định giá và cho thuê văn phòng, kho bãi. Mức tăng trưởng dự báo khoảng 26%, tương đương tăng trưởng dư nợ. Theo đó, thu nhập thuần từ dịch vụ năm 2017 của KLB có thể đạt 31 tỷ đồng, đóng góp 2,7% trong tổng thu nhập hoạt động.

Các nguồn thu nhập ngoài lãi và dịch vụ có thể giảm đáng kể so với năm 2016, chủ yếu do thu nhập từ chứng khoán đầu tư giảm. Tuy vậy, Nghị quyết Nợ xấu bắt đầu hiệu lực từ ngày 15/08, nếu có thể sớm thúc đẩy tiến độ thu hồi nợ cho các TCTD, thì thu nhập từ các khoản nợ đã bán VAMC có thể tiếp tục tăng mạnh và bù đắp phần nào cho sự sụt giảm thu nhập của chứng khoán đầu tư.

Chi phí hoạt động và chi phí DPRR tín dụng dự báo vẫn cao. Theo đó, tỷ lệ CIR dự báo xoay quanh mức 71% do ngân hàng sẽ phải tiếp tục đầu tư hạ tầng công nghệ, cơ sở vật chất và nhân lực để có thể cạnh tranh trong mảng bán lẻ. Chi phí DPRR tín dụng năm 2017 chủ yếu phát sinh do trích lập DPRR trái phiếu đặc biệt VAMC. Ngoài ra, theo tìm hiểu của chúng tôi, phần lớn nợ xấu được bán qua VAMC trong năm 2016 và 2017 chủ yếu là các khoản nợ được tái cơ cấu (theo Quyết định 780). Chúng tôi được biết KLB đã cơ bản hoàn tất xong việc xử lý các khoản nợ này (bán qua VAMC) trong năm 2017. Do vậy, trong một kịch bản lạc quan hơn, là trường hợp giá trị thu hồi được cao hơn giá trị nợ bán thêm qua VAMC trong các năm tiếp theo, thì chi phí DPRR cho trái phiếu đặc biệt có thể thấp hơn mức dự phóng của chúng tôi.

Thu nhập từ hoạt động góp vốn đầu tư dự báo duy trì mức tương đương năm 2016. Tuy vậy, nếu Ngân hàng thực hiện thoái vốn STB trong năm 2017 thì thu nhập khoản mục này có thể sẽ tăng mạnh. Theo đó, mặc dù không có số công bố chi tiết về số lượng cổ phiếu STB đang nắm giữ, thì với diễn biến giá cổ phiếu STB xoay quanh mức 13.000 đồng/cp trong quý cuối năm 2013, chúng tôi ước lượng giá vốn trung bình của KLB cũng xoay quanh mức trên. Như vậy, với mức giá thị trường hiện tại của STB (14.200 đồng/cp), KLB có thể ghi nhận khoản lợi nhuận hơn 48 tỷ đồng nếu Ngân hàng thoái vốn khoản đầu tư trên.

Bảng 8: Những giả định chính

	Tổng tài sản	Tăng trưởng (%)		Lãi suất bình quân (%)		NIM (%)	CIR (%)
		Huy động khách hàng	Cho vay khách hàng	Huy động khách hàng	Cho vay khách hàng		
2017 E	20,3	24,0	26,0	6,2	11,3	3,5	71,0
2018 F	19,3	23,0	22,0	6,2	11,3	3,6	70,0



Bảng 9: Dự phóng KQKD kinh doanh

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
BẢNG CÂN ĐỐI				
Tiền gửi, cho vay các TCTD khác	1.773	3.090	3.708	4.450
Cho vay khách hàng	16.080	19.597	24.708	30.149
Chứng khoán đầu tư	3.480	2.923	3.106	3.110
Tổng tài sản	25.322	30.451	36.647	43.735
Tiền gửi và vay các TCTD khác	1.173	3.477	3.895	4.090
Tiền gửi khách hàng	20.081	22.889	28.383	34.911
Phát hành giấy tờ có giá	0	0	0	0
THU NHẬP				
Thu nhập thuần từ lãi	823	786	1.020	1.286
Thu nhập thuần từ dịch vụ	9	25	31	38
Thu nhập thuần khác	18	114	103	84
Thu nhập hoạt động	849	925	1.155	1.409
Chi phí hoạt động	-572	-682	-820	-986
Lợi nhuận trước dự phòng	277	244	335	423
Chi phí DPRR	-66	-92	-82	-92
Lợi nhuận trước thuế	212	152	253	331
Lợi nhuận sau thuế	165	121	203	265
EPS (đồng)	531	368	685	827
Giá trị sổ sách (đồng)	11.389	11.357	12.042	11.977

Định giá

Để xác định giá hợp lý cho cổ phiếu KLB, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B. Phương pháp P/B sử dụng tham chiếu từ các doanh nghiệp cùng ngành và cùng trải qua giai đoạn tái cơ cấu như KLB hoặc có quy mô vốn tương đương. Theo đó, tỷ lệ PB trung bình (trọng số là tỷ lệ VCSH) vào khoảng 1,2 lần. Do quy mô của KLB khá nhỏ so với hầu hết các ngân hàng tham chiếu, chúng tôi đã chiết khấu 15% so với tỷ lệ P/B trung bình. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định là **12.000 đồng/cp**.

Mã chứng khoán	Vốn CSH (tỷ đồng)	ROE	ROA	NIM	PB
KLB	3.421	3,6	0,4	3,3	
ACB	14.556	10,7	0,6	3,8	1,8
EIB	13.597	3,1	0,3	3,0	1,2
NVB	3.238	0,4	0,0	3,7	0,8
SHB	13.457	7,4	0,4	2,2	0,6
STB	23.113	1,8	0,1	2,3	1,1
VIB	8.868	6,7	0,6	N/A	1,5
Trung bình trọng số (theo VCSH)					1,2

Quan điểm

Gắn liền với các giai đoạn cải cách của ngành ngân hàng Việt Nam, nhóm ngân hàng thương mại cổ phần với xuất phát điểm nông thôn, trong đó có KLB, đã gặp không ít thách thức, trở ngại để có thể duy trì hoạt động. Trái với nhiều ngân hàng cùng nhóm phải cần đến sự sáp nhập vào các ngân hàng lớn khác hoặc rơi vào diện “0 đồng”, KLB vẫn tiếp tục nỗ lực “tự tái cơ cấu” để có thể đi qua giai đoạn khó khăn trên. Có thể thấy so với các ngân hàng quốc doanh hay các ngân hàng ngoài quốc doanh nhóm 1 và 2, KLB không có nhiều lợi thế xét về khả năng huy động vốn “rẻ” hay về uy tín thương hiệu. Tuy vậy, với chiến lược phát triển rõ ràng, KLB đã và đang thực hiện đầu tư khá bài bản nền tảng công nghệ cũng như hoàn thiện danh mục sản phẩm dịch vụ của mình. Với những gì KLB đang chuẩn bị, chúng tôi cho rằng KLB hoàn toàn có khả năng đứng vững và có triển vọng phát triển khả quan.

Các hệ số sinh lời khá thấp là mối quan ngại lớn nhất của chúng tôi đối với KLB. Tuy vậy, với các chỉ tiêu về an toàn vốn và thanh khoản cao hơn quy định của NHNN thì chúng tôi cho rằng vẫn có cơ sở để Ngân hàng cải thiện các chỉ tiêu trên. Thông qua Chỉ thị 24 của Thủ tướng Chính phủ và Nghị quyết Nợ xấu thì môi trường kinh doanh nửa cuối năm 2017 của ngành ngân hàng dự báo sẽ tiếp tục thuận lợi. KLB cũng sẽ là đối tượng được hưởng lợi trong xu thế này. Dự báo tăng trưởng tín dụng tiếp tục cao hơn so với tăng trưởng huy động trong năm 2017, tỷ lệ NIM của KLB theo đó sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2016, lên mức 3,54%. LNST năm 2017 ước tính tăng trưởng xấp xỉ 68% YoY, nhờ thu nhập lãi hồi phục và hoạt động dịch vụ tiếp tục tăng trưởng mạnh. EPS năm 2017 theo đó dự phóng đạt 685 đồng (2016: 368 đồng).

Sử dụng phương pháp P/B, so sánh với trung bình các ngân hàng đang niêm yết, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của KLB là 12.000 đồng/cp, cao hơn 20% so với giá chào sàn ngày 29/06 của Ngân hàng. Với mức giá trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu này.

(tỷ đồng)

BÁO CÁO THU NHẬP	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	2.110	2.294	2.759	3.414
Chi phí lãi	-1.287	-1.508	-1.739	-2.128
Thu nhập lãi thuần	823	786	1.020	1.286
Thu nhập ngoài lãi	27	139	134	122
Từ HĐ Dịch vụ	9	25	31	38
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	-11	6	6	6
Từ mua-bán CK kinh doanh	0	0	0	0
Từ mua-bán CK đầu tư	9	66	37	18
Từ hoạt động khác	20	42	59	59
Tổng thu nhập hoạt động	849	925	1.155	1.409
Tổng chi phí hoạt động	-572	-682	-820	-986
LN trước trích lập DP	277	244	335	423
Chi phí DPRR	-66	-92	-82	-92
Lợi nhuận trước thuế	212	152	253	331
Thuế TNDN	-46	-31	-51	-66
Lợi nhuận sau thuế	165	121	203	265
LNST thuộc về CĐ mẹ	165	121	203	265

(%)

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	20,1	21,9	26,0	-65,0
Huy động khách hàng	21,2	14,0	24,0	-65,9
Thu nhập lãi thuần	3,6	-4,5	29,8	26,1
Thu nhập hoạt động	1,4	9,0	24,8	22,0
LNST	-6,1	-26,8	67,7	30,5
Tổng tài sản	9,6	20,3	20,3	-66,0
Vốn CSH	0,3	-0,3	6,0	-71,5
Khả năng sinh lời				
NIM	4,2	3,3	3,5	3,6
Interest spread	0,1	0,1	0,0	0,0
CIR	67,3	73,7	71,0	70,0
ROAE	4,9	3,6	5,9	7,2
ROAA	0,7	0,4	0,6	0,7
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	1,1	1,1	N/A	N/A
Dự phòng/Nợ xấu	75,5	81,0	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	13,3	11,0	9,7	8,8
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
Cho vay/TTS	64,0	64,9	77,5	79,1
Cho vay KH/Tiền gửi KH	80,8	86,0	88,0	88,7
CAR	19,8	16,4	N/A	N/A

(tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	207	299	204	213
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước	721	902	1.066	1.306
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho	1.773	3.090	3.708	4.450
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh và	0	0	0	0
Cho vay khách hàng	16.080	19.597	24.708	30.149
Chứng khoán đầu tư	3.480	2.923	3.106	3.110
Góp vốn, đầu tư dài hạn	31	15	15	15
Tài sản cố định	1.049	1.315	1.513	1.815
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	1.981	2.310	2.327	2.678
Tổng tài sản	25.322	30.451	36.647	43.735
Các khoản nợ chính phủ và NHNN	312	201	201	201
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng	1.173	3.477	3.895	4.090
Tiền gửi của khách hàng	20.081	22.889	28.383	34.911
Các công cụ tài chính phái sinh và	1	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính	0	0	0	0
Phát hành giấy tờ có giá	0	0	0	0
Các khoản nợ khác	383	520	602	703
Tổng nợ phải trả	21.949	27.087	33.080	39.904
Vốn chủ sở hữu	3.373	3.364	3.567	3.831
Vốn của tổ chức tín dụng	2.966	2.966	2.966	3.165
Quỹ của tổ chức tín dụng	242	267	308	363
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	165	131	293	304
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	25.322	30.451	36.647	43.735

(tỷ đồng)

THUYẾT MINH	FY2015A	FY2016A	FY2017E	FY2018F
Thu nhập lãi	2.110	2.294	2.704	3.334
Từ cho vay khách hàng	1.930	2.110	2.463	3.038
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	53	28	96	115
Từ CK đầu tư	124	152	144	181
Thu khác từ HĐTD	2	3	0	0
Chi phí lãi	-1.287	-1.508	-1.739	-2.128
Từ tiền gửi KH	-1.150	-1.331	-1.598	-1.972
Từ khoản vay các TCTD	-3	-12	-11	-12
Từ giấy tờ có giá	0	0	0	0
Chi phí khác	-134	-166	-130	-143
Chi phí hoạt động	-572	-682	-820	-986
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-66	-92	-82	-92

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này