

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Ngày 14 tháng 01 năm 2015

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (14/01/2015):	VND	37.400
Giá mục tiêu:	VND	32.300
Khuyến nghị ngắn hạn:		Năm giữ
Ngưỡng kháng cự:	VND	40.000
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	32.000

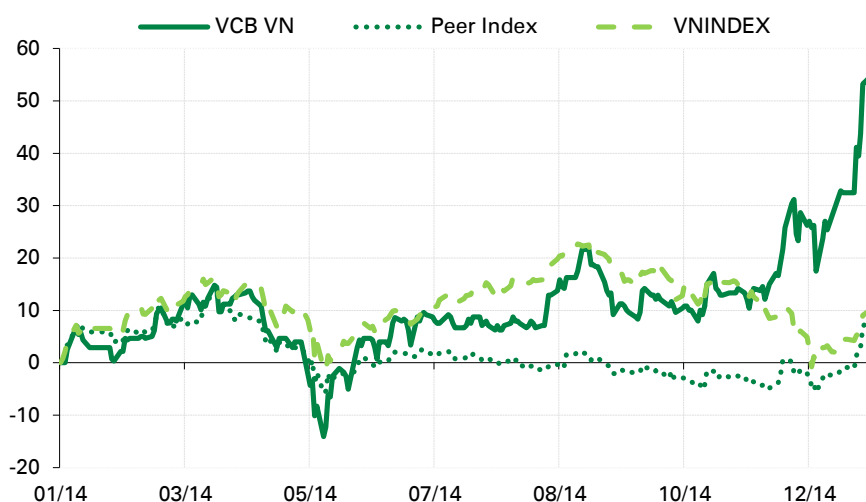
Mã Bloomberg: VCB VN	SGD: HSX
Ngành:	Ngân hàng
Beta:	1,00
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	37.200/19.860
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	2.665
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	99.617
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	7,9%
KLGDBQ 12 tháng	753.811
Sở hữu nước ngoài(%)	20,5

Năm	NIM (%)	NPL (%)	Tỷ lệ cổ tức (%)	EPS (VND)
2015F	2,55	2,34	15	1.999
2014F	2,44	2,30	12	1.554
2013	2,64	2,73	12	1.582
2012	3,00	2,4	12	1.618

	VCB	NH tương đương	VN-Index
P/E	21,0x	14,2x	13,94x
P/B	2,30x	1,18x	1,91x
ROE	10,5%	12,0%	13,7%

Giới thiệu:

- VCB là ngân hàng thứ hai được thành lập tại Việt Nam (1963), có tiền thân là Cục Quản lý Ngoại hối thuộc NHNN.
- VCB cung cấp cho khách hàng đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại, dịch vụ ngân hàng đầu tư, quản lý quỹ, bảo hiểm, cho thuê tài chính, và bất động sản.
- Ngân hàng hiện có mức vốn điều lệ là 26.650 tỷ đồng, tổng tài sản 504.432 tỷ đồng, đứng thứ tư toàn ngành.



Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu VCB từ **BÁN** lên **NĂM GIỮ** với mức giá mục tiêu là 32.300 đồng. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên những luận điểm sau:

- ❖ **VCB đã hoàn thành các chỉ tiêu tài chính năm 2014:** Tăng trưởng tín dụng đạt 18%, cao hơn mục tiêu đề ra. Mặc dù NIM giảm, lợi nhuận trước thuế vẫn ước đạt 5.680 tỷ đồng, cao hơn kế hoạch.
- ❖ **Nợ xấu được kiểm soát tốt.** Với nỗ lực quyết liệt xử lý, tỷ lệ nợ xấu của VCB đến cuối năm 2014 đã giảm còn 2,3% từ mức cao trước đó là 3,09% tại Quý 2/2014. Cũng trong năm 2014, VCB đã thu hồi được 1.800 tỷ đồng nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng rủi ro.
- ❖ **Nhiều khả năng giá cổ phiếu VCB sẽ cao hơn giá trị cơ bản:** cổ phiếu VCB đã tăng trưởng vượt trội chỉ số VN-Index với tổng mức tăng giá 55% và đang được giao dịch trên ngưỡng giá trị cơ bản. Tuy nhiên, VCB có thể sẽ duy trì được mức giá này trong khoảng thời gian sắp tới do:
 - **Tin đồn Thông tư 36 sẽ được trì hoãn:** Thông tư 36 đã có tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu ngân hàng trong Quý 4/2014. Gần đây, một số cổ phiếu ngân hàng đã tăng giá mạnh sau khi có tin đồn Thông tư 36 sẽ được hoãn lại.
 - **Khả năng sáp nhập:** Đại hội đồng cổ đông của VCB đã thông qua phương án sáp nhập với một ngân hàng thương mại. Tên của ngân hàng được sáp nhập chưa được công bố chính thức. Sau sáp nhập, VCB có thể trở thành cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn nhất thị trường trên HSX và điều này sẽ có tác động lên lực mua của các quỹ ETF và các quỹ đầu tư khác.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

NỘI DUNG

CẬP NHẬT NGÀNH NGÂN HÀNG

3

Triển vọng năm 2015

3

Một số kết quả năm 2014

4

CẬP NHẬT NGÂN HÀNG VCB

6

VCB đã hoàn thành các chỉ tiêu tăng trưởng và lợi nhuận 2014

6

Cập nhật khác

8

DỰ PHÓNG

9

ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ

10

Định giá

10

Diễn biến giá cổ phiếu

12

Khuyến nghị

13

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

14

Phụ lục – Dự phóng của VPBS

15

LIÊN HỆ

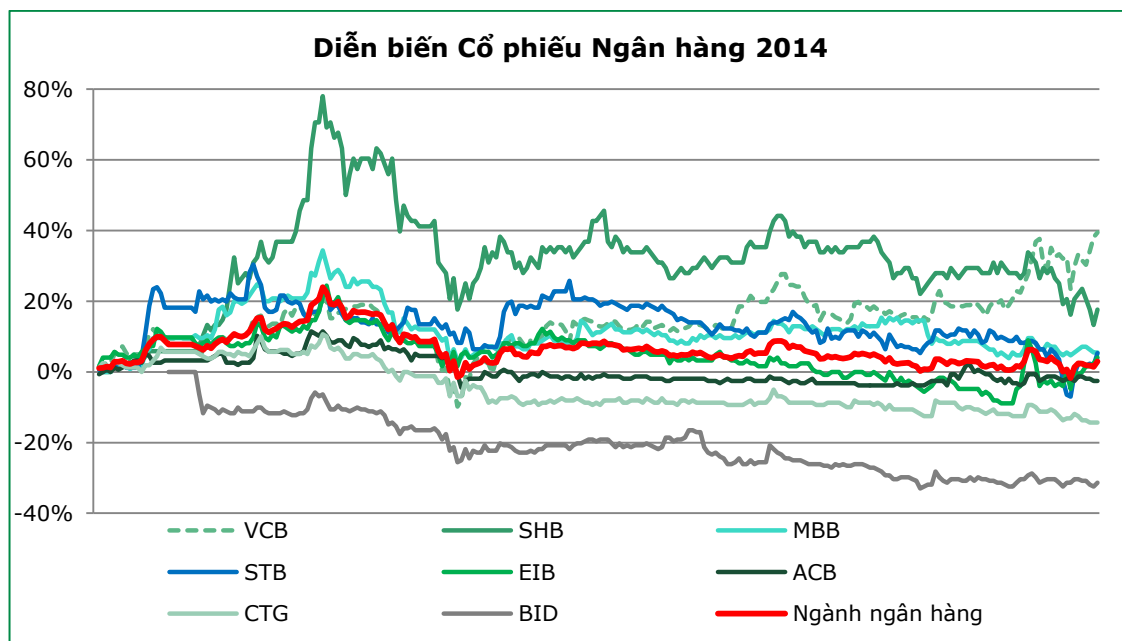
17

CẬP NHẬT NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng năm 2015

Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ngân hàng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2015

Cổ phiếu ngân hàng nhìn chung không tăng giá trong năm 2014 với mức tăng chỉ vỏn vẹn 3%. Tính đến ngày 30 tháng 12 năm 2014, cổ phiếu ngân hàng giao dịch ở mức P/E là 13,2 lần và P/B là 1,13 lần.



Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ngân hàng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2015, với những lý do sau đây:

- Tăng trưởng GDP năm 2015 dự kiến là 6,2%, cao hơn so với những năm gần đây. Do đó, tín dụng nhiều khả năng sẽ tăng trưởng mạnh hơn, đáp ứng cho mức tăng trưởng của GDP.

- Chất lượng tài sản của các ngân hàng đã được cải thiện với giá trị nợ xấu tuyệt đối và tỷ lệ nợ xấu giảm do các ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng. Luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài sở hữu bất động sản ở Việt Nam và Thông tư 53 sửa đổi được kỳ vọng sẽ trao nhiều quyền chủ động hơn cho VAMC và tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc bán nợ xấu. Mặc dù vẫn có những quan ngại liên quan đến chất lượng tài sản của các ngân hàng khi Thông tư 02 và Thông tư 09 hoàn toàn có hiệu lực, nhưng chúng tôi cho rằng những quan ngại này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu ngân hàng.

- Thông tư 36 quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của ngân hàng (ban hành ngày 20 tháng 11 năm 2014) đã tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán về mặt tổng thể. Các tác động quan trọng nhất bao gồm việc giảm sở hữu chéo và sự thao túng trong ngành ngân hàng. Quá trình này có thể sẽ làm cho con số nợ xấu thực lộ diện nhanh chóng hơn và gây ảnh hưởng tiêu cực đến tổng cho vay ký quỹ trên thị trường chứng khoán. Để có phân tích chi tiết hơn, xin vui lòng tham khảo "Báo cáo đặc biệt: Tác động của Thông tư 36" của chúng tôi

Thông tư 36 làm giảm tổng cho vay đầu tư chứng khoán và giảm tình trạng sở hữu chéo giữa các NH

(<https://www.vpbs.com.vn/Images/research/12222014-MacroE.pdf>). Tuy nhiên, gần đây có tin đồn Thông tư 36 sẽ được hoãn lại. Tin đồn này đã ảnh hưởng tích cực tới cổ phiếu ngân hàng. Trong bốn ngày giao dịch vừa qua (07-12/01 năm 2014), cổ phiếu ngân hàng đã tăng 8,1%. VCB (15,7%), BID (12,4%), SHB (11,1%) và MBB (10%) là những cổ phiếu tăng giá mạnh nhất. Nếu tin đồn hoãn Thông tư 36 là thật, cổ phiếu ngân hàng có thể sẽ tăng mạnh hơn nữa.

Một số kết quả năm 2014

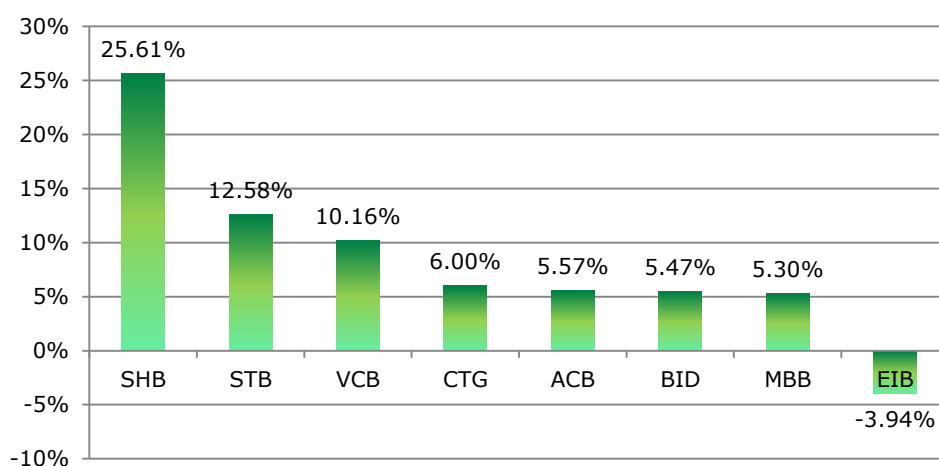
Tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu cả năm

Tăng trưởng tín dụng đạt 12,62%, vượt mục tiêu đề ra cả năm

Mặc dù ngành ngân hàng có một khởi đầu tương đối chậm chạp trong 6T2014, tăng trưởng tín dụng gần đây đã khởi sắc và đạt 12,62% tính đến ngày 22 tháng 12 năm 2014. Với kết quả này, toàn hệ thống đã hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm là 12%. Trong khi đó, tổng huy động tăng trưởng tương ứng 15,15%. Trong năm 2015, mục tiêu tăng trưởng tín dụng được đề ra là từ 13% đến 15%.

Trong 9T2014, trong số các ngân hàng niêm yết, tổng cho vay của Ngân hàng SHB tăng trưởng nhiều nhất, tiếp theo là STB và VCB. Ngoại trừ EIB là ngân hàng duy nhất có tăng trưởng tín dụng âm thì bốn ngân hàng còn lại là CTG, BID, MBB, và ACB đều có mức tăng trưởng tín dụng ở mức trung bình.

Tăng trưởng tín dụng của các NH niêm yết trong 9T2014

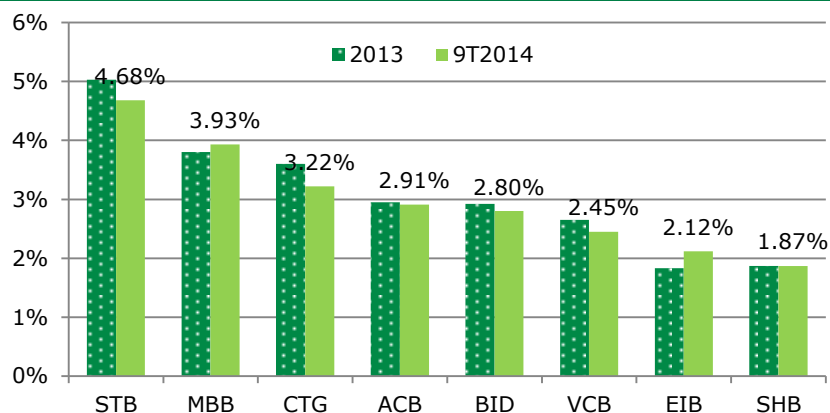


Nguồn: BCTC ngân hàng, VPBS tổng hợp

Hệ số NIM tiếp tục giảm sút

Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN), lãi suất trong năm 2014 đã giảm khoảng 1,5-2,0 điểm phần trăm so với năm ngoái. Mặc dù cả lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay đều giảm tương đương, nhưng do hệ số cho vay trên huy động (LDR) giảm nhẹ, chúng tôi thấy rằng hệ số NIM trong 9T2014 của hầu hết các ngân hàng đều giảm nhẹ so với năm 2013.

Hệ số NIM của các NH niêm yết trong 9T2014



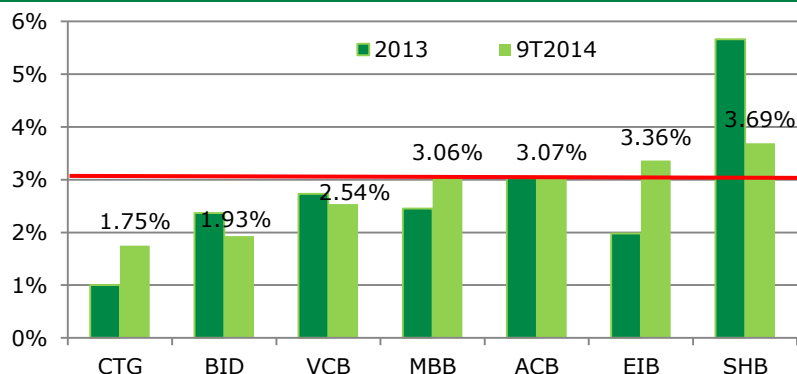
Nguồn: BCTC ngân hàng, VPBS tổng hợp

Nợ xấu đã giảm

NHNN đã công bố tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng vào cuối tháng chín là 5,4%, thấp hơn nhiều so với mức 9,1% vào đầu năm nay. Tỷ lệ nợ xấu thấp hơn hẳn cho thấy trong năm 2014 khoảng 110.000 đồng nợ xấu đã được xử lý thông qua các biện pháp bao gồm bán nợ xấu cho Công ty Quản lý tài sản Việt Nam (VAMC), xử lý từ nguồn trích lập dự phòng rủi ro, thu hồi nợ xấu và thu hồi từ việc bán tài sản thế chấp. Trong số các ngân hàng niêm yết, BID (3.322 tỷ đồng), MBB (1.438 tỷ đồng), CTG (887 tỷ đồng), VCB (716 tỷ đồng) là các ngân hàng đã xử dụng nguồn trích lập dự phòng rủi ro nhiều nhất để xử lý nợ xấu.

Tính đến ngày 23 tháng 12 năm 2014, VAMC đã mua được tổng cộng 123.000 tỷ đồng nợ xấu - 40.000 tỷ đồng trong năm 2013 và 83.000 tỷ đồng trong năm 2014, đạt kế hoạch cả năm 2014 là mua từ 80.000 đến 85.000 tỷ đồng. Trong năm, VAMC đã xử lý được 4.000 tỷ đồng nợ xấu, thông qua các phương thức như bán nợ xấu và bán lại tài sản đảm bảo. So với con số 123.000 tỷ đồng nợ xấu mà VAMC đã mua từ các TCTD thì số nợ xấu mà VAMC đã xử lý được là không đáng kể. Điều này cho thấy khả năng của VAMC trong việc giải quyết nợ xấu vẫn chưa thực sự hiệu quả.

Tỷ lệ nợ xấu của các NH niêm yết trong 9T2014



Nguồn: BCTC ngân hàng, VPBS tổng hợp

Tỷ lệ nợ xấu giảm còn 5,3% vào cuối tháng 11, thấp hơn so với mức 9,1% vào đầu năm nay

VAMC đã mua 83.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm nay, đạt kế hoạch đề ra cho năm 2014

Tỷ lệ nợ xấu và LLR vẫn là tác nhân chính làm giảm lợi nhuận của ngân hàng

Triển vọng ổn định nhưng lợi nhuận vẫn chịu áp lực nhất định

Mặc dù hã xếp hạng tín nhiệm Moody's đã nâng triển vọng của hệ thống ngân hàng Việt Nam từ tiêu cực lên ổn định vào ngày 11 /12 nhờ tăng cường ổn định kinh tế và giảm căng thẳng thanh khoản. Tuy nhiên, Moody's vẫn bày tỏ mối quan ngại về số lượng lớn các khoản nợ xấu và khả năng sinh lời của các ngân hàng trong vòng 12 đến 18 tháng tới. Điều này là do các khoản dự phòng rủi ro và nguồn vốn của ngân hàng có thể sẽ không đủ để hấp thụ những thiệt hại tiềm tàng từ khối tài sản "có vấn đề", khả năng huy động vốn của các ngân hàng có hạn, nhu cầu vay vốn của nền kinh tế còn thấp, và khả năng suy giảm của tỷ lệ thu nhập lãi thuần.

Báo cáo của Moody cũng đề cập đến hai yếu tố có thể dẫn đến sự phục hồi vượt dự kiến của hệ thống ngân hàng, bao gồm:

(1) Sự phục hồi của giá bất động sản. Do nhiều tài sản "có vấn đề" gắn liền với tài sản thế chấp bất động sản, sự phục hồi của giá bất động sản có thể làm giảm chi phí trích lập dự phòng và nâng cao lợi nhuận của các ngân hàng.

(2) Nhu cầu vay vốn từ phân khúc bán lẻ gia tăng. Do sự thâm nhập của cho vay bán lẻ vẫn còn thấp, phân khúc này sẽ tạo ra các cơ hội mới hơn so với phân khúc cho vay doanh nghiệp hiện vẫn chưa hồi phục.

CẬP NHẬT NGÂN HÀNG VCB

Các chỉ tiêu tài chính đều được hoàn thành vượt mức.

VCB đã hoàn thành các chỉ tiêu tăng trưởng và lợi nhuận 2014

Gần đây VCB đã công bố tóm tắt kết quả hoạt động của năm 2014 với tất cả các chỉ tiêu đều hoàn thành vượt mức.

	Kết quả 2014	Ước tính VPBS	Kế hoạch VCB	% hoàn thành
Tăng trưởng tín dụng	18%	15%	13%	138%
Tăng trưởng huy động	26%	20%	13%	200%
LNTT	5.680 tỷ đồng	5.603 tỷ đồng	5.500 tỷ đồng	103%
Tỷ lệ nợ xấu	2,3%	3%	<3%	

Do kết quả cả năm 2014 chưa được công bố đầy đủ, khi phân tích cụ thể một số khoản mục chính trên bảng cân đối và kết quả lợi nhuận, chúng tôi sử dụng số liệu báo cáo tài chính Quý 3 và đưa ra ước tính cho kết quả cả năm 2014.

Tăng trưởng:

- **Tín dụng:** Cho vay khách hàng đạt khoảng 323.700 tỷ đồng, tăng trưởng 18% so với năm 2013, trong đó cho vay bằng USD tăng mạnh hơn so với cho vay VND. Trong khi tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống chỉ đạt khoảng 13%, với mức tăng trưởng 18%, VCB đã tăng thị phần tín dụng từ 8,1% cuối năm 2013 lên khoảng 8,3% cuối năm 2014. Hai lĩnh vực được VCB chú trọng trong năm nay là cho vay tiêu dùng và bất động sản. Trong năm nay ngành bất động sản đã có một số dấu hiệu phục hồi, do đó VCB đã tăng cường cấp tín dụng cho các doanh nghiệp phát

triển bất động sản và cá nhân có nhu cầu, đặc biệt là nhóm khách hàng cá nhân.

- Chứng khoán nợ: Tính đến cuối Quý 3/2014, tổng danh mục chứng khoán nợ đầu tư đã tăng 32,4%, từ 63.867 tỷ đồng cuối năm 2013 lên 84.555 tỷ đồng. Trong khi lượng trái phiếu do các tổ chức tín dụng khác phát hành giảm trên 3.000 tỷ đồng (giảm 30%), lượng trái phiếu chính phủ tăng thêm 22.600 tỷ đồng (tăng 61%) so với đầu năm. Chúng tôi ước tính tổng danh mục chứng khoán nợ VCB nắm giữ tại thời điểm cuối năm là khoảng 86.000 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cuối Quý 3/2014.
- Cho vay liên ngân hàng: VCB là một ngân hàng khá năng động trên thị trường liên ngân hàng. Trong khi số dư tiền gửi và cho vay liên ngân hàng của nhiều ngân hàng tiếp tục giảm trong năm 2014, trong Quý 3/2014, do dư nợ cho vay liên ngân hàng tăng đột biến, tính đến cuối quý, số dư liên ngân hàng của VCB tăng 20% so với 2013. Chúng tôi ước tính số dư này sẽ chỉ tăng nhẹ 5% so với năm ngoái.
- Huy động: Trong năm 2014, huy động từ khách hàng đã tăng 26%, đạt 418.629 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2014. Điều đáng lưu ý ở đây là khả năng huy động vốn với chi phí thấp hơn so với các ngân hàng đối thủ của VCB. Lãi suất tiền gửi bình quân của VCB là 4,23%, so với của CTG là 5,39%, và của BID là 5,78% (dựa trên số liệu 9 tháng đầu năm 2014). Mặc dù thường là ngân hàng tiên phong trong việc cắt giảm lãi suất tiền gửi, nhưng nhờ mạng lưới phát triển (thêm 10 chi nhánh mới đi vào hoạt động trong năm 2014), thương hiệu mạnh gắn liền với hình ảnh là ngân hàng thương mại an toàn nhất hiện tại, VCB vẫn có khả năng thu hút tiền gửi và tốc độ tăng trưởng huy động của VCB cao hơn nhiều so với mức trung bình khoảng 16% của hệ thống ngân hàng.

Lợi nhuận:

- Lợi nhuận trước dự phòng của năm 2014 tăng 12,4% so với 2013, ước tính đạt khoảng 10.410 tỷ đồng. Thu nhập lãi thuần tăng khoảng 6% và thu nhập ngoài lãi tăng khoảng 19% so với năm ngoái.
 - Thu nhập lãi thuần: Mặc dù tổng tài sản sinh lãi và nguồn vốn chịu lãi đã tăng khá tương đồng khoảng 15,5% trong năm 2014, tuy nhiên thu nhập lãi thuần chỉ tăng 6%, đạt 11.435 tỷ đồng. Do mặt bằng lãi suất giảm mạnh (lãi suất cho vay giảm 1,17%, lợi suất trái phiếu giảm 1,24%, lãi suất huy động giảm 0,96%), tỷ lệ thu nhập lãi thuần của VCB ước tính giảm khoảng 20 điểm cơ bản còn 2,44%.
 - Thu nhập ngoài lãi: Thu nhập ngoài lãi của VCB đã tăng 19% trong năm 2014, ước đạt trên 5.600 tỷ. Tính đến Quý 3, thu nhập ngoài lãi 3.830 tỷ đồng của VCB được đóng góp bởi:
 - Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng 10% so với cùng kỳ. Thị phần thanh toán quốc tế của VCB đã tăng từ 15,1% năm 2013 lên 15,7% trong 9 tháng đầu năm 2014 với tổng giá trị thanh toán đạt 35 tỷ đô la Mỹ.
 - Lãi thuần từ mua bán chứng khoán (kinh doanh và đầu tư) tăng đột biến 241% so với cùng kỳ do lợi suất trái phiếu chính phủ giảm mạnh mà phần lớn chứng khoán VCB nắm giữ lại là trái phiếu chính phủ.

- Lãi thuần từ hoạt động khác (chủ yếu từ khoản thu nhập bất thường từ thu hồi các khoản nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng rủi ro) đã tăng đáng kể, tăng 136% so với cùng kỳ, đạt 1.004 tỷ trong 9 tháng đầu năm.
- Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối chỉ đạt 1.076 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2014, giảm 16% so với cùng kỳ.
- Chi phí hoạt động: Tỷ lệ chi phí trên tổng thu nhập (CIR) năm 2014 khoảng 39%, và tổng chi phí hoạt động ước tính là 6.664 tỷ đồng, tăng 6,7% so với năm ngoái.
- Chi phí dự phòng: Trong năm 2014, VCB đã trích lập khoảng 4.535 tỷ đồng dự phòng, tăng 29% so với năm 2013.
- Lợi nhuận trước thuế của ngân hàng mẹ đạt 5.680 tỷ đồng, vượt 3,3% so với mục tiêu ngân hàng đặt ra cho năm 2014 là 5.500 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế hợp nhất năm 2014 của VCB sẽ đạt khoảng 5.873 tỷ đồng, tăng 2,3% so với năm ngoái.

Chất lượng tài sản:

- Do tích cực xử lý nợ xấu từ nguồn dự phòng (VCB đã xử lý 716 tỷ đồng nợ xấu trong 9 tháng đầu năm 2014) và bán nợ xấu cho VAMC (VCB đã bán 2.600 tỷ đồng nợ xấu cho VAMC trong năm 2014, VCB đã thành công trong việc đưa tỷ lệ nợ xấu từ mức 2,73% năm 2013 và 3,09% nửa đầu năm 2014, xuống còn 2,3% tại thời điểm cuối năm 2014.
- Theo ước tính của VCB, khi Thông tư 02 và Thông tư 09 có hiệu lực toàn phần vào Quý 1 năm 2015, tỷ lệ nợ xấu của VCB có thể sẽ tăng thêm 1% so với hiện tại. VCB cũng cho biết nợ xấu của 20 khách hàng lớn nhất của VCB hiện chiếm khoảng 40% tổng nợ xấu. Trong cả năm 2014, VCB đã thu hồi được khoảng 1.800 tỷ đồng từ các khoản nợ xấu đã xử lý. Đây là mức cao kỷ lục trong những năm qua.

Nhìn chung, kết quả hoạt động của VCB đều đạt chỉ tiêu và hầu hết các chỉ số tài chính cho thấy hoạt động của VCB đã biến chuyển theo hướng tích cực và ổn định.

Chỉ số	2013	2014E
LDR	81%	79%
LLR	86%	98%
CAR	13%	12%
NIM	2,64%	2,44%
NPL	2,73%	2,3%
CIR	40%	39%

Cập nhật khác**Thay đổi thành viên HĐQT và ban giám đốc:**

- Ngày 01 tháng 11 năm 2014, ông Nguyễn Hòa Bình, cựu chủ tịch HĐQT của VCB đã nghỉ hưu và ông Nghiêm Xuân Thành, CEO của VCB đã được bầu vào vị trí chủ tịch HĐQT của VCB. Cùng ngày, ông Phạm Quang

Dũng, phó tổng giám đốc, được bổ nhiệm vào vị trí CEO, thay thế cho ông Nghiêm Xuân Thành. Từ ngày 01 tháng 11 năm 2014, ông Nghiêm Xuân Thành và ông Phạm Quang Dũng trở thành đại diện của phần vốn Nhà nước tại VCB.

- Bà Nguyễn Thị Kim Oanh từ nhiệm vị trí thành viên HĐQT và được bổ nhiệm vào vị trí phó tổng giám đốc của VCB từ ngày 27 tháng 12 năm 2014.
- Ông Nguyễn Mạnh Hùng được bầu bổ sung vào HĐQT ngân hàng VCB từ ngày 27 tháng 12 năm 2014 cho nhiệm kỳ 2013-2018.

Đại hội đồng cổ đông thông qua đề xuất sáp nhập với một ngân hàng thương mại:

Tại cuộc họp cổ đông bất thường ngày 26 tháng 12 năm 2014, đề xuất quan trọng của HĐQT ngân hàng VCB về việc sáp nhập với một ngân hàng thương mại đã được thảo luận và thông qua. Tên của ngân hàng được sáp nhập vào VCB vẫn chưa được tiết lộ. Trong thời gian qua, một vài cái tên đã được thị trường bàn tán, bao gồm ngân hàng Xuất nhập khẩu (EIB), ngân hàng Bản Việt, ngân hàng Sài Gòn Công thương, và cả ngân hàng Xây dựng. Hiện tại, VCB đang sở hữu 8,19% EIB và 4,3% ngân hàng Sài Gòn Công thương. Trong các khả năng nêu trên, VCB chỉ loại bỏ phương án sáp nhập với ngân hàng Xây dựng và sự tham gia của VCB tại ngân hàng Xây dựng chỉ với mục đích giúp ngân hàng này trong quá trình tái cấu trúc. Hiện nay ứng cử viên tiềm năng nhất là ngân hàng Sài Gòn Công thương, một ngân hàng có quy mô tương đối nhỏ với hoạt động chủ yếu tại khu vực phía Nam.

Hiện tại, VCB đang sở hữu vốn tại bốn ngân hàng khác, với tổng giá trị đầu tư trên 2.000 tỷ đồng.

	Ngân hàng	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị (tỷ đồng)
VCB	NH Xuất nhập khẩu (EIB)	8,19%	582,1
	NH Quân Đội (MBB)	9,59%	1.243,0
	NH Sài Gòn Công thương	4,30%	123,5
	NH Phương Đông	5,06%	144,8

DỰ PHÓNG

Đối với giai đoạn 2015-2018, do VCB: (1) đã tích cực xử lý nợ xấu trong những năm qua, và (2) đặt mục tiêu tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong những năm tới, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận của VCB sẽ được cải thiện và điều chỉnh lại một số giả định. Các giả định này chỉ phản ánh quan điểm của chúng tôi về ngân hàng VCB hiện tại và không bao gồm tăng trưởng tiềm năng sẽ đến từ hoạt động sáp nhập.

Chỉ tiêu	Dự phóng trước đây	Dự phóng điều chỉnh	Lý do
Tăng trưởng tín dụng	13 - 15%	15 - 17%	Mục tiêu tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn
Tăng trưởng đầu tư chứng khoán nợ	15%	15-25%	
Tăng trưởng huy động	13 -15%	15 -17%	Tương ứng với tăng trưởng tín dụng
NIM	2.45 – 2.50%	2.45-3.3%	NIM được cải thiện do tỷ lệ LDR của VCB hiện tại vẫn tương đối thấp
LDR	75 – 79%	78 – 84%	Tăng hiệu quả sử dụng vốn

Thêm vào đó, do đã trích lập dự phòng tích cực trong những năm qua và có chính sách quản trị rủi ro tín dụng thận trọng, VCB đã có sự chuẩn bị cho Thông tư 02 tốt hơn so với các ngân hàng khác. Do đó, chúng tôi cũng dự đoán chi phí dự phòng của VCB từ năm 2015 trở đi (ước tính từ 22% đến 34% lợi nhuận trước dự phòng) sẽ giảm so với giai đoạn từ năm 2011 đến 2014 (từ 36% đến 47% lợi nhuận trước dự phòng).

ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ

Định giá

Chúng tôi sử dụng ba phương pháp: giá trị thặng dư, P/E và P/B để định giá cổ phiếu VCB. Tỷ trọng cao hơn cho phương pháp giá trị thặng dư và P/B là phù hợp đối với cổ phiếu ngân hàng.

Tổng hợp định giá		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	28.972	40%
P/E	34.445	20%
P/B	34.463	40%
Giá mục tiêu	32.263	

Phương pháp thu nhập thặng dư

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu SHB với mức giá mục tiêu là **28.972 đồng/cổ phiếu** VCB. Các thông số đầu vào của mô hình như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 6%.
- Phần bù rủi ro thị trường là 8,5%.
- Chỉ số beta điều chỉnh của VCB là 1.
- Chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính là 14,5% sử dụng mô hình CAPM.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của dòng thu nhập thặng dư được ước tính là 5%.

PP thu nhập thặng dư	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	3,872,093	5,389,431	7,478,375	9,583,595	11,485,144	14,992,490
Vốn chủ sở hữu	42,134,746	42,808,803	44,467,193	51,092,759	57,158,515	67,705,568
Chi phí vốn chủ	6,109,538	6,207,276	6,447,743	7,408,450	8,287,985	9,817,307
Thu nhập thặng dư	(2,237,445)	(817,845)	1,030,632	2,175,145	3,197,159	5,175,182
Hệ số chiều khấu hiện tại	1.00	0.87	0.76	0.67	0.58	6.12
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(2,237,445)	(714,275)	786,127	1,449,011	1,860,126	31,694,222
Tổng giá trị thặng dư	35,075,211					
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	42,134,746					
Giá trị VCSH	77,209,957					
Số lượng cổ phiếu	2,665,020,334					
Giá trị cổ phiếu (đồng)	28,972					

Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch

VCB hiện đang được giao dịch ở mức P/E là 21,0 lần, cao hơn 48%, và P/B là 2,30 lần, cao hơn 95% so với nhóm các ngân hàng tương đương. Ngành ngân hàng đã hoạt động kém hiệu quả trong năm 2014, do đó các chỉ số giá giao dịch của hầu hết cổ phiếu ngân hàng đều thấp hơn so với VN-Index. Là một cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn (hiện tại đứng thứ ba trên HSX), chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư quỹ VNM ETF (7,6%), và được đánh giá là ngân hàng thận trọng nhất Việt Nam trong con mắt các nhà đầu tư, trong các ngân hàng niêm yết, chỉ có VCB được giao dịch với các chỉ số vượt trội VN-Index

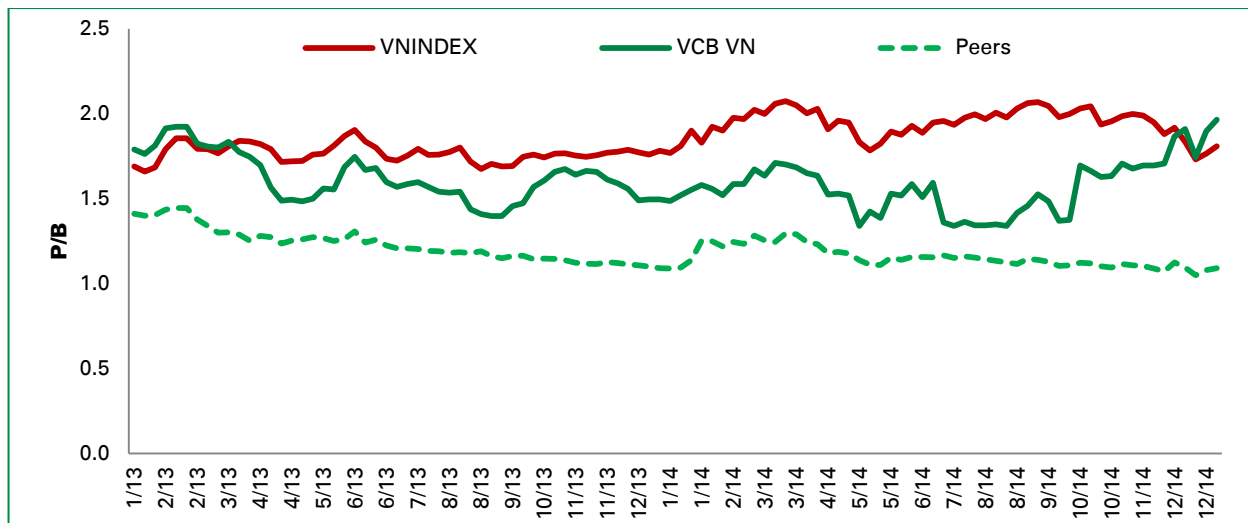
	Giá trị thị trường (tỷ đồng)	Giá CP ngày 14.01.2015 (VND)	P/E	P/B	EPS	Giá trị sổ sách/CP	ROE (%)	ROA (%)	NIM (%)
CTG	57.340	15.400	9,9	1,05	1.562	14.665	11,2	1,1	3,22
BID	45.823	16.300	10,2	1,4	1.593	11.400	12,3	0,7	2,80
STB	21.136	18.500	8,9	1,30	2.073	14.249	14,9	1,6	4,68
MBB	16.579	14.300	6,9	0,99	2.063	14.444	17,7	1,5	3,93
ACB	14.929	16.200	22,0	1,21	737	13.338	9,2	0,7	2,91
EIB	16.106	13.100	27,2	1,10	481	11.954	7,0	0,6	2,12
TB			14,2	1,18			12,0		
VCB	99.671	37.400	21,0	2,30	1.785	16.228	10,5	1,0	2,45

Theo phương pháp P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu VCB ở mức 34.445 đồng

Phương pháp P/E	
EPS 2015 (VND)	2.022
P/E phù hợp của VCB	17,0
Trung bình P/E NH tương đương	14,2
Giá mục tiêu	34.445

Khi so sánh chỉ số P/B của VCB với VN-Index và của các ngân hàng tương đương trong hai năm qua, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu VCB luôn được giao dịch ở mức P/B cao hơn so với nhóm các ngân hàng tương đương (cao hơn

trung bình 47%) và mức chênh lệch này đang có chiều hướng tăng lên từ tháng 10 năm 2014.

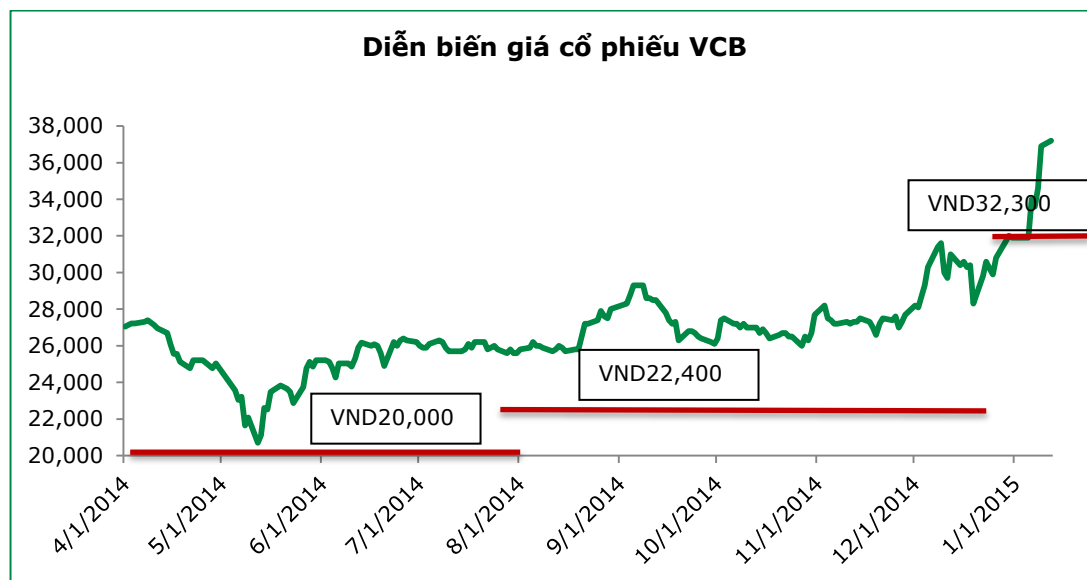


Theo phương pháp P/B, áp dụng mức chênh lệch 80%, chúng tôi xác định mức giá phù hợp của cổ phiếu VCB là 34.463 tỷ đồng.

Phương pháp P/B	
Giá trị sổ sách/CP 2014 (VND)	16.228
P/B phù hợp của VCB	2,1
Trung bình P/B NH tương đương	1,2
Giá mục tiêu	34.463

Diễn biến giá cổ phiếu

Trong báo cáo cập nhật gần nhất, chúng tôi đưa ra khuyến nghị Bán đối với cổ phiếu VCB với mức giá mục tiêu là 22.400 đồng. Sau đó, cổ phiếu VCB đã được giao dịch với mức giá khá ổn định từ 26.000 đồng đến 29.000 đồng. Trong 6 phiên giao dịch gần đây, cổ phiếu VCB đã tăng mạnh từ 32.000 đồng lên mức giá cao kỷ lục trong 5 năm là 37.400 đồng. Sự tăng giá đột biến này có thể do: (1) Kết quả hoạt động 2014 khả quan của VCB, (2) Khả năng Thông tư 36 sẽ được trì hoãn, (3) VCB chuẩn bị sáp nhập một ngân hàng khác, và các cổ đông lớn (các quỹ đầu tư nước ngoài) có động lực đẩy giá cổ phiếu lên để có thể hưởng lợi khi hoán đổi cổ phiếu. Sau sáp nhập, VCB có thể sẽ trở thành ngân hàng lớn nhất xét trên vốn hóa thị trường và sẽ đóng vai trò quan trọng hơn trong chỉ số VN-Index.



Khuyến nghị

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá VCB là một ngân hàng có sức khỏe tài chính tốt, và ghi nhận một số điểm sau đây: (a) VCB là cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục đầu tư của Quỹ ETF Việt Nam (b) VCB là NH đã chủ động áp dụng các quy định chặt chẽ về phân loại nợ (c) VCB đã triển khai chính sách quản lý rủi ro thận trọng (d) với hội đồng quản trị dày dặn kinh nghiệm quản lý và (e) luôn giữ vững hiệu quả hoạt động cao. Dựa vào những ưu điểm trên, chúng tôi cho rằng VCB là một cổ phiếu tốt để nắm giữ dài hạn.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy xu hướng tăng của VCB, nhờ MA50 và MA200, hiện tại 32.000 và 26.700.

Cụ thể, sau khi tích lũy trong một biên độ từ 26.000 đến 28.000 đồng/cổ phiếu từ tháng 7 đến tháng 11, VCB bắt đầu tăng giá kể từ đầu tháng 12, năm 2014. Khối lượng giao dịch của nó cũng tăng lên trong thời gian vừa qua, cho thấy lực mua dồi dào để củng cố đà tăng của cổ phiếu này, hướng tới kháng cự gần nhất vào khoảng 38.000.

Do đó, với mức giá hiện tại của giá 37.000 đồng, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với VCB tại thời điểm báo cáo cập nhật này.

Mã chứng khoán	VCB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	37,800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	26,000
Đường MA50	29,800
Đường MA100	28,500
Kháng cự trung hạn	40,000
Hỗ trợ trung hạn	32,000
Khuyến nghị	Nắm Giữ

Đơn vị: VND/cp



Phụ lục – Dự phóng của VPBS

BALANCE SHEET	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6.060	8.472	12.376	15.534	17.409	23.273	25.953
Tiền gửi tại NHNN	24.844	20.931	23.862	27.918	31.827	37.238	43.196
Tiền gửi tại các TCTD khác	83.811	58.264	38.196	44.689	26.143	30.587	35.481
Tiền gửi cho vay các TCTD khác	7.992	38.843	38.196	26.813	26.143	30.587	35.481
Cho vay khách hàng	274.314	323.691	381.955	446.887	522.858	611.744	709.623
Chứng khoán kinh doanh và đầu tư	63.867	86.220	107.775	129.330	148.730	171.039	196.695
Tài sản sinh lãi	429.984	507.018	566.121	647.720	723.874	843.958	977.281
Chứng khoán vốn kinh doanh và đầu tư	817	858	901	946	993	1.043	1.095
Đầu tư cty con và cty liên doanh	722	758	796	836	878	922	968
Vốn góp và đầu tư dài hạn	2.356	2.474	2.598	2.727	2.864	3.007	3.157
Chứng khoán vốn	3.895	4.090	4.295	4.509	4.735	4.972	5.220
Dự phòng tiền gửi và cho vay liên NH	(66)	(182)	(194)	(113)	(73)	(39)	--
Dự phòng cho vay khách hàng	(6.451)	(7.302)	(8.930)	(9.810)	(11.052)	(12.931)	(12.931)
Dự phòng giảm giá CKKD và ĐT	(26)	(379)	(489)	(597)	(700)	(805)	(925)
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	(36)	(47)	(66)	(70)	(73)	(77)	(81)
Dự phòng	(6.579)	(7.911)	(9.679)	(10.590)	(11.898)	(13.852)	(13.937)
Tài sản cố định hữu hình	4.086	4.699	5.403	6.214	7.146	8.218	9.450
Tài sản cố khác	6.704	7.710	8.867	10.197	11.726	13.485	15.508
Tài sản không sinh lãi khác	10.790	12.409	14.270	16.410	18.872	21.703	24.958
TỔNG TÀI SẢN	468.994	545.009	611.245	701.503	784.819	917.291	1.062.672
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	32.622	33.490	38.179	33.502	25.462	29.790	34.556
Tiền gửi các TCTD khác	31.182	20.931	23.862	27.918	31.827	37.238	43.196
Tiền vay các TCTD khác	12.863	12.559	9.545	11.167	12.731	14.895	17.278
Tiền gửi khách hàng	332.246	418.629	477.238	558.368	636.539	744.751	863.911
Giấy tờ có giá phát hành	2.014	2.014	2.014	2.014	2.014	2.014	2.014
Nợ trả lãi	410.926	487.624	550.837	632.969	708.572	828.687	960.955
Các khoản lãi, phí phải trả	4.394	3.955	4.350	4.785	5.264	5.790	6.369
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	17	16	17	19	21	23	25
Các khoản phải trả và công nợ khác	10.493	9.443	10.388	11.427	12.569	13.826	15.209
Dự phòng rủi ro cho công nợ khác	628	755	770	785	801	817	833
Các khoản nợ khác	15.532	14.168	15.525	17.016	18.655	20.456	22.436
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	426.458	501.792	566.362	649.985	727.227	849.143	983.392
Vốn điều lệ	23.174	26.650	26.650	29.315	29.315	32.247	32.247
Thặng dư vốn cổ phần	9.201	9.201	9.201	9.201	9.201	9.201	9.201
Vốn khác	45	45	45	45	45	45	45
Quỹ của tổ chức tín dụng	3.469	4.161	5.114	6.420	8.075	10.059	12.649
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	126	126	126	126	126	126	126
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	80	80	80	80	80	80	80
Lợi nhuận chưa phân phối	6.291	2.796	3.502	6.156	10.566	16.198	24.731
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	42.386	43.060	44.719	51.344	57.410	67.957	79.080
Lợi ích cổ đông thiểu số	150	157	165	173	182	191	201
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	468.994	545.009	611.245	701.503	784.819	917.291	1.062.672

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013A	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Thu nhập lãi	28.299	28.013	34.249	45.576	56.299	68.956	79.938
Chi phí lãi	(17.516)	(16.578)	(20.584)	(28.897)	(36.160)	(44.949)	(52.152)
Thu nhập lãi thuần	10.782	11.435	13.665	16.678	20.138	24.007	27.786
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1.619	1.847	2.224	2.552	3.063	3.675	4.411
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.427	1.455	1.528	1.605	1.685	1.769	1.857
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư	183	348	543	651	749	860	989
Lãi thuần từ hoạt động khác	934	1.588	1.747	1.922	2.114	2.325	2.558
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	562	399	439	483	531	584	642
Thu nhập ngoài lãi	4.725	5.638	6.481	7.213	8.141	9.214	10.457
Tổng thu nhập hoạt động	15.507	17.072	20.147	23.891	28.280	33.221	38.243
Tổng chi phí hoạt động	(6.244)	(6.664)	(8.044)	(9.465)	(11.127)	(13.003)	(14.940)
Lợi nhuận thuần trước dự phòng rủi ro tín dụng	9.263	10.408	12.102	14.426	17.153	20.218	23.303
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3.520)	(4.535)	(4.039)	(3.382)	(3.516)	(3.877)	(1.993)
Lợi nhuận trước thuế	5.743	5.873	8.063	11.044	13.637	16.341	21.310
Chi phí thuế TNDN	(1.365)	(1.292)	(1.774)	(2.430)	(2.727)	(3.268)	(4.262)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20)	(25)	(22)	(19)	(20)	(22)	(11)
Lợi nhuận sau thuế	4.358	4.555	6.267	8.596	10.890	13.051	17.037

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô và Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Liên Hà, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
hapl@vpbs.com.vn

Chu Lê Ánh Ngọc

Trợ lý phân tích
ngoccla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Hướng dẫn Khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +10%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"), Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên,

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo,

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS, Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào,

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này, Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước, VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi,

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này, Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu, Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư, VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này,

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào, Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình,

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này,

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm,

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus, Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó, Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào, Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro,

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế

Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

T - +84 (0) 4 3974 3655

F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai

Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh

T - +84 (0) 8 3823 8608

F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh

Quận Hải Châu – Đà Nẵng

T - +84 (0) 511 356 5419

F - +84 (0) 511 356 5418