

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN – HÀ NỘI (HNX- SHB)

Ngày 09 tháng 12 năm 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (09/12/2014):	VND	8.600
Giá mục tiêu:	VND	8.600
Khuyến nghị ngắn hạn:	Năm giữ	
Ngưỡng kháng cự:	VND	8.900
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	8.500
Mã Bloomberg: SHB VN	SGD:	HNX
Ngành:	Ngân hàng	
Beta:	1,36	
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	12.200/6.200	
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	886,6	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	7.979	
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	82,6%	
KLGDBQ 12 tháng	5.131.219	
Sở hữu nước ngoài(%)	9,3	

Năm	NIM	NPL	Tỷ lệ cổ tức	EPS
2015F	2,06%	4,70%	6,0%	503
2014F	1,92%	3,70%	7,0%	775
2013	1,83%	5,67%	7,5%	959
2012	2,26%	8,83%	0%	33

	SHB	Ngành	VNI
P/E	9,52x	16,74x	13,89x
P/B	0,75x	1,09x	1,88x
ROE	7,9%	9,2%	13,5%



Chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị **NĂM GIỮ** với mức giá mục tiêu là 8.552 đồng (giảm 0.6% và tỷ suất cổ tức dự kiến là 7,8%):

- **Triển vọng ngành ngân hàng không được khả quan trong năm 2015 nhưng sẽ được cải thiện trong năm 2016.** Sự cải thiện của nền kinh tế và vấn đề nợ xấu sẽ giúp vực dậy ngành ngân hàng
- **Việc sáp nhập với VVF sẽ đưa tới cơ hội cho vay tiêu dùng.** Quy mô nhỏ và hoạt động yếu kém của VVF sẽ không ảnh hưởng đáng kể và tích cực tới kết quả kinh doanh của SHB. Tuy vậy, thương vụ này sẽ giúp SHB có được giấy phép kinh doanh tài chính tiêu dùng, và có thể thâm nhập vào phân khúc cho vay tiêu dùng.
- **Thu nhập trên cổ phiếu (EPS) năm 2015 sẽ giảm mạnh do trích lập dự phòng rủi ro cao hơn và tăng tương tín dụng giảm.** Việc giá cổ phiếu tăng trong ngắn hạn có thể bị cản trở bởi tỷ lệ nợ xấu cao và chỉ số sinh lời thấp. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận được cải thiện từ năm 2016 nhờ vào sự suy giảm của nợ xấu và sự tăng trưởng của tín dụng tiêu dùng.
- **Xu hướng cấp tín dụng cho các dự án bất động sản, xây dựng, cơ sở hạ tầng và điện lực sẽ còn tiếp diễn.** Quy định của thông tư mới giảm hệ số rủi ro đối với tín dụng bất động sản, một trong những mảng kinh doanh cốt lõi của SHB
- **Chỉ số định giá SHB thấp hơn so với nhóm các ngân hàng hàng tương đương.** SHB được giao dịch ở mức thấp hơn các NH tương đương dựa trên chỉ số P/E và P/B. Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp diễn nhưng khoảng cách sẽ được thu hẹp nhờ sự cải thiện của ROE, tỷ lệ NPL và LLC.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

Giới thiệu:

- Ngân hàng Sài Gòn – Hà Nội (SHB), trước đây gọi là Ngân hàng TMCP nông thôn Nhơn Ái, được thành lập vào ngày 13/11/1993 với vốn điều lệ ban đầu là 400 triệu đồng.

- Ngân hàng cung cấp đầy đủ các dịch vụ ngân hàng thương mại và đặt mục tiêu trở thành tập đoàn tài chính hàng đầu về dài hạn.

- Ngân hàng hiện có vốn điều lệ là 8.865 tỷ đồng, tổng tài sản 143.625 tỷ đồng, xếp hạng thứ mười toàn ngành.

NỘI DUNG	
CẬP NHẬT KẾT QUẢ 9 THÁNG ĐẦU NĂM	3
Tín dụng và huy động tăng trưởng vượt trội	3
Kết quả lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm chỉ hoàn thành 58,3% kế hoạch cả năm	4
Tỷ lệ nợ xấu NPL giảm đáng kể so với trước đây trong khi tỷ lệ LLC đã tăng trở lại	4
Cơ cấu sở hữu tập trung	5
Sáp nhập với Công ty tài chính Vinaconex- Viettel (VVF)	6
Thông tư 36 và những tác động tới SHB	7
DỰ PHÓNG	8
ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ	9
Diễn biến gần đây	9
Định giá	9
Khuyến nghị	11
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	12
Phụ lục-Dự phóng của VPBS	13
LIÊN HỆ	16

CẬP NHẬT KẾT QUẢ 9 THÁNG ĐẦU NĂM

Tín dụng và huy động tăng trưởng vượt trội

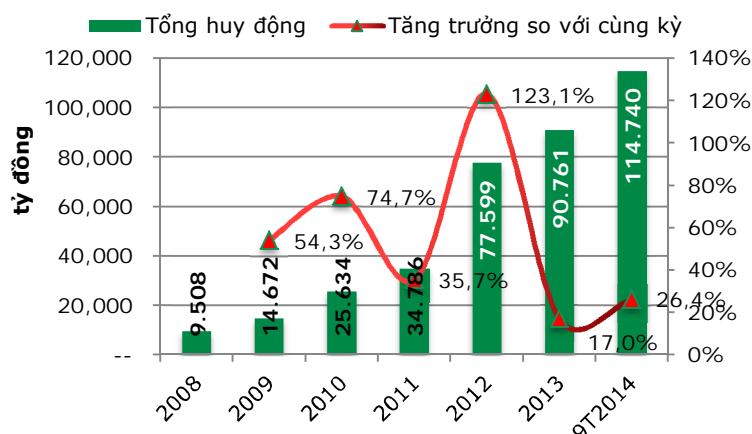
Cho vay bất động sản, xây dựng, cơ sở hạ tầng và dự án điện lực đã thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Trong 9 tháng đầu năm, SHB đã ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng và huy động lần lượt là 25,6% và 26,4% (tăng trưởng tín dụng trung bình ngành đạt 7,3%), đứng đầu trong số các ngân hàng niêm yết, và đã vượt kế hoạch cả năm là 22,8%. Ngân hàng không chỉ tập trung vào các ngành kinh tế ưu tiên như nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản (chiếm 20,9% tổng dư nợ cho vay chín tháng đầu năm 2014), mà còn cấp vốn cho các dự án hạ tầng trọng điểm của quốc gia như cải tạo và nâng cấp quốc lộ 38 qua tỉnh Bắc Ninh và Hải Dương. Hơn thế nữa SHB còn cấp vốn cho nhiều dự án xây dựng như tổ hợp chung cư cao tầng NO3 – T2, dự án chung cư cao cấp D.' Le Pont D' của tập đoàn Tân Hoàng Minh. Trong thời gian gần đây, SHB đã thiết lập quan hệ đối tác với tập đoàn Hưng Hải để cấp tín dụng cho một số dự án tại tỉnh Lào Cai như dự án thủy điện Suối Sông Mã 3, dự án thủy điện Suối Chăn 1, dự án chế biến Phốt Pho – Lào Cai, và dự án Sân Golf – Lào Cai. Ngân hàng cũng tiếp tục tham gia vào gói tín dụng bốn nhà, dưới sự chỉ đạo của Ngân hàng nhà nước (chủ đầu tư, nhà thầu, nhà tổ chức cung ứng sản xuất vật liệu xây dựng và NH) để tham gia những dự án mới. Những dự án này đã đóng góp phần lớn vào tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt bậc của SHB, trong khi nhiều ngân hàng ghi nhận tăng trưởng tín dụng chậm trong chín tháng qua.

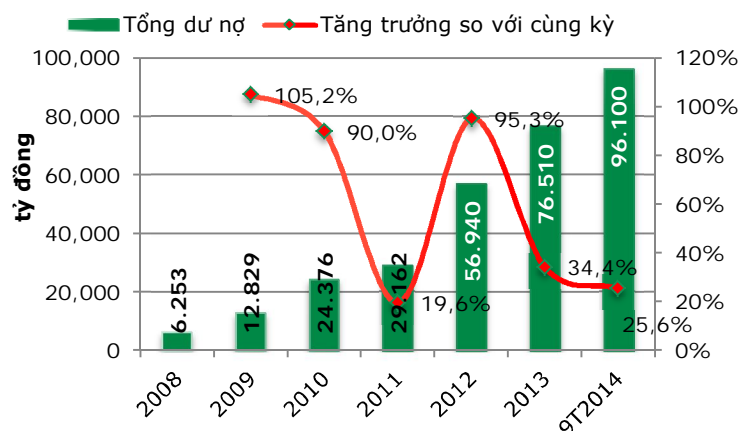
Trong chín tháng qua, 23,7% tổng dư nợ của SHB dành cho ngành xây dựng và bất động sản. Xu hướng này có thể sẽ tiếp tục do ba nguyên nhân chính sau:

- (1) Thông tư 36 điều chỉnh giảm hệ số rủi ro các khoản cho vay chứng khoán và bất động sản từ 250% xuống còn 150%;
- (2) Luật nhà ở mới được điều chỉnh, cho phép người nước ngoài và Việt Kiều được quyền sở hữu nhà ở; và
- (3) Tham gia gói tín dụng 30,000 tỷ đồng (hỗ trợ lãi suất) và gói 50,000 tỷ đồng (không hỗ trợ lãi suất).

Tăng trưởng huy động



Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Báo cáo thường niên SHB

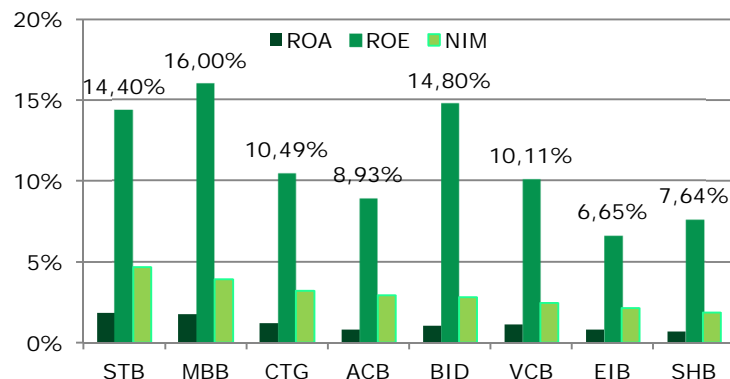
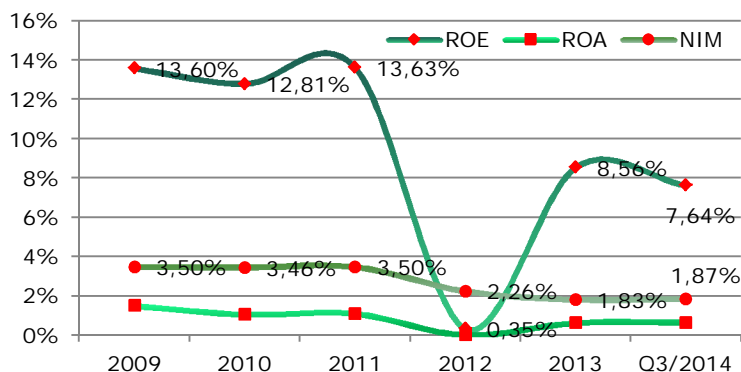
Kết quả lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm chỉ hoàn thành 58,3% kế hoạch cả năm

SHB có hệ số NIM thấp vì lợi nhuận từ cho vay cơ sở hạ tầng thấp trong khi chi phí cấp vốn lại cao.

Do ngân hàng chủ yếu cấp tín dụng cho các dự án của chính phủ và những ngành nghề ưu tiên nên lãi suất thu nhập trung bình chỉ đạt 7,51%, giảm 47 điểm cơ bản so với cuối năm 2013. Trong khi đó, do SHB không có lợi thế cạnh tranh trong việc huy động vốn từ các khách hàng cá nhân (hiện chiếm 58% tổng tiền gửi khách hàng), chi phí vốn của SHB đang ở mức cao. Chính vì vậy, mặc dù tỷ lệ NIM tính đến hết chín tháng đầu năm 2014 đã tăng nhẹ 1,87%, từ 1,83% cuối năm 2013, SHB vẫn đứng ở vị trí thứ hai cuối bảng xếp hạng trong số tám ngân hàng niêm yết. Mặc dù chiến lược của SHB là trở thành một ngân hàng bán lẻ hàng đầu, nhưng cơ cấu cho vay hiện tại của NH lại thể hiện điều ngược lại khi cho vay khách hàng cá nhân chỉ chiếm 15,2% tổng dư nợ tín dụng, trong khi đó các khoản tín dụng cho DNNN lại chiếm tới 13% tổng dư nợ. Lợi nhuận trước thuế của SHB đạt 741 tỷ đồng, tăng nhẹ khoảng 3,5% so với chín tháng đầu năm 2013, và chỉ hoàn thành 58,3% kế hoạch cả năm. Từ Quý 2/2014, ngân hàng đã không còn ghi nhận hoàn nhập dự phòng – nguồn thu nhập bất thường trong suốt hai năm qua – thay vào đó là các khoản trích lập dự phòng rủi ro tín dụng. Dựa trên mức thu nhập hoạt động định kỳ của SHB, chúng tôi lo ngại rằng SHB có thể sẽ không đạt được lợi nhuận trước thuế mục tiêu là 1.270 tỷ đồng. Nhìn chung, so với các ngân hàng niêm yết khác, các chỉ số lợi nhuận ROA, ROE và NIM của SHB trong 9T2014 có phần mờ nhạt.

Khả năng sinh lời của SHB

So sánh khả năng sinh lời của 8 NH niêm yết



Nguồn: Báo cáo thường niên SHB

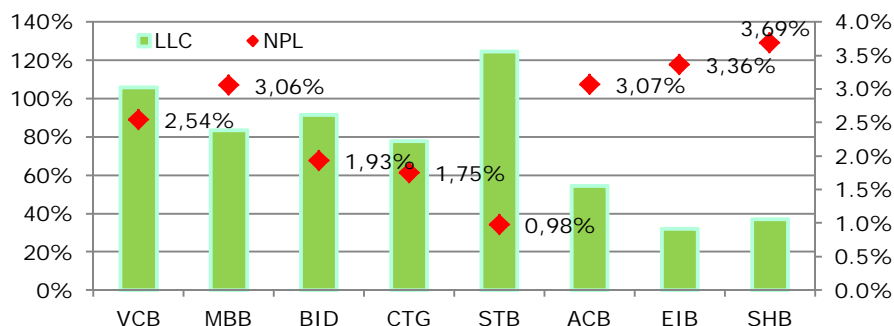
Tỷ lệ nợ xấu NPL giảm đáng kể so với thời kỳ đỉnh điểm trong khi tỷ lệ LLC đã tăng trở lại

Luật nhà ở mới điều chỉnh sẽ nhiều khả năng dẫn tới việc chỉ số NPL của SHB tăng lên

Tỷ lệ nợ xấu NPL đã giảm xuống hơn 1,98 điểm phần trăm từ mức cao nhất trước đây là 5,67% xuống còn 3,69%. Sự sụt giảm này là nhờ tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, đạt 25,6% trong khi giá trị tuyệt đối nợ xấu giảm 25%. Kết quả đáng khích lệ này là nhờ những nỗ lực của ngân hàng trong việc thu hồi các khoản vay quá hạn và nợ xấu, bán lại các khoản nợ cho VAMC, tiến hành các biện pháp tái cấu trúc để khôi phục và cải thiện hoạt động sản xuất kinh doanh của các khách hàng như Bianfishco, Công ty CP Giấy Thành Đạt, công ty CP Đầu tư Quốc Bảo, xử lý các tài sản thế chấp, xem xét miễn giảm lãi suất và cơ cấu lại thời hạn trả nợ theo dòng tiền thu nhập của khách hàng.

Tỷ số LLC của ngân hàng được cải thiện từ 27% nửa đầu năm 2014 lên tới 37% trong giai đoạn gần đây, nhưng vẫn đứng cuối bảng xếp hạng trong số các ngân hàng niêm yết, trong khi đó tỷ số LLC của các ngân hàng tương đương có xu hướng dao động quanh vùng 60-80%. Chúng tôi kỳ vọng tỷ số LLC của SHB sẽ tăng dần để bắt kịp với các NH tương đương ở mức tối thiểu là 60%.

Tỷ lệ nợ xấu của 8 NH niêm yết



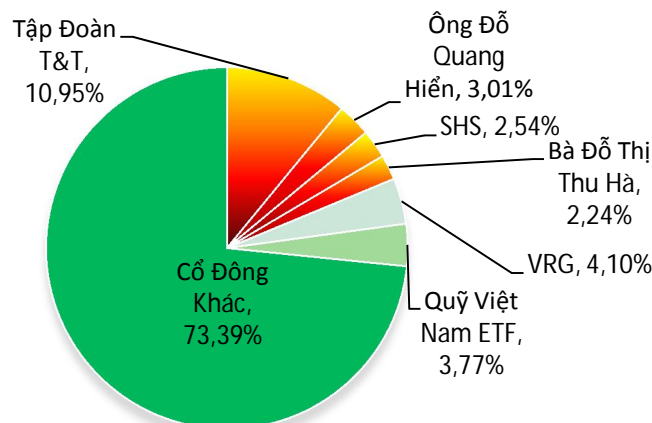
Nguồn: Báo cáo thường niên SHB

Luật Nhà ở sửa đổi có thể sẽ tạo ra những tác động tích cực tới SHB và tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng do ngân hàng luôn dành một phần lớn tổng dư nợ để cấp tín dụng cho ngành xây dựng và bất động sản, ở mức 14% - 24%. Việc tạo điều kiện thuận lợi cho người nước ngoài được sở hữu nhà ở sẽ hỗ trợ VAMC trong việc bán tài sản thế chấp là bất động sản cho nhà đầu tư nước ngoài. Hơn nữa, điều luật mới sẽ làm nóng lên nhu cầu bất động sản tại Việt Nam, dẫn đến sự phục hồi của ngành xây dựng và bất động sản, điều này sẽ hỗ trợ SHB thu hồi lại các khoản nợ quá hạn của các doanh nghiệp xây dựng và bất động sản, từ đó giảm tỷ lệ nợ xấu của SHB.

Cơ cấu sở hữu tập trung

Gần đây, T&T đã mua lại 4,1% cổ phần SHB từ Vinacomin, tăng tổng số cổ phần nắm giữ của mình lên tới khoảng 11%. Vì ông Đỗ Quang Hiển đồng thời là chủ tịch HĐQT và tổng giám đốc của tập đoàn T&T nên tổng số cổ phần của ông Đỗ Quang Hiển và những người liên quan đã tăng vọt lên tới hơn 18,74%, tăng thêm sức ảnh hưởng của ông bầu này tới ngân hàng SHB. Trước đó đã có thông tin cho rằng VRG sẽ thoái vốn khỏi SHB, ông Hiển và những người liên quan có thể cũng sẽ thu tóm 4,1% cổ phần này, tăng tỷ lệ sở hữu lên tới khoảng 23%. Chính vì vậy, mặc dù cơ cấu sở hữu SHB nhìn chung khá phân tán với tỷ lệ cổ phiếu lưu hành là 73,4%, nhưng trên thực tế lại khá tập trung vào gia đình ông Đỗ Quang Hiển. Tuy nhiên việc Thông tư 36 được ban hành có thể sẽ khiến ông Hiển phải điều chỉnh giảm số cổ phần sở hữu của ông tại SHB (vui lòng tham khảo [ở đây](#) để biết thêm chi tiết). Với việc giới hạn cấp tín dụng chứng khoán cho tập đoàn T&T – cổ đông chính của SHB tham vọng của ông Hiển trong việc thu tóm 4,1% số cổ phần VRG thoái vốn có thể sẽ bị cản trở.

Cơ cấu cổ đông Quý 3/2014



Nguồn: Báo cáo thường niên SHB

Sáp nhập với Công ty tài chính Vinaconex- Viettel (VVF)

Trong tháng 10, NHNN đã chấp thuận cho VVF sáp nhập vào SHB. VVF là một công ty tài chính cỡ trung với số vốn điều lệ 1,000 tỷ đồng, trong đó Vinaconex nắm 33% vốn và Viettel nắm giữ 32%. Tuy nhiên hai doanh nghiệp này đều có kế hoạch thoái vốn khỏi VVF theo kế hoạch thoái vốn ngoài ngành năm 2015. Đây sẽ là một thỏa thuận hoán đổi cổ phiếu và cổ đông VVF dự kiến được nhận 1 cổ phiếu SHB cho mỗi cổ phiếu VVF. Thương vụ này dự kiến sẽ được hoàn tất vào tháng 3 năm 2015.

Tuy nhiên chúng tôi khá lo lắng về những chỉ số tài chính của VVF vì nó đang ở mức báo động. Tổng tài sản tính đến cuối năm tài chính 2013 đạt 2.551 tỷ đồng, giảm 29% mỗi năm. Lợi nhuận trước thuế chỉ có 52 tỷ đồng, hoàn thành 32,7% mục tiêu cả năm, giảm 41%/năm. Tổng giá trị lãi suất quá hạn chưa thu 181 tỷ đồng có lẽ chính là nguyên nhân của mức lợi nhuận thấp này.

Ngoài ra, chất lượng tín dụng của VVF cũng không hiệu quả với tăng trưởng tín dụng năm 2013 là âm 49%/năm, và tăng trưởng tín dụng nửa đầu năm 2014 là âm 21%. Bằng việc thu tóm một công ty tài chính, ngân hàng thường mong đợi mở rộng mối quan hệ khách hàng, nhưng mục tiêu của VVF là cung cấp tín dụng cho chính cổ đông của mình, vì vậy nó chỉ tập trung vào một lượng hạn chế những khách hàng lớn, hơn là phân khúc khách hàng đại chúng. Vì vậy, tín dụng dành cho bất động sản và ngành xây dựng chiếm tới 87% tổng dư nợ. Tuy nhiên ngành bất động sản năm 2013 vẫn chưa thực sự phục hồi, và ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp Xây dựng và Bất động sản, đóng góp một số tiền lớn vào mức tín dụng quá hạn khổng lồ trị giá 323 tỷ đồng (chiếm 87% tổng dư nợ). Tổng giá trị dư nợ xấu lên tới 82,9 tỷ đồng, chiếm 14,7% tổng dư nợ tính đến hết năm tài chính 2013, cao hơn đáng kể so với mục tiêu cả năm là 2% (tương đương với 49,7 tỷ đồng).

Một khi hợp nhất, SHB sẽ có tổng vốn điều lệ 9.865 tỷ đồng và tổng giá trị tài sản hơn 154.857 tỷ đồng. Tỷ lệ NPL thấp nhất của SHB (SHB không công bố báo cáo tài chính cụ thể cho 6 tháng đầu năm 2014) sẽ tăng lên mức 3,76% so

Lợi ích chính của việc sáp nhập VVF và SHB là giúp SHB thâm nhập thị trường cho vay tiêu dùng

với mức hiện tại là 3,69%, vì vậy trích lập dự phòng rủi ro tín dụng cũng sẽ tăng lên 52 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ròng hợp nhất sẽ chỉ tăng nhẹ 15 tỷ đồng lên tới 607,4 tỷ đồng, tăng nhẹ khoảng 2,5%. Vì VVF khá nhỏ so với SHB nên khi hợp nhất sẽ không gây ra nhiều tác động lớn tới bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập của ngân hàng.

Trước đó trong Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2014, ông Đỗ Quang Hiến cho biết lợi thế của việc lựa chọn một công ty tài chính là nó không có nợ xấu, SHB vì vậy sẽ không phải tăng nợ xấu từ công ty tài chính. Tuy nhiên từ những gì chúng tôi nhìn nhận, chỉ số tài chính của VVF đang ở mức nguy hiểm, vì thế SHB chắc chắn sẽ có thêm gánh nặng nợ xấu trên tổng giá trị dư nợ xấu khổng lồ của mình. Tỷ lệ nợ xấu NPL càng cao thì việc trích lập dự phòng càng lớn. Bên cạnh đó theo thông tư 36, những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu vượt 3% như SHB sẽ không được phép cho vay chứng khoán, vì vậy điều này sẽ ảnh hưởng xấu tới khả năng sinh lời của ngân hàng. Chúng tôi nhận định lợi ích duy nhất của việc sáp nhập này là giúp SHB thâm nhập vào lĩnh vực cho vay tiêu dùng vì các ngân hàng sẽ không còn được phép hoạt động trong lĩnh vực này (theo bản dự thảo thông tư về các hoạt động cho vay tiêu dùng của công ty tài chính).

Thông tư 36 và những tác động tới SHB

Thông tư 36 mới ban hành đã thiết lập những quy định chặt chẽ hơn về việc cấp tín dụng cho các cổ đông lớn trong đó (1) tín dụng cấp cho các cổ đông lớn không được vượt qua 5% vốn sở hữu của ngân hàng, (2) các ngân hàng không được phép cấp tín dụng cho cổ đông để đầu tư và mua bán chứng khoán. Thông tư cũng đưa ra những quy định chặt chẽ về cho vay chứng khoán: các ngân hàng sẽ chỉ được phép cấp tín dụng cho vay chứng khoán khi (1) ngân hàng thiết lập đủ trích lập dự phòng theo yêu cầu, (2) tỷ lệ nợ xấu NPL thấp hơn 3%, (3) tổng dư nợ cho vay chứng khoán không được vượt quá 5% vốn điều lệ của ngân hàng và (4) ngân hàng không được phép cấp tín dụng cho công ty con, công ty liên kết để mua bán chứng khoán, đầu tư và cho vay thế chấp chứng khoán.

Tập đoàn T&T đã bỏ ra hơn 392 tỷ đồng để mua lại 36,3 triệu cổ phiếu của SHB từ Vinacomin, tương đương với 4,1% tổng số cổ phần. Nếu chúng tôi giả định tập đoàn T&T vay toàn bộ số vốn này từ SHB, nó sẽ chiếm hơn 3,8% tổng vốn chủ sở hữu của ngân hàng, tuy nhiên không có bằng chứng cụ thể cho giả định này. Nếu tính đến tất cả các khoản tín dụng của tập đoàn T&T trước đây, có nhiều khả năng tỷ trọng các khoản cho vay tập đoàn T&T đã vượt quá hạn mức 5% vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Tuy nhiên điều chúng tôi lo lắng hơn cả là việc tập đoàn T&T, cổ đông chính của SHB, sẽ không được phép vay ngân hàng để đầu tư và mua bán chứng khoán, theo Thông tư 36 mới phát hành. Vì vậy giá trị của các khoản vay chứng khoán của Tập đoàn T&T không còn là vấn đề chính. Từ ngày 01/02/2015, khi Thông tư 36 có hiệu lực, tập đoàn T&T sẽ phải hoàn trả một số khoản vay tín dụng từ SHB để đầu tư mua cổ phiếu SHB. Trong trường hợp đó, có nhiều khả năng tập đoàn T&T sẽ phải bán một số lượng cổ phiếu SHB để trả nợ, từ đó sẽ tăng lượng cung cổ phiếu SHB trên thị trường và đẩy giá cổ phiếu xuống hơn nữa.

Thông tư 36 có thể dẫn tới việc thoái vốn một phần của Tập đoàn T&T tại ngân hàng SHB, và việc suy giảm hơn nữa giá cổ phiếu SHB.

Vì ngân hàng không công bố tổng cho vay đầu tư và mua bán chứng khoán, nên mức độ ảnh hưởng của thông tư 36 tới việc siết chặt các khoản tín dụng chứng khoán vẫn chưa được xác định rõ ràng. Nhưng điều chúng tôi có thể khẳng định là SHB hiện có hai công ty chứng khoán, và có thể đoán rằng một phần lớn tổng dư nợ tín dụng được cấp cho kinh doanh và đầu tư chứng khoán. Hơn nữa do SHB hiện có tỷ lệ nợ xấu vượt ngưỡng 3% (bao gồm các khoản vay của Vinashin) với tỷ lệ LLC đáng báo động ở mức 37%, thấp hơn đáng kể so với yêu cầu, nên có nhiều khả năng trong năm 2015, ngân hàng sẽ không được phép cấp tín dụng mới cho kinh doanh và đầu tư chứng khoán.

SHB đặt mục tiêu tăng 25% vốn điều lệ trong nửa đầu năm 2014, tuy nhiên tính đến nay, vốn điều lệ vẫn giữ nguyên như cũ. Chúng tôi cho rằng ngân hàng có thể sẽ huy động thêm 25% vốn trong năm 2015 (theo mục tiêu năm 2014) để pha loãng tỷ lệ tín dụng cấp cho các cổ đông lớn, trong trường hợp ngân hàng đã vượt quá hạn mức 5%. Sau khi hợp nhất với VVF, vốn điều lệ của ngân hàng sẽ tăng hơn 11%, vì vậy ngân hàng sẽ cần huy động thêm 14% nữa.

DỰ PHÓNG

Chúng tôi điều chỉnh một số giả định quan trọng liên quan tới tăng trưởng tín dụng và huy động cũng như lợi nhuận của ngân hàng và chất lượng tài sản sau khi đã xem xét (1) kết quả kinh doanh chín tháng đầu năm của SHB, và (2) những chỉ tiêu tài chính cốt lõi của SHB cho giai đoạn 2014-2018 được đề cập trong đại hội cổ đông thường niên năm 2014.

Những giả định quan trọng về SHB (Trước đây/Điều chỉnh) 2014 – 2018					
Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	11.082/8.866	11.082/11.082	13.853/11.082	13.853/12.190	17.316/12.190
Tăng trưởng tín dụng	22,8/31	23/25	23/23	23/23	23/20
Tăng trưởng tiền gửi	24,3/32,5	25/27	25/25	22,5/22,5	23/20
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	5,0/3,7	5,0/4,7	4,1/4,1	3,5/3,5	2,9/2,9
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	206/687	966/558	1.746/755	1.954/1.862	2.751/2.627
ROA	0,10/0,40	0,37/0,33	0,56/0,57	0,53/0,56	0,62/0,79
ROE	1,42/6,59	6,19/5,34	8,91/10,60	9,53/10,95	10,47/16,07
NIM	1,81/1,92	2,20/2,06	2,27/2,28	2,35/2,37	2,49/2,48

Nguồn: Báo cáo thường niên của SHB

Trong báo cáo lần đầu, chúng tôi đã dự đoán rằng SHB sẽ trích lập một lượng lớn dự phòng rủi ro cho năm 2014, và giảm bớt vào năm 2015. Tuy nhiên theo kết quả chín tháng đầu năm, có thể nhận thấy rằng ngân hàng đã trích lập dự phòng rủi ro thấp hơn so với mức yêu cầu. Vì tỷ lệ nợ xấu được dự báo sẽ tăng trong năm 2015 khi tất cả các quy định của Thông tư 09 chính thức có hiệu lực, SHB sẽ phải tăng trích lập dự phòng, do đó sẽ gây sức ép lên khả năng sinh lời của ngân hàng. Chúng tôi dự đoán ngân hàng sẽ tăng 25% vốn điều lệ trong năm 2015, bao gồm 1.000 tỷ đồng vốn điều lệ của VVF. Chúng tôi đã điều chỉnh tăng trưởng tín dụng và huy động lên lần lượt 31.0% và 32,5% năm 2014 vì kết quả chín tháng đầu năm đã vượt mục tiêu cả năm. Tỷ lệ nợ xấu được điều chỉnh giảm xuống còn 3,7% năm 2014 và 4,7% năm 2015 do ngân hàng đã thể hiện được những nỗ lực lớn trong việc giảm tỷ lệ nợ xấu xuống còn 3,69% trong quý 3 năm 2014. Tín dụng có xu hướng tăng trưởng nhanh hơn

trong quý cuối của năm, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ được duy trì ở mức hiện tại. Các chỉ số sinh lời năm 2014 bao gồm ROA, ROE và NIM được điều chỉnh tăng nhờ kết quả lợi nhuận trước thuế được cải thiện lên tới 687 tỷ đồng, thay vì 206 tỷ đồng như dự báo trước đây. Chúng tôi dự đoán tình hình sẽ khởi sắc từ năm 2016 với các chỉ số sinh lời tích cực hơn.

ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ

Diễn biến gần đây

Trong báo cáo lần đầu của chúng tôi về SHB với kiến nghị Năm Giữ, công bố ngày 17/3/2014, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 9.200 đồng.

Ngay sau khi chúng tôi công bố báo cáo lần đầu, giá cổ phiếu của SHB tăng mạnh và chạm mốc 9.900 đồng vào ngày 03 tháng 07 năm 2014. Từ đó, giá cổ phiếu đã giảm 13,1% và hiện đang được giao dịch ở mức 8,600 đồng. Chúng tôi cho rằng có hai lý do chính dẫn đến sự suy giảm giá cổ phiếu SHB: (1) khối lượng nợ xấu lớn, (2) chỉ số sinh lời dưới mức trung bình.

Định giá

Về việc định giá, sau khi điều chỉnh một số mục tiêu tăng trưởng chính, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu điều chỉnh cho cổ phiếu SHB là **8.552** đồng

Tổng hợp định giá		
<u>Phương pháp</u>	<u>Giá mục tiêu</u>	<u>Tỷ trọng</u>
Thu nhập thặng dư	7.575	30%
P/B	8.887	40%
P/E	9.081	30%
Giá mục tiêu	8.551	

Phương pháp thu nhập thặng dư

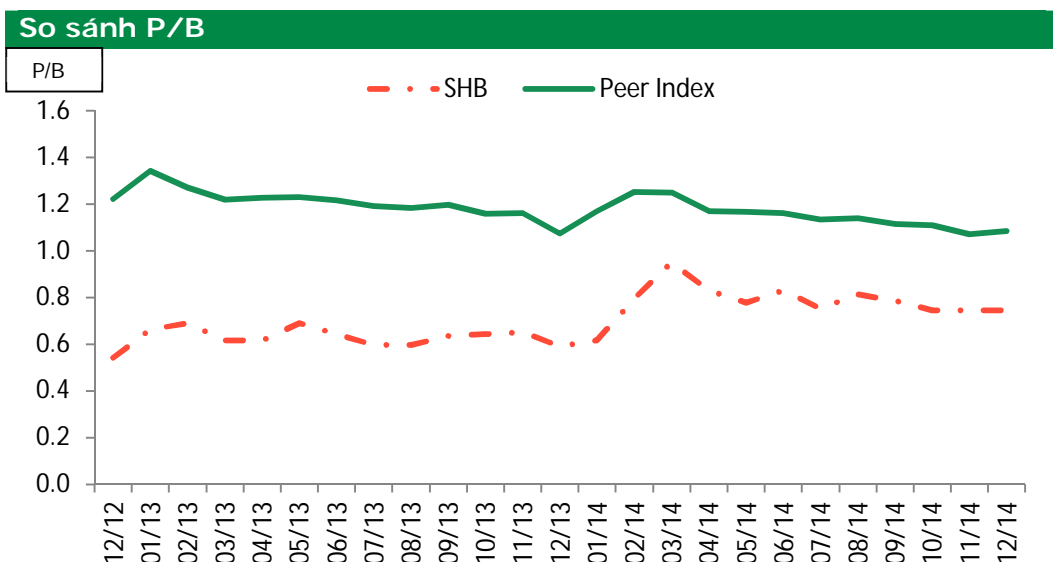
Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu SHB và phương pháp này đưa ra mức giá mục tiêu là 7.575 đồng/cổ phiếu SHB và dựa trên những thông số đầu vào sau đây:

- Lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ bằng đồng nội tệ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,6%
- Lợi nhuận kỳ vọng của thị trường là 15%
- SHB's *beta* được ước tính là 1,36
- Chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính là 18,4% sử dụng mô hình CAPM
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của dòng thu nhập thặng dư là tỷ lệ tăng trưởng bền vững được ước tính dựa trên trung bình tỷ lệ ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại giai đoạn 2014-2018, và được ước tính bằng 5,2%.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	1,143,959	1,349,389	1,934,237	2,446,597	3,091,398	3,602,798
Vốn chủ sở hữu	13,920,070	15,063,554	16,435,822	17,853,408	20,683,029	23,237,201
Chi phí vốn chủ	2,157,611	2,334,851	2,547,552	2,767,278	3,205,870	3,601,766
Thu nhập thặng dư	(1,013,652)	(985,462)	(613,316)	(320,682)	(114,472)	1,031
Giá trị sau cùng						9,955
Hệ số chiết khấu hiện tại	0.866	0.750	0.649	0.562	0.487	0.421
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(877,621)	(738,713)	(398,051)	(180,196)	(55,691)	4,628
Tổng giá trị thặng dư	(2,245,645)					
Giá trị sổ sách VCSH hiện tại	14,659,999					
Giá trị VCSH	12,414,354					
Số lượng cổ phiếu	888,807					
Giá trị cổ phiếu (đồng)	13,967					

Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch

Theo nhìn nhận của chúng tôi, chỉ số định giá của SHB (như P/E và P/B) khá thấp, điều này là dễ hiểu vì chỉ số ROA và ROE của quý 3 năm 2014 đều thấp hơn so với trung bình các ngân hàng khác. SHB hiện được giao dịch ở mức P/E là 9,52 lần, thấp hơn trung bình các NH tương đương 36%, và mức P/B là 1,08, thấp hơn trung bình các NH tương đương 37%. Sử dụng chỉ số P/E ngành là mức chuẩn, chúng tôi định giá cổ phiếu SHB theo đồng nội tệ dựa vào chỉ số P/E trung bình là 9,52 lần, kỳ vọng lợi nhuận trên mỗi cổ EPS là 775 và tỷ lệ chiết khấu 36% vì chúng tôi nhìn thấy xu hướng giảm. Tỷ lệ chiết khấu này được đưa ra vì chỉ số P/E của SHB vẫn luôn thấp hơn mức trung bình của các ngân hàng khác trong ngành. Trên hết, chúng tôi lo lắng về (1) tỷ lệ nợ xấu cao hơn, (2) tỷ lệ LLC thấp và (3) ngân hàng sáp nhập với một công ty tài chính yếu kém.



Nguồn: Bloomberg

Sử dụng phương pháp P/B và tỷ số giá trị sổ sách hiện tại trên một cổ phiếu (BVPS) là 11.755 đồng, chúng tôi định giá cổ phiếu SHB ở mức 8.506 đồng, áp dụng tỷ lệ chiết khấu 30%. Cổ phiếu SHB hiện đang được giao dịch ở mức P/B là 1,08 lần, thấp hơn các ngân hàng cùng ngành 37%.

Định giá theo chỉ số P/E		Định giá theo chỉ số P/B	
EPS 2015 của SHB (đồng)	775	BVPS 2014 của SHB (đồng)	11.755
P/E của SHB(x)	9,52	P/B của SHB (x)	0,75
P/E các NH khác (x)	16,74	P/B của các NH khác (x)	1,08
Mức thặng dư	30%	Mức thặng dư	30%
Định giá	9.081	Định giá	8.887

Ngân hàng	Giá (đồng)	P/E	P/B	EPS (VND)	Giá trị sổ sách/CP 1H2014 (VND)	ROE (%)	ROA (%)	2014 NIM (%)	CIR (%)
STB	18.900	8,64	1,31	2.152	14.249	14,3	1,4	4,7	50,1
MBB	13.200	6,15	0,98	2.083	14.497	14,7	1,3	3,8	36,5
EIB	12.100	26,84	0,94	417	11.954	3,5	0,3	2,1	53,3
ACB	15.300	25,34	1,14	600	13.338	4,3	0,3	2,8	61,0
Trung bình		16,74	1,09	1.313	13.510	9,2	8,8	3,4	50,2
SHB	8.600	9,52	0,75	914	11.674	7,9	0,6	1,9	54,1

Khuyến nghị

Hiện cổ phiếu đang được giao dịch ở mức giá 8.600 đồng, 0,6% cao hơn với mức giá mục tiêu 8.552 đồng chúng tôi đưa ra. Kết hợp với tỷ suất cổ tức kỳ vọng là 8,1%, tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu SHB trong 1 năm là 7,6%. Chính vì vậy chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho cổ phiếu này.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu SHB đã giảm từ mức giá cao nhất tại 9,800 ngày 5 tháng 9, sau đó tích lũy trong gần một tháng tại ngưỡng 9,200 trước khi giảm về mức giá thấp nhất tại 8,300 ngày 27 tháng 10. SHB sau đó nhanh chóng tăng trở lại và đi ngang quanh mức 8,700 và 8,800. Sau nỗ lực phá vỡ kênh đi ngang và kiểm tra ngưỡng kháng cự 9,200 không thành công với một nền dạng up-thrust với khối lượng lớn, SHB đã giảm điểm và hiện đang mức cận dưới của kênh tích lũy. Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu SHB sẽ tiếp tục vận động trong kênh đi ngang hiện tại trong ngắn hạn. Trong trung hạn cổ phiếu SHB có thể kiểm tra vùng hỗ trợ 8,500 – 8,600 của đường MA300.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu SHB tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã chứng khoán	SHB
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	9.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	8.300
Đường MA50 (từ ngày 14/01/2014)	8.900
Đường MA100 (từ ngày 14/01/2014)	8.500
Kháng cự trung hạn	8.900
Hỗ trợ trung hạn	8.500
Khuyến nghị	Nắm Giữ

Đơn vị: VND/cp



Nguồn: VPBS

Phụ lục D phụ lục VPBSổ pS

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
Tiền mặt và các khoản tương đương	3,691	8,002	14,373	16,630	16,728
Dư nợ cho vay	131,096	154,765	182,831	219,045	257,747
Tiền gửi tại các TCTD khác	30,868	31,485	32,430	34,051	35,754
Chứng khoán nợ kinh doanh và đầu tư	19,544	27,122	34,592	46,249	55,498
Tài sản sinh lãi	181,508	213,372	249,854	299,345	348,999
Chứng khoán vốn	560	629	706	794	894
TSCĐ	4,567	5,023	5,526	6,078	6,686
Tài sản cố khác	14,461	16,627	19,119	21,984	25,279
TỔNG TÀI SẢN	202,818	240,634	285,866	340,164	393,646
Tiền gửi khách hàng	120,712	150,890	187,104	229,202	275,043
Nguồn vốn chịu lãi	38,094	42,204	48,703	56,564	59,624
Nguồn vốn không chịu lãi	2,719	3,263	3,916	4,699	5,638
TỔNG DƯ NỢ	161,525	196,357	239,723	290,464	340,305
Tổng vốn chủ sở hữu	10,422	12,789	13,710	15,645	17,584
Vốn điều lệ	8,866	11,082	11,082	12,190	12,190
Thặng dư vốn cổ phần	102	102	102	102	102
Cổ phiếu quỹ	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Quỹ dự trữ	732	820	1,039	1,295	1,747
Lợi nhuận chưa phân phối	728	790	1,493	2,063	3,549
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	<u>171,950</u>	<u>209,148</u>	<u>253,436</u>	<u>306,112</u>	<u>357,892</u>

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
Thu nhập lãi					
Từ cho vay	8.307	9.723	12.247	15.093	19.332
Từ các khoản đầu tư	1.095	1.388	1.913	2.526	3.434
Từ tiền gửi và các khoản khác	1.735	1.723	1.853	2.007	2.350
<i>Tổng</i>	<i>11.136</i>	<i>12.834</i>	<i>16.013</i>	<i>19.626</i>	<i>25.116</i>
Chi phí lãi	(8.431)	(9.321)	(11.320)	(13.716)	(17.705)
Thu nhập lãi ròng	2.705	3.514	4.693	5.910	7.411
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	207	280	378	510	689
Lãi ròng từ kinh doanh vàng và ngoại tệ	70	77	84	93	102
Thu nhập từ đầu tư chứng khoán	7	35	35	33	32
Thu nhập khác	7	8	8	9	10
Thu nhập ngoài lãi ròng	84	93	102	112	123
Tổng thu nhập hoạt động	375	492	608	757	956
	3.080	4.005	5.300	6.667	8.367
Chi phí cho nhân viên					
Chi phí khấu hao tài sản cố định	(909)	(1.001)	(1.431)	(1.934)	(2.594)
Chi phí khác	(765)	(1.112)	(1.403)	(1.689)	(2.035)
Chi phí hoạt động	(1.674)	(2.113)	(2.834)	(3.623)	(4.629)
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	1.406	1.892	2.466	3.045	3.738
Dự phòng	(578)	(1.017)	(649)	(903)	(207)
Lợi nhuận trước thuế	828	875	1.817	2.141	3.532
Chi phí thuế	(141)	(192)	(363)	(428)	(706)
Lợi nhuận sau thuế	<u>687</u>	<u>682</u>	<u>1.454</u>	<u>1.713</u>	<u>2.825</u>

CAMELS	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F
VỐN							
Tỷ lệ an toàn vốn	14,18%	12,40%					
Vốn chủ/Huy động	12,25%	11,41%	8,63%	8,48%	7,33%	6,83%	6,39%
Vốn chủ/Tổng TS	8,16%	7,21%	6,06%	6,11%	5,41%	5,11%	4,91%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN							
Tỷ trọng tài sản sinh lời	87,97%	88,68%	89,71%	89,13%	88,74%	89,66%	90,60%
Tỷ lệ nợ xấu	8,83%	5,67%	3,70%	4,70%	4,10%	3,50%	2,90%
Tỷ lệ dự phòng/Tổng nợ xấu	24,77%	26,70%	37,00%	40,00%	50,00%	60,00%	60,00%
NĂNG LỰC QUẢN LÝ							
Chi phí hoạt động/Tài sản TB	1,79%	1,43%	1,06%	1,11%	1,23%	1,29%	1,39%
CIR	57,12%	78,58%	54,35%	52,76%	53,47%	54,34%	55,32%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	-1,16%	12,18%	28,55%	29,91%	33,55%	25,95%	25,39%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	221,62%	-75,19%	42,06%	31,11%	23,63%	24,59%	26,27%
Tăng trưởng thu nhập	31,91%	-19,44%	30,05%	30,06%	32,33%	25,79%	25,49%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	-96,12%	-49,64%	-19,16%	-0,68%	113,03%	17,85%	64,94%
Tăng trưởng tín dụng	95,25%	34,37%	31,00%	23,00%	22,00%	23,00%	20,00%
Tăng trưởng huy động	123,08%	16,96%	33,00%	25,00%	24,00%	22,50%	20,00%
Tăng trưởng tổng TS	64,16%	23,24%	19,72%	21,63%	21,18%	20,78%	16,92%
KHẢ NĂNG SINH LỢI							
Tỷ lệ lợi nhuận thuần	57,40%	35,88%	22,31%	17,03%	27,42%	25,69%	33,77%
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần (NIM)	2,26%	1,83%	1,92%	2,06%	2,28%	2,37%	2,48%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	36,19%	11,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Lãi suất thu nhập	12,01%	7,98%	7,91%	7,53%	7,79%	7,86%	8,39%
Lãi suất cho vay	12,95%	9,89%	9,40%	8,70%	8,95%	9,00%	9,50%
Lãi suất chứng khoán nợ	10,45%	6,67%	5,74%	5,95%	6,20%	6,25%	6,75%
Lãi suất tiền gửi	9,52%	2,61%	2,99%	2,63%	2,69%	2,75%	3,29%
Lãi suất phải trả	9,59%	6,02%	5,82%	5,30%	5,28%	5,26%	5,71%
Lãi suất tiền gửi	12,76%	7,75%	7,19%	6,19%	6,07%	5,98%	6,46%
Lãi suất vay	1,04%	1,24%	1,03%	1,12%	1,10%	1,08%	0,51%
Lợi suất trái phiếu	7,89%	2,50%	3,52%	3,50%	3,50%	3,50%	4,00%
Chênh lệch lãi suất	2,43%	1,97%	2,09%	2,24%	2,51%	2,60%	2,68%
ROE	0,28%	8,21%	6,59%	5,34%	10,60%	10,95%	16,07%
ROAE	0,35%	8,56%	6,61%	5,88%	10,97%	11,67%	17,00%
ROA	0,02%	0,59%	0,40%	0,33%	0,57%	0,56%	0,79%
ROAA	0,03%	0,65%	0,44%	0,36%	0,63%	0,61%	0,85%
KHẢ NĂNG THANH KHOẢN							
Tổng dư nợ/Huy động	73,38%	84,30%	83,03%	81,70%	80,38%	80,71%	80,71%

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 tới lớn hơn +15%

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%

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 Khắc 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