

# CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VNDIRECT (HNX- VND)

Ngày 23 tháng 03 năm 2015

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (23/03/2015):	VND	11.000
Giá mục tiêu:	VND	12.400
Khuyến nghị ngắn hạn:	Năm giữ	
Ngưỡng kháng cự:	VND	12.700
Ngưỡng hỗ trợ:	VND	10.400
Mã Bloomberg: <b>VND VN</b>	SGD:	HNX
Ngành:	Chứng khoán	
Beta:	1,2	
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (VND)	15.867/10.469	
Lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	154,99	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.100	
Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (%)	99,58%	
KLGDBQ 12 tháng	1.594.680	
Sở hữu nước ngoài(%)	20,77%	

Năm	Cổ tức tiền mặt (VND)	EPS (VND)
2015F	0	1.183
2014	500	1.528
2013	0	1.248
2012	0	786

	2009-14 CAGR	2014 (tỷ đồng)	2014-19 CAGR
Doanh thu	3,9%	435,3	26,3%
LNST	-5,8%	157,3	29,0%

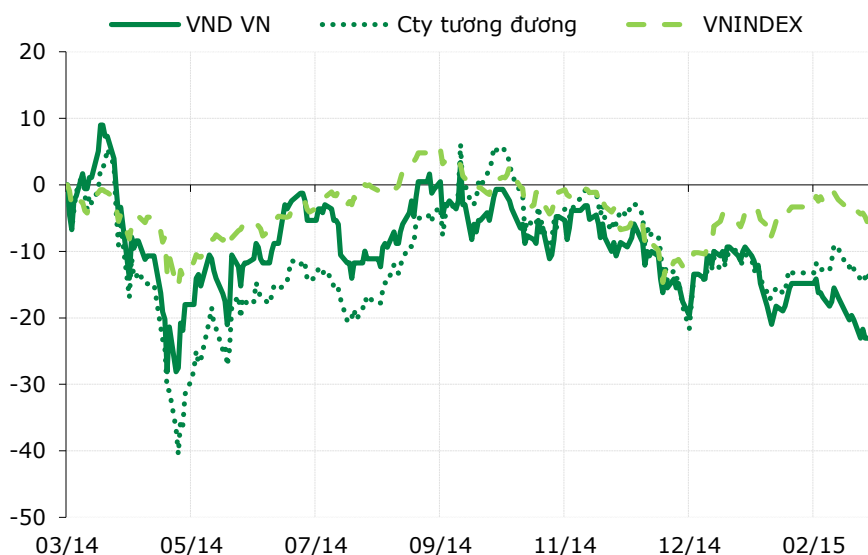
	VNDS	Cty tương đương	VNI
P/E	10,0x	9,6x	12,7x
P/B	1,0x	1,1x	1,8x
ROE	10,1%	11,6%	14,6%

### Giới thiệu:

- VNDS chính thức đi vào hoạt động năm 2006 với vốn điều lệ 50 tỷ đồng và được niêm yết trên sàn HNX năm 2010.

- VNDS cung cấp đầy đủ các dịch vụ chứng khoán cho nhà đầu tư với trọng tâm vào dịch vụ môi giới

- Năm 2014, tổng tài sản đạt 2.942 tỷ đồng và tổng VCSH đạt 1.835 tỷ đồng.



Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi giảm giá mục tiêu của cổ phiếu CTCP Chứng khoán VNDirect (VNDS) từ 14.518 đồng xuống 12.400 đồng, nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị NĂM GIỮ. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên những luận điểm sau đây:

- ❖ **Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối với thị trường chứng khoán trong năm 2015** nhờ vào điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và sự phát triển của các sản phẩm tài chính mới.
- ❖ **Tuy nhiên một số quy định mới có thể làm giảm thanh khoản thị trường.** Cụ thể, Thông tư 36 và dự thảo sửa đổi Thông tư 210 thắt chặt dòng vốn và các hoạt động của công ty chứng khoán nhiều khả năng sẽ làm giảm thanh khoản và giá trị cho vay ký quỹ của toàn thị trường.
- ❖ **Thị phần môi giới của VNDS.** Thị phần môi giới trên cả hai sàn của VNDS tăng từ 5,80% năm 2013 lên 6,27% năm 2014. Thị phần trên HSX tăng từ 5,32% lên 5,81%, trong khi thị phần trên HNX giảm từ 7,94% xuống 7,08% so với báo cáo trước của chúng tôi.
- ❖ **Tăng trưởng doanh thu ấn tượng nhưng kiểm soát chi phí chưa hiệu quả.** Trong khi doanh thu tăng 65,7%, chi phí hoạt động và chi phí quản lý tăng hơn 88%, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận năm 2014 suy giảm.
- ❖ **Cổ phiếu mới phát hành sẽ pha loãng thu nhập.** VNDS đã phát hành 550 tỷ đồng cổ phiếu tháng 12.2014, theo đó pha loãng EPS khoảng 55%.

Vui lòng đọc khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

## **NỘI DUNG**

<b>CẬP NHẬT VÀ TRIỂN VỌNG NGÀNH</b>	<b>3</b>
Thanh khoản thị trường tăng 119% trong năm 2014	3
Mặt bằng lãi suất giảm	3
Thông tư 36 giảm giới hạn cấp tín dụng cho vay ký quỹ	3
Kết quả kinh doanh 2014 của các công ty chứng khoán hàng đầu	4
Thanh khoản thị trường dự kiến sẽ giảm trong năm 2015	5
<b>CẬP NHẬT CÔNG TY</b>	<b>6</b>
Kết quả hoạt động của VNDS năm 2014	6
Huy động thành công 550 tỷ đồng vốn chủ sở hữu	8
<b>ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ</b>	<b>9</b>
Điều chỉnh giá định	9
Định giá	10
Diễn biến giá cổ phiếu gần đây	11
<b>PHÂN TÍCH KỸ THUẬT</b>	<b>13</b>
<b>Phụ lục – Dự phóng của VPBS</b>	<b>14</b>
<b>LIÊN HỆ</b>	<b>16</b>

## CẬP NHẬT VÀ TRIỂN VỌNG NGÀNH

### Thanh khoản thị trường tăng 119% trong năm 2014

*Doanh thu môi giới và tự doanh tăng nhờ thanh khoản thị trường tăng mạnh*

Tổng giá trị giao dịch sàn HSX và HNX đã đạt 732.590 tỷ đồng trong năm 2014, tăng 119% so với năm ngoái. Cụ thể, giá trị giao dịch của sàn HSX đã tăng 109% và giá trị giao dịch của sàn HNX tăng 154%. Hầu hết các công ty chứng khoán đều hưởng lợi từ việc thanh khoản thị trường tăng cao, thể hiện qua sự cải thiện đáng kể trong doanh thu môi giới và tự doanh.

### Mặt bằng lãi suất giảm

*Tăng lợi nhuận kinh doanh từ việc bán trái phiếu nhưng giảm thu nhập lãi khi mặt bằng lãi suất thị trường giảm.*

Lãi suất mặt bằng chung đã giảm đáng kể trong năm 2014. Lợi suất trái phiếu chính phủ tại các kỳ hạn đều giảm mạnh trong quý 3, đặc biệt là tại kỳ hạn ngắn hạn và trung hạn. Cuối tháng 9, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 1 năm đạt 4,33% (-2,22%), kỳ hạn 2 năm đạt 4,68% (-2,37%), kỳ hạn 3 năm đạt 4,92% (-2,59%), kỳ hạn 5 năm đạt 5,38% (-3,05%), kỳ hạn 7 năm đạt 6,25% (-2,63%), kỳ hạn 10 năm đạt 6,63% (giảm 2,42%), và kỳ hạn 15 năm đạt 7,23% (-1,84%). Vì vậy, nhiều công ty chứng khoán đã bán ra các khoản đầu tư trái phiếu của mình để hiện thực hóa lợi nhuận trong quý 2 và quý 3. Đồng thời, thu nhập lãi tại hầu hết các công ty chứng khoán đều sụt giảm do các ngân hàng hạ lãi suất tiền gửi trung bình 1,5-2,0%.

*Thông tư 36 giới hạn những ngân hàng được cho vay đầu tư chứng khoán và số dư cho vay*

### Thông tư 36 giảm giới hạn cấp tín dụng cho vay ký quỹ

*Một số công ty chứng khoán đã nhanh chóng tăng vốn để tăng cường khả năng cho vay ký quỹ*

Ngày 20 tháng 11 năm 2014, NHNN đã ban hành Thông tư 36 điều chỉnh một số giới hạn và tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của các ngân hàng thương mại. Đặc biệt, Điều 14 quy định tổng mức dư nợ cấp tín dụng để đầu tư, kinh doanh cổ phiếu không được vượt quá 5% vốn điều lệ của một ngân hàng (giảm từ mức giới hạn trước đây là 20% vốn điều lệ cho đầu tư chứng khoán). Ngoài ra, trong hàng loạt các điều khoản nghiêm ngặt được đưa ra, chỉ các ngân hàng với tỷ lệ nợ xấu dưới 3% được phép cấp tín dụng cho khách hàng để đầu tư, kinh doanh cổ phiếu. Vì vậy một số ngân hàng đã và đang là những nhà cung cấp vốn lớn nhất cho đầu tư, kinh doanh cổ phiếu có thể không còn đủ điều kiện tiếp tục cho vay vốn. Thị trường đã phản ứng mạnh với dự đoán nguồn vốn sẽ bị rút khỏi thị trường. Ngay cả trước khi Thông tư được chính thức ban hành, nó đã có một số tác động tiêu cực đến tâm lý thị trường chứng khoán. Chỉ số VN-Index giảm 35 điểm (5,8%) chỉ trong mười ngày, kể từ ngày 18 đến ngày 28 tháng 11 năm 2014.

Để chuẩn bị cho khả năng các ngân hàng sẽ giảm nguồn vốn cho vay đầu tư, kinh doanh cổ phiếu, một số công ty chứng khoán đã kịp thời huy động vốn (vốn chủ sở hữu, phát hành trái phiếu doanh nghiệp, vay ngân hàng) để tăng cường sức khỏe tài chính cũng như tăng năng lực cho vay ký quỹ. Một số trường hợp tiêu biểu:

#### ➤ SSI:

- Ngày 19.01.2015: SSI đã phát hành thành công đợt đầu 500 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp không chuyển đổi và không có tài sản đảm bảo (kỳ hạn 2 năm, lãi suất cố định 8,2%/năm cho năm đầu tiên và bằng trung bình lãi suất huy động tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng của 4 ngân hàng TMCPNN cộng với biên độ 2,2%). Trong năm 2015 SSI dự kiến sẽ phát

hành tổng cộng 1.500 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp và có thể chia làm nhiều đợt phát hành.

- Ngày 24.02.2015: SSI phát hành hơn 2,3 triệu cổ phiếu ESOP (0,65%) với giá 22.700 đồng, tăng vốn chủ sở hữu thêm 52,6 tỷ đồng, nâng vốn điều lệ lên 3.561 tỷ đồng.

- Ngày 06.03.2015: SSI phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 5:1 từ nguồn vốn thặng dư vốn cổ phần và lợi nhuận chưa phân phối. Ngoài ra, SSI cũng có kế hoạch phát hành cổ tức bằng cổ phiếu cho cổ đông trong năm 2015 với tỷ lệ 10%.

- HSC: Ngày 09.10.2014, Công ty HSC đã công bố quyết định của hội đồng quản trị về việc sẽ vay vốn ngân hàng tối đa lên đến 1.400 tỷ đồng để tăng vốn lưu động.
- VCBS: VCBS phát hành thành công hai đợt trái phiếu doanh nghiệp thông qua phát hành riêng lẻ vào tháng 10 năm 2014 và vào tháng 01 năm 2015 (300 tỷ đồng) với kỳ hạn 2 năm và lãi suất kỳ đầu là 8,5%/năm (lãi suất được thanh toán sau mỗi 6 tháng), các kỳ tiếp theo bằng lãi suất tiền gửi tiết kiệm cộng thêm biên độ 2%. Đợt phát hành thứ ba dự kiến sẽ được phát hành rộng rãi ra công chúng trong Quý 2/2015. Ngoài ra, VCBS có kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 700 tỷ đồng lên 1.500 tỷ đồng (nhiều khả năng từ ngân hàng mẹ VCB) trong năm 2015.
- KIS: KIS Việt Nam đã được bơm vốn từ công ty mẹ KIS Hàn Quốc, tăng vốn chủ điều lệ từ 263,7 tỷ đồng lên 1.112,8 tỷ đồng.
- MBKE: MBKE Việt Nam đã được bơm vốn từ công ty mẹ, tăng vốn điều lệ từ 300 tỷ đồng lên 829,1 tỷ đồng.
- Công ty chứng khoán Techcombank cũng được Ngân hàng mẹ bơm thêm 700 tỷ đồng, nâng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng.
- VNDS: Sau hai năm trì hoãn, vào tháng 12 năm 2014, VNDS cuối cùng đã phát hành thành công 50 triệu cổ phiếu với giá 10.000 đồng một cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, tăng vốn thêm 500 tỷ đồng. Đồng thời, VNDS cũng đã ban hành 5 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối của công ty. Tính đến cuối năm 2014, vốn điều lệ của VNDS đạt gần 1.550 tỷ đồng, đứng thứ năm toàn thị trường.

### **Kết quả kinh doanh 2014 của các công ty chứng khoán hàng đầu**

Hầu hết các công ty chứng khoán đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong năm 2014. Hoạt động tự doanh và môi giới đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng doanh thu, còn các khoản doanh thu khác (chủ yếu bao gồm doanh thu lãi tiền gửi và doanh thu cho vay ký quỹ) tăng trưởng ở mức thấp hơn. Hoạt động tư vấn không mấy cải thiện ở hầu hết các công ty chứng khoán.

Công ty	Doanh thu 2014	Tăng trưởng Doanh thu	LNST 2014	Tăng trưởng LNST	Cơ cấu Doanh thu			
					Môi giới	Tự doanh	Tư vấn	Khác
SSI	1,600,72	98,67%	744,24	100,14%	334,23	770,47	20,97	475,05
HCM	831,14	30,94%	376,15	33,31%	299,43	194,43	12,36	324,92
VCSC	614,32	53,79%	143,97	99,49%	286,04	129,51	89,90	108,87
BSC	530,70	142,88%	75,40	399,34%	113,90	150,30	48,30	218,20
VNDS	435,29	65,75%	157,35	26,46%	185,53	52,86	7,13	189,78
SHS	399,80	196,15%	122,10	952,59%	95,00	168,40	53,20	83,20
MBS*	388,40	1453,60%	72,70	3060,87%	120,50	111,40	28,50	128,00
ACBS	367,20	-20,36%	248,80	176,14%	147,30	29,70	2,60	187,60
VCBS	352,80	43,41%	121,00	28,45%	105,10	166,30	6,40	65,30
BVSC	305,10	47,11%	131,10	52,80%	44,70	61,00	5,50	129,90
FPTS	255,27	41,31%	135,57	52,41%	98,21	2,77	8,00	146,29
KLS	230,50	37,45%	144,79	4,69%	9,40	88,90	1,42	130,78
MBKE	189,00	63,21%	20,20	203,59%	93,00	0,03	3,90	92,07
SBS	73,30	-9,51%	20,90	-95,31%	20,20	38,30	0,16	14,64

### Thanh khoản thị trường dự kiến sẽ giảm trong năm 2015

Thanh khoản thị trường dự kiến sẽ giảm trong năm 2015 do tác động của TT36 và dự thảo sửa đổi TT210

Sau một năm tăng trưởng mạnh mẽ, cộng với các tác động tiêu cực của Thông tư 36 làm giảm khả năng cho vay ký quỹ của các ngân hàng và công ty chứng khoán, chúng tôi dự báo khối lượng giao dịch trong năm 2015 sẽ suy giảm. Trên thực tế khối lượng giao dịch trên cả hai sàn từ đầu năm đến nay thấp hơn khoảng 30% so với năm ngoái.

Bộ Tài chính mới đây đã ban hành dự thảo sửa đổi Thông tư 210 và đang lấy ý kiến của các tổ chức, cá nhân là thành viên thị trường. Theo dự thảo, ngoài những điều chỉnh khác, hoạt động huy động và sử dụng nguồn vốn của các công ty chứng khoán sẽ được thắt chặt. Các sửa đổi quan trọng nhất được nêu sau đây:

Điều 42: Hạn chế về huy động vốn:

Mặc dù mức trần của tỷ lệ tổng nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu được giữ nguyên ở mức không được vượt quá ba lần, các công ty chứng khoán chỉ được huy động vốn dưới các hình thức sau:

- 1) Vay ngân hàng;
- 2) Phát hành chứng khoán thông qua cả phát hành riêng lẻ và phát hành ra công chúng; và
- 3) Vay các khoản nợ thứ cấp (trái phiếu chuyển đổi).

Ngoại trừ các hình thức huy động vốn này, các công ty chứng khoán **không** được phép huy động vốn từ các tổ chức, cá nhân khác dưới mọi hình thức, kể cả hợp đồng hợp tác ba bên, hợp đồng giao vốn hoặc hợp đồng kinh tế có bản chất vay và cho vay. Các loại hợp đồng này đã và đang được sử dụng rộng rãi tại các công ty chứng khoán, do đó quy định mới này sẽ ảnh hưởng đến nhiều thành viên tham gia thị trường.

Điều 43: Hạn chế cho vay:

Điều 43 sửa đổi làm rõ hơn những quy định đã được đưa ra trong Thông tư 210.

Cụ thể, hoạt động cho vay của các công ty chứng khoán bị giới hạn như sau:

- 1) Các công ty chứng khoán đã đăng ký cấp giấy phép cho vay ký quỹ có thể cho khách hàng vay theo hướng dẫn của UBCKNN;
- 2) Công ty chứng khoán được cho vay chứng khoán để sửa lỗi giao dịch, hoặc để thực hiện giao dịch hoán đổi chứng chỉ quỹ (ETFs) theo quy định có liên quan;
- 3) Công ty chứng khoán có thể gửi tiền tại các tổ chức tín dụng và đầu tư vào trái phiếu theo quy định có liên quan.

Ngoại trừ các hoạt động cho vay nói trên, các công ty chứng khoán **không** được phép cho vay vốn hoặc cổ phiếu theo bất kỳ hình thức nào khác. Điều khoản liên quan đến việc các công ty chứng khoán không thể cho vay hoặc uỷ thác vốn cho các cổ đông lớn, thành viên Ban kiểm soát, thành viên HĐQT, thành viên Ban giám đốc, kế toán trưởng, các chức danh quản lý khác và các bên có liên quan của những đối tượng nêu trên vẫn giữ nguyên như cũ.

Những sửa đổi này nếu được chấp thuận sẽ có tác động tích cực lâu dài, tăng cường năng lực tài chính và nâng cao hiệu quả cũng như tính minh bạch trong hoạt động của các công ty chứng khoán. Tuy nhiên trong ngắn hạn, những sửa đổi này có thể làm giảm khả năng huy động vốn của các công ty chứng khoán, do đó, sẽ hạn chế khả năng tăng trưởng và cho vay ký quỹ của các công ty này đối với thị trường.

## CẬP NHẬT CÔNG TY

### Kết quả hoạt động của VNDS năm 2014

Doanh thu năm 2014 của VNDS đạt 435,28 tỷ đồng, tăng 66% so với năm ngoái và cao hơn dự phóng của VPBS 6%

Đơn vị: triệu đồng	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	2013	2014	Dự phóng VPBS	Tăng trưởng so với 2013	Thực tế so với dự phóng
<b>Doanh thu</b>									
Hoạt động môi giới	47.692	38.174	49.698	49.965	82.634	185.528	179.015	125%	4%
Hoạt động tự doanh	12.717	14.346	14.701	11.074	65.598	52.838	71.006	-19%	-26%
Doanh thu lãi tiền gửi	19.166	19.123	17.911	16.134	77.792	72.334	55.612	-7%	30%
Cho vay ký quỹ	23.807	21.886	30.910	38.037	34.020	114.640	102.141	237%	12%
Tư vấn	673	852	451	5.150	910	7.125	955	683%	646%
Doanh thu khác	515	601	578	1.115	1.665	2.810	1.747	69%	61%
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>104.568</b>	<b>94.983</b>	<b>114.250</b>	<b>121.474</b>	<b>262.619</b>	<b>435.275</b>	<b>410.476</b>	<b>66%</b>	<b>6%</b>

### Hoạt động môi giới

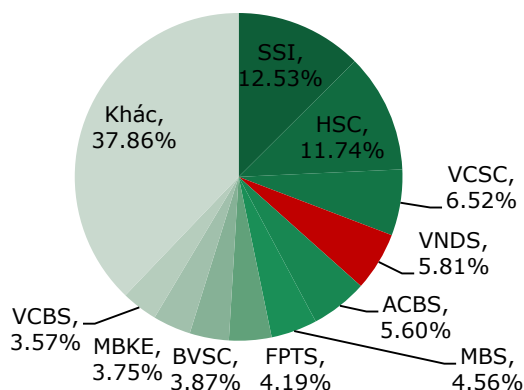
Hoạt động môi giới luôn là trọng tâm của VNDS, và năm nay các hoạt động môi giới tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn nhất (42,6%) vào tổng doanh thu với hơn 179 tỷ đồng, tăng 125% so với năm ngoái. Do tổng khối lượng giao dịch của toàn thị trường trong năm 2014 tăng tới gần 120%, mức tăng đột biến của doanh thu môi giới ở VNDS cũng không có gì bất ngờ. Tuy nhiên khi nhìn vào thị phần môi giới, VNDS dường như đã mất vị thế thị trường trên sàn HNX trong sáu tháng cuối năm 2014.

	Q1/2014	Q2/2014	Q3/2014	Q4/2014	2014	2013
HSX	6,13%	5,32%	5,95%	5,71%	5,81%	5,31%
HNX	7,93%	7,94%	6,88%	6,07%	7,08%	7,38%

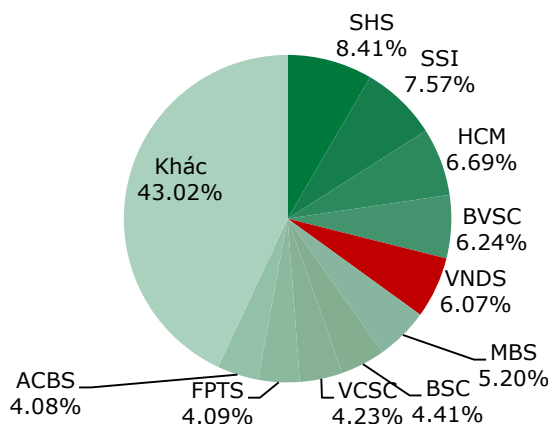
*VNDS duy trì xếp hạng thị phần môi giới khá cao nhưng có phần bị lấn át trên sàn HNX*

Tính đến thời điểm cuối năm 2014, VNDS xếp thứ tư trên sàn HSX (2014) và xếp thứ năm trên sàn HNX(Q4/2014), giảm ba bậc so với năm 2013.

**Thị phần môi giới trên sàn HSX 2014**



**Thị phần môi giới trên sàn HNX Q4/2014**



### **Hoạt động tự doanh**

Hoạt động tự doanh không phải là trọng tâm của VNDS trong năm 2014, với tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu chỉ ở mức 12,1%. Năm 2014, trong khi doanh thu tự doanh của nhiều công ty chứng khoán đã chứng kiến sự tăng trưởng vượt trội do thị trường chứng khoán vốn đã có nhiều biến động (chủ yếu là tích cực), doanh thu tự doanh của VNDS lại giảm hơn 19% so với năm ngoái. Cuối năm 2014, tổng giá trị danh mục đầu tư ngắn hạn của VNDS được ghi nhận ở mức 570 tỷ đồng, trong đó giá trị chứng khoán niêm yết là 286 tỷ đồng. Tổng giá trị thị trường của cổ phiếu niêm yết vẫn thấp hơn so với giá trị sổ sách 38,16 tỷ đồng. Trong số các chứng khoán niêm yết, giá trị của SDU chiếm tới 38% và giá trị thị trường của cổ phiếu này vào cuối năm 2014 thấp hơn giá trị sổ sách 63,3 tỷ đồng.

### **Cho vay ký quỹ**

Tương tự như hoạt động môi giới, hoạt động cho vay ký quỹ có tương quan chặt chẽ tới hoạt động giao dịch của toàn thị trường. Trong năm 2014, tổng doanh thu từ hoạt động cho vay ký quỹ đạt 102 tỷ đồng, tăng 237% so với cùng kỳ năm ngoái và chiếm 26,3% tổng doanh thu. Số dư cho vay ký quỹ bình quân cũng tăng tới 80,4% trong năm 2014.

Theo điều 13, Quyết định số 637 của Ủy ban chứng khoán quy định về hoạt động cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán, tổng dự nợ cho vay ký quỹ trên tổng vốn chủ sở hữu không vượt quá 200%. Tính đến 30/12/2014, tổng giá trị các khoản ứng trước khách hàng và cho vay ký quỹ của VNDS đạt hơn 851 tỷ đồng, chiếm 46% tổng vốn chủ sở hữu. Vì vậy, VNDS vẫn còn khả năng tăng cho vay ký quỹ khi các ngân hàng thắt chặt tín dụng cho hoạt động đầu tư cổ phiếu theo tác động của Thông tư 36.

### **Thu nhập lãi tiền gửi**

Trái ngược với xu hướng đi lên của các hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ, thu nhập lãi tiền gửi năm 2014 đã giảm 7% so với cùng kỳ năm ngoái do giá trị

*Cho vay ký quỹ tăng đáng kể nhưng vẫn trong giới hạn cho phép của điều luật mới ban hành*



bình quân tài sản sinh lãi (tiền mặt và các khoản tương đương tiền, tiền gửi ngân hàng với kỳ hạn hơn ba tháng) tăng 34% nhưng lãi suất thu nhập lại giảm 31% (từ 15,2%/năm xuống còn 10,5%/năm trong năm 2014).

### **Tư vấn**

Dịch vụ tài chính doanh nghiệp và tư vấn dường như không phải là thế mạnh của VNDS. Tính đến cuối năm tài chính 2014, VNDS ghi nhận 7 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động tư vấn, tăng mạnh so với năm 2013 nhưng chỉ đóng góp 1,63% vào tổng doanh thu.

### **Chi phí hoạt động kinh doanh và chi phí quản lý**

*Biên lợi nhuận giảm do chi phí nhân viên tăng cao*

Chi phí hoạt động kinh doanh và chi phí quản lý chung trong năm 2014 tăng lần lượt 147% và 54% so với cùng kỳ năm ngoài. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí hoạt động kinh doanh và quản lý chung là chi phí nhân viên, chiếm 29,5% doanh thu. Chi phí nhân viên năm 2014 lên tới 128 tỷ đồng, tăng hơn gấp đôi năm 2013. Chi phí môi giới cũng là khoản chi phí không nhỏ, chiếm 20,8% doanh thu môi giới.

Đơn vị: triệu đồng	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	2013	2014	Dự phóng VPBS	Tăng trưởng so với 2013	Thực tế vs. dự phóng
<b>Chi phí</b>	<b>45.464</b>	<b>60.682</b>	<b>61.067</b>	<b>78.062</b>	<b>130.722</b>	<b>245.275</b>	<b>225.762</b>	88%	9%
Chi phí hoạt động KD	22.329	27.893	28.878	37.874	47.279	116.973	123.143	147%	-5%
Chi phí quản lý	23.135	32.790	32.189	40.188	83.444	128.301	102.619	54%	25%

Do chi phí tăng nhanh hơn doanh thu (88% so với 66%), biên lợi nhuận hoạt động của VNDS đã giảm, từ 50% năm 2014 xuống còn 44% năm 2014. Chúng tôi đã đề cập trong báo cáo cập nhật VNDS lần trước (phát hành vào tháng 07 năm 2014) là việc hoàn thành chỉ tiêu doanh thu năm 2014 ở mức 258 tỷ đồng không phải là vấn đề với VNDS, nhưng do công ty gặp khó khăn trong việc kiểm soát chi phí, nên mục tiêu lợi nhuận trước thuế là 191,6 tỷ đồng sẽ không hề dễ dàng. Thực tế cho thấy, mặc dù VNDS đã vượt chỉ tiêu doanh thu tới 68% nhưng LNTT chỉ vượt kế hoạch không đáng kể.

Đơn vị: triệu đồng	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	2013	2014	Kế hoạch 2014
Doanh thu	104.568	94.983	114.250	121.474	262.619	<b>435.275</b>	<b>258.700</b>
Chi phí	45.464	60.682	61.067	78.062	130.722	245.275	
Lợi nhuận hoạt động	59.104	34.301	53.183	43.413	131.897	190.000	
LNTT	59.337	34.554	53.102	45.382	133.005	<b>192.373</b>	<b>191.600</b>
LNST	46.354	31.390	43.449	36.155	124.427	157.347	
EPS cơ bản	478	324	434	349	1.248	1.623	

### **Huy động thành công 550 tỷ đồng vốn chủ sở hữu**

*Việc tăng vốn đã làm tăng số cổ phiếu lên 55%*

VNDS đã đề ra kế hoạch tăng vốn lớn trong năm 2014, với số vốn tăng tối đa là 1.080 tỷ đồng (500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, 500 tỷ đồng cổ phiếu phổ thông cho cổ đông hiện hữu, 30 tỷ đồng ESOP, 50 tỷ đồng cổ phiếu thưởng). Tính đến cuối năm, vốn chủ sở hữu đã tăng tổng cộng 550 tỷ đồng, bao gồm:

- 500 tỷ đồng phát hành cổ phiếu phổ thông với giá ưu đãi 10.000 đồng mỗi cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu.



- 50 tỷ đồng cổ phiếu thưởng phát hành cho cổ đông hiện hữu từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối của công ty.

Vốn điều lệ của VNDS đã tăng từ 1.000 tỷ đồng lên 1.550 tỷ đồng từ ngày 19.10.2014. Vốn bổ sung sẽ được phân bổ như sau:

- 300 tỷ đồng để mở rộng khả năng cho vay ký quỹ
- 100 tỷ đồng dành cho hoạt động tự doanh
- 150 tỷ đồng giúp tăng cường năng lực tài chính để VNDS có thể phát triển hoạt động bảo lãnh phát hành hoặc mua lại công ty chứng khoán hoặc công ty quản lý quỹ khác khi thích hợp.

Do gần 55 triệu cổ phiếu mới được phát hành trong tháng 12 năm 2014, số lượng cổ phiếu bình quân trong năm 2014 chỉ tăng 3,3%. Các tác động đầy đủ của việc pha loãng cổ phiếu sẽ xảy ra trong năm 2015 và EPS ước tính bị pha loãng khoảng 50,5%.

## **ĐỊNH GIÁ VÀ KIẾN NGHỊ**

### **Điều chỉnh giá định**

<b>Giá định chính</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Tăng trưởng khối lượng giao dịch của thị trường	119,5%	-10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%
Thị phần môi giới của HCM	6,27%	6,89%	7,51%	8,14%	8,76%	9,38%
Phí hoa hồng môi giới	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,17%	0,17%
Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	20,0%
Lãi suất cho vay ký quỹ	17,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Lãi suất tiền gửi	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Chi phí nhân viên/Doanh thu	29,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Chi phí môi giới/Doanh thu môi giới	20,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

#### Khối lượng giao dịch của thị trường:

Chúng tôi dự đoán khối lượng giao dịch của thị trường sẽ giảm 10% trong năm 2015. Khối lượng và giá trị giao dịch của thị trường sụt giảm sẽ tác động chủ yếu đến doanh thu môi giới. Từ năm 2016-2018, chúng tôi giữ nguyên tăng trưởng kỳ vọng ở mức 30%/năm.

#### Thị phần của VNDS:

Chúng tôi giữ nguyên giả định về thị phần môi giới nói chung của VNDS. Những tác động tích cực từ sự hợp tác giữa VNDS và CIMB dự kiến sẽ rõ rệt hơn trong những năm sau.

#### Phí hoa hồng môi giới:

Phí hoa hồng môi giới dự kiến sẽ giảm dần vì tính cạnh tranh tăng cao.

#### Dư nợ cho vay ký quỹ:

Với khả năng cho vay ký quỹ của VNDS và việc giảm cho vay ký quỹ của các ngân hàng, chúng tôi dự phóng số dư cho vay ký quỹ của VNDS sẽ tăng trưởng 30%/năm trong giai đoạn 2015-2018.

Các khoản chi phí chính:

Tỷ lệ chi phí nhân viên trên doanh thu dự kiến giữ ở mức 29% và chi phí môi giới trên doanh thu môi giới sẽ được duy trì ở mức 20%.

Chính sách cổ tức:

Do tác động của Thông tư 36 và dự thảo sửa đổi Thông tư 210, chúng tôi dự đoán VNDS sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2014 và 2015 để tăng cường năng lực tài chính của mình.

**Định giá**

Dựa trên các điều chỉnh về giá định liên quan đến các hoạt động giao dịch trên thị trường, kết hợp với phương pháp định giá P/B, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu cho VNDS từ 14.518 đồng xuống 12.400 đồng. Vì vậy, tại thời điểm phát hành báo cáo cập nhật này, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu VNDS.

*Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của VNDS từ 14.518 đồng thành 12.400 đồng*

Tổng hợp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
PP Thu nhập thặng dư	11.209	40%
P/E	11.327	20%
P/B	14.096	40%
Giá mục tiêu TB	<b>12.388</b>	

**Thu nhập thặng dư**

Chúng tôi sử dụng mô hình Thu nhập thặng dư để định giá cổ phiếu VNDS và mô hình này đưa ra mức giá mục tiêu của VNDS là **11.209 đồng/cổ phiếu** với các thông số như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là lãi suất của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,41%.
- Phần bù rủi ro thị trường được ước tính là 8,76%.
- Chỉ số Beta của VNDS được ước tính là 1,2.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của thu nhập thặng dư được ước tính là 5%.

PP THU NHẬP THẶNG DƯ	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	183,387	234,920	311,189	417,867	563,234
Vốn chủ sở hữu	1,802,870	1,986,257	2,221,178	2,797,365	3,380,230
Chi phí vốn chủ	287,053	316,252	353,656	445,396	538,200
Thu nhập thặng dư	(103,666)	(81,332)	(42,467)	(27,530)	25,033
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,86	0,74	0,64	0,55	5,07
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	(89.427)	(60.524)	(27.262)	(15.245)	126.927
Tổng giá trị thặng dư	(65.532)				
Giá trị sổ sách VCSH	1.802.870				
Giá trị VCSH	1.737.339				
Số lượng cổ phiếu	154.989.165				
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>11.209</b>				

**Phương pháp so sánh chỉ số giá giao dịch**

Hiện tại, VND được giao dịch ở mức P/E là 10,0 lần và P/B là 1,0 lần, tương tự trung bình các công ty chứng khoán tương đương.

	<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b> <b>23/03/2015</b>	<b>Giá</b> <b>23/03/2015</b>	<b>P/B</b>	<b>P/E</b>	<b>ROA</b> <b>(%)</b>	<b>ROE</b> <b>(%)</b>
HCM	4.071	32.000	1,7	9,6	9,8	16,0
BVS	1.040	14.400	0,8	10,7	7,0	9,8
KLS	1.804	9.900	0,8	10,6	5,6	5,9
SSI	9.230	21.600	1,4	10,7	8,4	13,1
SHS	929	9.600	1,0	6,2	3,9	13,5
<b>Trung bình</b>	<b>3.415</b>		<b>1,1</b>	<b>9,6</b>	<b>6,9</b>	<b>11,6</b>
<b>VNDS</b>	<b>1.100</b>	<b>11.000</b>	<b>1,0</b>	<b>10,0</b>	<b>5,4</b>	<b>10,1</b>

Áp dụng chỉ số P/E phù hợp là 10,0 lần và chỉ số P/B phù hợp là 1,1 lần, chúng tôi định giá cổ phiếu VNDS ở mức 11.327 đồng và 14.096 đồng.

<b>P/E</b>	
EPS 2015	1.183
Mức P/E phù hợp	10,0
Giá mục tiêu	<b>11.327</b>

<b>P/B</b>	
BVPS 2015	12.815
Mức P/B phù hợp	1,1
Giá mục tiêu	<b>14.096</b>

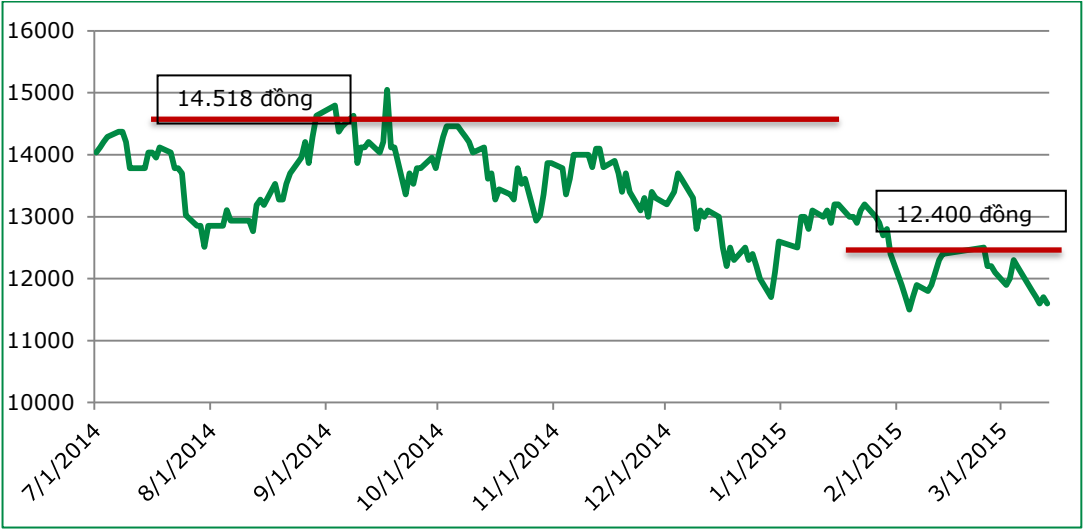
**Diễn biến giá cổ phiếu gần đây**

Trong báo cáo cập nhật VNDS mới nhất của chúng tôi với khuyến nghị MUA, phát hành vào ngày 28 tháng 07 năm 2014, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 17.500 đồng cho mỗi cổ phiếu VNDS. Từ đó đến nay, chúng tôi đã đưa ra một số điều chỉnh như sau:

Thay đổi khuyến nghị sau khi cổ phiếu tăng giá: Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ MUA sang NẮM GIỮ vào ngày 26.08.2014 khi cổ phiếu VNDS tăng lên mức giá 16.500 đồng, tiến gần tới giá mục tiêu của chúng tôi.

Điều chỉnh giá mục tiêu sau khi công ty phát hành thêm cổ phiếu: Giá mục tiêu điều chỉnh sau khi VNDS phát hành thêm 50 triệu cổ phiếu với giá 10.000 đồng mỗi cổ phiếu và 5 triệu cổ phiếu thưởng là 14.518 đồng.

VNDS đạt mức giá mục tiêu của chúng tôi vào ngày 29 tháng 08 năm 2014 và giao dịch quanh mức giá này cho đến tháng 11. Do những tác động tiêu cực của Thông tư 36 và sự giảm giá mạnh của xăng dầu lên thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu VNDS đã giảm trong tháng 12. Sau đó do kết quả kinh doanh “không mấy ấn tượng” so với các công ty chứng khoán đối thủ, giá cổ phiếu VNDS lại giảm tiếp vào cuối tháng 1.2015. Tại ngày 23 tháng 03 năm 2015, giá cổ phiếu VNDS là 11.000 đồng, khá gần mức giá đóng cửa thấp nhất trong 52 tuần qua là 10.469 đồng.



## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

VND nằm trong xu hướng giảm giá sau khi tạo đỉnh tại 14.600 hồi tháng 11 năm ngoái. Hiện tại, VND đang giao dịch dưới các đường trung bình động ngắn và trung hạn (MA10, MA50), do đó, nằm trong thị trường giá xuống.

Tuy vậy, mức giá hiện tại của VND đang khá gần với ngưỡng hỗ trợ 10.400, tạo bởi đáy gần nhất cũng như vùng hỗ trợ dài hạn. Vì vậy, chúng tôi dự báo đà giảm giá của VND sẽ vẫn còn tiếp tục nhưng mức giá có thể sẽ không còn nhiều nữa.

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với VND tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã chứng khoán	VND
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	13.700
Giá thấp nhất trong 3 tháng	10.400
Đường MA50	12.500
Đường MA100	12.700
Kháng cự trung hạn	12.700
Hỗ trợ trung hạn	10.400
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>

Đơn vị: VND/ cp



## Phụ lục – Dự phóng của VPBS

BẢNG CÂN ĐỐI (tỷ VND)	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền & tương đương tiền	974	1.115	1.682	1.453	1.563	1.918	2.138	2.596
Phải thu	265	384	758	1.114	1.446	1.879	2.441	3.171
Đầu tư ngắn hạn	335	361	398	400	420	432	562	730
TS ngắn hạn khác	2	10	9	11	13	14	15	17
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>1.577</b>	<b>1.870</b>	<b>2.848</b>	<b>2.978</b>	<b>3.442</b>	<b>4.242</b>	<b>5.156</b>	<b>6.514</b>
TS cố định	49	60	78	92	110	131	156	186
Đầu tư dài hạn	0	2	2	100	180	288	374	487
TS dài hạn khác	9	12	14	17	20	25	29	35
<b>TS dài hạn</b>	<b>58</b>	<b>75</b>	<b>94</b>	<b>209</b>	<b>310</b>	<b>443</b>	<b>560</b>	<b>708</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.635</b>	<b>1.944</b>	<b>2.942</b>	<b>3.187</b>	<b>3.752</b>	<b>4.686</b>	<b>5.715</b>	<b>7.222</b>
Phải trả ngắn hạn	532	747	1.106	1.200	1.530	1.887	2.334	2.892
Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Phải trả</b>	<b>532</b>	<b>747</b>	<b>1.106</b>	<b>1.200</b>	<b>1.530</b>	<b>1.887</b>	<b>2.334</b>	<b>2.892</b>
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	1.095	1.064	1.614	1.614	1.614	1.714	1.714	1.914
Quỹ dự phòng tài chính	19	31	31	31	31	31	31	31
Lợi nhuận còn lại	(10)	101	159	342	577	1.053	1.636	2.384
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.103</b>	<b>1.197</b>	<b>1.835</b>	<b>1.988</b>	<b>2.223</b>	<b>2.799</b>	<b>3.382</b>	<b>4.330</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.635</b>	<b>1.944</b>	<b>2.942</b>	<b>3.187</b>	<b>3.752</b>	<b>4.686</b>	<b>5.715</b>	<b>7.222</b>

KẾT QUẢ HĐKD (tỷ VND)	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
DT Môi giới	62	83	186	162	228	317	440	583
% tổng DT	26%	31%	43%	33%	37%	40%	41%	42%
DT Tự doanh	32	62	53	67	75	91	138	194
% tổng DT	13%	24%	12%	14%	12%	11%	13%	14%
Thu nhập lãi vay	101	64	72	87	80	94	101	133
% tổng DT	42%	24%	17%	18%	13%	12%	10%	9%
DT Cho vay ký quỹ	44	52	115	166	216	281	366	475
% tổng DT	18%	20%	26%	34%	35%	35%	35%	34%
DT Tư vấn	1	1	7	8	9	9	10	11
% tổng DT	0%	0%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
DT Dịch vụ khác	1	2	3	3	3	4	4	5
% tổng DT	0%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
<b>Doanh thu</b>	<b>241</b>	<b>263</b>	<b>435</b>	<b>494</b>	<b>611</b>	<b>797</b>	<b>1.060</b>	<b>1.401</b>
Chi phí hoạt động kinh doanh	(97)	(47)	(117)	(118)	(148)	(195)	(264)	(349)
Chi phí quản lý	(66)	(83)	(128)	(143)	(171)	(215)	(276)	(350)
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>78</b>	<b>132</b>	<b>190</b>	<b>233</b>	<b>292</b>	<b>387</b>	<b>520</b>	<b>702</b>
Lợi nhuận khác	1	1	2	2	2	2	2	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>79</b>	<b>133</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>294</b>	<b>389</b>	<b>522</b>	<b>704</b>
Thuế	-	9	35	52	59	78	104	141
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>79</b>	<b>124</b>	<b>157</b>	<b>183</b>	<b>235</b>	<b>311</b>	<b>418</b>	<b>563</b>
y-o-y		58%	26%	17%	28%	32%	34%	35%
<b>EPS</b>	<b>786</b>	<b>1.248</b>	<b>1.623</b>	<b>1.183</b>	<b>1.516</b>	<b>1.945</b>	<b>2.533</b>	<b>3.219</b>



Phân tích chỉ số	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b><u>Lợi nhuận</u></b>								
Biên lợi nhuận gộp	32,4%	50,2%	43,6%	47,2%	47,7%	48,5%	49,1%	50,1%
Biên lợi nhuận thuần	32,6%	47,4%	36,1%	37,1%	38,5%	39,0%	39,4%	40,2%
ROA	4,8%	6,4%	5,3%	5,8%	6,3%	6,6%	7,3%	7,8%
ROE	7,1%	10,4%	8,7%	9,2%	10,6%	11,1%	12,4%	13,0%
Tăng trưởng EPS		59%	30%	-27%	28%	28%	30%	27%
<b><u>Đòn bẩy tài chính</u></b>								
Phải trả/Tài sản	32,5%	38,4%	38,0%	37,7%	40,8%	40,3%	40,8%	40,1%
Nợ tài chính/Tài sản	3,4%	0,0%	2,3%	1,8%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%
<b><u>Thanh khoản</u></b>								
Vòng quay tài sản	0,15	0,14	0,15	0,15	0,16	0,17	0,19	0,19
Thanh toán hiện tại	2,97	2,50	2,57	2,48	2,25	2,25	2,21	2,25

## **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 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 +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%

## 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