



## Nhân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (VCB VN) | Reuters Code (VCB.HM)

## MUA

BC Cập nhật

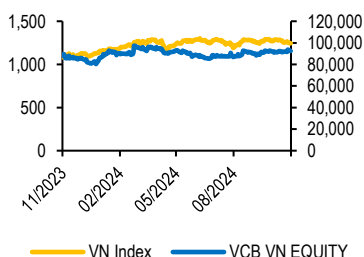
Giá mục tiêu (2025) **VND 109,400**

Giá hiện tại (07/11/24) VND 93,100

Suất sinh lời **17.4%**

VNINDEX	1,259
P/E thị trường (24F, x)	11.7
Vốn hóa (tỷ VND)	515,873
SLCP đang lưu hành (triệu)	5,589
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,408
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	25.2
52 tuần cao/thấp (VND)	100.50/80.01
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.46
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	125
Sở hữu nước ngoài (%)	23.3

Cổ đông lớn (%)	NHNN	74.80		
	Mizuho	15.0		
Biến động giá	3T	6T	12T	
	Tuyệt đối (%)	3.2	5.2	22.2
	Tg đối với VN-Index (%)	-1.0	-10.4	2.2



Nguồn: Bloomberg

### Phương Nguyễn

(84-28) 6299-9004

phuong.nd@shinhan.com

### Ly Bui - Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com

## Thương hiệu của sự ổn định

Cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 109,400 đồng

Nhân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HoSE: VCB) là một trong “Big 4” ngân hàng quốc doanh với giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất ngành ngân hàng. VCB vẫn luôn duy trì được lợi thế là ngân hàng kinh doanh hiệu quả nhất, chất lượng tài sản cải thiện tốt qua các năm, và không ngừng nỗ lực trong công cuộc chuyển đổi số. Với phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho VCB cho năm 2025 ở mức 109,400 đồng.

### Kết quả kinh doanh 9T/2024

- Tăng trưởng tín dụng của VCB 9T/2024 hơn 10% Ytd. Nhưng NIM của VCB tiếp tục gặp áp lực suy giảm và hiện đang ở 2.99%. Thu nhập lãi thuần của VCB 9T/2024 đạt hơn 41,563 tỷ đồng (+1.8% YoY). Thu nhập ngoài lãi 9T/2024 giảm 15% YoY do ảnh hưởng từ mức giảm của kinh doanh ngoại hối và giảm thu nhập khác liên quan tới xử lý tài sản đã xử lý rủi ro. Chi phí nhân viên và hoạt động của VCB được kiểm soát chặt chẽ giúp tỷ lệ CIR 9T/2024 duy trì quanh mức 31%.

- Về chất lượng nợ, tỷ lệ nợ xấu của VCB cuối Q3/2024 không có nhiều biến động so với quý Q2/2024 và đang nằm ở mức 1.2% (phù hợp với dự báo của chúng tôi). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VCB duy trì trên mức 200%. Trái ngược với xu hướng tăng chí phí tín dụng, chí phí trích lập cho rủi ro tín dụng của VCB giảm 44% YoY.

- LNTT của VCB 9T/2024 đạt lũy kế 31,533 tỷ đồng (+6.7% YoY), hoàn thành 75% kế hoạch lợi nhuận năm 2024 được ĐHCĐ thông qua. Kế hoạch phát hành riêng lẻ 6.5% của VCB để cải thiện CAR được đẩy sang năm 2025. VCB đặt kỳ vọng hệ số CAR 2025-2026 sẽ đạt 13-13.5%.

### Triển vọng năm 2024-2025

Các giả định chính cho kết quả kinh doanh 2024-2025 của VCB: Tăng trưởng tín dụng đạt 14% cho cả hai năm 2024, 2025; NIM giảm nhẹ về mức 2.94% và tăng trở lại lên mức 3.25% trong năm 2025; tăng trưởng thu nhập ngoài lãi năm 2024, 2025 đạt lần lượt -9% và 43%, tỷ lệ NPL năm 2024 và 2025 ở quanh mức 1.1-1.2%; chí phí rủi ro tín dụng/ tổng tín dụng năm 2024 ở mức 0.4% và 0.8% trong năm 2025, LNTT năm 2024 và 2025 đạt mức tăng trưởng lần lượt 3.42% YoY và 25.32% YoY.

**Rủi ro:** (1) Lãi suất cho vay tiếp tục giảm và tăng trưởng tín dụng chậm khiến cho NIM tiếp tục bị thu hẹp. (2) Nợ xấu tăng nhanh gây áp lực lên chí phí trích lập dự phòng rủi ro.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	42,273	53,246	53,621	57,079	72,208
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	14,357	14,836	14,103	12,829	18,403
<b>Tổng thu nhập (tỷ VND)</b>	<b>56,630</b>	<b>68,083</b>	<b>67,723</b>	<b>69,908</b>	<b>90,611</b>
Các chí phí hoạt động và chí phí dự phòng	(29,144)	(30,724)	(26,480)	(27,255)	(37,156)
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)</b>	<b>27,486</b>	<b>37,359</b>	<b>41,244</b>	<b>42,653</b>	<b>53,455</b>
Tăng trưởng tín dụng	15.09%	18.86%	10.76%	14.0%	14.0%
NIM	3.15%	3.40%	3.05%	2.94%	3.25%
<b>ROE</b>	<b>21.64%</b>	<b>24.19%</b>	<b>21.57%</b>	<b>18.34%</b>	<b>19.00%</b>

Nguồn: Finpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2024-2025

Năm	9T/2024	% yoy	2024F (Cũ)	2024F (mới)	% yoy	2025F	% yoy	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	41,563	1.8%	60,013	57,079	6.5%	72,208	26.5%	<p>Trái ngược với năm 2023, khi tính tới Q3/2024 tín dụng của VCB đã tăng đều đặn hơn và đạt hơn 10% Ytd (so với chỉ gần 4% Ytd cuối Q3/2023). Tín dụng tăng trưởng đều trong năm là một tín hiệu tương đối tích cực phản ánh nhu cầu thực hơn của thị trường.</p> <p>Tuy vậy, NIM tiếp tục co hẹp về dưới mức 3%. Chúng tôi cho rằng Q4/2024 sẽ không thấy sự cải thiện của NIM mà chủ yếu đến từ tăng trưởng tín dụng.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng khi nhu cầu tín dụng tiếp tục phục hồi, ngân hàng có thể không phải hạ lãi suất thấp để kích thích tăng trưởng. Ngoài ra, tăng trưởng nhóm khách hàng cá nhân (đẩy cho vay trung và dài hạn - thông thường với NIM cao hơn) sẽ là yếu tố giúp NIM cải thiện trong năm 2025</p>
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	9,305	-15.0%	16,034	12,829	-9.0%	18,403	43.4%	<p>Năm 2024, lãi thuần từ hoạt động dịch vụ có mức tăng trưởng dương. Nhưng kinh doanh ngoại hối và thu nhập khác không tăng trưởng như kỳ vọng.</p>
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	50,868	-1.7%	76,047	69,908	3.2%	90,611	29.6%	
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	15,987	-1.1%	24,106	22,134	1.0%	24,347	10%	<p>Trái với dự phóng của chúng tôi, VCB ghi nhận ít chi phí hoạt động hơn trong năm 2024, dưới bối cảnh thu nhập đi ngang.</p> <p>Năm 2025, chúng tôi giả định VCB sẽ ghi nhận tăng chi phí hoạt động ngang với mức bình quân 5 năm.</p>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đồng)	3,347	-44.7%	7,082	5,120	12.7%	12,809	150%	<p>Với lợi thế từ tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cao, VCB tiếp tục duy trì chính sách hạn chế ghi nhận chi phí dự phòng rủi ro tín dụng trong năm 2024.</p> <p>Với hơn 0.76% dư nợ cuối Q3/2024 của VCB đến từ nhóm nợ 5 (trung bình ở mức 0.5%), chúng tôi cho rằng VCB sẽ xóa nợ xấu ra khỏi nội bảng và gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng cho năm 2025.</p>

LNTT (tỷ đồng)	31,533	6.7%	44,451	42,653	3.4%	53,455	25.3%	Chúng tôi cho rằng, các năm sau khi thu nhập có sự cải thiện, VCB có thể ghi nhận gia tăng chi phí dự phòng vừa để xóa nợ xấu nội bảng vừa để cải thiện LLR (như những gì đã làm trong giai đoạn 2020-2022)
Tỷ lệ nợ xấu- NPL (%)	1.2%		1.2%	1.2%		1.1%		Chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ nợ xấu của VCB năm 2024 ở mức 1.2% như báo cáo gần nhất. Tỷ lệ nợ xấu sẽ được duy trì quanh mức này trong năm 2025.
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu - LLR (%)	205%		188%	187%		207%		LLR được chúng tôi kỳ vọng sẽ dao động quanh mức 200% trong giai đoạn 2024-2025
Tăng trưởng tín dụng - Ytd (%)	10.2%		11.9%	14%		14%		Tăng dự phóng tăng trưởng tín dụng do tín hiệu tích cực hơn từ thị trường. VCB vẫn chưa được NHNN duyệt kế hoạch phát hành riêng lẻ trong năm 2024 và ban lãnh đạo kỳ vọng thương vụ sẽ được duyệt trong năm 2025. VCB đặt mục tiêu CAR 2025 và 2026 ở mức 13 và 13.5%. Do vậy, chính sách trả cổ tức bằng cổ phiếu sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới.
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng - Ytd (%)	2.5%		9.0%	9.0%		10%		Chúng tôi hạ dự phóng NIM 2024 do cạnh tranh lãi suất cho vay gay gắt trên thị trường.
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần - NIM (TTM %)	2.99%		3.10%	2.94%		3.25%		

## Định giá và khuyến nghị

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp định giá theo P/B và với tỷ trọng lần lượt ở mức 60%-40%.

Mức giá mục tiêu cho cổ phiếu cho năm 2025 tới ở mức 109,400 đồng.

1) Trong ngắn hạn, chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu ở mức 2.8x (Mức giao dịch hiện tại của VCB). Với BVPS dự báo năm 2025 ở mức 44,088 đồng, giá mục tiêu của VCB trong năm 2025 tới dự kiến sẽ vào khoảng 123,477 đồng.

2) Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, giá cổ phiếu năm 2024 ước tính là 100,090 đồng.

Chi phí vốn	
<b>Chi phí vốn (%)</b>	<b>10.3</b>
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.9
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.00
Beta	0.82

Phương pháp RI					
(Đơn vị: tỉ VND)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Chi phí vốn (%)	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>	<b>10.3</b>
Chi phí vốn sau 2028					<b>10.3</b>
LNST	34,123	42,764	53,283	63,200	72,322
Lợi nhuận thặng dư (RI)	14,992	19,631	25,213	29,143	31,298
<b>Giá trị hiện tại RI</b>	<b>14,630</b>	<b>17,371</b>	<b>20,231</b>	<b>21,204</b>	<b>20,650</b>

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	<b>416,859</b>
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

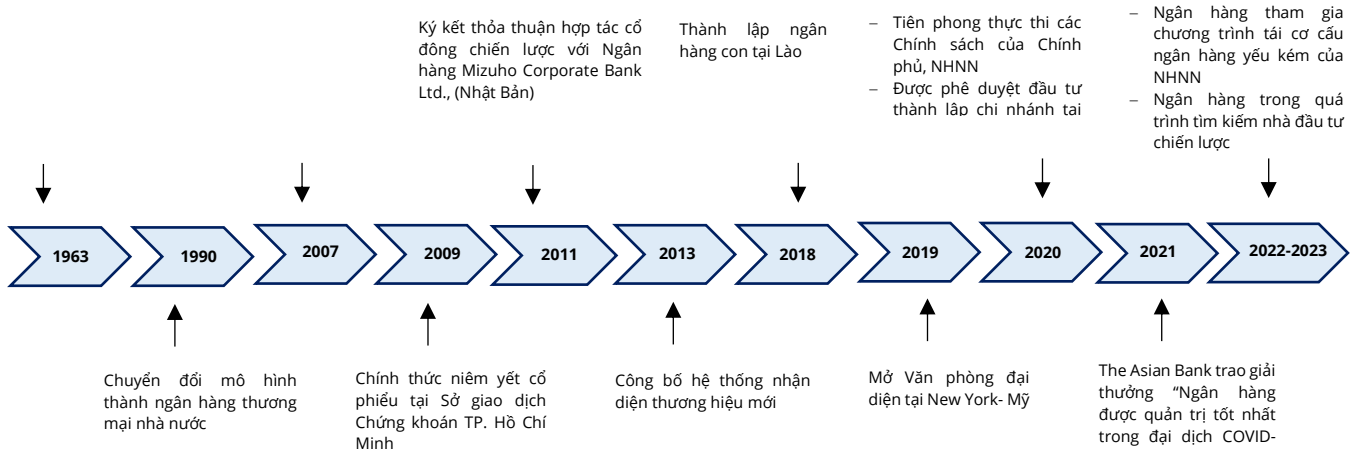
Giá trị hiện tại dài hạn	275,028
Giá trị hiện tại RI	94,085
Vốn ban đầu	190,297
Tổng giá trị	<b>559,410</b>
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	5.6
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>100,090</b>

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	<b>100,090</b>
P/B target (3.0x)	40%	<b>123,447</b>
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>		<b>109,433</b>

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

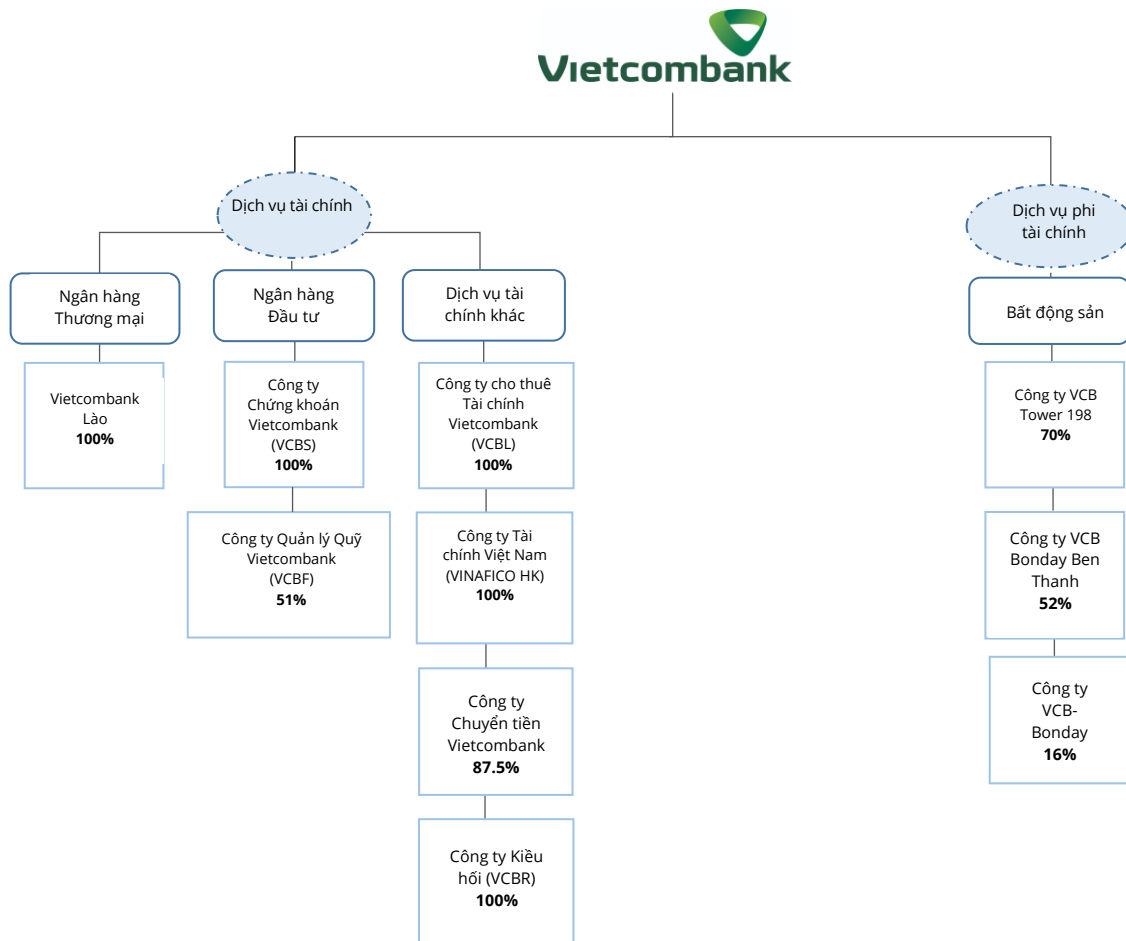
## Tổng quan doanh nghiệp

### Lịch sử doanh nghiệp



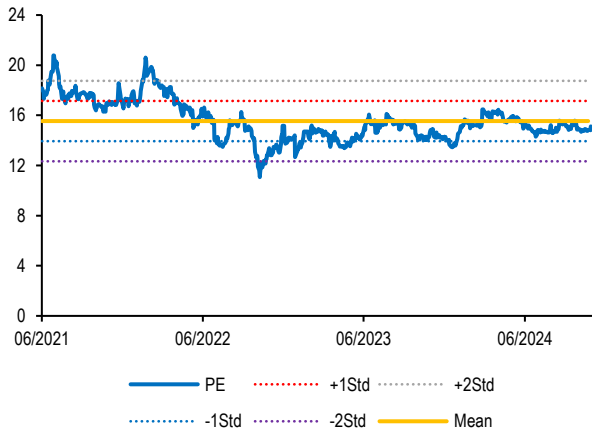
### Mô hình quản trị của VCB

Vietcombank sở hữu nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính và phi tài chính, bao gồm:



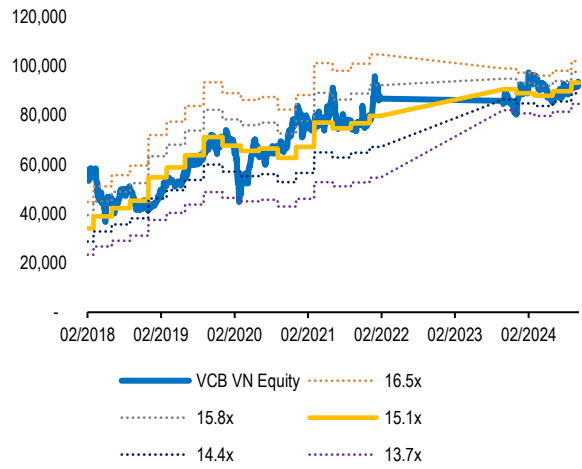
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PER của VCB**



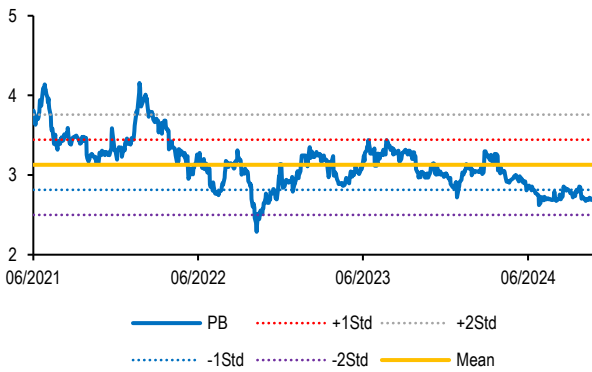
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PER band của VCB**



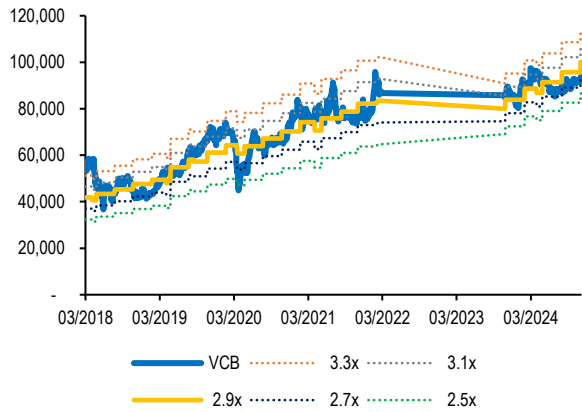
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PBR của VCB**



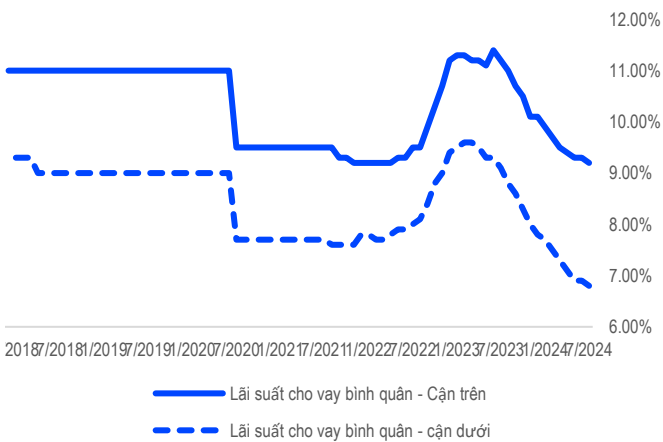
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PBR band của VCB**



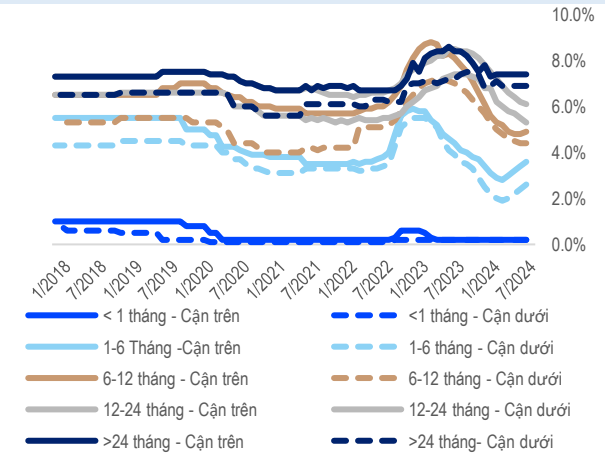
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam**



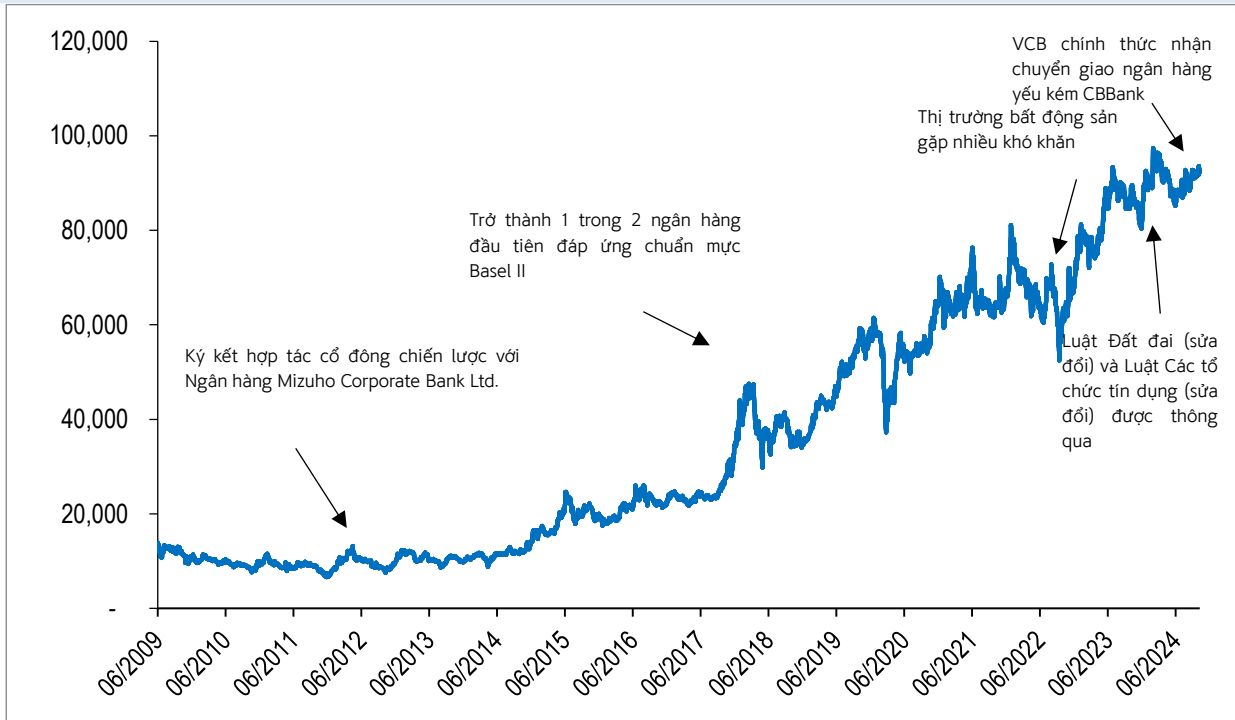
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Lãi suất huy động bình quân tại Việt Nam**



Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của VCB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Phụ lục: Báo cáo tài chính

### Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,414,986</b>	<b>1,814,188</b>	<b>1,839,223</b>	<b>2,100,829</b>	<b>2,404,811</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	18,012	18,349	14,505	15,213	16,734
Tiền gửi tại NHNN	22,507	92,558	58,105	60,852	66,938
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	225,765	313,592	335,616	406,943	491,286
Chứng khoán kinh doanh	2,766	1,500	2,495	2,495	2,495
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	303	157	-	-	-
Cho vay khách hàng	934,774	1,120,287	1,241,675	1,415,727	1,613,383
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-	-
Chứng khoán đầu tư	170,605	196,171	145,780	154,605	164,577
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2,346	2,194	2,225	2,165	2,107
Tài sản cố định	8,626	7,985	7,708	7,980	8,261
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Tài sản Có khác	28,969	61,397	31,114	34,847	39,029
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,305,555</b>	<b>1,676,200</b>	<b>1,670,680</b>	<b>1,897,179</b>	<b>2,158,398</b>
Nợ chính phủ và NHNN	9,468	67,315	1,671	1,838	2,022
Tiền gửi và vay các TCTD khác	109,758	232,511	213,842	303,648	398,805
Tiền gửi của khách hàng	1,135,324	1,243,468	1,395,695	1,521,307	1,673,438
Các công cụ tài chính phái sinh, Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của CP và TCTD khác	8	3	118	118	118
Phát hành giấy tờ có giá	17,388	25,338	19,913	26,882	36,291
Các khoản nợ khác	33,854	107,564	39,442	43,386	47,725
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>109,186</b>	<b>137,988</b>	<b>168,543</b>	<b>203,649</b>	<b>246,413</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	42,429	53,130	61,696	83,376	90,046
Quỹ của tổ chức tín dụng	18,173	18,133	22,562	27,676	34,085
Lợi nhuận chưa phân phối	48,503	67,500	85,174	92,473	122,119
Lợi ích của cổ đông thiểu số	87	88	94	124	162
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1,414,986</b>	<b>1,814,188</b>	<b>1,839,223</b>	<b>2,100,829</b>	<b>2,404,811</b>

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi	70,622	88,113	108,122	99,103	122,236
Chi phí lãi	(28,349)	(34,866)	(54,501)	(42,024)	(50,028)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>42,273</b>	<b>53,246</b>	<b>53,621</b>	<b>57,079</b>	<b>72,208</b>
Từ hoạt động dịch vụ	7,407	6,839	5,780	6,796	8,523
Từ hoạt động kinh doanh ngoại hối vàng	4,375	5,768	5,660	4,078	6,973
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	138	(115)	124	-	-
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	(85)	82	-	-	-
Từ hoạt động khác	2,393	2,054	2,272	1,735	2,694
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	130	208	266	220	214
<b>Tổng thu nhập ngoài lãi</b>	<b>14,358</b>	<b>14,836</b>	<b>14,103</b>	<b>12,829</b>	<b>18,403</b>
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>56,630</b>	<b>68,083</b>	<b>67,723</b>	<b>69,908</b>	<b>90,611</b>
Chi phí hoạt động	(17,666)	(21,260)	(21,915)	(22,134)	(24,347)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	38,964	46,823	45,809	47,774	66,264
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(11,478)	(9,464)	(4,565)	(5,120)	(12,809)
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>27,486</b>	<b>37,359</b>	<b>41,244</b>	<b>42,653</b>	<b>53,455</b>
Thuế TNDN	(5,469)	(7,446)	(8,169)	(8,531)	(10,691)
<b>Tổng lợi nhuận sau thuế</b>	<b>22,017</b>	<b>29,912</b>	<b>33,054</b>	<b>34,123</b>	<b>42,764</b>
LNST thuộc về công ty mẹ	21,997	29,892	33,033	34,092	42,726

### Chỉ số tài chính

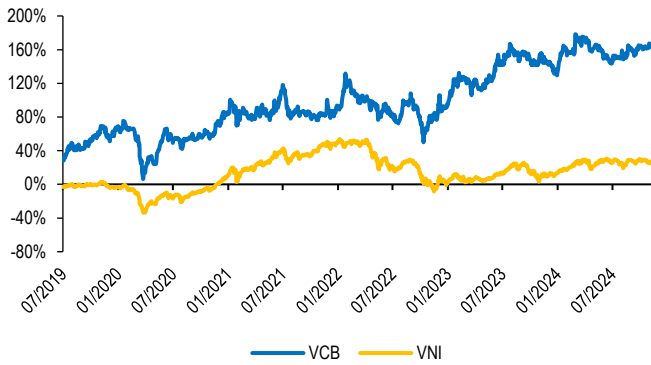
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tăng trưởng (% YoY)</b>					
Dư nợ cho vay	14.40	19.18	10.94	14.00	14.00
Tiền gửi của khách hàng	10.00	9.53	12.24	9.00	10.00
Vốn chủ sở hữu	15.97	26.46	22.14	20.83	21.00
Tổng tài sản	6.67	28.24	1.38	14.22	14.47
Thu nhập lãi thuần	16.85	25.58	0.70	6.45	26.51
Thu nhập ngoài lãi	12.11	3.58	(4.95)	(9.03)	43.45
PPOP	18.55	19.62	(2.19)	4.29	38.70
LNST	18.82	36.44	10.37	3.42	25.32
LNST	18.77	36.37	10.48	3.23	25.32
<b>Lợi nhuận (%)</b>					
NIM	3.16	3.40	3.01	2.94	3.25
ROA	1.6	1.9	1.8	1.7	1.9
ROE	21.6	24.2	21.6	18.3	19.0
<b>Thanh khoản (%)</b>					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	84.62	92.09	91.02	95.20	98.66
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	12.96	13.15	10.91	10.32	9.76
Tỷ lệ NPL (%)	0.64	0.68	0.98	1.20	1.10
Tỷ lệ LLR (%)	424.36	316.86	230.30	186.91	206.91
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	267.05	214.33	224.00	222.72	226.20
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	1.31	0.90	0.38	0.38	0.83
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	1.29	0.89	0.37	0.37	0.77
<b>Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	5,915	6,322	5,914	6,105	7,651
BPS	29,421	29,158	30,156	36,437	44,088
PPOP/share	10,556	9,896	8,196	8,548	11,856

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

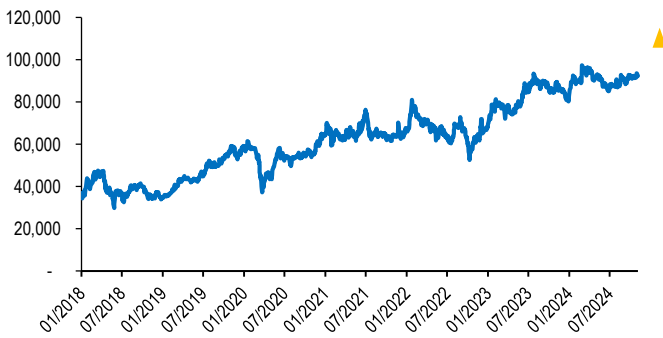


## Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB VN)

### Diễn biến giá



### Giá mục tiêu (VND)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			Trung bình	Cao/Thấp
03/11/2022 (BC lần đầu)	MUA	73,844	9.7	-9.9/28.8
07/03/2023 (BC cập nhật)	GIỮ	80,111	25.02	3.0/58.9
07/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	107,530	40.02	15/80.6
08/05/2024 (BC cập nhật)	GIỮ	101,600	18.01	4.0/36.3
07/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	109,433	21.19	8.9/36.6

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Phuong Nguyen

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common securities of the following companies mentioned in this report: VCB VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
23-2, Youido-dong, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,  
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000