BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Ngày 13, tháng 06, năm 2015

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (HOSE: VCB)

KHUYẾN NGHỊ		NẮM GIỮ
SL CP	Triệu CP	**2,665**
Thị giá (Giá đóng cửa ngày 13/06/2015)	Đồng/CP	**43,600**
Giá mục tiêu	Đồng/CP	**39,869**
Lợi nhuận tiềm năng	%	**N/A**
Ngành		**Dịch vụ tài chính**
Phân ngành		**Ngân hàng**
Vốn hoá TT	Tỷ đồng	**116,195**
KLGD bq 30 ngày		**682,815**
Sở hữu nước ngoài		**39.9%**

Thông tin tài chính	FY2014A	FY2015E
Tổng thu nhập HĐKD (tỷ đồng)	17,304.2	**20,208.3**
Lợi nhuận trước dự phòng (tỷ đồng)	10,442.2	**12,564.8**
LNST (tỷ đồng)	4,592.3	**5,101.3**
PPOP/sh 4 quý gần nhất (đồng/CP)	4,021	**4,895**
BVPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	16,692	**17,181**
ROE	10.6%	**11.1%**
ROA	0.88%	**0.82%**
P/PPOP (theo giá đóng cửa ngày 13/6/2015)	10.8x	**8.9x**
P/B (theo giá đóng cửa ngày 13/6/2015)	2.6x	**2.5x**

Cơ cấu cổ đông		
SBV	%	**77.1**
Mizuho Bank, Ltd	%	**15.0**
Khác	%	**7.9**

Chuyên viên

Trần Thị Linh linhthitran@dag.vn

Cổ phiếu đầu ngành Ngân hàng

Ngân hàng dẫn đầu với chất lượng tài sản tốt: VCB là ngân hàng có tổng tài sản và vốn điều lệ lớn nằm trong top 4 hệ thống ngân hàng Việt Nam (sau Agribank, Vietinbank – CTG, BIDV – BID). Trong số các ngân hàng dẫn đầu, tài sinh lãi (IEAs) của VCB chiếm tỷ lệ cao nhất với **95.8%** tổng tài sản. Tỷ lệ nợ xấu của VCB luôn ở mức vừa phải, tại thời điểm 31/12/2014 tỷ lệ nợ xấu của VCB ở mức **2.31%.** Đến Quý 1/2015, tỷ lệ nợ xấu của VCB duy trì tốt ở mức **2.30%** trong khi nhiều ngân hàng khác đang tăng tỷ lệ nợ xấu lên trong cùng thời kỳ.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong năm 2014 đạt 17.9% nhờ vào chiến lược đẩy mạnh mảng bán lẻ và lãi suất cho vay cạnh tranh: Với định hướng trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu, VCB liên tục đẩy mạnh cho vay khách hàng cá nhân, với mức tăng trưởng trung bình mỗi năm trong giai đoạn 2010-2014 đạt **28.9%.** Thêm vào đó, nhờ vào nguồn vốn huy động giá rẻ từ tiền gửi không kỳ hạn (chiếm **26%** tổng tiền gửi khách hàng) và vàng, ngoại tệ (chiếm **22%** tổng tiền gửi khách hàng), VCB đã đưa ra thị trường mức lãi suất cho vay rất cạnh tranh và đồng thời vẫn duy trì được mức sinh lời ổn định trong suốt thời kỳ lãi suất thấp vừa qua.

Nguồn thu nhập đa dạng: nhập ngoài lãi chiếm trong năm 2014 của VCB chiếm đến 32% trong tổng thu nhập của VCB, **cao hơn so với trung bình ngành ở mức 20%.** Trong đó, VCB cũng là ngân hàng dẫn đầu thị phần dịch vụ thanh toán hiện nay với **29% thị phần trong số các ngân hàng niêm yết**.

Trích lập dự phòng bằng một nửa lợi nhuận: VCB là ngân hàng rất khắt khe trong việc xử lý nợ xấu và phân loại nợ. Trong năm 2014, lợi nhuận trước dự phòng của VCB đạt 10,442.2 tỷ, tăng 17.6% so với cùng kỳ. Mặc dù trích lập dự phòng nợ xấu lên đến 4,565 tỷ, tăng 29.7% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận sau dự phòng còn lại là 5,876.5 tỷ, tăng 9.3% so với cùng kỳ.

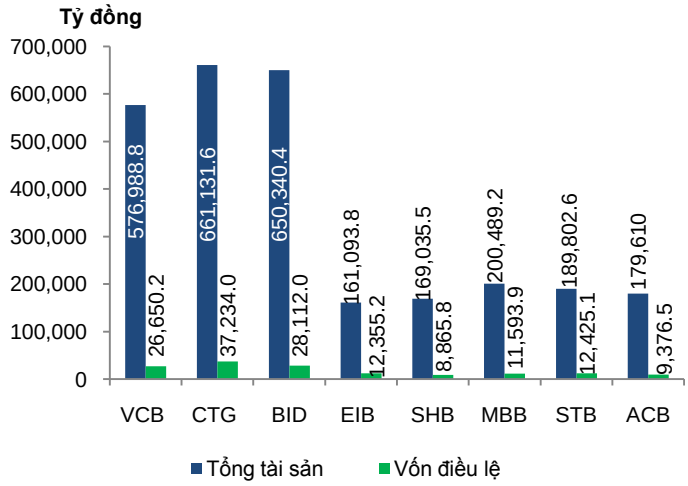
Hiệu quả hoạt động cao: Xét về tỷ số lợi nhuận, VCB đang nằm trong top các ngân hàng chỉ số lợi nhuận/ SLNV, chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động (cost- to - income ratio) hiệu quả nhất.

SỰ KIỆN

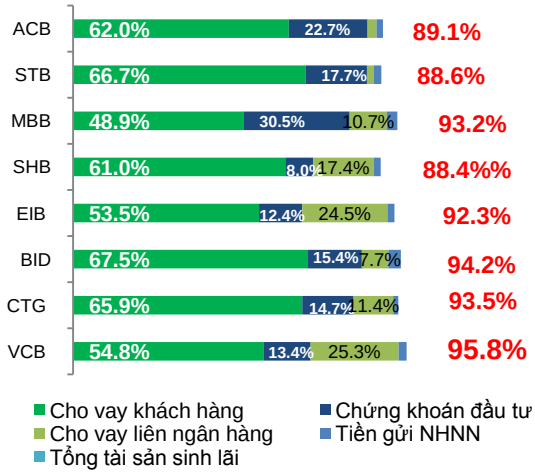
Ngân hàng dẫn đầu với chất lượng tài sản tốt

VCB là ngân hàng có tài sản và vốn điều lệ lớn nằm trong top 4 hệ thống ngân hàng (sau Agribank, Vietinbank – CTG, BIDV – BID). Trong đó tài sinh lãi (IEAs) trên tổng tài sản chiếm tỷ lệ cao nhất với 95.8% tổng tài sản.

Hình 1: Tài sản và vốn điều lệ các NH - FY2014

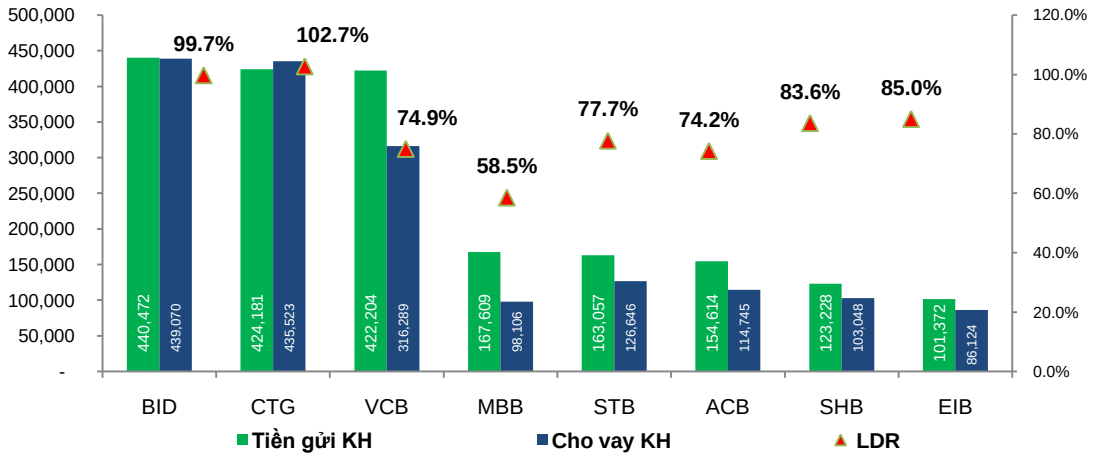


Hình 2: Cơ cấu tài sản sinh lãi các NH - FY2014



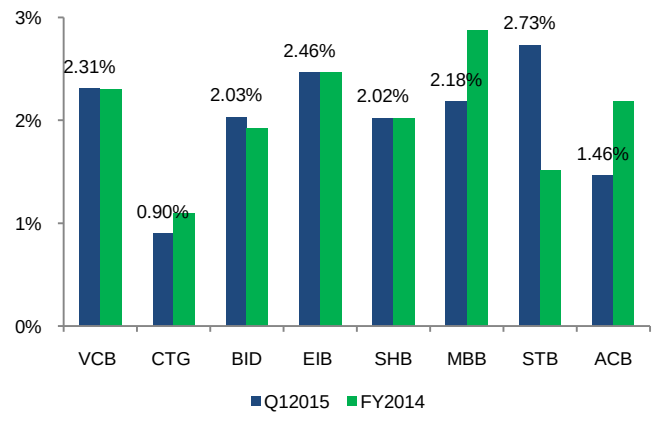
Tỷ trọng cho vay khách hàng của VCB đạt 54.8% tổng tài sản và đồng thời hệ số LDR (Cho vay khách hàng/Huy động khách hàng) đạt 74.9%, cả hai chỉ số đều thấp hơn trung bình ngành và thấp hơn rất nhiều so với các ngân hàng quốc doanh. Điều này cho thấy VCB không quá lệ thuộc vào tín dụng cũng như thanh khoản của ngân hàng luôn được đảm bảo ở ngưỡng an toàn.

Hình 3: Hệ số LDR các NH - FY2014

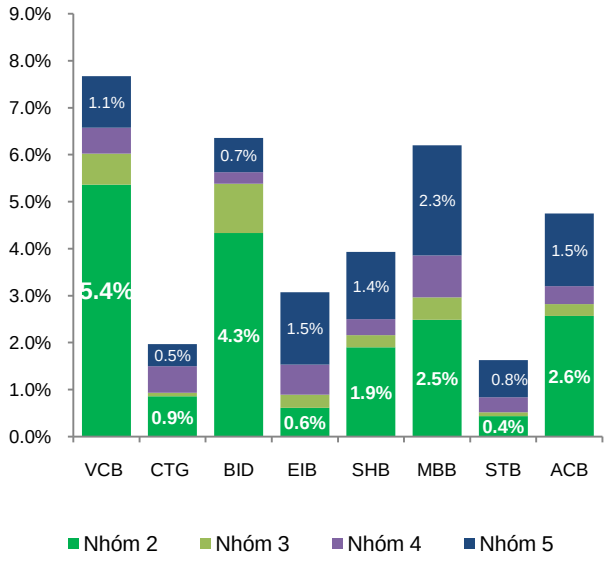


Nhờ kiểm soát được chất lượng tín dụng, tỷ lệ nợ xấu của VCB luôn ở mức vừa phải, tại thời điểm 31/12/2014 tỷ lệ nợ xấu của VCB ở mức **2.31%.** Đến 1Q2015, tỷ lệ nợ xấu của VCB duy trì tốt ở mức 2.30% trong khi một số ngân hàng khác đang tăng tỷ lệ nợ xấu lên trong quý 1 như CTG, MBB, STB và ACB.

Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu các NH



Hình 5: Phân loại các nhóm nợ các NH – FY2014



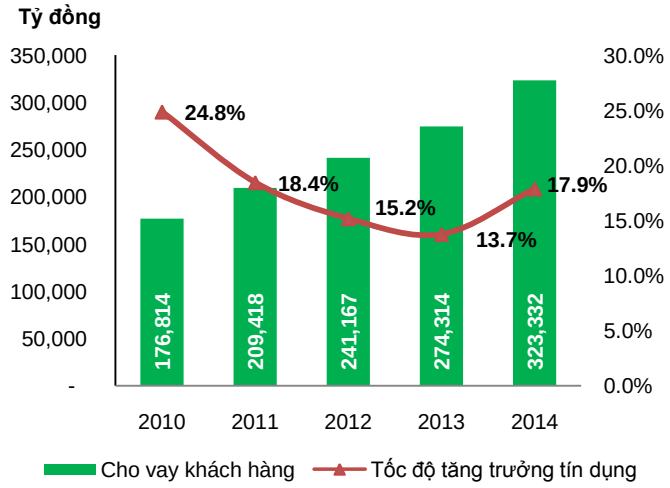
VCB là ngân hàng rất chú trọng trong công tác kiểm soát chất lượng tín dụng. Từ nhiều năm qua tỷ lệ nợ dưới tiêu chuẩn (nợ nhóm 2) trên tổng dư nợ của VCB luôn cao hơn trung bình ngành thể hiện sự chủ động trong quản trị rủi ro tín dụng của ngân hàng, từ đó giúp tạo áp lực tốt cho vấn đề xử lý nợ xấu từ rất sớm.

Tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 17.9% nhờ vào chiến lược đẩy mạnh mảng bán lẻ và lãi suất cho vay cạnh tranh

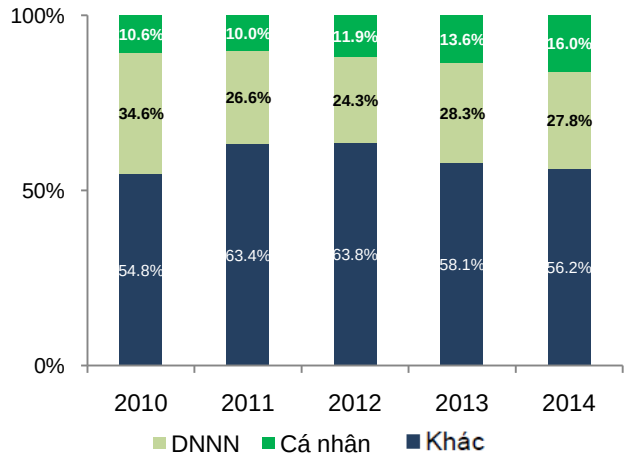
Chiến lược đẩy mạnh bán lẻ giúp tăng trưởng cho vay khách hàng cá nhân đạt 28.9% trong giai đoạn 2010-2014

Dư nợ tín dụng năm 2014 đạt 323,332 tỷ đồng, tăng 17.9% so với cùng kỳ năm ngoái, và đạt tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2010-2014 là **16.3%**/năm. Tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2014 của VCB tiếp tục cao hơn tăng trưởng của toàn hệ thống trong năm 2014 là **14.5%**.

Hình 6: VCB – Tốc độ tăng trưởng tín dụng



Hình 7: VCB- Phân loại dư nợ tín dụng



Cơ cấu tín dụng phân loại theo đối tượng khách hàng tiếp tục dịch chuyển tích cực theo đúng định hướng của VCB nhằm đẩy mảnh hoạt động bán lẻ và giảm tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Theo đó, tỷ trọng dư nợ cho vay cá nhân liên tục tăng trong giai đoạn 2010-2014 và đạt tốc độ tăng trưởng kép cao nhất với **28.9%/năm** và chiếm **16.3%** tổng dư nợ năm 2014**.**

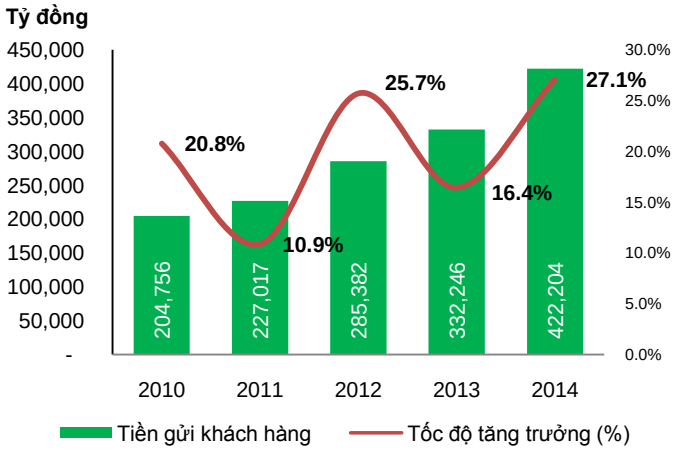
Cho vay khách hàng	% Tăng/giảm FY2014/2013	CAGR 2010-2014
Cá nhân	**38.6%**	**28.9%**
DNNN	16%	10.1%
Khác	13.9%	17.0%
Tổng dư nợ	**17.9%**	**16.3%**

Lãi suất cho vay cạnh tranh nhờ huy động được nguồn vốn giá rẻ

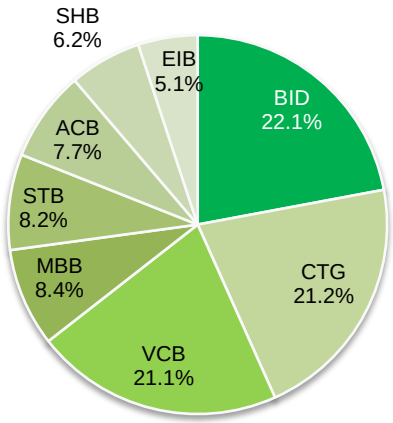
VCB thu hút được nguồn giá rẻ trên thị trường chủ yếu nhờ vào **(1) lợi thế thị phần huy động lớn và (2) *dẫn đầu về huy động nguồn vốn không kỳ hạn cũng như vàng, ngoại tệ:***

(1) Ldẫn đầu về huy động nguồn vốn kh: Huy đu về huy động nguồn vốn không kỳ hạn cũng như vàng, ngoại tệng khi đó cho vay khối DNNN **(21.1%)** trong s về huy động nguồn vốn không kỳ hạn cũng như vàng, ngoại tệng khi đó cho vay khối DNNN giảm xuống còn 25.3% (cùng kỳ năm ngoái **%**). Thg s về huy động nguồn vốn không kỳ hạn cũng như vàng, ào, tạo dựng uy tín thương hiệu tốt, từ đó thu hút ngày càng nhiều nguồn tiền nhàn rỗi, đặc biệt là lượng tiền gửi không kỳ hạn.

Hình 8: VCB - Huy động Tiền gửi khách hàng

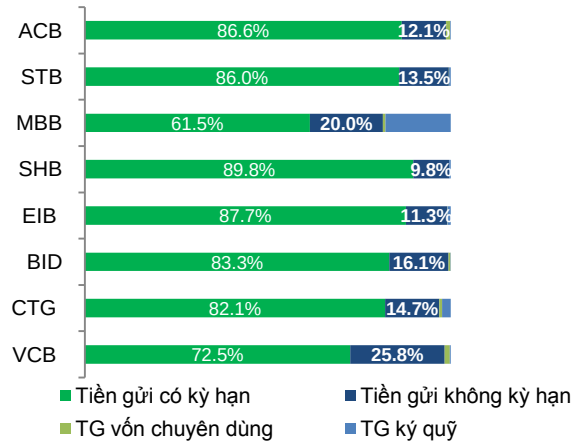


Hình 9: Thị phần tiền gửi KH cá NH niêm yết- FY 2014

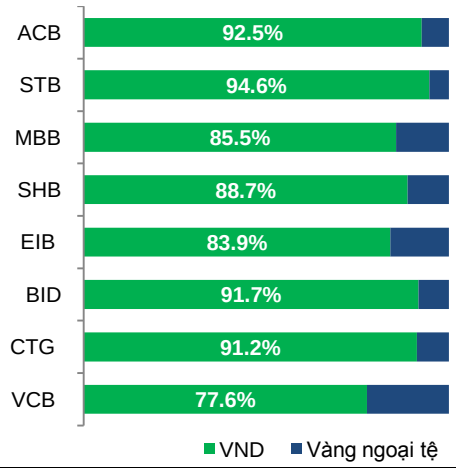


(2) Dẫn đầu về huy động tiền gửi không kỳ hạn vàng ngoại tệ: VCB có lượng tiền gửi không kỳ hạn chiếm khoảng **26%** tổng tiền gửi khách hàng, cao nhất hệ thống hiện nay nhờ vào uy tín thương hiệu tốt. Đồng thời, huy động vốn bằng vàng, ngoại tệ của ngân hàng chiếm **22.4%** tổng tiền gửi, dẫn đầu hệ thống nhờ vào lợi thế là một ngân hàng thanh toán quốc tế có mạng lưới rộng khắp. Đây là các kênh huy động vốn giá rẻ, giúp giảm lãi suất huy động bình quân của VCB, từ đó giúp lãi suất cho vay bình quân của ngân hàng cạnh tranh hơn trên thị trường. Ngoài ra lượng ngoại tệ dồi dào cũng là một lợi thế canh tranh, thu hút khách hàng của VCB so với các ngân hàng khác.

Hình 10: VCB – Phân loại Tiền gửi khách hàng - FY2014

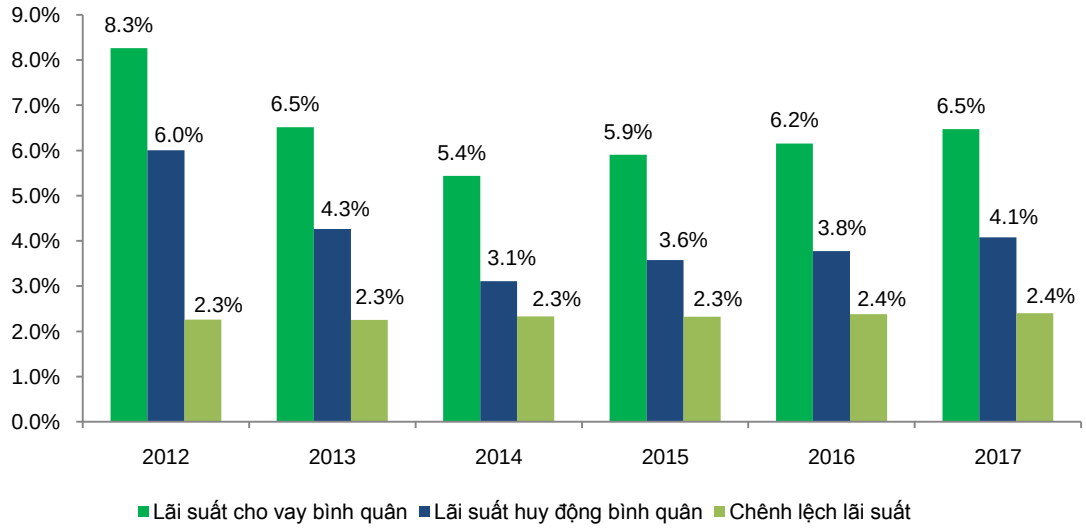


Hình 11: Phân loại Tiền gửi khách hàng - FY2014



Trong giai đoạn 2012-2014, mặc dù lãi suất giảm, nhưng do VCB huy động được ***nguồn vốn giá rẻ tương ứng nên chênh lệch lãi suất cho vay và huy động luôn duy trì ở mức ổn định.***

Hình 12: VCB - Lãi suất huy động và lãi suất cho vay

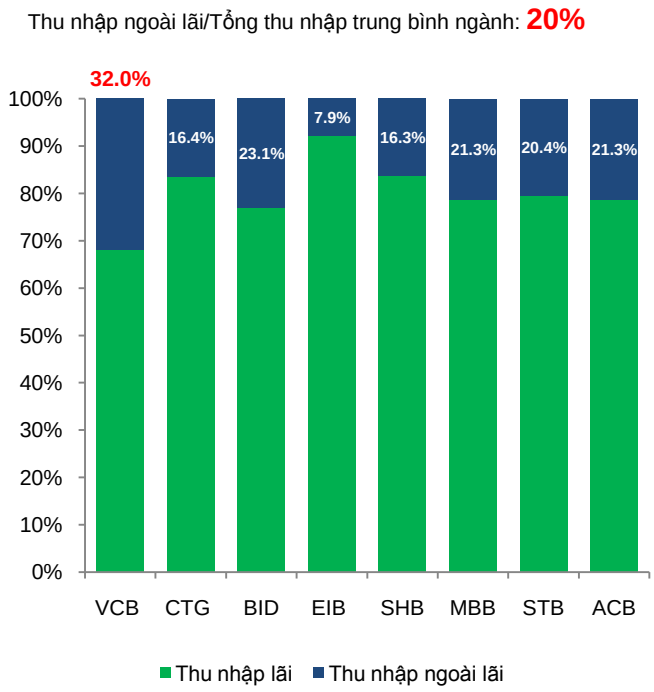


Với kết quả đạt được nêu trên, trong năm 2015 VCB tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng là 16%, cao hơn so với hệ thống là 13-15%. Chúng tôi dự báo tín dụng của VCB trong giai đoạn 2015-2017 sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào (1) tiếp tục đẩy mạnh tăng trưởng cho vay mảng ngân hàng bán lẻ theo định hướng trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu và (2) đẩy mạnh cho vay các tổ chức kinh tế đang có nhu cầu tiếp cận nguồn vốn ngày càng cao trong bối cảnh nền kinh tế đã bắt đầu có sự tăng trưởng trở lại.

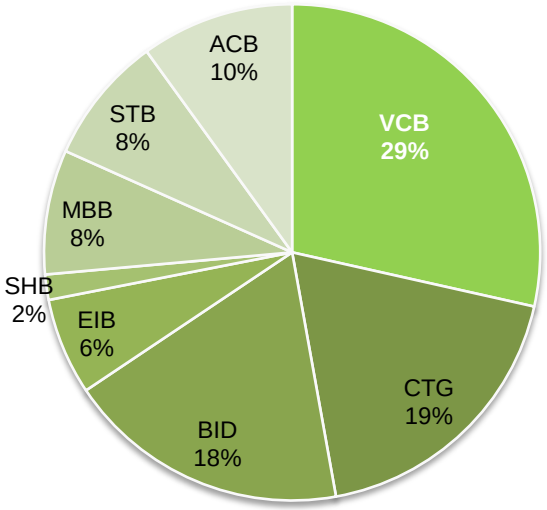
Nguồn thu nhập đa dạng

So với các ngân hàng khác, ngoài thu nhập từ lãi, VCB có nguồn thu nhập đa dạng hơn đóng góp từ nhiều mảng kinh doanh như dịch vụ thanh toán, giao dịch ngoại hối, dịch vụ thẻ tiêu dùng, kinh doanh chứng khoán… Thu nhập ngoài lãi chiếm trong năm 2014 của VCB chiếm đến 32% trong tổng thu nhập của VCB, **cao hơn so với trung bình ngành ở mức 20%.** Trong đó, VCB cũng là ngân hàng dẫn đầu thị phần dịch vụ thanh toán hiện nay với **29% thị phần trong số các ngân hàng niêm yết**.

Hình 13: Cơ cấu thu nhập hoạt động các NH- FY2014



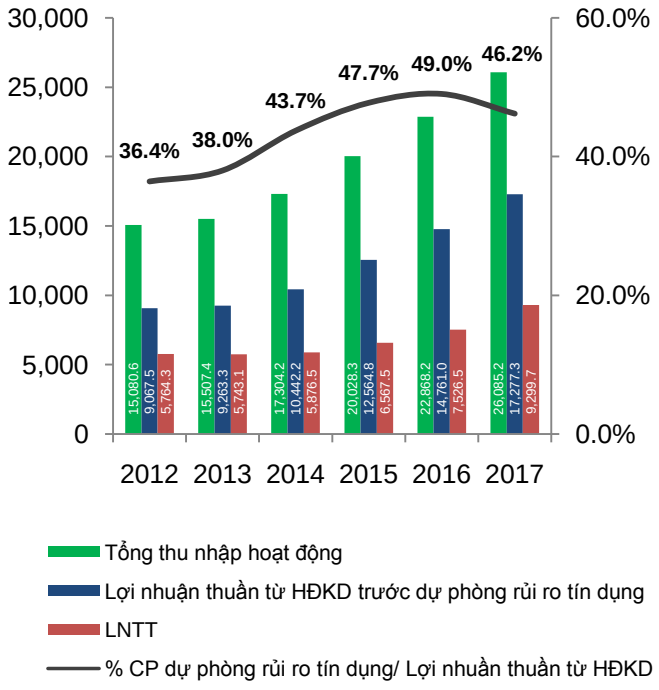
Hình 14: Thị phần dịch vụ thanh toán các NH - FY2014



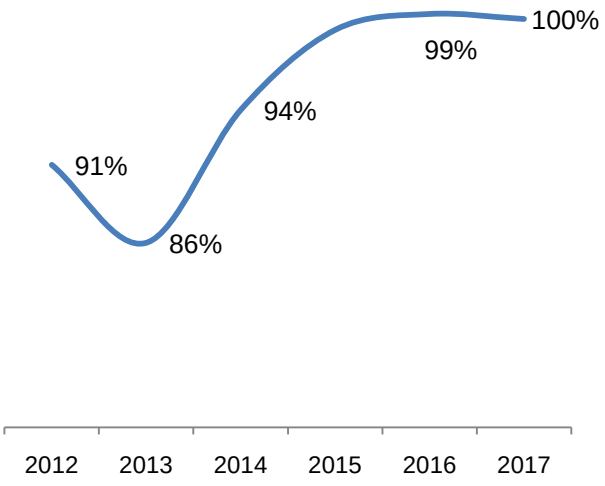
Trích lập dự phòng bằng một nửa lợi nhuận

Trong năm 2014, lợi nhuận trước dự phòng của VCB đạt 10,442.2 tỷ, tăng 17.6% so với cùng kỳ. Mặc dù trích lập dự phòng nợ xấu lên đến 4,565 tỷ, tăng 29.7% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận sau dự phòng còn lại là 5,876.5 tỷ, tăng 9.3% so với cùng kỳ. Tỷ lệ dự phòng nợ xấu trên mức nợ xấu tăng lên **94%** trong năm 2014 so với mức **86%** trong năm 2013. Trong quý 1 2015, VCB tiếp tục trích lập dự phòng 1,517 tỷ, lợi nhuận sau dự phòng đạt 1,455 tỷ.

Hình 15: VCB - Thu nhập hoạt động và lợi nhuận



Hình 16: VCB - Tỷ lệ dự phòng nợ xấu/Nợ xấu



Việc tăng tốc dự phòng ở các ngân hàng được cho là chịu tác động của TT 02 và văn bản sửa đổi (TT 09). Theo đó từ 1/1/2015 các ngân hàng đã phải phân loại nợ theo xếp hạng của CIC, vốn chặt chẽ và khắt khe hơn trước đây. Động thái này cũng là bước đệm khi quyết định 780 về cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ hết hiệu lực từ 1/4/2015. Theo NHNN có khoảng 300 nghìn tỷ đồng nợ đã được cơ cấu theo quy định này.

Hiệu quả hoạt động cao

VCB đang nằm trong top ngân hàng có tỷ số lợi nhuận hiệu quả nhất, tiêu biểu là lợi nhuận sau thuế/Số lượng nhân viên và chi phí hoạt động/thu nhập hoạt động (cost- to - income ratio - CIR).

VCB	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CIR	41.2%	41.8%	40.1%	37.7%	35.6%	33.9%
ROA	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%
ROE	10.6%	10.3%	10.6%	11.1%	13.0%	14.0%
LNST/SLNV (TriệuVND/người/tháng)	26.9	26.5	27.1	29.3	35.7	40.4

Một số chỉ tiêu hiệu quả hoạt động năm 2014 các NH niêm yết

Ngân hàng	CIR
MBB	37.8%
BID	40.0%
VCB	40.1%
CTG	47.1%
SHB	50.0%
STB	54.1%
ACB	64.0%
EIB	69.1%

Ngân hàng	LNST/ SLVN (triệu đồng/tháng)
MBB	31.6
VCB	27.5
CTG	24.0
BID	22.1
STB	15.2
SHB	12.5
ACB	8.6
EIB	0.8

Ngân hàng	ROA
MBB	1.30%
STB	1.26%
CTG	0.92%
VCB	0.88%
BID	0.83%
ACB	0.55%
SHB	0.51%
EIB	0.03%

Ngân hàng	ROE
MBB	15.1%
BID	15.0%
STB	12.6%
VCB	10.59%
CTG	10.4%
ACB	7.6%
SHB	7.6%
EIB	0.4%

ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu VCB theo phương pháp so sánh dựa trên mức **P/PPOP** và **P/B**. Chúng tôi dùng P/PPOP (Pre provision operating profit – Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng nợ xấu) thay cho P/E nhằm loại trừ mức độ ảnh hưởng khác nhau của chi phí dự phòng nợ xấu đến lợi nhuận của các ngân hàng.

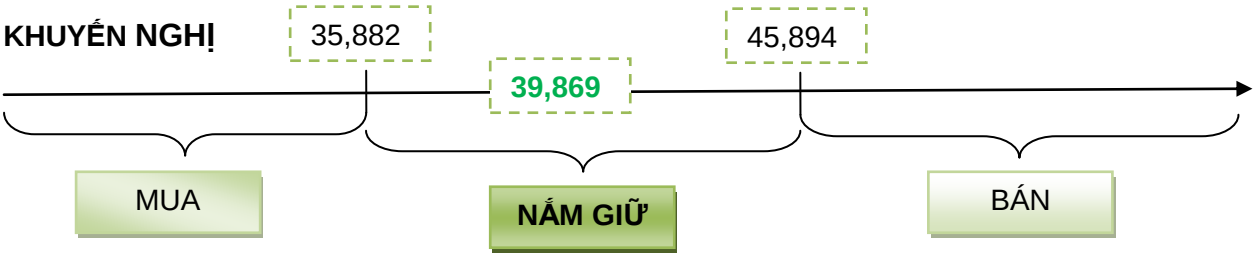
Mã	Vốn hoá (Tỷ VND)	P/PPOP	P/B	ROE (%)	ROA(%)
ACB	19,971.9	8.6	1.5	4.4	0.31
STB	22,862.2	5.7	1.1	14.3	1.41
BID	59,597.5	4.3	1.7	13.6	0.77
CTG	72,978.7	6.2	1.3	8.8	0.81
VCB	116,194.9	10.8	2.6	10.6	0.88
Trung bình		**6.2**	**1.4**	**10.3**	**0.83**

Sau khi áp dụng tỷ lệ phụ trội (premium) cho VCB dựa trên **(1)** vị thế và năng lực cạnh tranh và **(2)** vấn đề phân loại và xử lý nợ xấu của VCB tốt hơn so với các ngân hàng khác, chúng tôi đưa ra P/PPOP và P/B mục tiêu của VCB cao hơn trung bình ngành với giá trị lần lượt là **8.7x và 2.0x.**

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

Trong mô hình dự báo của chúng tôi, BVPS và PPOP/sh năm 2015 lần lượt đạt **17,181 đ/cp và 4,895 đ/cp**. Theo đó, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu theo cho hai phương pháp P/B và P/PPOP lần lượt là **33,871 đ/cp và 42,440 đ/cp**. Với giả định tỷ trọng 2 phương pháp P/B và P/PPOP lần lượt là 30% và 70%, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu VCB là **39,869 đ/cp**. Hiện nay giá cổ phiếu VCB đang giao dịch cao hơn **8.6%** so với mức giá mục tiêu, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Phương pháp – (đồng/CP)	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Giá theo pp P/PPOP - 8.7x	**42,440**	**49,706**	**57,942**
PPOP/sh (đồng/CP)	*4,895*	*5,733*	*6,682*
Giá theo pp P/B - 2.0x	**33,871**	**36,335**	**39,845**
BVPS (đồng/CP)	*17,181*	*18,431*	*20,211*
GIÁ MỤC TIÊU	***39,869***	***45,695***	***52,513***



TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng kết quả HĐKD (tỷ đồng)	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Thu nhập lãi thuần	10,941.1	10,782.4	11,774.5	14,435.4	16,797.1	19,458.8
Thu nhập ngoài lãi	4,139.6	4,725.0	5,529.7	5,593.0	6,071.1	6,626.4
Thu nhập thuần từ HĐKD	15,080.6	15,507.4	17,304.2	20,028.3	22,868.2	26,085.2
Chi phí hoạt động	(6,013.1)	(6,244.1)	(6,861.9)	(7,463.6)	(8,107.2)	(8,807.9)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước dự phòng rủi ro tín dụng	9,067.5	9,263.3	10,442.2	12,564.8	14,761.0	17,277.3
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(3,303.2)	(3,520.2)	(4,565.8)	(5,997.3)	(7,234.5)	(7,977.5)
Tổng lợi nhuận trước thuế	5,764.3	5,743.1	5,876.5	6,567.5	7,526.5	9,299.7
Thuế TNDN	(1,343.3)	(1,365.5)	(1,265.0)	(1,444.8)	(1,505.3)	(1,859.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23.5)	(19.5)	(19.2)	(21.3)	(25.1)	(31.0)
Tổng lợi nhuận sau thuế	4,397.5	4,358.1	4,592.3	5,101.3	5,996.1	7,408.8

Bảng CĐKT (Tỷ đồng)	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Tiền mặt	5,627.3	6,059.6	8,323.4	9,655.1	11,296.5	13,329.9
Tiền gửi tại NHNN	15,732.1	24,843.6	13,267.1	13,684.0	14,114.0	14,557.5
Tổng cho vay	306,880	366,051	469,399	525,723	622,629	742,385
Chứng khoán	79,042.2	64,795.1	77,225.7	104,099.2	109,368.2	115,075.3
Tài sản sinh lãi khác	-	-	-	-	-	-
Tổng dự phòng	(5,278.2)	(6,450.8)	(7,043.0)	(7,605.3)	(8,711.1)	(9,730.8)
Tổng đầu tư	3,020.8	3,041.8	3,546.2	4,078.1	4,689.8	5,393.3
Tài sản cố định	3,660.3	4,085.7	4,445.6	4,949.1	5,519.9	6,167.8
Tài sản khác	5,803.8	6,567.7	7,824.9	8,998.6	10,348.4	11,900.7
Tổng tài sản	**414,488.3**	**468,994.0**	**576,988.8**	**663,581.6**	**769,255.2**	**899,078.3**
Tiền gửi khách hàng	287,409.3	334,259.2	424,412.4	492,185.9	575,687.4	679,097.4
Tiền gửi các TCTD	34,066.4	44,044.3	43,313.1	49,810.0	57,281.5	65,873.8
Nợ phát sinh lãi khác	24,811.9	32,622.4	54,093.1	62,207.0	71,538.1	82,268.8
Tổng nợ phát sinh lãi	*346,287.5*	*410,925.9*	*521,818.6*	*604,203.0*	*704,507.1*	*827,239.9*
Tổng nợ không phát sinh lãi	*26,502.0*	*15,532.4*	*11,671.7*	*13,422.5*	*15,435.8*	*17,751.2*
Tổng nợ phải trả	**372,789.6**	**426,458.3**	**533,490.3**	**617,625.4**	**719,942.9**	**844,991.1**
Vốn điều lệ	23,174.2	23,174.2	26,650.2	26,650.2	26,650.2	26,650.2
Thặng dư vốn cổ phần	9,201.4	9,201.4	5,725.3	5,725.3	5,725.3	5,725.3
Lợi nhuận chưa phân phối	6,138.2	6,290.6	6,627.4	9,063.7	12,394.8	17,138.6
Các quỹ khác	3,033.1	3,719.9	4,347.8	4,347.8	4,347.8	4,347.8
Tổng vốn sở hữu	**41,546.9**	**42,386.1**	**43,350.7**	**45,787.0**	**49,118.1**	**53,861.9**
Lợi ích cổ đông thiểu số	151.9	149.6	147.9	169.2	194.2	225.2
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	**414,488.3**	**468,994.0**	**576,988.8**	**663,581.6**	**769,255.2**	**899,078.3**

Chỉ số	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015E	FY2016E	FY2017E
Tài sản sinh lãi / Tổng tài sản	97.0%	97.1%	97.3%	97.3%	97.3%	97.4%
VCSH/Tổng tài sản	10.0%	9.0%	7.5%	6.9%	6.4%	6.0%
LDR	82.7%	80.6%	74.9%	75.0%	75.1%	75.1%
NIM	2.8%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
ROA	1.1%	1.0%	0.88%	0.82%	0.8%	0.9%
ROE	10.6%	10.3%	10.6%	11.1%	12.2%	13.8%
Tỷ lệ nợ xấu	2.4%	2.7%	2.3%	2.0%	2.0%	1.8%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được thực hiện bởi Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) dựa trên các thông tin được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân mà không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư chỉ nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin trong báo cáo này.

DAS có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng DAS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.