



Ngân 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 (2026)

VND 72,000

Giá hiện tại (03/11/25)

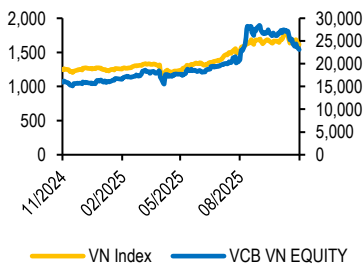
VND 59,300

Suất sinh lời

21.4%

VNINDEX	1,617
P/E thị trường (Forward)	13.8
Vốn hóa (tỷ VND)	495,492
SLCP đang lưu hành (triệu)	8,356
SLCP tự do giao dịch (triệu)	2,105
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	25.2
52 tuần cao/thấp (VND)	70,60/52,00
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.58
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	490
Sở hữu nước ngoài (%)	21.56

Cổ đông lớn (%)	NHNN	74.80	
	Mizuho	15.0	
Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-1.5	3.5	-5.2
Tg đối với VN-Index (%)	-9.6	-28.4	-34.0



Nguồn: Bloomberg

Phương Nguyễn, CFA

(84-28) 6299-9004

phuong.nd@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Chất lượng tài sản duy trì hàng đầu

Cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 72,000 đồng

Ngân 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. Trong nhiều năm, VCB được biết đến với chất lượng tài sản và tệp khách hàng dẫn đầu thị trường. VCB đặt mục tiêu duy trì số 1 về quy mô lợi nhuận và ngày một chuyển dịch theo hướng gia tăng tỷ trọng thu nhập phi tín dụng. Với phương pháp thu nhập thẳng 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 2026 ở mức 72,000 đồng.

Kết quả kinh doanh 9T/2025

Tăng trưởng tín dụng VCB (không tính phần cho vay chuyển sang cho VCB NEO) tới cuối Q3/2025 đạt mức tăng 12.5% Ytd, cao hơn cùng kỳ năm trước (ở mức 10.3%). Tăng trưởng cho vay khách hàng doanh nghiệp chiếm 49% danh mục cho vay của VCB, tăng trưởng 11% Ytd. Mảng khách hàng cá nhân tăng trưởng tốt với sản phẩm tiêu dùng (+30% Ytd) và cho vay mua nhà (+16% Ytd). Trong khi đó tín dụng mảng hộ kinh doanh tăng trưởng âm trong 9T/2025.

Tỷ lệ nợ xấu cuối Q3/2025 ở mức 1.03%. Tiếp tục dẫn đầu toàn ngành, nợ xấu nhóm cá nhân ở mức 0.9%, trong khi đó nợ xấu KHDN ở mức 1.2%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 202%, cao hơn đáng kể so với trung bình ngành. Thu hồi nợ xấu 9T/2025 ở mức 2.8 nghìn tỷ đồng, tăng 34% YoY nhờ giao dịch thị trường bất động sản ấm trở lại.

NIM (TTM) của VCB cuối Q3/2025 giảm nhẹ về mức 2.7% trong bối cảnh chi phí vốn tăng nhẹ trở lại và toàn ngành cạnh tranh về lãi suất để đẩy mạnh tín dụng. CIR duy trì ổn định ở mức 33%.

Thu nhập lãi 9T/2025 đạt 42,505 tỷ đồng (+2.3% YoY). Thu nhập ngoài lãi 9T/2025 tăng trưởng 14.8% YoY, đến từ hoạt động ngoại hối, danh mục chứng khoán đầu tư và thu nhập khác từ xử lý nợ xấu. Thu nhập phí giảm nhẹ do VCB đã hoàn tất ghi nhận upfront fee từ bảo hiểm trong năm 2024.

Lợi nhuận trước thuế 9T/2025 đạt 33,133 tỷ đồng (+5% YoY).

Triển vọng năm 2025-2026

Các giả định chính cho kết quả kinh doanh 2025-2026 của VCB: Tăng trưởng tín dụng đạt 15-16% cho giai đoạn 2025-2026; NIM được điều chỉnh giảm về 2.6-2.7%; tỷ lệ NPL năm 2025 và 2026 ở quanh mức 1.0%; chi phí rủi ro tín dụng/ tổng tín dụng năm 2025-2026 ở mức 0.3-0.4%, LNTT năm 2025 và 2026 đạt mức tăng trưởng lần lượt 7.6% YoY và 12.3% YoY.

Rủi ro: (1) Tỷ giá tiếp tục gặp áp lực, chi phí vốn ngân hàng tăng nhanh hơn dự báo khiến NIM tiếp tục giảm (2) Nợ xấu tăng nhanh gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng rủi ro.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	42,273	53,246	53,621	55,406	59,688	68,402
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	14,357	14,836	14,103	13,173	16,571	21,120
Tổng thu nhập (tỷ VND)	56,630	68,083	67,723	68,578	90,611	89,522
Các chi phí hoạt động và chi phí dự phòng	(29,144)	(30,724)	(26,480)	(26,342)	(30,816)	(38,463)
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	27,486	37,359	41,244	42,236	45,443	51,059
Tăng trưởng cho vay khách hàng	14.4%	19.2%	10.9%	14.1%	16.0%	16.0%
NIM	3.15%	3.40%	3.05%	2.86%	2.68%	2.64%
ROE	21.64%	24.19%	21.57%	18.34%	16.71%	15.91%

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

Tóm tắt cuộc họp nhà đầu tư Q3/2025

Tăng trưởng tín dụng khả quan

VCB duy trì mức tăng trưởng cho vay mục tiêu cả năm 2025 ở mức trên 16%, phù hợp với mục tiêu đã được cổ đông thông qua vào tháng 4.

- Phân khúc doanh nghiệp chiếm 49% danh mục cho vay của VCB, tăng 9T/2025 11% Ytd. Phân khúc FDI tăng mạnh trong 9T/2025, tập trung vào ngành sản phẩm điện tử, chăn nuôi.
- Phân khúc cá nhân dẫn dắt bởi sản phẩm cho vay mua nhà và cho vay tiêu dùng
- Phân khúc hộ kinh doanh gặp khó khăn trong 9T/2025 do nhu cầu chậm lại vì các quy định mới về hộ kinh doanh trong tháng 7

Đẩy mạnh thu hồi nợ xấu

Trong Q3, VCB thu hồi được 900 tỷ đồng, tăng 18% YoY. Lũy kế 9 tháng thu hồi đạt 2.8 nghìn tỷ đồng, tăng 34% YoY. Mục tiêu cả năm thu hồi 3,000-3,500 tỷ đồng.

Xung quanh lo lắng liên quan tới điều tra trái phiếu doanh nghiệp: VCB có số dư trái phiếu thấp, chỉ chiếm 1.8% tổng huy động vốn và đã tuân thủ chặt chẽ các quy định, do đó kỳ vọng không có tác động nào từ các cuộc điều tra gần đây.

Kế hoạch huy động vốn

VCB có lợi thế về thương hiệu và kỳ vọng duy trì lãi suất tiền gửi ở mức cạnh tranh trong hệ thống trong hệ thống để đảm chi phí vốn ổn định. VCB tiếp tục tối ưu hóa cấu trúc nguồn vốn, thu hút CASA cao hơn và đa dạng hóa nguồn vốn.

Triển vọng kinh tế vĩ mô và lãi suất

Khoảng cách tín dụng – tiền gửi: tăng trưởng tín dụng tiếp tục có khoảng cách đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi do giải ngân đầu tư chậm (tiền bị giữ lại ở Kho bạc Nhà nước/NHNN) và tiền đi ra khỏi hệ thống (tăng nắm giữ tiền mặt, lỗi và sai sót trong cán cân thanh toán).

Triển vọng lãi suất kỳ vọng mặt bằng lãi suất đang ở mức thấp, kỳ vọng sẽ tăng trở lại trong thời gian tới. Do đặc tính mùa vụ về tăng trưởng tín dụng về cuối năm, chúng tôi kỳ vọng đà tăng này sẽ rõ nét trong Q4/2025.

Kỳ vọng tỷ giá sẽ mất giá khoảng 3-5% trong năm 2025. Tuy vậy, Fed đã cắt giảm lãi suất 2 lần và kỳ vọng 1 lần nữa vào tháng 12 sẽ giúp giảm áp lực lên thanh khoản và tỷ giá trong nước.

Dự thảo về xử lý tài sản đảm bảo là nhà ở duy nhất

NHNN đã đề xuất dự thảo nghị định không được thu giữ tài sản đảm bảo là nhà ở duy nhất để xử lý nợ xấu. Nếu được thông qua sẽ làm giảm năng lực xử lý tài sản đảm bảo của ngân hàng. Chính sách này có thể có tác động lớn đến ngân hàng cho vay nhiều có bất động sản thế chấp là nơi ở chính (cho vay thế chấp mua nhà).

VCB sẽ thích ứng bằng cách thắt chặt tiêu chí cho vay, dựa nhiều vào dòng tiền, điều chỉnh kỳ vọng thu hồi nợ. Nếu chính sách thông qua có thể làm gia tăng chi phí giải quyết và kéo dài thời gian thu hồi nợ.

Triển vọng tăng trưởng 2026

Mục tiêu tín dụng 2026: VCB dự kiến tốc độ tăng trưởng tương tự như năm 2025. Với động lực chính:

Với mảng doanh nghiệp: các ngành được chính phủ ưu tiên phát triển (như năng lượng, hạ tầng giao

thông) và bất động sản. VCB sẽ tập trung vào dự án có quy trình pháp lý rõ ràng từ các nhà phát triển uy tín

Bán lẻ: đẩy mạnh cho vay mua nhà và kinh doanh hộ kinh doanh.

Thu nhập phí: Kỳ vọng 2026 sẽ tăng trưởng dương trở lại từ nền tảng hoạt động thương mại, giao dịch ngân hàng và cải thiện hoạt động bancassurance (đã cho thấy dấu hiệu tích cực toàn ngành trong năm 2025).

NIM có thể cải thiện nhờ chuyển dịch danh mục cho vay sang trung và dài hạn và quản lý CASA hiệu quả. Tuy vậy, với đà tăng của chi phí vốn, chúng tôi đang giả định NIM ổn định thay vì phục hồi mạnh.

Phát hành riêng lẻ: Việc phát hành riêng lẻ sẽ được thực hiện trong phần còn lại của năm 2025 hoặc 2026 tùy thuộc vào điều kiện thị trường. VCB đang tiếp cận các nhà đầu tư tiềm năng.

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 2026 tới ở mức 72,000 đồng.

1) Trong ngắn hạn, chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu ở mức 2.8x (tương đương với mức trung bình P/B từ 2022-2025). Với BVPS dự báo năm 2026 ở mức 33,166 đồng, giá mục tiêu của VCB trong năm 2026 tới dự kiến sẽ vào khoảng 92,865 đồng.

2) Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, giá cổ phiếu năm 2026 ước tính là 58,180 đồng.

Chi phí vốn	
Chi phí vốn (%)	10.06
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.0
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.66
Beta	0.7

Phương pháp RI					
(Đơn vị: tỷ VND)	3M2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Chi phí vốn (%)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
Chi phí vốn sau 2029					10.06
LNST	9,790	40,847	48,793	57,464	67,778
Lợi nhuận thặng dư (RI)	4,316	15,018	18,454	21,779	25,792
Giá trị hiện tại RI	4,213	13,321	14,873	15,948	17,160

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	297,326
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

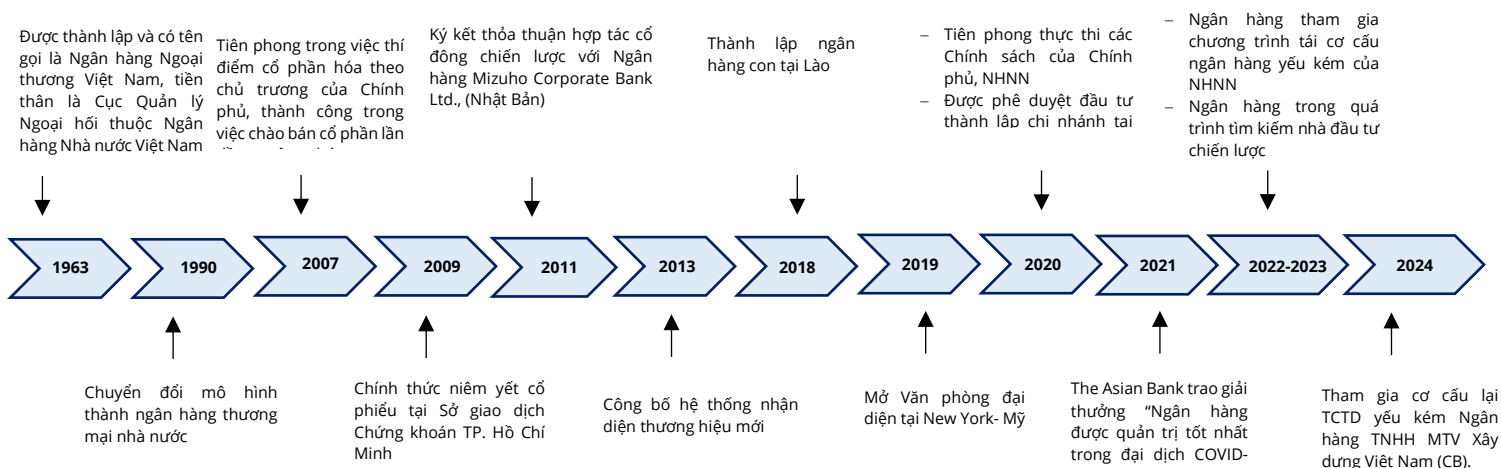
Giá trị hiện tại dài hạn	197,822
Giá trị hiện tại RI	65,517
Vốn ban đầu	222,792
Tổng giá trị	486,130
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	8.36
Giá mục tiêu (VND)	58,180

Định giá cổ phiếu		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	58,180
P/B target (2.8x)	40%	92,865
Giá mục tiêu (VND)		72,054

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

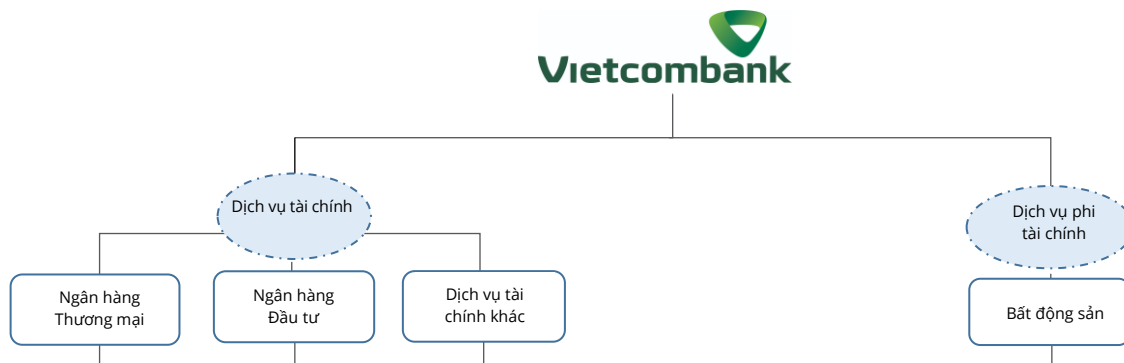
Tổng quan doanh nghiệp

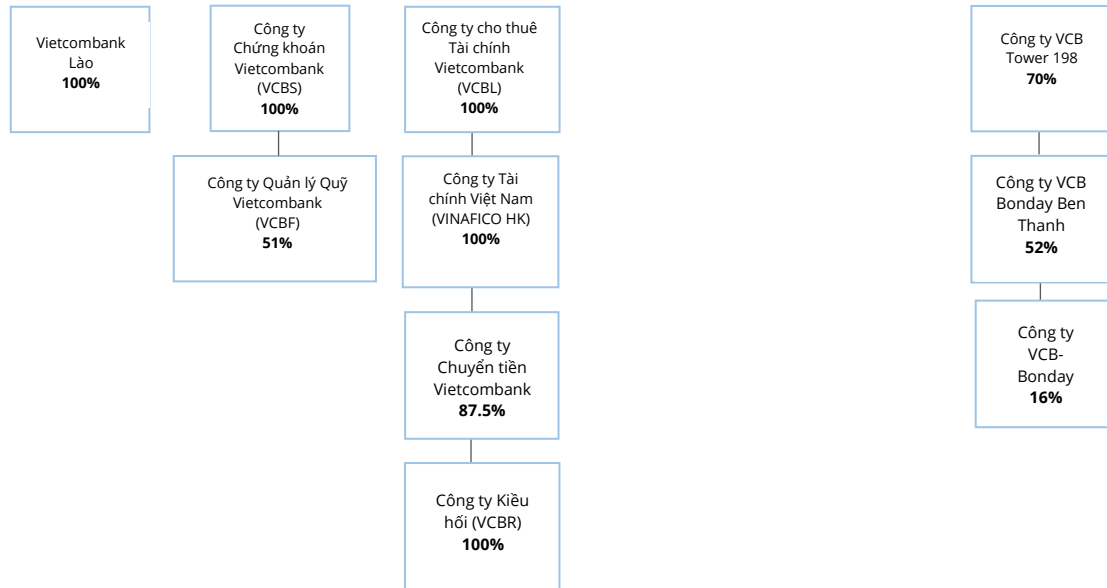
Lịch sử doanh nghiệp



Mô hình quản trị của VCB

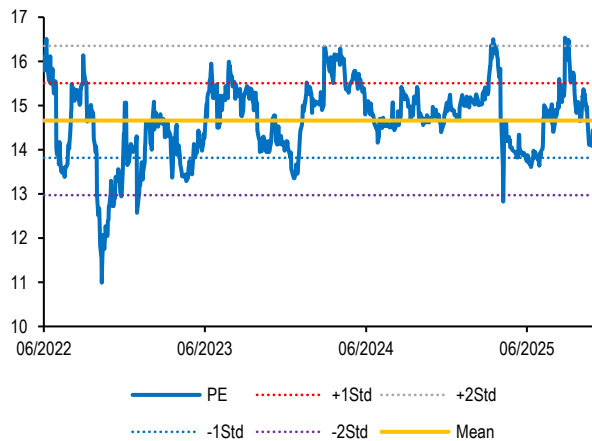
Vietcombank sở hữu nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính và phi tài chính, bao gồm:





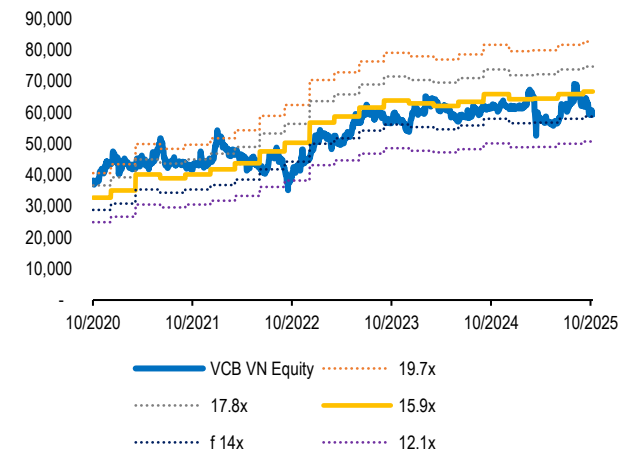
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VCB



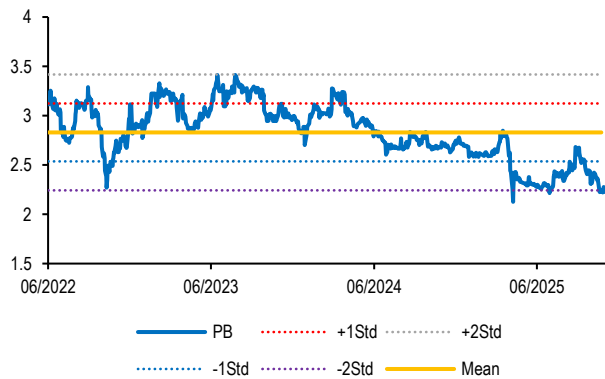
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của VCB



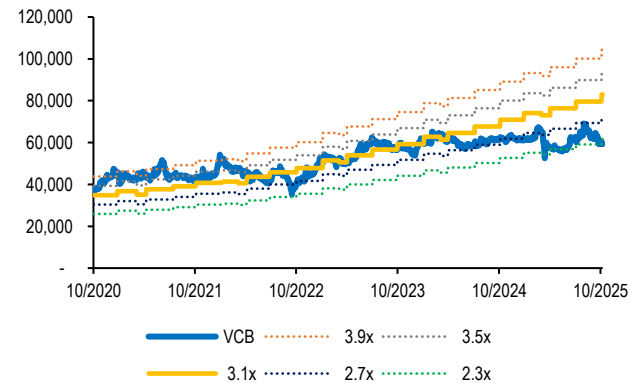
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VCB



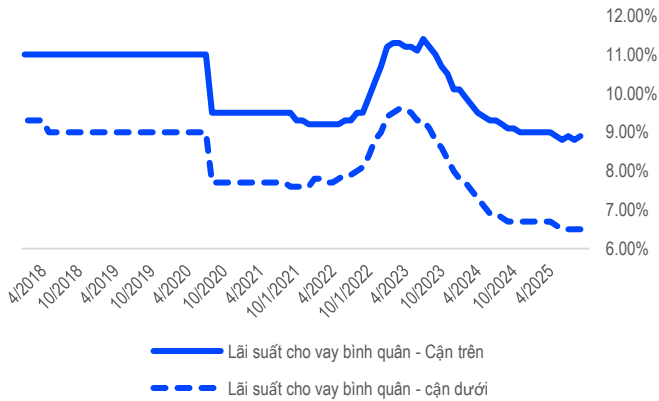
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR band của VCB



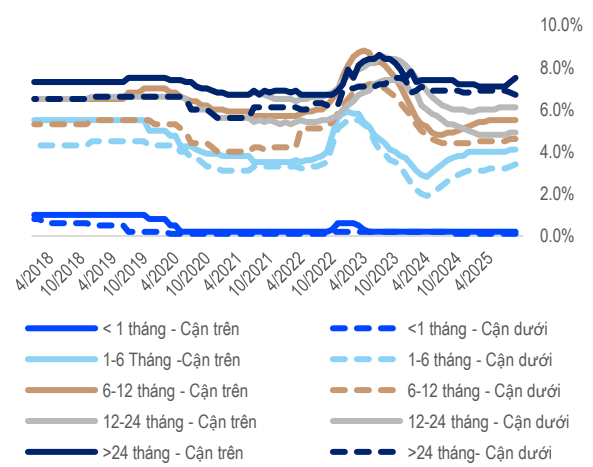
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam



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

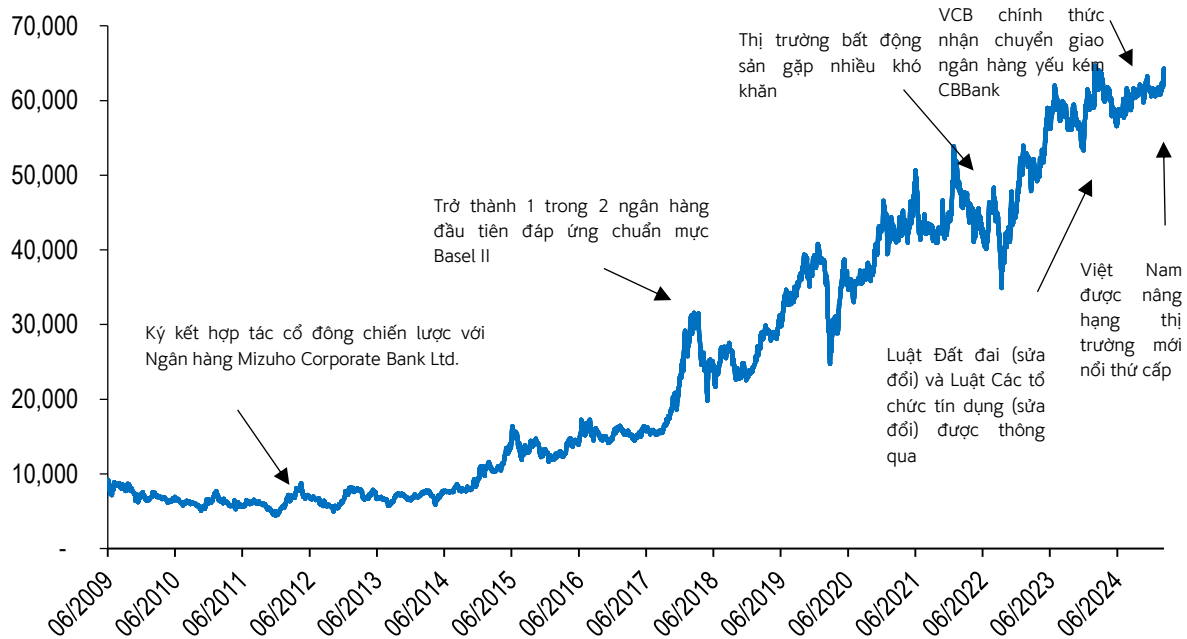
Lãi suất huy động bình quân tại Việt Nam



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

S

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)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	1,814,188	1,839,223	2,085,397	2,426,389	2,804,491
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	18,349	14,505	14,268	16,964	19,000
Tiền gửi tại NHNN	92,558	58,105	49,340	50,893	57,000
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	313,592	335,616	389,296	486,817	577,079
Chứng khoán kinh doanh	1,500	2,495	4,576	4,576	4,576
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	157	-	1,314	1,314	1,314
Cho vay khách hàng	1,120,287	1,241,675	1,418,037	1,646,622	1,910,081
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-	-
Chứng khoán đầu tư	196,171	145,780	167,383	174,427	186,627
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2,194	2,225	2,228	2,225	2,222
Tài sản cố định	7,985	7,708	8,093	7,985	7,878
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Tài sản Cố khác	61,397	31,114	30,862	34,565	38,713
Tổng nợ	1,676,200	1,670,680	1,886,441	2,190,110	2,527,365
Nợ chính phủ và NHNN	67,315	1,671	78,237	82,149	86,257
Tiền gửi và vay các TCTD khác	232,511	213,842	234,653	340,731	455,085
Tiền gửi của khách hàng	1,243,468	1,395,695	1,514,665	1,696,425	1,899,996
Các công cụ tài chính phái sinh, Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của CP và TCTD khác	3	118	1	1	1
Phát hành giấy tờ có giá	25,338	19,913	24,125	32,569	43,968
Các khoản nợ khác	107,564	39,442	34,760	38,236	42,060
Vốn chủ sở hữu	137,988	168,543	198,956	236,279	277,126
Vốn của tổ chức tín dụng	53,130	61,696	61,696	67,866	74,652
Quỹ của tổ chức tín dụng	18,133	22,562	27,453	42,503	48,626
Lợi nhuận chưa phân phối	67,500	85,174	110,679	125,791	153,702
Lợi ích của cổ đông thiểu số	88	94	96	120	146
Tổng cộng nguồn vốn	1,814,188	1,839,223	2,085,397	2,426,389	2,804,491

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	19.18	10.94	14.08	16.00	16.00
Tiền gửi của khách hàng	9.53	12.24	8.52	12.00	12.00
Vốn chủ sở hữu	26.46	22.14	18.04	18.76	17.29
Tổng tài sản	28.24	1.38	13.38	16.35	15.58
Thu nhập lãi thuần	25.58	0.70	3.33	7.73	14.60
Thu nhập ngoài lãi	3.58	(4.95)	(6.59)	25.80	27.46
PPOP	19.62	(2.19)	(0.56)	9.28	21.32
LNNT	36.44	10.37	2.41	7.59	12.36
LNST	36.37	10.48	2.42	7.39	12.36
Lợi nhuận (%)					
NIM	3.40	3.01	2.86	2.68	2.64
ROA	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
ROE	24.2	21.6	18.4	16.7	15.9
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	92.09	91.02	95.68	99.10	102.64
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	13.15	10.91	10.48	10.27	10.12
Tỷ lệ NPL (%)	0.68	0.98	0.96	1.00	1.00
Tỷ lệ LLR (%)	316.86	230.30	223.31	205.06	205.06
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	214.33	224.00	213.82	203.95	204.10
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	0.90	0.38	0.24	0.28	0.51
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	0.89	0.37	0.24	0.26	0.48
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	6,322	5,914	6,057	4,351	4,889
BPS	29,158	30,156	35,597	28,278	33,166
PPOP/share	9,896	8,196	8,150	5,957	7,228

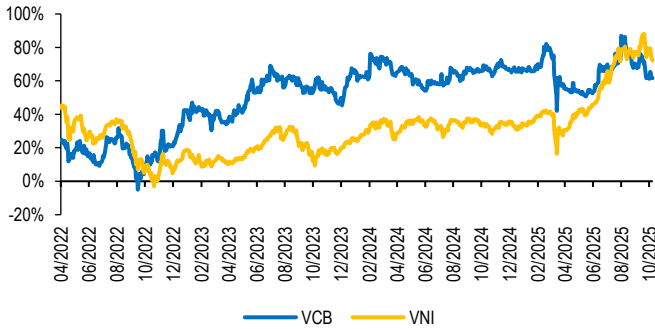
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

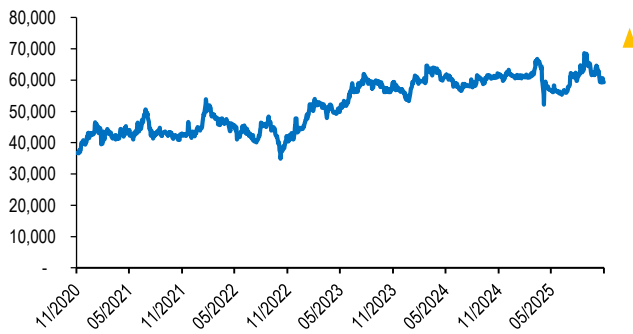
Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi	88,113	108,122	93,655	109,982	128,070
Chi phí lãi	(34,866)	(54,501)	(38,249)	(50,293)	(59,668)
Thu nhập lãi thuần	53,246	53,621	55,406	59,688	68,402
Từ hoạt động dịch vụ	6,839	5,780	5,137	4,695	7,262
Từ hoạt động kinh doanh ngoại hối vàng	5,768	5,660	5,292	7,043	8,170
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	(115)	124	62	-	-
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	82	-	3	-	-
Từ hoạt động khác	2,054	2,272	2,372	4,498	5,354
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	208	266	307	334	334
Tổng thu nhập ngoài lãi	14,836	14,103	13,173	16,571	21,120
Tổng thu nhập hoạt động	68,083	67,723	68,578	76,259	89,522
Chi phí hoạt động	(21,251)	(21,915)	(23,027)	(26,481)	(29,130)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	46,832	45,809	45,551	49,777	60,392
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(9,464)	(4,565)	(3,315)	(4,334)	(9,334)
Tổng lợi nhuận trước thuế	37,368	41,244	42,236	45,443	51,059
Thuế TNDN	(7,449)	(8,169)	(8,383)	(9,089)	(10,212)
Tổng lợi nhuận sau thuế	29,919	33,054	33,853	36,354	40,847
LNST thuộc về công ty mẹ	29,899	33,033	33,831	36,331	40,821

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	49,394	9.7	-9.9/28.8
07/03/2023 (BC cập nhật)	GIỮ	53,586	25.02	3.0/58.9
07/11/2023 (BC cập nhật)	MUA	71,926	40.02	15/80.6
07/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	73,199	21.19	8.9/36.6
03/11/2025 (BC cập nhật)	MUA	72,000	11.94	-2.8/31.9

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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ 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%	♦ 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