

**TECHCOMBANK - TCB**

**Khả Quan**

# Đón chờ tương lai tươi sáng vào 2024

Tài chính | CẬP NHẬT

Giá mục tiêu (12T)

VND43.400

Consensus\*: Mua:11 Giữ:4 Bán:1

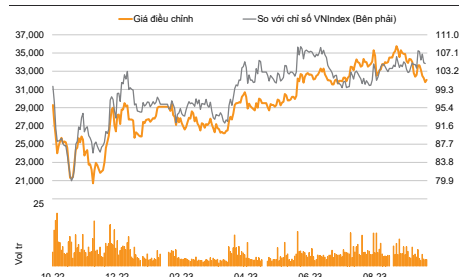
Giá mục tiêu / Consensus: 10,6%

## Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Thay đổi EPS 2023-24 lần lượt -16,4%/+12,2%

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| Khuyến nghị cũ          | Khả quan  |
| Giá mục tiêu cũ         | VND42.000 |
| Giá thị trường          | VND32.050 |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 35.750    |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 20.700    |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 184.771   |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 111.848   |
| Free float              | 77%       |
| Tỷ suất cổ tức          | 0.00%     |
| P/E trượt (x)           | 5,58      |
| P/B hiện tại (x)        | 1,00      |

## Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

## Cơ cấu sở hữu

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Tập đoàn Masan              | 15,0%  |
| Chủ tịch và người liên quan | 10,0%  |
| Nguyễn Cảnh Sơn             | 3,3%   |
| Khác                        | 71,70% |

Nguồn: VND RESEARCH

## Chuyên viên phân tích:



**Vũ Mạnh Hùng**

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

- LN ròng Q2/23 của TCB giảm 23,2% svck do chính sách hỗ trợ và lãi suất Mỹ tăng cao. LN 6T23 giảm 20,8% svck, hoàn thành 39% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng nửa cuối 2023 sẽ đạt 9.400 tỷ đồng (+6,4% svck) nhờ giảm chi phí vốn trong môi trường lãi suất thấp.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 43.400 đồng với chi phí vốn thấp hơn.

## NIM thu hẹp để hỗ trợ khách hàng gặp khó khăn

Thu nhập lãi thuần (NII) Q2/23 giảm 19,2% svck do NIM giảm 1,6 điểm % svck. Chi phí vốn (CoF) của TCB chứng kiến mức tăng mạnh 3,0% điểm svck, cao hơn so với ngành (+2,3 điểm % svck) do lãi suất của Mỹ tăng cao. Trong khi đó, lợi suất tài sản (AY) chỉ tăng 1,2 điểm % svck do áp dụng chính sách hỗ trợ khách hàng. Do đó, NIM đã giảm xuống 3,9% trong Q2/23 (-1,6% điểm svck). Thu nhập ngoài lãi Q2/23 là 3.030 tỷ đồng (-6,5% svck, +9,3% sv quý trước) do vắng bóng khoản hoàn nhập một lần dự phòng trái phiếu trong Q2/22 (396 tỷ đồng). Nhìn chung, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của TCB đạt 9.325 tỷ đồng (-15,5% svck) trong Q2/23.

## Tăng trích lập dự phòng để đối phó với rủi ro nợ xấu

Trong thời điểm khó khăn, TCB đã cố gắng tối ưu hóa chi phí hoạt động bằng cách giảm chi phí 12,7% svck trong Q2/23. Trong đó, số lượng nhân viên giảm xuống 11.742 vào cuối Q2/23 từ mức 12.014 vào cuối Q2/22. Kết quả là CIR của Q2/23 giảm xuống 30,8%, khiến xu hướng đi xuống tiếp tục kéo dài sau khi đạt mức cao nhất là 42,3% trong Q4/22. Ngoài ra, chất lượng tài sản trong Q2/23 suy giảm ở mức độ vừa phải với tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,1% (Q1/23: 0,8%; Q4/22: 0,9%), thấp hơn nhiều so với mức 2,1% của toàn ngành. Trong Q2/23, mặc dù chi phí dự phòng tăng mạnh (+93,4% svck; +51,0% sv quý trước), bộ đệm dự phòng có dấu hiệu suy yếu khi LLR giảm xuống 115,6% từ mức 133,8% trong Q1/23 do nợ xấu tăng mạnh (+27,0% sv quý trước). Nhìn chung, LN ròng của TCB giảm mạnh 23,2% svck xuống còn 4.455 tỷ đồng trong Q2/23.

## Vẫn còn nhiều thách thức chờ đợi trong nửa cuối 2023

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCB trong nửa cuối 2023 sẽ đạt ~9.400 tỷ đồng (+6,4% svck) do (1) tín dụng tăng 14,1% so với đầu năm trong năm 2023 nhờ môi trường lãi suất thấp; và (2) NIM đi ngang so với nửa đầu năm do các tác động trái chiều của môi trường lãi suất thấp trong nước trong khi Fed vẫn thắt chặt chính sách tiền tệ. Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng TCB có thể đạt LN ròng ~18.400 tỷ đồng (-8,8% svck) nhờ kỳ vọng NIM và tăng trưởng tín dụng lần lượt là 3,9% và 14,1% so với đầu năm. Trong năm 2024, LN ròng sẽ tăng vọt lên ~28.500 tỷ đồng (+55,1% svck) nhờ NIM tăng lên 5,8% do lãi suất hồi tố từ chính sách hỗ trợ.

## Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 43.400 đồng

Chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn cổ phần từ 15,4% xuống 15,0% do hệ số beta, lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn cổ phần thấp hơn do chênh lệch CDS của Việt Nam bị thu hẹp. Ngoài ra, chúng tôi đã thay đổi EPS 2023/24 lần lượt -16,4%/+12,2% do NIM điều chỉnh lần lượt là -1,0 điểm % và +0,8 điểm % so với dự báo trước đó. Như vậy, giá mục tiêu của chúng tôi đã tăng lên 43.400 đồng, tăng 3,6% so với mục tiêu trước đó của chúng tôi. Rủi ro tăng giá bao gồm thị trường bất động sản phục hồi sớm hơn. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) tăng trưởng cho vay yếu hơn dự kiến; (2) dự phòng nợ xấu cao hơn dự kiến; (3) tỷ giá và lãi suất USD cao hơn dự kiến; và (4) chậm thu hồi thu nhập lãi theo gói hỗ trợ khách hàng của ngân hàng.

| Tổng quan tài chính (VND)     | 12-21A  | 12-22A  | 12-23E  | 12-24E  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ)       | 26,699  | 30,290  | 25,887  | 43,911  |
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên   | 5.7%    | 5.3%    | 3.9%    | 5.8%    |
| Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ) | 37,076  | 40,913  | 37,610  | 56,583  |
| Tổng trích lập dự phòng (tỷ)  | (2,665) | (1,936) | (2,634) | (2,890) |
| LN ròng (tỷ)                  | 18,052  | 20,159  | 18,375  | 28,491  |
| Tăng trưởng LN ròng           | 46.5%   | 11.7%   | (8.8%)  | 55.1%   |
| EPS điều chỉnh                | 5,140   | 5,731   | 5,224   | 8,100   |
| BVPS                          | 26,264  | 31,985  | 36,907  | 45,022  |
| ROAE                          | 21.7%   | 19.7%   | 15.2%   | 19.8%   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Đón chờ tương lai tươi sáng vào 2024

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 43.400 đồng

Chúng tôi đã điều chỉnh tăng giá mục tiêu (+3,6% so với giá mục tiêu trước đó) do (1) giảm chi phí vốn cổ phần từ 15,4% xuống 15,0% do điều chỉnh lãi suất phi rủi ro, phần bù rủi ro và beta để phù hợp với CDS Việt Nam thấp hơn và (2) thay đổi EPS 2023/24 lần lượt -16,4%/+12,2% do NIM điều chỉnh lần lượt giảm -1,0% điểm/+0,8% điểm trong năm 2023-24 so với dự báo trước đó. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng ngang nhau của định giá thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 15,0%; tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/B mục tiêu là 1,2 lần năm 2023. Rủi ro tăng giá bao gồm thị trường bất động sản phục hồi sớm hơn. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) tăng trưởng cho vay yếu hơn dự kiến; (2) dự phòng nợ xấu cao hơn dự kiến; (3) tỷ giá và lãi suất USD cao hơn dự kiến; và (4) chậm thu hồi thu nhập lãi theo gói hỗ trợ khách hàng của ngân hàng.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

| Giá định chính                                       | 2023F         | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2027F  | Năm cuối |
|------------------------------------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| Lãi suất phi rủi ro                                  | 3,00%         | 3,00%  | 3,00%  | 3,00%  | 3,00%  | 3,00%    |
| Phần bù rủi ro                                       | 10,00%        | 10,00% | 10,00% | 10,00% | 10,00% | 10,00%   |
| Beta                                                 | 1,20          | 1,20   | 1,20   | 1,20   | 1,20   | 1,20     |
| Chi phí vốn chủ sở hữu                               | 15,0%         | 15,0%  | 15,0%  | 15,0%  | 15,0%  | 15,0%    |
| Tăng trưởng dài hạn<br>(tỷ đồng)                     |               |        |        |        |        | 3,00%    |
| Giá trị sổ sách đầu kỳ                               | 112.296       |        |        |        |        |          |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư               | 20.149        |        |        |        |        |          |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư<br>(năm cuối) | 16.881        |        |        |        |        |          |
| Giá trị vốn chủ sở hữu                               | 149.326       |        |        |        |        |          |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu<br>cp)        | 3.511         |        |        |        |        |          |
| Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)                            | <b>42.532</b> |        |        |        |        |          |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu

| Phương pháp                          | Tỷ trọng | Giá trị hợp lý<br>(đ/cp) | Đóng góp<br>(đ/cp) |
|--------------------------------------|----------|--------------------------|--------------------|
| Thu nhập thặng dư                    | 50%      | 42.532                   | 21.266             |
| Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2023)     | 50%      | 44.288                   | 22.144             |
| Giá mục tiêu (đ/cp)                  |          |                          | 43.410             |
| <b>Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)</b> |          |                          | <b>43.400</b>      |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 04/10/2023)

| Ngân hàng                  | Mã Bloomberg  | Giá           | Giá mục       | Khuyến nghị     | Vốn hóa    | P/B (x)    |            | P/E (x)    |            | Tăng trưởng kép EPS 3 năm | ROE %        |              | ROA %       |             |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                            |               | đóng cửa      | tiêu          |                 |            | 2023       | 2024       | 2023       | 2024       | %                         | 2023         | 2024         | 2023        | 2024        |
|                            |               | Nội tệ        | Nội tệ        |                 | Tỷ USD     |            |            |            |            |                           |              |              |             |             |
| Vietcombank                | VCB VN        | 86.300        | 91.000        | Khả quan        | 20,5       | 2,5        | 2,1        | 12,3       | 11,0       | 11,4%                     | 19,3%        | 18,8%        | 1,6%        | 1,6%        |
| VPBank                     | VPB VN        | 21.000        | 26.100        | Khả quan        | 6,0        | 1,3        | 1,1        | 8,1        | 6,6        | 36,5%                     | 16,3%        | 17,0%        | 2,5%        | 2,5%        |
| <b>Techcombank</b>         | <b>TCB VN</b> | <b>32.250</b> | <b>43.400</b> | <b>Khả quan</b> | <b>4,8</b> | <b>0,9</b> | <b>0,7</b> | <b>6,2</b> | <b>4,0</b> | <b>18,9%</b>              | <b>15,2%</b> | <b>19,8%</b> | <b>3,0%</b> | <b>2,5%</b> |
| Vietinbank                 | CTG VN        | 28.900        | 38.500        | Khả quan        | 5,9        | 1,2        | 1,0        | 9,9        | 8,6        | 13,3%                     | 16,8%        | 17,0%        | 1,1%        | 1,1%        |
| NH TMCP Quân Đội           | MBB VN        | 18.150        | 29.300        | Khả quan        | 4,0        | 0,8        | 0,7        | 4,4        | 3,7        | 16,5%                     | 23,1%        | 21,8%        | 2,6%        | 2,6%        |
| NH TMCP Á Châu             | ACB VN        | 21.600        | 30.000        | Khả quan        | 3,6        | 1,0        | 0,8        | 5,0        | 4,5        | 10,2%                     | 22,5%        | 20,1%        | 2,4%        | 2,4%        |
| Nam                        | VIB VN        | 18.900        | 25.900        | Khả quan        | 2,0        | 1,2        | 1,0        | 5,2        | 4,3        | 14,9%                     | 25,9%        | 25,2%        | 2,5%        | 2,5%        |
| HDBank                     | HDB VN        | 17.100        | 21.700        | Khả quan        | 2,1        | 0,9        | 0,7        | 4,7        | 4,0        | 21,7%                     | 23,2%        | 22,4%        | 2,2%        | 2,2%        |
| NH TMCP Tiên Phong         | TPB VN        | 16.600        | 21.800        | Khả quan        | 1,6        | 1,0        | 0,8        | 6,1        | 4,7        | 10,9%                     | 17,0%        | 18,3%        | 1,7%        | 1,7%        |
| NH TMCP Bưu điện Liên Việt | LPB VN        | 13.500        | 17.400        | Khả quan        | 1,5        | 0,8        | 0,7        | 5,6        | 4,9        | 6,8%                      | 17,5%        | 16,7%        | 1,3%        | 1,3%        |
| Trung bình                 |               |               |               |                 |            | 1,2        | 1,0        | 6,7        | 5,6        | 16,1%                     | 19,7%        | 19,7%        | 2,1%        | 2,0%        |
| Trung vị                   |               |               |               |                 |            | 1,0        | 0,8        | 6,1        | 4,7        | 14,9%                     | 19,3%        | 19,7%        | 2,2%        | 2,2%        |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

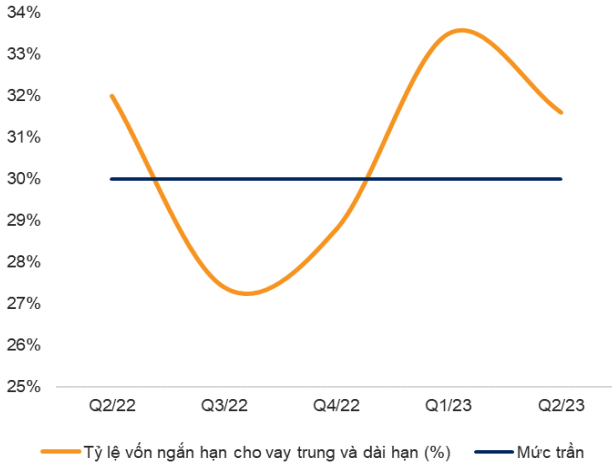
### Sóng gió vẫn tiếp diễn trong nửa cuối năm 2023

Trong thời gian còn lại của năm 2023 và đầu năm 2024, chúng tôi nhận thấy một số trở ngại có thể tác động tiêu cực đến TCB, bao gồm:

- **Lợi suất tài sản sẽ duy trì ở mức thấp do ảnh hưởng của gói hỗ trợ khách hàng:** TCB giảm lãi suất theo tỷ lệ thỏa thuận trước trong hợp đồng cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, chính sách chiết khấu chỉ mang tính tạm thời, nghĩa là những khách hàng này sẽ vẫn phải trả nợ trong tương lai. Những khách hàng này chủ yếu là khách hàng doanh nghiệp lớn, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bất động sản. Vì vậy, lãi suất chiết khấu có thể sẽ không được hồi tố trong các quý tới do lĩnh vực bất động sản vẫn chưa hồi phục hoàn toàn.
- **Áp lực tỷ giá sẽ đè nặng lên CoF:** Chỉ số đô la (DXY) tăng lên 104,8 điểm vào ngày 13/09/2023 (+2,9% so với cuối tháng 7). Sự gia tăng của DXY được thúc đẩy bởi: (1) khả năng cao hơn là Fed có thể tăng lãi suất chính sách thêm một lần nữa trong năm nay do dữ liệu kinh tế tốt hơn; và (2) lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ tăng cao hơn khi chính phủ Mỹ đẩy mạnh phát hành trái phiếu chính phủ để bù đắp thâm hụt ngân sách. DXY mạnh hơn đã gây thêm áp lực lên tỷ giá VNĐ khi tỷ giá USD/VND liên ngân hàng leo lên mức 24.147 vào ngày 13/09/2023 (+1,9% so với cuối tháng 7 và +2,2% kể từ đầu năm). Chi phí vốn của TCB chịu rủi ro cao về lãi suất USD và tỷ giá USD/VNĐ vì 50% nguồn vốn liên ngân hàng là từ vay bằng ngoại tệ (chủ yếu bằng USD), cũng chiếm 13% tổng cơ cấu huy động. Do đó, CoF của ngân hàng sẽ chịu tác động kép từ (1) lãi suất USD tăng và (2) tỷ giá hối đoái căng thẳng. ([Báo cáo vĩ mô](#))
- **Một số quy định bắt đầu có hiệu lực sẽ gây áp lực lên NIM:** Theo Thông tư 08/2020/TT-NHNN, từ đầu T10/23, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (VNHCVTDH) sẽ tiếp tục được hạ xuống tối đa 30% (sv 34% trước đó). Vào cuối Q2/23, tỷ lệ này của TCB là 31,6%. Vì vậy, TCB sẽ chứng kiến áp lực lên NIM nhằm thực hiện nghĩa vụ với NHNN.

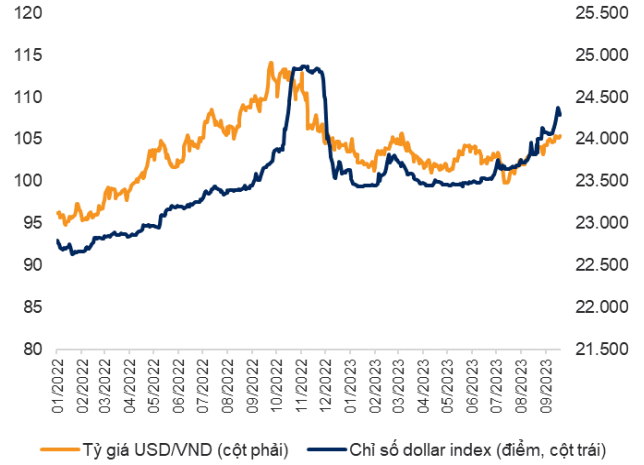
Tóm lại, mặc dù môi trường lãi suất thấp hơn sẽ phát huy tác dụng hoàn toàn trong nửa cuối năm 2023 trở đi, chúng tôi tin rằng thu nhập lãi ròng (NIM) của TCB sẽ phải đối mặt với áp lực thu hẹp và phục hồi chậm hơn so với các ngân hàng khác trong nửa cuối năm 2023.

**Hình 4: TCB phải giảm tỷ lệ VNHCVTDH xuống dưới 30% từ Q4/23**



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Tỷ giá hối đoái gây áp lực nặng nề lên CoF**



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

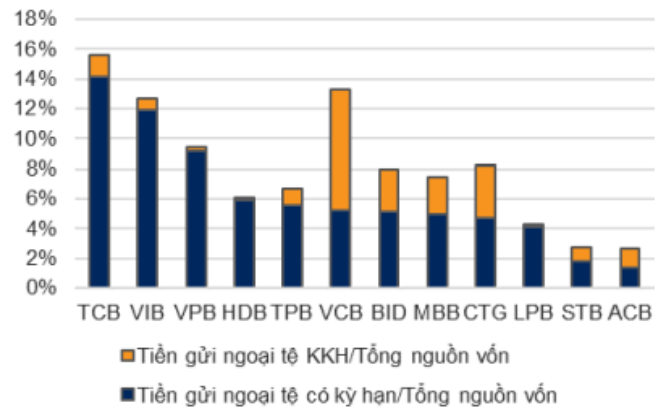
**Hình 6: TCB chứng kiến tỷ lệ NIM thu hẹp nhất trong Q2/23**

Thay đổi về AY, COF và NIM svck giữa các ngân hàng trong Q2/23 (Đơn vị: điểm %)

| +/- | Lợi suất tài sản | Chi phí vốn | NIM   |
|-----|------------------|-------------|-------|
| STB | 4,2              | 2,7         | 1,8   |
| VIB | 2,5              | 2,5         | 0,3   |
| CTG | 2,0              | 1,7         | 0,1   |
| OCB | 2,4              | 2,9         | (0,1) |
| ACB | 1,9              | 2,3         | (0,1) |
| VCB | 1,1              | 1,5         | (0,2) |
| HDB | 3,1              | 3,4         | (0,3) |
| BID | 1,5              | 2,0         | (0,3) |
| MSB | 2,4              | 2,9         | (0,3) |
| SHB | 2,3              | 3,0         | (0,5) |
| MBB | 1,3              | 2,3         | (0,7) |
| TPB | 1,6              | 2,5         | (0,8) |
| LPB | 1,2              | 2,7         | (1,2) |
| TCB | 0,9              | 3,0         | (1,9) |
| VPB | 0,2              | 2,8         | (2,3) |

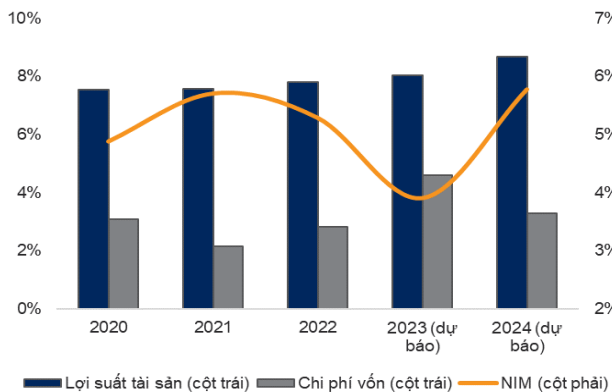
Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: TCB có tỷ trọng vốn ngoại tệ lớn nhất**



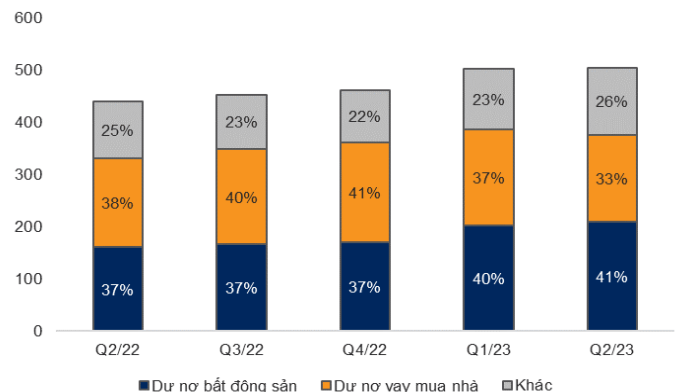
Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: TCB có thể chứng kiến NIM thu hẹp vào 2023**



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Dự nợ cho vay của TCB phần lớn thuộc lĩnh vực bất động sản (đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

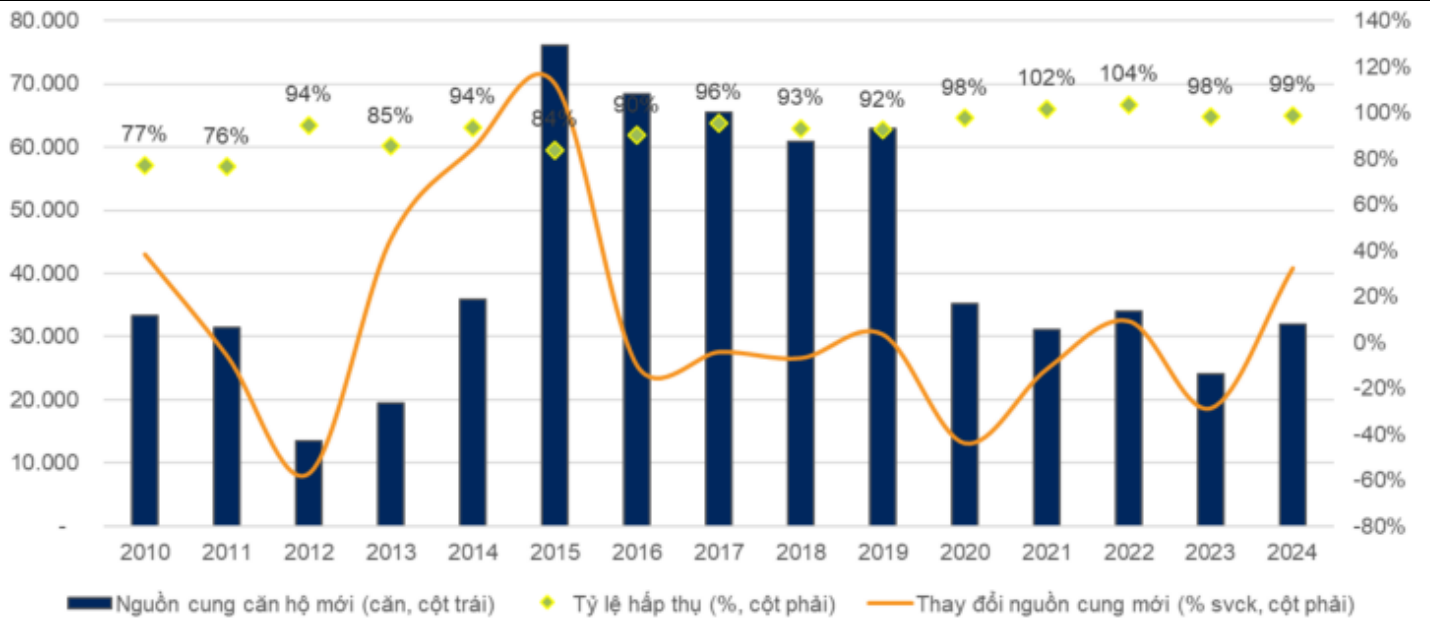
## Phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024

### Lợi suất tài sản sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024

Chúng tôi tin rằng AY của TCB sẽ mở rộng 0,6 điểm % svck trong năm 2024 nhờ (1) lợi suất cho vay quay trở lại mức bình thường và (2) lãi suất hồi tố. Lãi suất trả chậm hiện đang được áp dụng chủ yếu cho khách hàng doanh nghiệp lớn. Trong đó, 70% các công ty này liên quan đến lĩnh vực bất động sản (41% tổng dư nợ). Vì vậy, thời điểm TCB được hưởng lãi suất hồi tố và lãi suất bình thường hóa sẽ phụ thuộc vào sự hồi phục của thị trường bất động sản.

Hiện tại, lĩnh vực bất động sản nhà ở đang phải đối mặt với tình trạng thiếu nguồn cung (nguồn cung căn hộ mới dự kiến sẽ giảm hơn 20% vào năm 2023) do các vấn đề pháp lý trong bối cảnh nhu cầu cao. Về phía cầu, chúng tôi nhận thấy dấu hiệu gia tăng đáng kể khi tỷ lệ hấp thụ tăng vọt lên hơn 100% ở cả TP.HCM và Hà Nội trong Q2/23 nhờ môi trường lãi suất thấp hơn. Chúng tôi tin rằng môi trường lãi suất thấp sẽ được duy trì đến năm 2024 và dần dần làm ấm thị trường khi lãi suất thể chấp duy trì ở mức khoảng 10–11%. Về phía cung, các cơ quan quản lý cho thấy nhiều nỗ lực trong việc giải quyết vấn đề pháp lý bằng việc ban hành hàng loạt chính sách nhằm hâm nóng thị trường bất động sản. Tuy nhiên, chính sách nhà ở quan trọng nhất sẽ là Luật Đất đai 2023, dự kiến sẽ có hiệu lực vào nửa cuối năm 2024. Điều này sẽ đánh dấu một bước ngoặt đối với lĩnh vực bất động sản khi họ giải quyết những vướng mắc trong việc phê duyệt các dự án nhà ở mới, khiến nguồn cung nhà ở phục hồi dần dần trong giai đoạn 2024–25. ([Báo cáo Bất động sản](#))

Hình 10: Nguồn cung căn hộ sẽ trở lại vào năm 2024

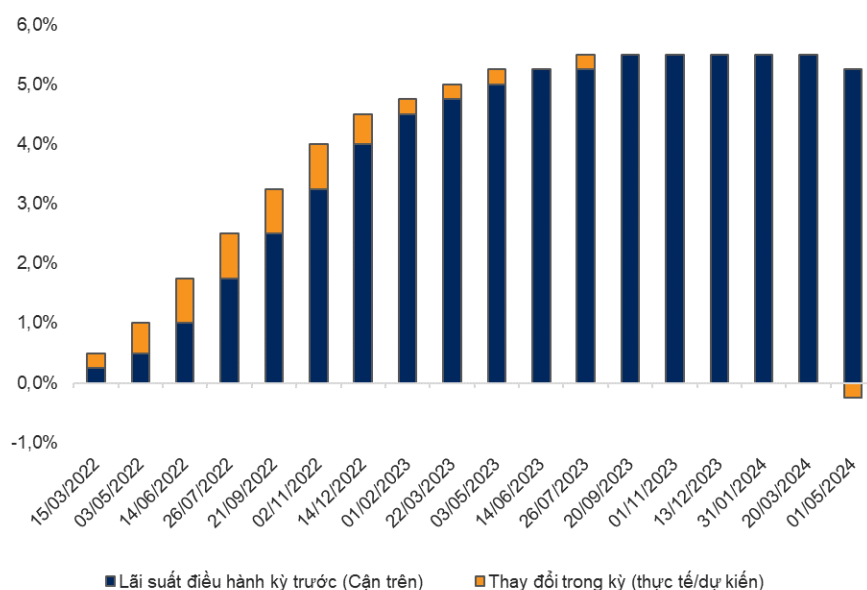


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Áp lực về chi phí vốn sẽ được giảm bớt vào năm 2024

Chúng tôi dự báo CoF của TCB sẽ giảm 1,3 điểm % svck trong năm 2024 nhờ (1) môi trường lãi suất trong nước thấp và (2) Fed bắt đầu nói lỏng chính sách tiền tệ. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục mở rộng chính sách tiền tệ đến năm 2024 để thúc đẩy nền kinh tế trong bối cảnh tăng trưởng GDP năm 2023 ở mức thấp là 5,5% (dự báo). Hơn nữa, trên FOMC, thị trường dự đoán FED sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất từ T5/24, dẫn đến giảm áp lực lên chi phí vay USD của TCB (13% tổng cơ cấu huy động).

**Hình 11: Thị trường dự đoán FED sẽ không tăng lãi suất thêm nữa và bắt đầu cắt giảm lãi suất từ T5/24**



Nguồn: FOMC, VNDIRECT RESEARCH

## Tương lai tươi sáng vào năm 2024

Tổng hợp tất cả những đánh giá này, chúng tôi tin rằng TCB sẽ ghi nhận LN ròng tăng trưởng mạnh mẽ từ 2024 trở đi (+55,1% svck) nhờ:

- (1) NIM sẽ mở rộng 1,9 điểm %: NIM năm 2024 sẽ tăng lên mức 5,8% từ 3,9% vào năm 2023 nhờ AY tăng 0,6 điểm % svck trong khi CoF giảm 1,3 điểm % svck nhờ chi phí vốn giảm và lãi suất hời tố.
- (2) Dư nợ tín dụng sẽ tăng 16,8% svck trong năm 2024 nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở và thị trường trái phiếu.
- (3) Chi phí tín dụng sẽ giảm 3,5 điểm cơ bản svck. Cơ cấu nợ xấu của TCB vào cuối Q2/23 chủ yếu đến từ khách hàng cá nhân (1,96%) và khách hàng DN vừa và nhỏ (1,51%) do kinh tế suy thoái. Chúng tôi tin rằng nhờ môi trường lãi suất thấp và hàng loạt chính sách hỗ trợ từ Chính phủ, nền kinh tế Việt Nam sẽ sớm đi đúng hướng vào năm 2024. Do đó, áp lực nợ xấu sẽ giảm bớt trong năm 2024 nhờ tình hình tài chính của nhóm khách hàng cá nhân và DN vừa và nhỏ được cải thiện, dẫn đến chi phí tín dụng giảm nhẹ 3,5 điểm cơ bản svck xuống 0,55%.

## KQKD Q2/23: Tăng cường trích lập làm suy yếu tăng trưởng lợi nhuận

Hình 12: Kết quả kinh doanh Q2/23 (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

| (Đơn vị: tỷ đồng)  | Q2/23 | Q2/22  | % svck | % sv quý trước | 6T23   | 6T22   | % svck | % dự phóng | Ghi chú                                           |
|--------------------|-------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|------------|---------------------------------------------------|
| Thu nhập lãi       | 6.295 | 7.794  | -19,2% | -3,6%          | 12.822 | 15.905 | -19,4% | 39,4%      | Thấp hơn dự phóng do chi phí đi vay bằng USD tăng |
| Thu nhập ngoài lãi | 3.030 | 3.242  | -6,5%  | 9,3%           | 5.803  | 5.243  | 10,7%  | 49,5%      | Phù hợp với dự phóng                              |
| Tổng thu nhập HĐ   | 9.325 | 11.036 | -15,5% | 0,3%           | 18.625 | 21.148 | -11,9% | 42,1%      |                                                   |
| Chi phí HĐ         | 2.869 | 3.286  | -12,7% | -8,7%          | 6.011  | 6.394  | -6,0%  | 43,8%      |                                                   |
| LN trước trích lập | 6.456 | 7.739  | -16,6% | 4,8%           | 12.614 | 14.742 | -14,4% | 41,3%      |                                                   |
| Trích lập dự phòng | 807   | 417    | 93,4%  | 51,0%          | 1.342  | 636    | 111,1% | 50,9%      |                                                   |
| LNTT               | 5.649 | 7.321  | -22,8% | 0,5%           | 11.272 | 14.106 | -20,1% | 40,4%      |                                                   |
| LN ròng            | 4.455 | 5.800  | -23,2% | -0,9%          | 8.952  | 11.305 | -20,8% | 40,7%      | Phù hợp với dự phóng                              |

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Các chỉ tiêu chính của TCB:

|                                       | Q2/20  | Q3/20  | Q4/20  | Q1/21  | Q2/21  | Q3/21  | Q4/21  | Q1/22  | Q2/22  | Q3/22  | Q4/22  | Q1/23  | Q2/23  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi/tổng thu nhập HĐ         | 66,8%  | 68,7%  | 70,3%  | 68,6%  | 71,6%  | 76,8%  | 71,3%  | 80,2%  | 70,6%  | 73,2%  | 72,3%  | 70,2%  | 67,5%  |
| Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập      | 33,2%  | 31,3%  | 29,7%  | 31,4%  | 28,4%  | 23,2%  | 28,7%  | 19,8%  | 29,4%  | 26,8%  | 27,7%  | 29,8%  | 32,5%  |
| NIM                                   | 4,5%   | 4,9%   | 5,0%   | 5,3%   | 5,7%   | 5,8%   | 5,8%   | 5,8%   | 5,8%   | 5,6%   | 5,3%   | 4,7%   | 4,5%   |
| CIR                                   | 31,2%  | 33,2%  | 29,7%  | 28,7%  | 28,1%  | 29,9%  | 33,4%  | 30,7%  | 29,8%  | 29,2%  | 42,3%  | 33,8%  | 30,8%  |
| NPL                                   | 0,91%  | 0,60%  | 0,47%  | 0,38%  | 0,36%  | 0,57%  | 0,66%  | 0,67%  | 0,60%  | 0,65%  | 0,91%  | 0,85%  | 1,07%  |
| LLR                                   | 108,6% | 148,0% | 171,0% | 219,4% | 258,9% | 184,4% | 162,9% | 160,8% | 171,6% | 165,0% | 125,0% | 133,8% | 115,6% |
| Trích lập dự phòng/LN trước trích lập | 10,8%  | 20,6%  | 6,7%   | 13,4%  | 9,0%   | 9,6%   | 9,3%   | 3,1%   | 5,4%   | 8,3%   | 12,7%  | 8,7%   | 12,5%  |
| Tỷ lệ chi phí tín dụng                | 0,87%  | 1,13%  | 1,09%  | 1,06%  | 1,06%  | 0,84%  | 0,86%  | 0,62%  | 0,53%  | 0,51%  | 0,50%  | 0,55%  | 0,61%  |
| ROA                                   | 2,9%   | 3,0%   | 3,0%   | 3,3%   | 3,6%   | 3,7%   | 3,6%   | 3,6%   | 3,6%   | 3,5%   | 3,2%   | 2,9%   | 2,6%   |
| ROE                                   | 17,6%  | 17,7%  | 18,1%  | 20,0%  | 21,5%  | 22,1%  | 21,7%  | 21,7%  | 21,7%  | 21,6%  | 19,7%  | 17,8%  | 15,8%  |

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

## Điều chỉnh dự phóng KQKD 2023-24

Chúng tôi thay đổi dự báo kết quả kinh doanh của TCB như sau:

- Chúng tôi đã hạ NIM xuống 3,9% (-1,0 điểm % so với dự báo trước đó) trong năm 2023 để phản ánh tác động của chính sách hỗ trợ cũng như việc tăng lãi suất của Fed và tỷ giá hối đoái. Chúng tôi giảm NIM 2023 bằng việc (1) giảm lãi suất cho vay 0,6 điểm % so với dự báo trước đó; và (2) chi phí huy động vốn vay tăng 4,0 điểm % so với dự báo trước đó.
- Tuy nhiên, chúng tôi đã nâng NIM lên 5,8% (+0,8 điểm % so với dự báo trước đó) trong 2024 để phản ánh lãi suất hồi tố vì chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ có thể thu được khoản này trong năm 2024. Chúng tôi đã nâng NIM năm 2024 bằng cách tăng lãi suất cho vay thêm 0,6 điểm % so với dự báo trước đó.

**Hình 14: Thay đổi dự phòng (Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)**

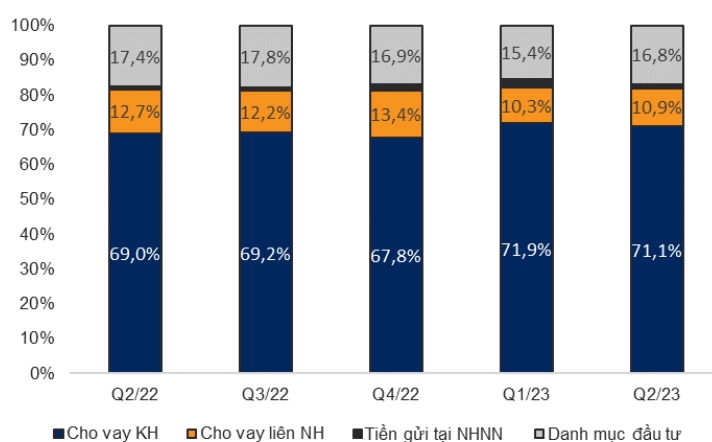
|                             | Dự phòng cũ |        | Dự phòng mới |        | Thay đổi |       | Nhận xét                                                                                                                                                                        |
|-----------------------------|-------------|--------|--------------|--------|----------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                             | 2023        | 2024   | 2023         | 2024   | 2023     | 2024  |                                                                                                                                                                                 |
| Thu nhập lãi thuần (NII)    | 32.523      | 38.225 | 25.887       | 43.911 | -20,4%   | 14,9% | Chúng tôi giảm dự phòng năm 2023 do gói hỗ trợ và chi phí vay tăng. Tuy nhiên, chúng tôi đã điều chỉnh dự báo NIM năm 2024 lên 5,8% nhờ lãi suất hồi tố và chi phí vay thấp hơn |
| Thu nhập ngoài lãi (non-II) | 11.723      | 12.672 | 11.723       | 12.672 | 0,0%     | 0,0%  |                                                                                                                                                                                 |
| Tổng thu nhập HD (TOI)      | 44.246      | 50.897 | 37.610       | 56.583 | -15,0%   | 11,2% |                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí HD                  | 13.716      | 15.778 | 11.659       | 17.541 | -15,0%   | 11,2% |                                                                                                                                                                                 |
| LN trước dự phòng (PPOP)    | 30.530      | 35.119 | 25.951       | 39.043 | -15,0%   | 11,2% |                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí dự phòng            | 2.634       | 2.890  | 2.634        | 2.890  | 0,0%     | 0,0%  |                                                                                                                                                                                 |
| LNTT                        | 27.896      | 32.229 | 23.316       | 36.152 | -16,4%   | 12,2% |                                                                                                                                                                                 |
| LN ròng                     | 21.984      | 25.399 | 18.375       | 28.491 | -16,4%   | 12,2% |                                                                                                                                                                                 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của TCB**

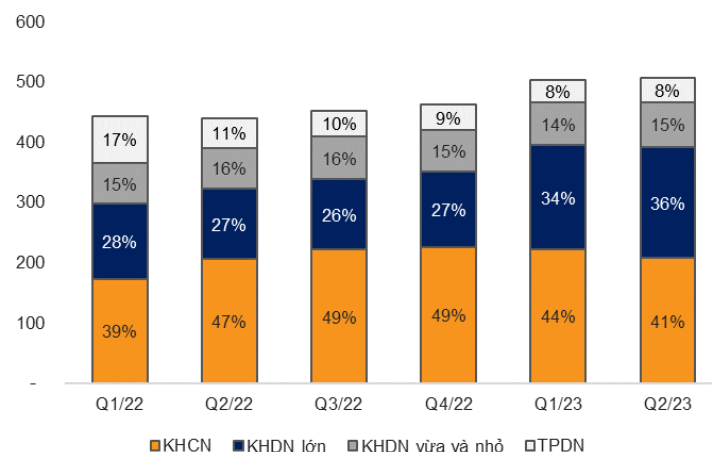
**Cơ cấu tài sản sinh lời (IEA): Tăng tỷ trọng vào trái phiếu tổ chức tín dụng**

- Tài sản sinh lời của TCB tăng 5,8% so với đầu năm vào cuối Q2/23 (+15,5% svck). Trong Q2/23, ngân hàng đã phân bổ nhiều hơn vào liên ngân hàng bằng cách tăng 6,5% so với quý trước và chiếm 10,9% cơ cấu IEA.
- Trong Q2/23, ngân hàng đã đa dạng hóa cơ cấu tài sản sinh lãi bằng cách phân bổ nhiều hơn vào danh mục đầu tư (+10,7% sv quý trước, +4,9% sv đầu năm). Đặc biệt, trong Q2/23, TCB đầu tư nhiều hơn vào trái phiếu tổ chức tín dụng (+36,9% sv quý trước, 42,6% sv đầu năm) và trái phiếu doanh nghiệp (+5,3% sv quý trước, -3,0% sv đầu năm) trong khi giảm trái phiếu chính phủ (-6,7% sv quý trước, -12,9% sv đầu năm).



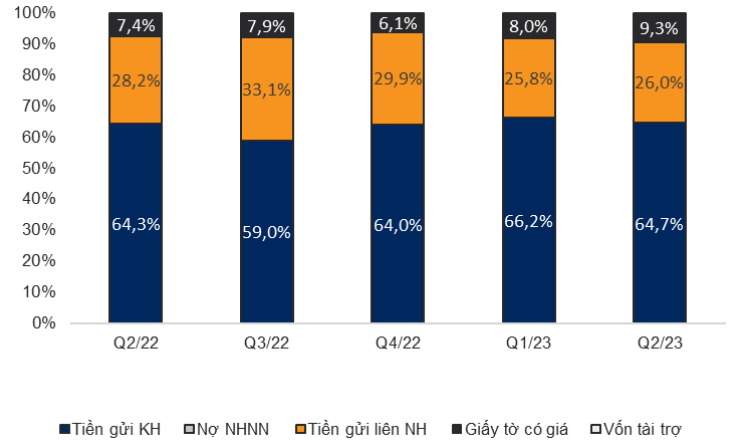
**Cơ cấu và tăng trưởng cho vay: Nhu cầu yếu từ các doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng cá nhân**

- Trong Q2/23, dư nợ tín dụng của TCB chỉ tăng 0,7% từ đầu quý (+9,7% sv đầu năm). Trong đó, cho vay khách hàng chỉ nhích 0,2% sv quý trước (+10,9% sv đầu năm) và chiếm 71,1% trong cơ cấu IEA, đóng góp chủ yếu là cho vay doanh nghiệp (+6,0% sv quý trước) trong bối cảnh nhu cầu ngành tiện ích và viễn thông tăng mạnh (+29 % sv quý trước). Tuy nhiên, nhu cầu vay mua nhà vẫn yếu (-10% sv quý trước), khiến cho vay bán lẻ giảm 7% sv quý trước, hạn chế sự tăng trưởng của tín dụng.
- Trong năm 2023, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của TCB sẽ đạt 14,1% svck, bằng hạn mức tín dụng của ngân hàng.



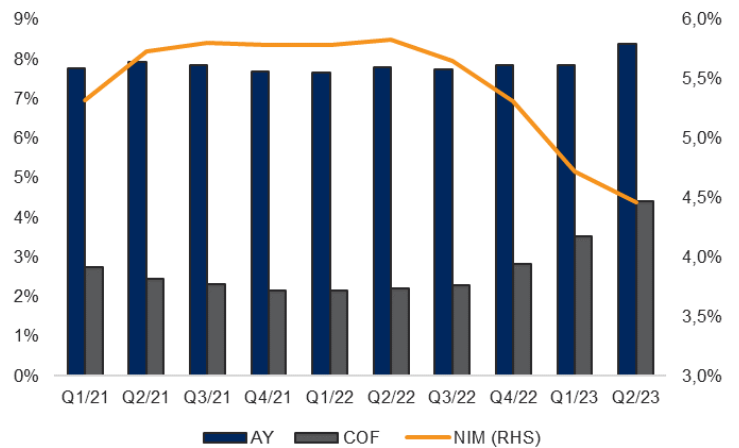
### Cơ cấu huy động, thanh khoản và CASA: CASA đã phục hồi trở lại

- Vào cuối Q2/23, tiền gửi TCB tăng 6,6% so với đầu năm nhưng giảm 1,4% so với quý trước do lãi suất huy động giảm khoảng 1-1,5% điểm sv quý trước. Cơ cấu dư nợ của TCB gồm phần lớn các khoản vay trung và dài hạn (65,4% dư nợ). Do đó, để ổn định nguồn vốn, trong Q2/23, TCB đã huy động thêm từ các nguồn dài hạn bằng cách phát hành giấy tờ có giá (+61,6% sv đầu năm, +17,6% sv quý trước). Kết quả là tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn (VNHCVTDH) giảm xuống 31,6% trong Q2/23 từ mức 33,5% của quý trước.
- Tỷ lệ CASA có dấu hiệu phục hồi khi tăng lên 34,9% vào cuối Q2/23 từ mức 32,0% vào cuối Q1/23 do xu hướng chuyển sang tiền gửi không kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất thấp hơn. Chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ còn kéo dài hơn nữa nhờ nhu cầu vốn lưu động tăng cao.



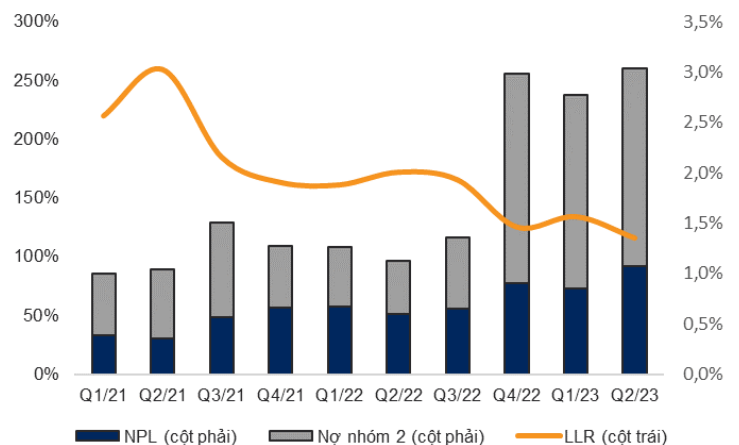
### Diễn biến NIM: áp lực thu hẹp trong nửa cuối năm 2023

- NIM Q2/23 giảm 1,6 điểm % svck (-0,3 điểm % so với quý trước) do (1) các gói hỗ trợ cho khách hàng gặp khó khăn và (2) lãi suất USD tăng. Đặc biệt, TCB đã chiết khấu lãi suất theo tỷ lệ % đã thỏa thuận trước trong hợp đồng cho những khách hàng gặp khó khăn trong dòng tiền trong lĩnh vực bất động sản. Tuy nhiên, chính sách chiết khấu chỉ mang tính tạm thời, nghĩa là những khách hàng này sẽ phải trả nợ trong thời gian sắp tới. Do đó, trong Q2/23, AY chỉ tăng 1,2 điểm % svck trong bối cảnh lãi suất cao. Mặt khác, CoF tăng 3,0 điểm % svck (+0,2 điểm % sv quý trước) do lãi suất USD tăng mạnh, trong khi 74% khoản vay liên ngân hàng của TCB là bằng USD trong Q2/23.
- Theo Thông tư 08/2020/TT-NHNN, từ đầu T10/23, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn sẽ bị giới hạn dưới 30%. Vì vậy, NIM của TCB sẽ chịu áp lực nhằm thực hiện nghĩa vụ với NHNN. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tác động của cơ chế lãi suất thấp sẽ mạnh mẽ hơn. Chúng tôi tin rằng NIM hàng quý của TCB đang chạm đáy nhờ CoF giảm đáng kể do chế độ lãi suất thấp sẽ bị ảnh hưởng hoàn toàn trong nửa cuối năm 2023 trở đi. Trong năm 2024, NIM của TCB dự kiến sẽ trở lại mức bình thường cộng với lãi suất hoàn lại.



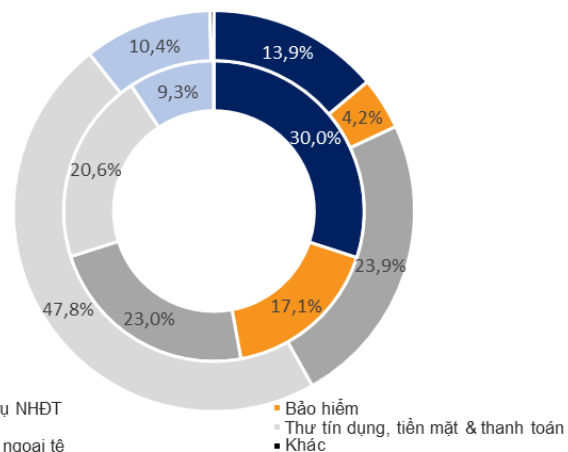
### Chất lượng tài sản xấu đi nhưng vẫn tốt hơn mặt bằng chung

- Nợ xấu và nợ nhóm 2 của TCB chiếm 3,0% tổng dư nợ, tăng 0,2 điểm % so với quý trước. Trong đó, nợ xấu (NPL) Q2/23 vẫn gây lo ngại khi tăng 27% so với quý trước, tăng lên 1,1% từ mức 0,9% của quý trước. NPL tăng vọt chủ yếu đến từ KHCN và KH DN vừa và nhỏ do nền kinh tế tăng trưởng chậm lại.
- Dù chất lượng tài sản suy giảm nhưng TCB vẫn là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống. Ngân hàng không chỉ có nợ xấu (1,1%) thuộc top 4 nợ xấu thấp nhất hệ thống mà còn có LLR (116%) thuộc top 6 cao nhất hệ thống (116%).



#### Thu nhập từ phí

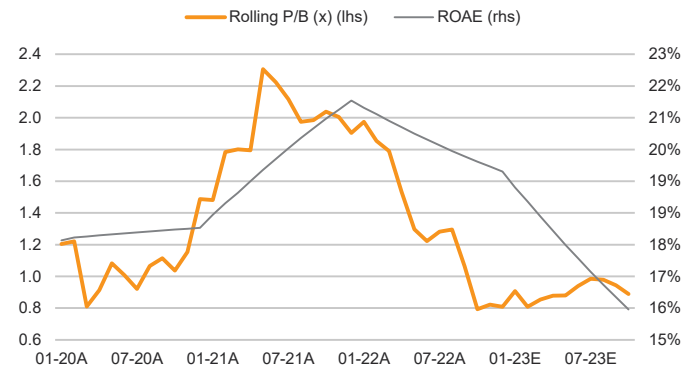
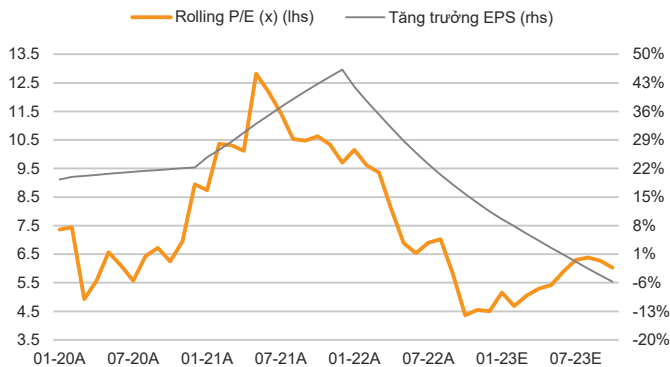
- Phí dịch vụ ngân hàng đầu tư và phí bảo hiểm vẫn ở mức thấp do nền kinh tế tăng trưởng chậm lại và những thách thức đặc biệt mà ngành bảo hiểm phải đối mặt.
- LC, tiền mặt và thanh toán vẫn là tâm điểm (+124% svck).



(vòng tròn bên ngoài tượng trưng cho Q2/23; vòng tròn bên trong tượng trưng cho Q2/22)

Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND)                 | 12-22A   | 12-23E   | 12-24E   |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần       | 30,290   | 25,887   | 43,911   |
| Thu nhập lãi suất ròng   | 10,624   | 11,723   | 12,672   |
| Tổng lợi nhuận hoạt động | 40,913   | 37,610   | 56,583   |
| Tổng chi phí hoạt động   | (13,398) | (11,659) | (17,541) |
| LN trước dự phòng        | 27,515   | 25,951   | 39,043   |
| Tổng trích lập dự phòng  | (1,936)  | (2,634)  | (2,890)  |
| TN từ các Cty LK & LD    |          |          |          |
| Thu nhập ròng khác       |          |          |          |
| LN trước thuế            | 25,579   | 23,316   | 36,152   |
| Thuế                     | (5,134)  | (4,680)  | (7,256)  |
| Lợi nhuận sau thuế       | 20,445   | 18,637   | 28,896   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (287)    | (261)    | (405)    |
| LN ròng                  | 20,159   | 18,375   | 28,491   |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-22A  | 12-23E  | 12-24E  |
|----------------------------------|---------|---------|---------|
| Tổng cho vay khách hàng          | 420,524 | 486,882 | 571,513 |
| Cho vay các ngân hàng khác       | 82,874  | 95,305  | 109,601 |
| Tổng cho vay                     | 503,398 | 582,187 | 681,113 |
| Chứng khoán - Tổng cộng          | 104,993 | 109,094 | 120,003 |
| Các tài sản sinh lãi khác        | 11,476  | 13,197  | 15,176  |
| Tổng các tài sản sinh lãi        | 619,866 | 704,478 | 816,293 |
| Tổng dự phòng                    | (5,151) | (6,201) | (7,545) |
| Tổng cho vay khách hàng          | 415,752 | 481,100 | 564,427 |
| Tổng tài sản sinh lãi ròng       | 614,715 | 698,277 | 808,748 |
| Tiền mặt và các khoản tiền gửi   | 4,216   | 4,426   | 4,648   |
| Tổng đầu tư                      | 1,066   | 1,119   | 1,175   |
| Các tài sản khác                 | 78,929  | 86,401  | 94,599  |
| Tổng tài sản không sinh lãi      | 84,210  | 91,947  | 100,422 |
| Tổng tài sản                     | 698,925 | 790,224 | 909,170 |
| Nợ khách hàng                    | 358,404 | 404,996 | 465,746 |
| Dư nợ tín dụng                   | 34,007  | 35,707  | 37,492  |
| Tài sản nợ chịu lãi              | 392,410 | 440,703 | 503,238 |
| Tiền gửi                         | 167,563 | 184,319 | 211,967 |
| Tổng tiền gửi                    | 559,973 | 625,023 | 715,205 |
| Các khoản nợ lãi suất khác       | 1,859   | 1,859   | 1,859   |
| Tổng các khoản nợ lãi suất       | 561,832 | 626,882 | 717,064 |
| Thuế TNDN hoãn lại               |         |         |         |
| Các khoản nợ không lãi suất khác | 23,665  | 32,373  | 32,241  |
| Tổng nợ không lãi suất           | 23,665  | 32,373  | 32,241  |
| Tổng nợ                          | 585,497 | 659,255 | 749,305 |
| Vốn điều lệ và                   | 35,172  | 35,109  | 35,109  |
| Thặng dư vốn cổ phần             | 1,032   | 0       | 0       |
| Cổ phiếu quỹ                     | 0       | 0       | 0       |
| LN giữ lại                       | 64,483  | 82,858  | 111,350 |
| Các quỹ thuộc VCSH               | 11,609  | 11,609  | 11,609  |
| Vốn chủ sở hữu                   | 112,296 | 129,576 | 158,067 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 1,131   | 1,393   | 1,798   |
| Tổng vốn chủ sở hữu              | 113,428 | 130,969 | 159,865 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu        | 698,925 | 790,224 | 909,170 |

|                                     | 12-22A | 12-23E  | 12-24E |
|-------------------------------------|--------|---------|--------|
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>     |        |         |        |
| Tăng trưởng tiền gửi khách hàng     | 13.9%  | 13.0%   | 15.0%  |
| Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng | 21.1%  | 15.8%   | 17.4%  |
| Tăng trưởng thu nhập lãi ròng       | 13.5%  | (14.5%) | 69.6%  |
| Tăng trưởng LN trước dự phòng       | 6.2%   | (5.7%)  | 50.4%  |
| Tăng trưởng LN ròng                 | 11.7%  | (8.8%)  | 55.1%  |
| Tăng trưởng các tài sản sinh lãi    | 17.8%  | 13.6%   | 15.8%  |
| <b>Giá trị cổ phiếu</b>             |        |         |        |
| EPS cơ bản (VND)                    | 5,742  | 5,234   | 8,115  |
| BVPS (VND)                          | 31,985 | 36,907  | 45,022 |
| Cổ tức / cp (VND)                   | 0      | 0       | 0      |
| Tăng trưởng EPS                     | 11.5%  | (8.8%)  | 55.1%  |

### Các chỉ số chính

|                                | 12-22A  | 12-23E  | 12-24E  |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên    | 5.3%    | 3.9%    | 5.8%    |
| Tỷ lệ chi phí thu nhập         | (32.7%) | (31.0%) | (31.0%) |
| Nợ xấu/ Tổng cho vay           | 0.9%    | 1.1%    | 1.1%    |
| Nợ xấu/ Cho vay ròng           | 0.9%    | 1.1%    | 1.1%    |
| LN/ TB cho vay                 | 0.5%    | 0.6%    | 0.5%    |
| Tổng tỷ lệ an toàn vốn         | 14.0%   | 14.7%   | 15.5%   |
| Cấp tín dụng/ nguồn vốn        | 107.2%  | 110.5%  | 113.6%  |
| <b>Biên lợi và độ đàn trái</b> |         |         |         |
| Thu nhập/ TS sinh lãi          | 7.8%    | 8.0%    | 8.7%    |
| Chi phí cho các quỹ            | 2.8%    | 4.6%    | 3.3%    |
| Lãi ròng/ Tài sản trung bình   | 4.8%    | 3.5%    | 5.2%    |
| ROAE                           | 19.7%   | 15.2%   | 19.8%   |

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

|              |                                                                 |
|--------------|-----------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

|            |                                                                                                  |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| TÍCH CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Barry Weissblatt – Giám đốc phân tích

Email: [barry.weissblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weissblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: [thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto:thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn)

### Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: [hung.vumanh3@vndirect.com.vn](mailto:hung.vumanh3@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>