

NHTMCP Kỹ Thương (TCB)

Liệu TCB đã qua thời kì đỉnh cao?

Mô hình tăng trưởng vẫn chưa bị phá vỡ

Mô hình tăng trưởng dựa trên ba chân: đẩy mạnh CASA, tập trung cho vay mua nhà và gia tăng thu nhập từ phí bằng cách khai thác hệ sinh thái xung quanh Vinhomes, Masterise, MIK và Masan đã biến TCB trở thành một gã khổng lồ. Tuy nhiên, LNTT chỉ tăng 10% năm 2022, thấp hơn CAGR 30% trong 2018-2021 khiến động nôi sợ cho rằng tăng trưởng TCB đang lao dốc, vốn đang bị trầm trọng do cuộc khủng hoảng trái phiếu doanh nghiệp và sự ảm đạm của thị trường bất động sản. Đi ngược lại với nỗi sợ trên, chúng tôi tin rằng đây chỉ là giai đoạn khó khăn tạm thời.

Triển vọng trung hạn vẫn vững chắc

Tốc độ đô thị hóa ở Việt Nam chưa có dấu hiệu chậm lại và điều đó càng củng cố nhu cầu vay của người mua nhà. Ngoài ra, Chính phủ Việt Nam đang tăng tốc đưa ra giải pháp hỗ trợ bằng cách nới lỏng các yêu cầu đăng ký mua trái phiếu và giải ngân khoản vay. TCB là một trong những ngân hàng được hưởng lợi nhiều nhất với vị thế vững chắc là ngân hàng cho mua nhà nhiều nhất và là công ty tư vấn phát hành trái phiếu hàng đầu. Chúng tôi TCB sẽ có bước ngoặt tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2024-25F với mức tăng trưởng BVPS là 17% n/n /+20% n/n.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA

Chúng tôi báo cáo lần đầu về TCB với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 43,700 đồng, với mức tăng 30% bằng cách sử dụng phương pháp thặng dư (50%) và phương pháp PB (50%). PB ở mức đáy 0.7x và chúng tôi tin rằng TCB xứng đáng mục tiêu P/B 1.1x nhờ sự lợi nhuận phục hồi trong 2024-2025F. Sự phục hồi chậm hơn dự kiến của thị trường bất động sản và nền kinh tế cùng với khủng hoảng vỡ nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể cản trở dự đoán của chúng tôi.

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	37,076	40,902	36,188	46,549	58,617
(tăng trưởng, %)	35.4	10.3	(11.5)	28.6	25.9
LNTDPTD (tỷ đồng)	25,903	27,504	23,522	31,188	41,032
LN dành cho NH mẹ (tỷ đồng)	18,052	20,150	16,696	22,336	30,826
NIM (%)	5.8	5.4	3.9	4.5	4.9
Chi phí tín dụng (%)	0.7	0.4	0.6	0.6	0.4
Tăng trưởng tín dụng (%)	26.5	12.5	14.1	17.7	18.9
Tỷ lệ chi phí / thu nhập (%)	30.1	32.8	35.0	33.0	30.0
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.7	0.7	1.1	1.1	0.9
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng (%)	162.9	157.3	131.2	145.4	167.3
CAR (%)	15.0	15.2	15.5	16.1	16.8
BPS (VND, điều chỉnh)	26,548	32,305	36,357	42,509	51,000
EPS (VND, điều chỉnh)	5,122	5,711	4,718	6,327	8,733
(tăng trưởng, %)	46.6	11.5	(17.4)	34.1	38.0
PB (x)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
PE (x)	6.6	5.9	7.1	5.3	3.9
ROA (%)	3.6	3.2	2.2	2.6	3.1
ROE (%)	21.5	19.5	13.8	16.1	18.7
Suất sinh lời cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Công Ty PT chuyên sâu

Ngân hàng

25/08/2023

Đánh giá **MUA**

Giá mục tiêu **43,700** Từ 33,650

Lợi nhuận **+30%**

Thông kê

VNIIndex (25/08, điểm)	1,183
Giá cp (25/08, đồng)	33,650
Vốn hóa (tỷ đồng)	118,355
SLCP lưu hành (triệu)	3,517
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	39,500/20,700
GTGDĐT 6T (tỷ đồng)	143
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	77.2/22.5
Cổ đông lớn (%)	
Masan	14.9
Hồ Hùng Anh và liên quan	13.6

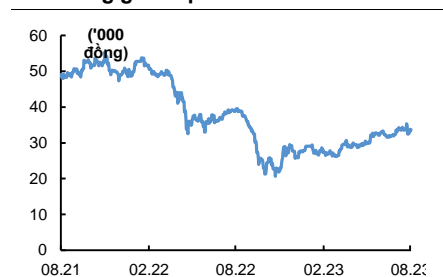
EPS điều chỉnh (KIS ước tính, đồng)

	Quá khứ	Điều chỉnh	(%)
2023F	N/A	N/A	
2024F	N/A	N/A	

Biến động giá cổ phiếu

	1M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	0.0	0.2	-0.1
Tương đối với VNI (%)	0.0	0.1	-0.1

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng phân tích

researchdept@kisvn.vn

Nội dung

I. Dẫn đầu cho vay thế chấp	2
1. Nhà cung cấp tín dụng thế chấp hàng đầu tận dụng xu hướng phục hồi bất động sản	2
2. Thuộc nhóm CASA dẫn đầu tạo điều kiện cho chi phí vốn thấp	4
3. Thu nhập ngoài lãi gắn liền với bảo lãnh phát hành trái phiếu	5
II. Lợi nhuận ngắn hạn giảm nhưng triển vọng dài hạn phục hồi	6
1. Tăng trưởng tính dụng vừa phải cho năm 2023F và phục hồi từ năm 2024F – 2025F	6
2. NIM suy giảm trong ngắn hạn và dài hạn phục hồi	7
3. Triển vọng thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp dài hạn vẫn còn nhiều tiềm năng	8
4. NPL có thể kiểm soát tốt trong bối cảnh nợ xấu ngày càng tăng của ngành	9
5. Tăng trưởng lợi nhuận 2023F chậm nhưng kỳ vọng phục hồi trong 2024F-2025F	10
III. Định giá	10
Tổng Quan Công Ty	12

Báo cáo nói về điều gì?

- Dẫn đầu áp cho vay thế chấp
- Lợi nhuận ngắn hạn giảm nhưng triển vọng dần hồi phục
- MUA vì định giá cổ phiếu thấp và môi trường kinh doanh được hỗ trợ nhiều hơn trong giai đoạn phục hồi

I. Dẫn đầu cho vay thế chấp

1. Nhà cung cấp tín dụng thế chấp hàng đầu tận dụng xu hướng phục hồi bất động sản

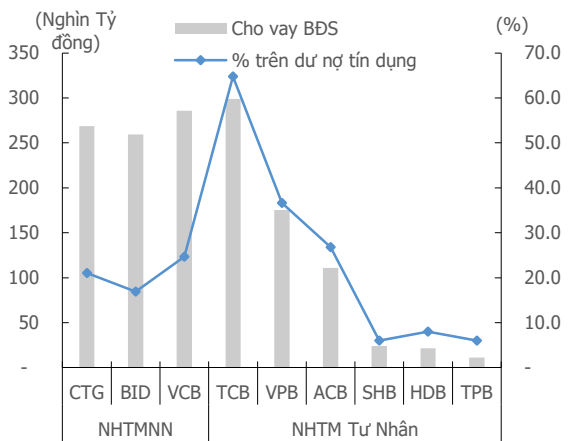
TCB là nhà cung cấp tín dụng thế chấp hàng đầu với tỷ trọng bất động sản cao trong cơ cấu tín dụng. Lợi thế cạnh tranh lớn nhất nằm ở việc hợp tác với các tập đoàn lớn (Vinhome, Masteri, Sun Group, Ecopark, Mikgroup).

Các khoản thế chấp bán lẻ được tài trợ vốn thông qua các dự án ReCoM (Bất động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng).

- TCB hiện tập trung vào cho vay thế chấp với tỷ trọng 74% tổng tín dụng (Q2/23). Trong đó, cho vay thế chấp doanh nghiệp chiếm phần lớn 41% tổng số, phù hợp với các dự án của đối tác chiến lược bất động sản. Ngoài ra, các ngành khác bao gồm Hàng tiêu dùng nhanh (đối tác chiến lược – Masan), Tiện ích và Dịch vụ tài chính.
- Để tăng quy mô cho vay thế chấp bán lẻ (33% tổng tín dụng tính đến cuối Q2/23), TCB đã đẩy nhanh khoản cho vay bán lẻ thông qua tiến độ của các dự án ReCoM. CAGR tăng mạnh 33% trong giai đoạn 2018-2022.

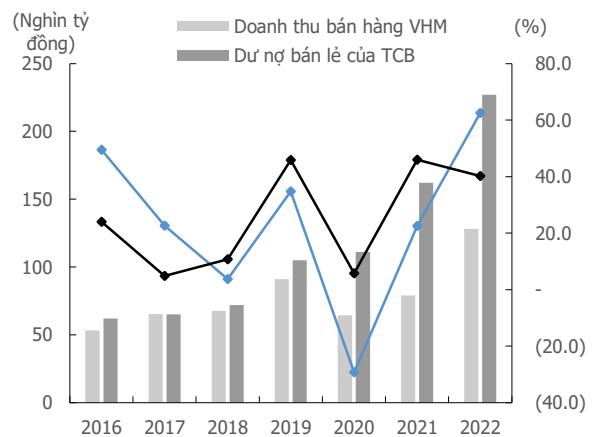
Nhà cung cấp tín dụng bất động sản hàng đầu nhờ các đối tác bất động sản chiến lược.

Biểu đồ 1. Thị phần số 1 vay tín chấp, 31/12/2022



Nguồn: FiinRatings, Ngân hàng, KIS

Biểu đồ 2. Tương quan VHM và tăng trưởng tín dụng TCB



Nguồn: TCB, VHM, KIS

Với khoản vay thế chấp hàng đầu, việc thị trường nhà ở hồi phục mang lại lợi ích cho TCB:

Lãi suất giảm hỗ trợ phục hồi nhu cầu bất động sản

- Trong 8 tháng đầu năm 2023, một số chính sách pháp lý đã được đưa ra nhằm kích thích thị trường nhà ở. Lãi suất tiền gửi đạt đỉnh vào Quý 1 năm 2023 và giảm dần cho đến nay (-0.9 tới - 2.5 đpt so với đầu năm). Lãi suất thế chấp thuận lợi sẽ mang lại lợi ích cho người mua nhà. Việc giảm lãi suất tiền gửi làm giảm chi phí vốn của các chủ đầu tư đối với các khoản vay mới được gia hạn và tạo điều kiện thuận lợi cho các khoản vay của người mua nhà.
- Song song, các chính sách hỗ trợ của Nhà nước nhằm phục hồi thị trường

trái phiếu và giải quyết các rào cản cấp phép cho các chủ đầu tư.

Những chính sách quan trọng hỗ trợ phục hồi thị trường bất động sản và trái phiếu

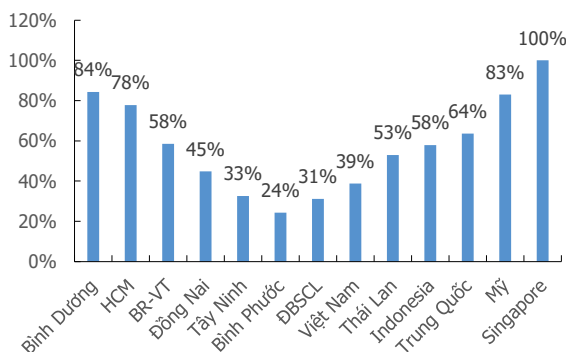
Bảng 1: Các chính sách hỗ trợ thị trường trái phiếu và bất động sản

STT	Nội Dung	Tác động
Ng nghị định số 08/2023/ND-CP (sửa đổi Nghị định 65) Có hiệu lực từ ngày 05/03/2023	<ul style="list-style-type: none"> Tổ chức phát hành trái phiếu có thể thoả thuận với người sở hữu trái phiếu để thanh toán bằng tài sản không phải tiền khác. Kỳ hạn trái phiếu có thể kéo dài tối đa 2 năm nếu có trên 65% trái chủ đồng ý. Yêu cầu tạm dừng đến 31/12/2023: Nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp, xếp hạng tín dụng độc lập bắt buộc đối với tổ chức phát hành 	<ul style="list-style-type: none"> Tạo điều kiện, thời gian thuận lợi cho các tổ chức phát hành trái phiếu để phát hành trái phiếu và trả lãi/gốc thuận tiện phù hợp với khả năng tài chính của tổ chức phát hành Tuy nhiên, điều này còn phụ thuộc vào phần lớn thoả thuận của các trái chủ.
Ng nghị quyết số 33/2023/NQ-CP Có hiệu lực từ ngày 03/11/2023	<ul style="list-style-type: none"> Khẳng định rằng lĩnh vực bất động sản có vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Kêu gọi NHNN, các bộ ngành, chính quyền địa phương có giải pháp hỗ trợ thị trường BĐS phát triển lành mạnh. Tạo điều kiện tiếp cận tín dụng cho chủ đầu tư, công ty và cá nhân, xem xét các biện pháp hỗ trợ doanh nghiệp bất động sản gặp khó khăn. 	<ul style="list-style-type: none"> Hầu hết khó khăn của thị trường bất động sản đều được đề cập để giải quyết. Cần có thời gian để các chính sách phát huy tác dụng và giúp thị trường phục hồi.
Thông tư số 03/2023/TT-NHNN (Sửa đổi Thông tư 16) Có hiệu lực từ ngày 24/04/2023	<ul style="list-style-type: none"> Cho phép ngân hàng mua trái phiếu đã bán trong vòng 12 tháng và chưa niêm yết trên HNX và UPCoM 	Tạm thời giải quyết thanh khoản thị trường trái phiếu
Thông tư số 02/2023/TT-NHNN Có hiệu lực từ ngày 24/04/2023	<ul style="list-style-type: none"> Cho phép các ngân hàng cơ cấu lại và giữ nguyên phân loại nợ đối với các khoản cho vay, cho thuê tài chính từ ngày 24.04.2023 đến 30.06.2023 Áp dụng cho (i) nhu cầu sản xuất kinh doanh (ii) tiêu dùng và nhu cầu khác Cho phép ngân hàng đàm phán với khách hàng về thời gian cơ cấu lại nhưng không quá 12 tháng kể từ ngày đáo hạn gốc 	<ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp có thể giảm bớt gánh nặng tài chính trong thời kỳ kinh tế suy thoái Doanh nghiệp có thể tập trung khôi phục sản xuất kinh doanh.

Nguồn: Chính phủ, SBV, KIS

Về dài hạn, triển vọng tăng trưởng từ nhu cầu nhà ở là lạc quan

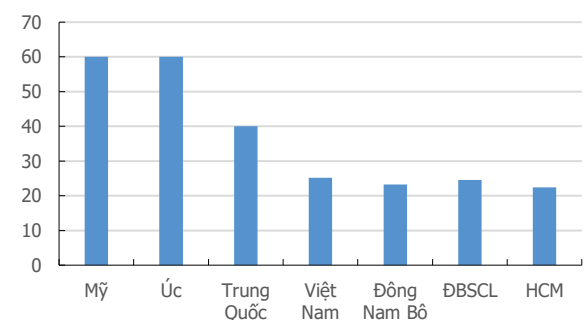
Biểu đồ 3. Tốc độ đô thị hoá theo quốc gia



Ghi chú: Data 2022
Nguồn: GSO, WTO, KISVN

Biểu đồ 4. Diện tích sàn bình quân đầu người

M2 bình quân đầu người



Ghi chú: Data 2020
Nguồn: GSO, KISVN

Diện tích sàn bình quân đầu người ở vùng Đông Nam Bộ và Đồng bằng sông Cửu Long là 23.3/24.6m²/người, thấp hơn mức bình quân chung của cả nước là 25.2m²/người. Dù có giá trị xây dựng hàng năm lớn nhất nhưng TP Hồ Chí Minh chỉ có 18.1m²/người vào năm 2020. Diện tích sàn bình quân đầu người

Triển vọng tích cực trong dài hạn đến từ nhu cầu cao về nhà ở và đô thị hoá

của Việt Nam thấp so với các nước ở châu Á.

Vì vậy, điều này cho thấy nhu cầu xây dựng nhà ở của nước ta nói chung và khu vực phía Nam trong dài hạn vẫn còn cao. Bên cạnh đó, nếu so với các nước châu Á hoặc các nước phát triển, ngoại trừ Hồ Chí Minh và Bình Dương có cơ sở hạ tầng hoàn thiện thì tốc độ đô thị hóa của các tỉnh miền Nam còn lại vẫn thấp. Vì vậy, trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu bất động sản vẫn rất cao trong trung dài hạn.

Tỷ lệ CASA cao nhờ tận dụng chuỗi giá trị bất động sản và FMCG

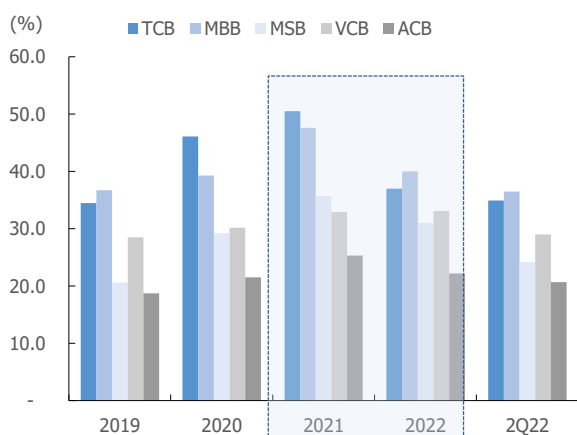
2. Thuộc nhóm CASA dẫn đầu tạo điều kiện cho chi phí vốn thấp

CASA cao đã mang lại cho TCB mức chi phí vốn (COF) thấp trong phạm vi 2.1%-3.2%, thấp hơn so với các ngân hàng thương mại nhà nước trong giai đoạn 2020-2022 (thời điểm lãi suất thấp).

TCB duy trì mức CASA cao nhờ sự kết hợp của (1) tệp khách hàng thuộc từ chuỗi giá trị bất động sản và FMCG (2) nhóm khách hàng thuộc phân khúc cao mang lại CASA trên mỗi khách hàng cao (3) các chiến dịch khuyến mãi liên tục với các tính năng hữu ích để thu hút nhiều khách hàng hơn, bao gồm miễn phí, hoàn tiền thẻ, voucher Winmart, Winmart+, v.v.

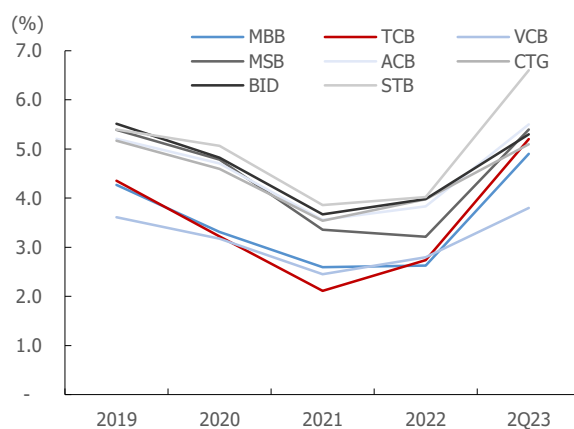
Ngân hàng điện tử trở thành kênh chính và tỷ trọng bán lẻ tăng từ 83.4% (773.5 triệu giao dịch) vào năm 2021 lên 89% (948 triệu giao dịch) vào năm 2022. Giá trị ngân hàng điện tử của TCB đạt 10,500 tỷ đồng vào năm 2022 (+ 15.7% n/n).

Biểu đồ 5. Tỷ lệ CASA dẫn đầu 2018-2022



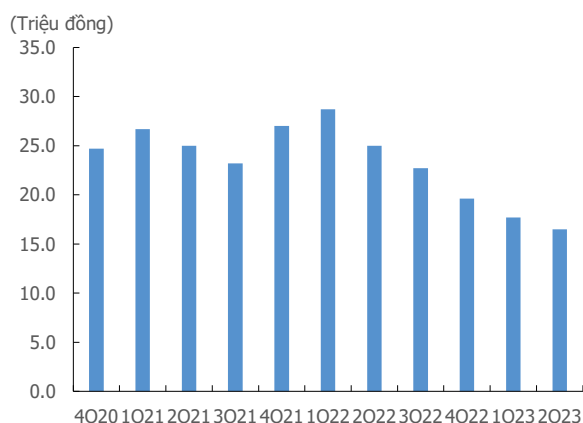
Nguồn: TCB, Fiinpro, KIS VN

Biểu đồ 6. Chi phí vốn (COF) thấp

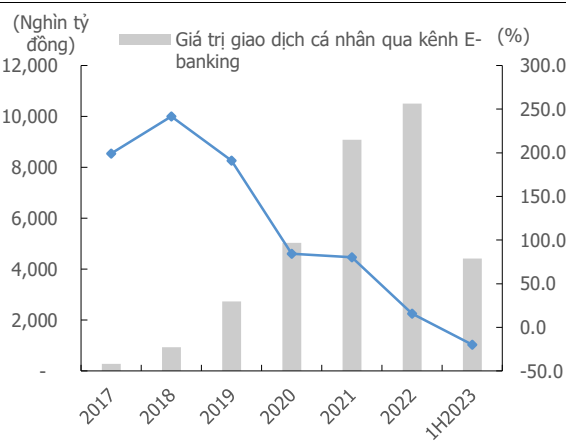


Nguồn: TCB, Fiinpro, KIS VN

Biểu đồ 7. Tỷ lệ CASA trên khách hàng hoạt động

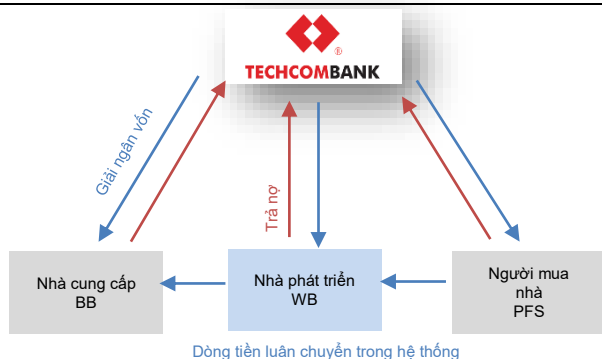


Biểu đồ 8. Tăng trưởng số lượng giao dịch bán lẻ điện tử



Nguồn: TCB, KIS

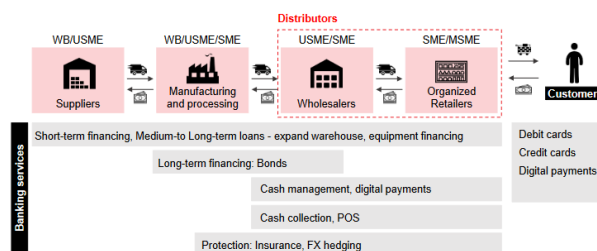
Biểu đồ 9. Tiên trong chuỗi giá trị bất động sản



Nguồn: TCB, KIS

Nguồn: TCB, KIS

Biểu đồ 10. Chuỗi giá trị thực phẩm và đồ uống



Nguồn: TCB, KIS

3. Thu nhập ngoài lãi gắn liền với bảo lãnh phát hành trái phiếu

Lợi thế dịch vụ ngân hàng đầu tư liên quan đến thị trường trái phiếu

TCB ghi nhận thu nhập ngoài lãi cao nhất trong số các ngân hàng thương mại tư nhân, chỉ xếp sau ngân hàng TMNN với lợi thế cạnh tranh vốn có là giao dịch ngoại hối. Ưu điểm vượt trội của TCB là dịch vụ ngân hàng đầu tư đa dạng và tăng thu nhập phí ròng cùng với hoạt động phân phối bảo hiểm (bancassurance) như các ngân hàng khác.

Nhà bảo lãnh trái phiếu hàng đầu

Tốc độ tăng trưởng kép từ phí ngân hàng đầu tư duy trì vững chắc ở mức 20% trong 2019-2022 nhờ thế mạnh của các công ty con.

- TCBS (TCB sở hữu 88.8%) là công ty bảo lãnh phát hành trái phiếu dẫn đầu với 17% thị phần vào (năm 2022). Ngoài ra, công ty còn nằm trong top 8 thị phần môi giới cao nhất trên HSX (2022). TCBS đầu tư vào công nghệ và xây dựng mạng lưới phân phối khác nhau từ sự hiện diện trực tuyến và không phụ thuộc vào môi giới như những lợi thế cạnh tranh quan trọng.
- Techcom capital (TCB sở hữu 89%): TCC quản lý giá trị tài sản là 9,714 tỷ đồng với 9,294 tỷ đồng quỹ trái phiếu, 376 tỷ đồng quỹ cổ phiếu và 43.8 tỷ đồng quỹ tài sản hỗn hợp (bất động sản, trái phiếu, và cổ phiếu).

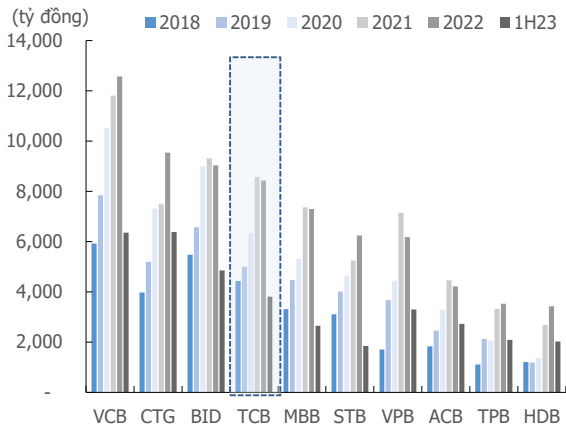
Top 1 số lượng thanh toán thẻ

Lợi thế cạnh tranh khác của TCB là dẫn đầu về số lượng thanh toán thẻ (2022). Ngoài các chương trình ưu đãi như hoàn tiền, miễn phí thường niên..., lợi thế thẻ của TCB còn liên kết với các đối tác chiến lược: Vietnam Airline, Masan (VinID) để có nhu cầu sử dụng dịch vụ thường xuyên và có những chương trình hấp dẫn dành cho hội viên. Phí thẻ tăng với tốc độ CAGR mạnh 65% trong giai đoạn 2019-2022.

Top 6 phân phối bảo hiểm

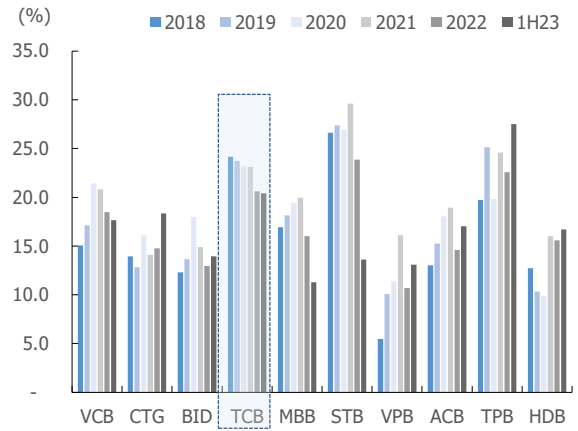
TCB đứng thứ 6 về phân phối bảo hiểm (tính theo APE – phí bảo hiểm hàng năm- năm 2022) và có lượng khách hàng thuộc tầng lớp từ trung lưu trở lên gia tăng nhu cầu dịch vụ đầu tư và bảo hiểm. Phí bảo hiểm tăng trưởng với tốc độ CAGR là 23% trong giai đoạn 2019-2022. Thị trường bảo hiểm Việt Nam rất tiềm năng. Tỷ lệ thâm nhập (phí bảo hiểm/GDP) của Việt Nam là 2.3%-2.8%, thấp hơn thị trường mới nổi và 9.6% của thị trường phát triển. Chi tiêu bảo hiểm bình quân đầu người của Việt Nam là 72-75 USD, thấp hơn mức 175 USD của các thị trường mới nổi và 4,664 USD của các thị trường phát triển.

Biểu đồ 11. Thu nhập phí ròng



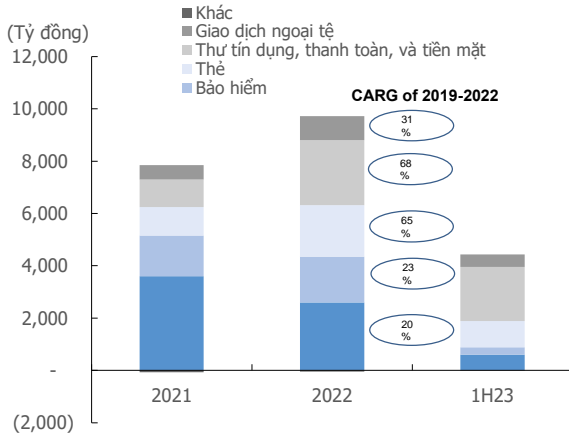
Nguồn: Fiinpro, KIS VN

Biểu đồ 12. Thu nhập phí ròng/ TOI



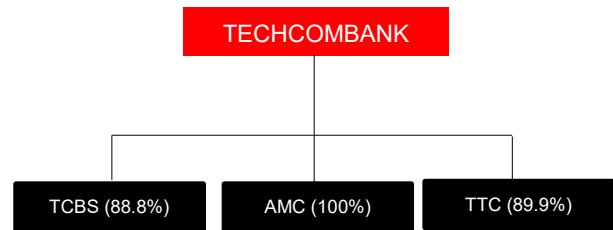
Nguồn: Fiinpro, KIS VN

Biểu đồ 13. Cơ cấu thu nhập phí ròng



Nguồn: TCB, KIS. Lưu ý phí đầu tư bao gồm bảo lãnh phát hành trái phiếu, phân phối trái phiếu, ủy thác và đại lý, tư vấn, môi giới, quản lý quỹ

Biểu đồ 14. Công ty con



Nguồn: TCB, KIS. Ghi chú: TCC (Techcom capital), AMC

II. Lợi nhuận ngắn hạn giảm nhưng triển vọng dài hạn hồi phục

1. Tăng trưởng tính dụng vừa phải cho năm 2023F và phục hồi từ năm 2024F – 2025F

2022 Tăng trưởng tín dụng chậm hơn ngành

Do thị trường bất động sản suy thoái cùng với nguồn tín dụng sớm cạn kiệt và nguồn cơ cuộc khủng hoảng phát hành trái phiếu bắt nguồn từ Vạn Thịnh Phát bị bắt giữ, tăng trưởng tín dụng đã giảm xuống 12.4% n/n vào năm 2022 so với tốc độ CAGR là 23% trong giai đoạn 2018-2021. Trong đó, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 35% n/n xuống còn 41 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2022.

Tăng trưởng tín dụng trong quý 2 năm 2023 là 9.7% kể từ đầu năm: Tổng cho vay doanh nghiệp +34% so với đầu năm (trong đó, ReCoM là +52% so với đầu năm); Tổng cho vay bán lẻ: -8% kể từ đầu năm (trong đó, cho vay thế chấp bán lẻ -13% kể từ đầu năm); và trái phiếu doanh nghiệp với tốc độ tăng trưởng -2% kể từ đầu năm. Hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu được NHNN cấp là 9.6%, tính đến cuối tháng 6.

Tín dụng năm 2022 tăng trưởng chậm do thị trường trái phiếu điều chỉnh

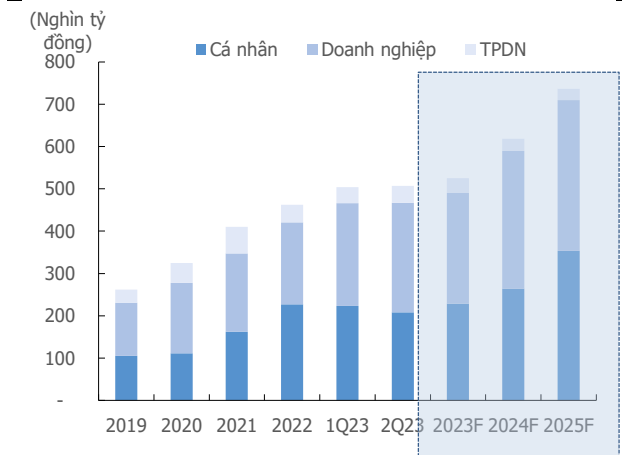
cho vay doanh nghiệp tăng cao do nhu cầu cao trong thị trường trái phiếu điều chỉnh

Theo quan điểm của chúng tôi, tăng trưởng tín dụng yếu được dự đoán năm 2023

Chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng tín dụng 2023F/ 2024F ở mức 14.1%/18% n/n nhờ tăng trưởng nhóm ngân hàng bán buôn bù đắp cho tăng trưởng bán lẻ giảm và dư nợ trái phiếu doanh nghiệp sụt giảm. Tăng trưởng tín dụng năm 2025 có thể tăng lên 19%/n/n. Trong đó:

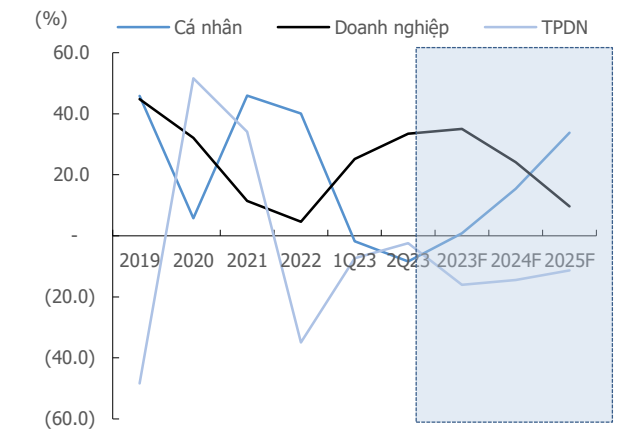
- Cho vay doanh nghiệp (42% tổng dư nợ tín dụng tại cuối năm 2022): Chúng tôi dự báo khoản vay doanh nghiệp sẽ phục hồi trở lại vào năm 2023F (35%/n/n) và năm 2024F (24%/n/n) do nhu cầu vay tăng cao. Tăng trưởng tín dụng năm 2025 có thể quay trở lại mức tăng trưởng vừa phải 10%/n/n. Trong đó, ReCoM được cho là sẽ dẫn dắt tăng trưởng tín dụng ở mức 40%/n/n/24%/n/n/4%/n/n trong giai đoạn 2023-25F.

Biểu đồ 15. Tỷ trọng bán lẻ và bán buôn cao



Nguồn: TCB, KIS

Biểu đồ 16: Tăng trưởng tín dụng chậm hơn trong năm 2022 và 2023



Nguồn: TCB, KIS

Cho vay bán lẻ có thể hồi phục dần theo triển vọng thị trường bất động sản

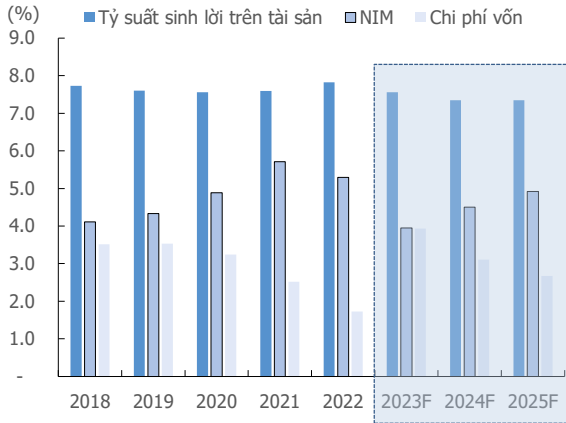
- Cho vay bán lẻ (49% tổng dư nợ tín dụng tại cuối năm 2022): Tín dụng bán lẻ có thể đi ngang vào năm 2023 và tăng 15%/n/n vào năm 2024F và 34% vào năm 2025F, trong đó,
 - Thẻ chấp bán lẻ 2023F/2024F/2025F có thể tăng -1%/n/n/+15%/n/n/+34%/n/n. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ năm 2023 sẽ thấp và sẽ phục hồi dần dần vào năm 2024. VHM – đối tác lớn nhất có thể đẩy mạnh doanh số bán buôn (Vinhomes Ocean Park 2 và 3) thay vì doanh số bán lẻ trong thời điểm thị trường khó khăn. Giải thiết ba dự án của VHM (Vinhome Vũ Yên, Vinhomes Golden và Vinhomes Cổ Loa) có thể tiếp tục hoạt động bán hàng vào năm 2025 sau khi thị trường phục hồi. Vì vậy cho vay bán lẻ có thể từ đó tăng mạnh.
- Trái phiếu doanh nghiệp (9% tổng tín dụng tính tại cuối năm 22): Với sự điều chỉnh của thị trường trái phiếu và lượng lớn trái phiếu đáo hạn sắp tới, 2023F/2024F/2025F dự đoán giảm -16%/n/n/-14.5%/n/n/ -11%/n/n.

2. NIM suy giảm trong ngắn hạn và dần phục hồi

NIM giảm do CASA giảm và lãi suất huy động leo thang. Và CASA phục hồi trong quý 2 năm 2023

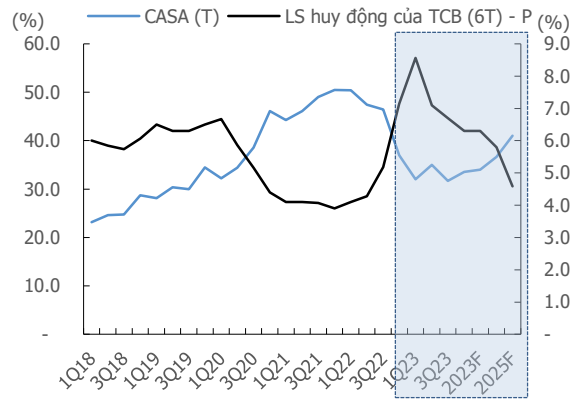
Việc tăng lãi suất tiền gửi vào cuối quý 4 năm 2022 – Quý 1 năm 2023 và tỷ lệ CASA giảm đã làm tăng chi phí vốn và giảm tỷ lệ NIM xuống 4.5% trong quý 4 năm 2022 và 4,1% trong quý 1 năm 2023 và 3,9% trong quý 2 năm 2023. Mức giảm CASA kéo dài từ quý 4 năm 2022 (37%) đến quý 1 năm 2023 (32%) và phục hồi lên 35% trong quý 2 năm 2023. Chúng tôi tin rằng sự sụt giảm của CASA chỉ là tạm thời vì người gửi tiền có xu hướng sẽ bị hấp dẫn bởi đợt tăng lãi suất tiền gửi có kỳ hạn vào cuối năm 2022.

Biểu đồ 17. NIM đang được cải thiện dần



Nguồn: World Bank, KIS

Biểu đồ 18. Tương quan giữa CASA & Tỷ lệ tiền gửi



Nguồn: World bank, United Nation, KIS

NIM dự kiến dần phục hồi nhờ vào lãi suất giảm và cải thiện CASA

2023F NIM có thể giảm xuống 3.9% từ 5.4% năm 2022 do một số vấn đề tác động đến: CASA sụt giảm, Chi phí vốn (COF) cao hơn, kèm theo đó là lợi suất tài sản sụt giảm (YOEA) trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt từ các NHTMNN có chi phí tài trợ rẻ. NIM 2024F/2025F tăng dần trở lại 4.5%/4.9% nhờ cải thiện CASA và hiệu ứng định giá lại tiền gửi từ tháng 7 năm 2023.

- Lãi suất huy động niêm yết của TCB giảm -0.9%-2.5% so với đầu năm tính đến tháng 7. Chúng tôi dự báo sẽ có một đợt sụt giảm khác vào cuối nửa cuối năm 2023 và duy trì trong năm 2024, khiến COF giảm ở mức thấp hơn.
- CASA 2024F/2025F có thể đạt 37%/41% sau khi giảm xuống 34% năm 2023 nhờ chênh lệch lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn được thu hẹp trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng kinh tế phục hồi.

3. Triển vọng thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp dài hạn vẫn còn nhiều tiềm năng

Cần thời gian để các chính sách hỗ trợ và hệ thống giao dịch trái phiếu mới phát huy tác dụng, lấy lại niềm tin cho nhà đầu tư

Phí ngân hàng đầu tư tăng trưởng với tốc độ CAGR là 93% trong giai đoạn 2016-2021 trước khi giảm xuống vào năm 2022 (-14.4%/n) và 6T23 (-58%/n). Trong bối cảnh thị trường trái phiếu tri trệ và chứng khoán điều chỉnh. Chúng tôi kỳ vọng năm 2023F sẽ giảm -46%/n và phục hồi +21.6%/n vào năm 2024 với giao dịch trái phiếu doanh nghiệp ổn định hơn.

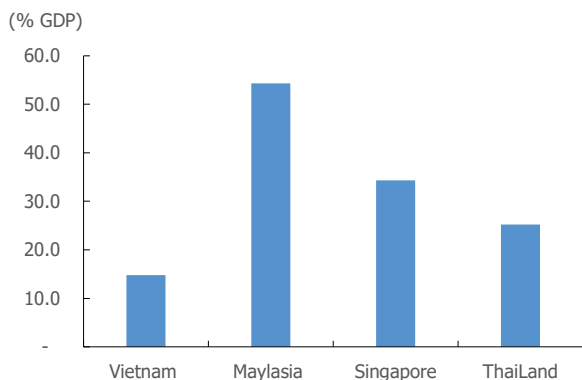
Trong ngắn hạn, các chính sách hỗ trợ (Thông tư 03/2023 và Nghị định số 08/2023/ND-CP 08/2023) nhằm mục đích nới lỏng yêu cầu đăng ký/phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vấn đề cốt lõi nằm ở “niềm tin” đã dần bị mất đi bởi vụ việc Vạn Thịnh Phát. Vậy nên, phải mất thời gian khá lâu để các chính sách của chính phủ mang lại kết quả.

Tuy nhiên, thị trường trái phiếu doanh nghiệp là kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế theo định hướng của Chính phủ

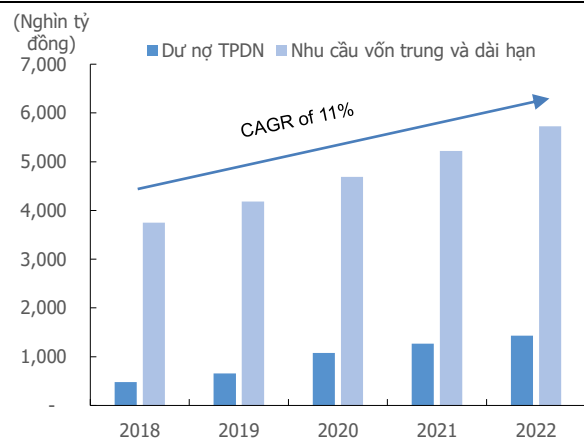
Về lâu dài, thị trường trái phiếu doanh nghiệp (C-bond) là kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế theo định hướng của Chính phủ. Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam còn nhỏ và có tiềm năng phát triển. Theo ước tính của chúng tôi, thị trường trái phiếu doanh nghiệp chỉ đáp ứng được 25% nhu cầu vốn trung và dài hạn. Tốc độ tăng trưởng bình quân về nhu cầu vốn khoảng 11% trong giai đoạn 2018-2022. So với các nước, thị trường trái phiếu Việt Nam (14.81% GDP) thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Malaysia (54.3% GDP), Singapore (34.3% GDP), Thái Lan (25.5% GDP).

Biểu đồ 19. Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam

Biểu đồ 20. Nhu cầu nguồn vốn trung và dài hạn



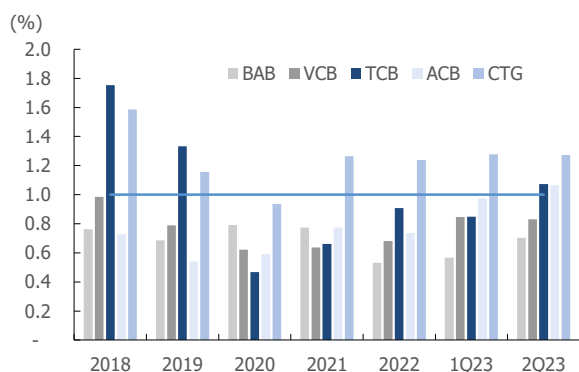
Nguồn: VBMA, KIS



Nguồn: SBV, VBMA, KIS

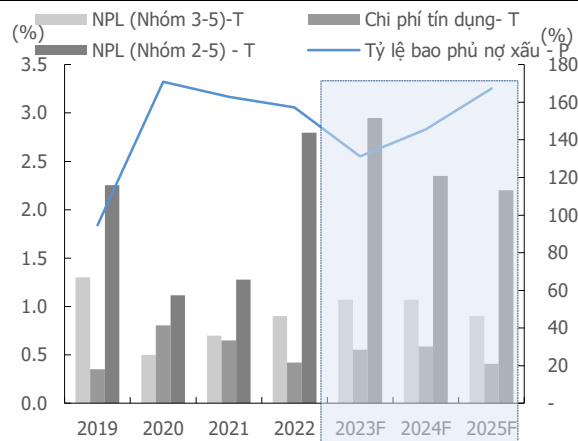
4. NPL có thể kiểm soát tốt trong bối cảnh nợ xấu ngày càng tăng của ngành

Biểu đồ 21. NPL thuộc thấp trong ngành



Nguồn: TCB, KIS

Biểu đồ 22. NPL và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



Nguồn: TCB, KIS

TCB quản lý rủi ro tín dụng tương đối hiệu quả với tỷ lệ nợ xấu dưới 1% trong 2020-Q2/2023 và thuộc nhóm ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất. NPL (nhóm 3-5) tăng nhẹ từ 0.9% cuối năm 2022 lên 1.1% trong Q2/2023, nợ xấu (nhóm 2-5) duy trì ở mức 3% trong năm 2022 và Q2/2023. Nếu loại trừ việc phân loại lại CIC, NPL Q2/2023 (nhóm 3-5) là 0.9%. Nợ xấu gia tăng chủ yếu đến từ bán lẻ (NPL Q2/2023 là 1.96% so với 1% vào cuối năm 2022) và SME (Q2/2023 1.51% so với 1.2% vào cuối năm 2022). NPL bán lẻ tăng chủ yếu do thể chấp từ việc tái phân loại CIC, theo thông tin từ phía ngân hàng.

Chúng tôi không có thông tin về tỷ lệ nhu cầu nhà thật trong dư nợ thế chấp để đánh giá thêm mặc dù hầu hết các dự án đều thuộc phân khúc trung và cao cấp. Với triển vọng phục hồi của thị trường, chúng tôi kỳ vọng NPL 2023F/2024F/2025F có thể duy trì ở mức tương ứng 1.1%, 1.1%, 0.9%.

Tăng trưởng lợi nhuận 2023F chậm nhưng kỳ vọng phục hồi trong 2024F-2025F

Chúng tôi nhận thấy TCB có dư nợ vay lớn liên quan đến thị trường bất động sản (cả chủ đầu tư bất động sản và vay thế chấp bán lẻ) và đi theo chu kỳ của bất động sản và nền kinh tế. Chúng tôi ước tính năm 2023 là thời điểm đáy của lợi nhuận ròng và 2024-2025 có thể là giai đoạn phục hồi.

Năm 2023 là thời kỳ đáy của lợi nhuận và 2024-2025 có thể là giai đoạn phục hồi.

Chúng tôi dự báo TOI và LNTT năm 2023 của TCB lần lượt giảm -12%/n đạt 36,188 tỷ đồng và -19%/n đạt 20,600 tỷ đồng, dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng 14.1%/n nhờ gia tăng cho vay khách hàng doanh nghiệp và NIM 3.9%/n với chi phí vốn (COF) cao hơn.
- Thu nhập phí (NFI) có thể giảm 4%/n do phí ngân hàng đầu tư và phí từ hoạt động phân phối bảo hiểm (bancassurance) giảm mạnh.
- CIR và NPL ước tính lần lượt là 35%/n và 1.1%/n.

Chúng tôi dự báo TOI và LNTT năm 2024 của TCB lần lượt tăng +29%/n đạt 46,549 tỷ đồng và +34%/n đạt 27,558 tỷ đồng, dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng 18%/n và NIM 4.5%/n với tỷ lệ CASA được cải thiện và lãi suất huy động giảm.
- Thu nhập từ phí (NFI) tăng trưởng 26%/n nhờ thu hồi thu nhập từ hoạt động phân phối bảo hiểm (bancassurance).
- CIR và NPL ước tính lần lượt là 33% và 1.1%.

Chúng tôi dự báo TOI và LNTT năm 2025 của TCB lần lượt tăng +26%/n đạt 58,617 tỷ đồng và +38%/n đạt 38,083 tỷ đồng, dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng 19% nhờ cho vay bán lẻ mạnh và NIM 4.9% nhờ tỷ lệ CASA được cải thiện
- Thu nhập từ phí (NFI) có thể phục hồi với tốc độ tăng trưởng mạnh 28%/n.
- CIR và NPL ước tính lần lượt là 30% và 0.9%.

III. Khuyến nghị và đánh giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TCB với giá TP ở mức 43,700 đồng cho giai đoạn đến giữa năm 2024. Giá trị hợp lý được ước tính bằng mức trung bình của phương pháp giá trị thặng dư (residual approach) (50%) và định giá PB (50%). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TCB do (1) TCB đang giao dịch ở mức định giá PB thấp nhất trong lịch sử giao dịch và định giá của các công ty cùng ngành, phản ánh rủi ro liên quan đến sự suy thoái của thị trường trái phiếu và bất động sản (2) các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ và Chính phủ. Lãi suất giảm có thể giúp thị trường phục hồi trong 3 năm tới và TCB với vị thế nhà cung cấp tín dụng thế chấp hàng đầu sẽ được hưởng lợi (3) kỳ vọng NIM sẽ dần cải thiện trong môi trường lãi suất thấp và CASA được cải thiện.

Chúng tôi áp dụng chi phí vốn chủ sở hữu (Re) ở mức 15.7%, giả sử 1) lãi suất phi rủi ro là 4.5% 2) hệ số beta là 1.4 và 3) phần bù rủi ro là 15.7%. Giá mục tiêu của chúng tôi là 43.700 đồng (tăng 30% so với mức giá hiện tại) dựa trên trọng số của 1) PB mục tiêu là 1.1x với BPVS trung bình trong giai đoạn 2023F-2024F và 2) phương pháp định giá thặng dư trong 5 năm tới. Giá mục tiêu dựa trên phương pháp thặng dư là 44,052 đồng với chi phí vốn chủ sở hữu là 15.7% và mức tăng trưởng bền vững là 3% để phản ánh sự tăng trưởng của ngành ngân hàng ở các nước mới nổi. Giá mục tiêu dựa trên phương pháp PB là 43,376 đồng với mức PB mục tiêu là 1.1x, áp dụng cho BVPS trung bình trong giai đoạn 2023F-2024F. Chúng tôi tin rằng TCB nên giao dịch PB với tỷ lệ chiết khấu (15%) so với PB trung bình của các công ty cùng ngành là 1.3x với dự báo ROE thấp hơn là 15% (sv trung bình của các công ty cùng ngành là 19%).

**Khuyến nghị MUA
với giá TP 43,700
VNĐ**

Bảng 2. Chi phí vốn chủ sở hữu

Thành phần	%
Beta (x)	1.4
Lãi suất phi rủi ro - rf (%)	4.5
Phần bù rủi ro (%)	8.0
Chi phí vốn chủ sở hữu - re (%)	15.7

Bảng 4. Tỷ lệ P/B hợp lý (Justified P/B)

Thành phần	%
ROE (Trung bình 2023F-2024F)	17.0
r (chi phí vốn chủ sở hữu)	15.7
g (tăng trưởng bền vững)	3.0
P/B mục tiêu	1.1

Bảng 3. Định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
PB	43,376	50%	21,688
Thu nhập thặng dư (residual income approach)	44,052	50%	22,026
Giá mục tiêu của TCB			43,714

Bảng 5. Phương pháp định giá

1. Phương pháp thặng dư	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	16,696	22,336	30,826	37,537	45,649
Vốn chủ sở hữu	129,004	150,643	180,509	216,861	261,069
ROE	13.8	16.1	18.7	19.0	19.2
Chi phí vốn chủ sở hữu (re)	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
Thu nhập thặng dư	-1,112	2,259	7,352	9,374	11,779
Hệ số chiết khấu	1	0.86	0.75	0.65	0.56
Hiện giá dòng tiền (FCF)2023-2027	18,959	23,221			
Hệ số duy trì	0.62	0.62			
Giá trị cuối cùng	12,241	14,163			
Tổng giá trị	31,200	37,384			
Số lượng cổ phiếu lưu hành	3,517	3,517			
Giá (Đồng/Cổ phiếu) (A)	41,119	46,986			
Giá mục tiêu giữa năm 2024		44,052			

2. Phương pháp PB

BVPS (Trung bình 2023F-2024F, VND)	39,433
PB mục tiêu (x)	1.1
Giá (Đồng/cổ phiếu)	43,376

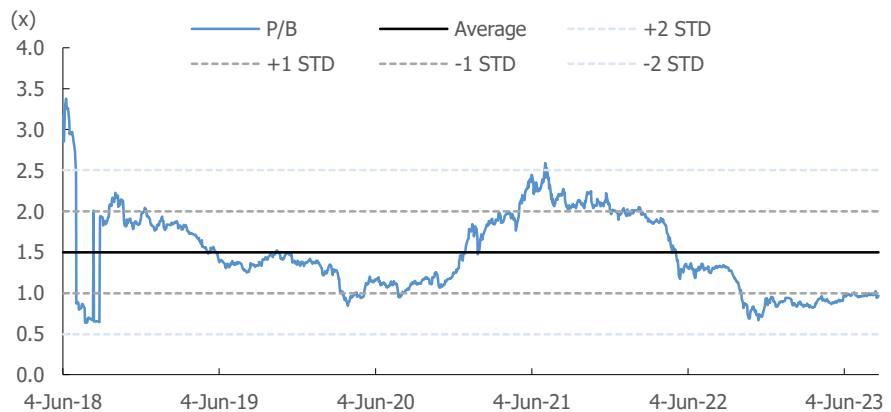
Bảng 6. Ma trận định giá

	PB						
	PB thấp nhất (3 năm gần nhất)	Giá trị số sách	PB hợp lý (Justified PB)	PB DN cùng ngành	Trung bình 3 năm gần nhất	PB cao nhất (3 năm gần nhất)	
BPVS	0.67	1.0	1.1	1.3	1.45	2.58	
2023F	36,357	24,359	36,357	39,992	47,264	52,717	93,800
Trung bình 2023-2024	39,433	26,420	39,433	43,376	51,263	57,178	101,737
2024F	42,509	28,481	42,509	46,760	55,261	61,638	109,673
2025F	51,000	34,170	51,000	56,100	66,300	73,951	131,581

Bảng 7. Định giá nhiều lần

	PE				PB			
	TTM	2023F	2024F	2025F	TTM	2023F	2024F	2025F
TCB	6.6	6.6	5.2	4.4	1.0	0.9	0.8	0.7
MBB	5.2	5.2	4.4	3.8	1.1	1.1	0.9	0.7
STB	8.6	8.5	5.3	4.7	1.4	1.3	1.1	0.9
VPB	11.7	5.8	5.0	4.5	1.3	1.3	1.1	0.9
ACB	4.9	10.9	8.0	6.1	1.4	1.2	1.1	0.9
Average	7.6	7.4	5.6	4.7	1.3	1.2	1.0	0.8

Sources: Bloomberg, KIS

Biểu đồ 23. Định giá P/B thấp trong lịch sử giao dịch

Nguồn: Fiiopro, KISVN

Biểu đồ 24. Giá cổ phiếu của TCB



Nguồn: Fiinpro, KISVN

■ Tổng quan về công ty

TCB là ngân hàng tư nhân hàng đầu Việt Nam, điều hành 300 chi nhánh và phòng giao dịch. TCB nắm giữ top 1 tín dụng bất động sản và thị phần số 1 phân phối trái phiếu. Nó có ba công ty con bao gồm Techcom Securities, Techcom Capital và Techcombank Asset Management. Các lĩnh vực trọng tâm (Bất động sản, Xây dựng, Vật liệu, Hàng tiêu dùng nhanh, Tiện ích và dịch vụ tài chính), TCB cũng đặt mục tiêu mở rộng cơ sở khách hàng ra ngoài 4 lĩnh vực kinh tế mục tiêu hiện có, tập trung vào ngành du lịch và nghỉ dưỡng, công nghiệp ô tô và các ngành công nghiệp lớn. Doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) có quy mô lớn. Bên cạnh đó, TCB nâng cao quy mô thông qua trải nghiệm kỹ thuật số mạnh mẽ trong hệ sinh thái WINLife “tất cả trong một”.

Balance sheet

(VND bn)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tổng TS	569,576	700,161	793,078	901,114	1,043,695
Tổng TS sinh lãi	525,475	618,882	713,645	803,734	941,021
Cho vay và TPDN	410,150	461,539	526,834	619,915	736,913
Hộ gia đình	161,693	226,743	228,622	263,841	353,087
Doanh nghiệp	248,457	234,795	298,211	356,074	383,827
Tiền gửi và cho vay TCTD	88,554	103,156	137,134	132,889	147,378
Tiền gửi NHNN và TPCP	26,771	54,187	49,677	50,930	56,730
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	49,228	87,332	88,141	108,697	115,809
Khác	5,127	6,052	8,708	11,317	13,135
Tổng nợ phải trả	475,687	585,608	664,074	750,471	863,186
Tiền gửi của khách hàng	314,753	358,404	409,745	483,490	573,404
Trái phiếu	33,680	34,007	69,657	72,524	86,011
Tiền gửi và vay của TCTD	112,459	167,563	159,185	167,144	175,501
Tiền vay của CP và NHNN	1	8	-	-	-
Phải trả khác	14,796	25,626	25,487	27,314	28,269
Tổng VCSH	93,888	114,554	129,004	150,643	180,509
VCSH	93,041	113,425	127,875	149,514	179,380
Vốn điều lệ	35,109	35,172	35,172	35,172	35,172
Thặng dư VCSH	476	476	476	476	476
Quý khác	9,156	11,609	14,631	17,066	20,324
LN giữ lại	48,300	66,168	77,595	96,799	123,407
Thu nhập toàn diện khác	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	847	1,129	1,129	1,129	1,129

Key financial data

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sinh lợi và hiệu quả(%)					
ROE	21.5	19.5	13.8	16.1	18.7
ROA	3.6	3.2	2.2	2.6	3.1
NIM	5.8	5.4	3.9	4.5	4.9
Lãi TB trên tài sản	7.7	7.9	7.6	7.3	7.3
Chi phí vốn	2.2	2.8	3.9	3.1	2.7
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	30.1	32.8	35.0	33.0	30.0
Chi phí tín dụng	0.7	0.4	0.6	0.6	0.4
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	46.5	11.6	(17.1)	33.8	38.0
LNTDPTD	40.7	6.2	(14.5)	32.6	31.6
Tăng trưởng tín dụng	26.5	12.5	14.1	17.7	18.9
Tổng TS	29.4	22.9	13.3	13.6	15.8
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	0.7	0.7	1.1	1.1	0.9
Tỷ lệ dự trữ lố tín dụng	162.9	157.3	131.2	145.4	167.3
Tỷ lệ cho vay / huy động	90.7	94.6	92.8	97.3	100.1
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	15.0	15.2	15.5	16.1	16.8
CET1	19.7	19.3	19.7	20.6	21.5

Income statement

VND bn)

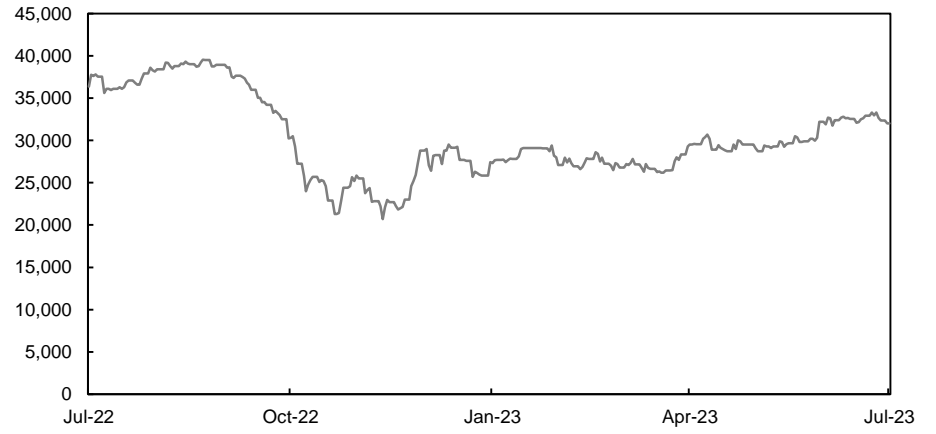
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	37,076	40,902	36,188	46,549	58,617
Thu nhập lãi thuần	26,699	30,290	25,783	33,535	42,173
Thu nhập lãi	35,503	44,753	49,341	54,691	62,978
Chi phí lãi	8,805	14,463	23,559	21,156	20,805
Thu nhập ngoài lãi	10,378	10,612	10,406	13,015	16,444
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	6,614	8,252	7,739	9,898	12,822
Lãi từ đầu tư tài chính	1,961	192	374	355	328
Khác	1,803	2,167	2,292	2,763	3,294
Dự phòng rủi ro tín dụng	2,665	1,936	2,923	3,630	2,999
Thu nhập hoạt động ròng	34,412	38,966	33,266	42,920	55,618
Chi phí quản lý và bán hàng	11,173	13,398	12,666	15,361	17,585
Chi phí nhân viên	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Lợi nhuận trước DPTD	25,903	27,504	23,522	31,188	41,032
LNTT	23,238	25,568	20,600	27,558	38,033
Thuế	4,823	5,131	4,134	5,531	7,633
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.8	20.1	20.1	20.1	20.1
Lãi từ hoạt động chính	18,209	20,317	16,318	21,815	30,154
Hoàn nhập nợ đã trích lập	206	119	148	212	246
LN ròng	18,415	20,436	16,466	22,027	30,400
LN dành cho NH mẹ	18,052	20,150	16,696	22,336	30,826

Valuation

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	26,548	32,305	36,357	42,509	51,000
EPS	5,122	5,711	4,718	6,327	8,733
Cổ tức	-	-	-	-	-
Định giá (x)					
P/B	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
P/E	6.6	5.9	7.1	5.3	3.9
P/PPE	4.6	4.3	5.0	3.8	2.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Phân tích ROE (%)					
ROE	21.5	19.5	13.8	16.1	18.7
Đòn bẩy (x)	6.1	6.1	6.1	6.0	5.8
TS sinh lãi / Tổng TS	91.4	87.6	89.0	88.1	89.0
LN ròng / TS sinh lãi	3.4	3.3	2.3	2.8	3.3
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	5.1	4.9	3.6	4.2	4.5
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	2.0	1.7	1.5	1.6	1.7
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.5	0.3	0.4	0.5	0.3
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.1	2.2	1.8	1.9	1.9

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	% so với giá TB	% cao (thấp)
[Subject]					



■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn
- CTCP chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua

CTCP chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo 30 Mar 2020.

CTCP chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại 30 Mar 2020.

CTCP chứng khoán KIS Việt Nam CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP chứng khoán KIS Việt Nam.

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. CTCP chứng khoán KIS Việt Nam không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.