

VIETCOMBANK (VCB)

Khả quan (duy trì)

Tài chính

Giá hiện tại	VND94.900
Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	VND97.400/72.054
Giá mục tiêu	VND118.700
Giá mục tiêu trước đó	VND99.900
So với Consensus	7,3%
Tiềm năng tăng giá	25,1%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	25,1%

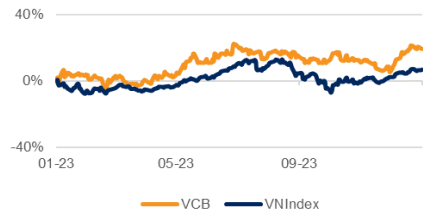
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	21.017,7
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	5,5
Sở hữu NN (tr USD)	1.374,2
Số CP lưu hành (tr)	5.589,1
Số CP sau pha loãng (tr)	5.589,1

	VCB	Ngành	VNI
P/E trượt	15,8	10,2	14,7
P/B hiện tại	3,0	1,3	1,8
ROA	1,8%	1,5%	2,0%
ROE	21,7%	17,2%	12,1%

*dữ liệu ngày 11/04/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
VCB	2,1%	14,9%	29,3%
Tương quan VNIndex	2,4%	14,5%	23,2%

Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng nhà nước	74,8%
Ngân hàng Mizuho	15,0%
GIC	2,6%
Khác	7,6%

Tổng quan doanh nghiệp

Vietcombank cho vay cả doanh nghiệp và cá nhân. NH cũng có những dịch vụ tài chính như thanh toán quốc tế, giao dịch ngoại hối và chuyển tiền. Ngân hàng có sáu công ty con và 13 công ty liên kết, với NH Nhà nước là cổ đông có quyền kiểm soát lớn nhất.

Chuyên viên phân tích



Trần Kim Phượng

phuong.trankim@vndirect.com.vn

Động lực tăng trưởng trong dài hạn đến từ cho vay bán lẻ

- Khuyến nghị Khả Quan với tiềm năng tăng giá 25,1%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 15,4% khi giá cổ phiếu đã tăng 9% kể từ báo cáo gần đây nhất.
- Giá mục tiêu của chúng tôi thay đổi do: 1) thay đổi chi phí vốn và 2) hạ dự phóng chi phí tín dụng
- P/B hiện tại (3,0 lần) đang thấp hơn một chút so với kỳ vọng về triển vọng của ROE trong giai đoạn 2024-25

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng năm 2023 tăng 10,4% svck lên 33.033 tỷ đồng (~ 1,33 tỷ USD) nhờ hoàn nhập dự phòng 6.949 tỷ đồng trong Q4/23
- Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm 23 điểm cơ bản sv quý trước (+30 điểm cơ bản svck) xuống 0,98% vào cuối năm 2023, LLR cao nhất ngành ở mức 230%
- Kỳ vọng CAR của VCB sẽ đạt 13,7% nếu đợt phát hành riêng lẻ hoàn tất trong năm 2024. Chúng tôi chưa phản ánh giả định này vào giá mục tiêu

Luận điểm đầu tư

Phát hành riêng lẻ thành công sẽ giúp VCB cải thiện hệ số CAR

Nếu đợt phát hành riêng lẻ của VCB có thể hoàn tất vào cuối năm 2024, chúng tôi dự phóng tỷ lệ an toàn vốn (CAR) sẽ tăng từ 11,6% lên 13,7%. CAR của VCB cũng như các NH quốc doanh khác đều thấp hơn mức trung bình ngành. Đây là lý do khiến các NH quốc doanh có thị phần tín dụng bị thu hẹp trong những năm gần đây. Về lâu dài, điều này sẽ làm suy yếu vị thế dẫn đầu ngành của các NH quốc doanh.

Nguồn vốn bổ sung sẽ hỗ trợ VCB mở rộng cho vay bán lẻ và SME

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ đạt 12% trong năm 2024, tập trung vào cho vay doanh nghiệp. Tuy nhiên, với nguồn vốn bổ sung, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ mở rộng mảng cho vay bán lẻ – như sau đợt phát hành riêng lẻ vào năm 2019 – tập trung vào cho vay mua nhà và cho vay sản xuất kinh doanh với lãi suất cho vay thấp trong năm 2025-28.

Mở rộng cho vay bán lẻ có thể hỗ trợ NIM trong năm 2025-28

Chúng tôi giảm 8 điểm cơ bản trong dự phóng NIM năm 2024 xuống 3,1%, cao hơn một chút so với NIM năm 2023 (3,0%) do chi phí vốn (COF) giảm chậm hơn dự phóng. Lãi suất huy động thấp hơn sẽ có tác động tích cực đến NIM vào năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng nhanh hơn trong năm 2025-28 khi VCB đẩy mạnh cho vay bán lẻ.

LN ròng tăng trưởng vững chắc trong 2024, và tăng trưởng mạnh mẽ trong 2025

Chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ giảm lần lượt 4,21/2,0 điểm cơ bản trong năm 2024-25. NPL giảm sẽ giảm áp lực lên bộ đệm dự phòng của VCB, giúp NH có thể sử dụng dự phòng để xử lý nợ xấu trong năm 2024. Chúng tôi dự phóng LN ròng của VCB sẽ tăng 10,4% svck trong năm 2024, sau đó tăng 22,8% svck trong năm 2025. ROE sẽ chấm dứt xu hướng giảm kể từ năm 2025.

P/B hiện tại thấp hơn so với kỳ vọng về triển vọng của ROE năm 2024

P/B hiện tại là 3,0 lần, thấp hơn kỳ vọng về ước tính ROE cho năm 2024 là 19,5%. Trong 5 năm qua, VCB thường giao dịch ở mức cao hơn 160% so với P/B trung bình ngành. Tuy nhiên, với chiến lược cho vay thận trọng và ROE giảm trong năm 2024, P/B mục tiêu của chúng tôi là 3,1 lần, cao hơn 140% so với trung bình ngành hiện tại.

Tổng quan tài chính	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	10,5%	10,4%	22,8%	21,4%
Tăng trưởng tín dụng svck	10,9%	12,0%	14,0%	14,5%
NIM	3,0%	3,1%	3,3%	3,4%
CASA	33,9%	33,0%	33,0%	33,0%
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%
Tỷ lệ bao nợ xấu	230,3%	233,6%	220,2%	203,0%
ROAE	21,7%	19,5%	20,0%	20,4%
P/B	3,15	2,59	2,19	1,83

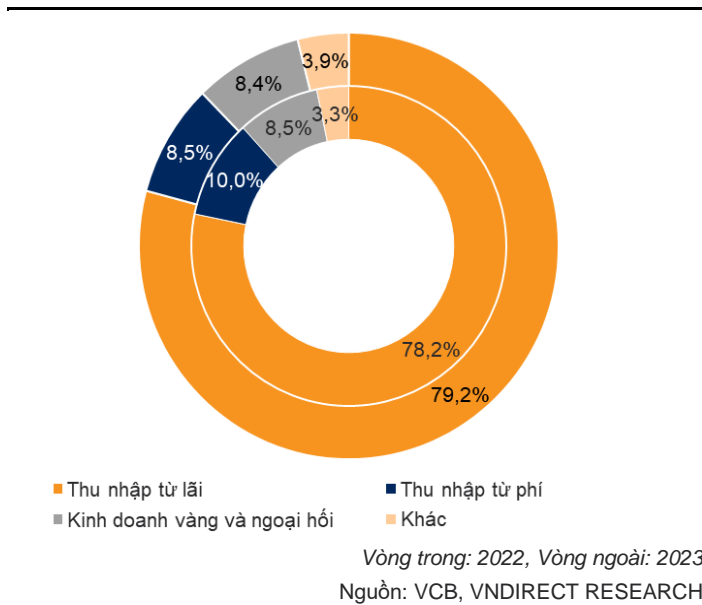
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

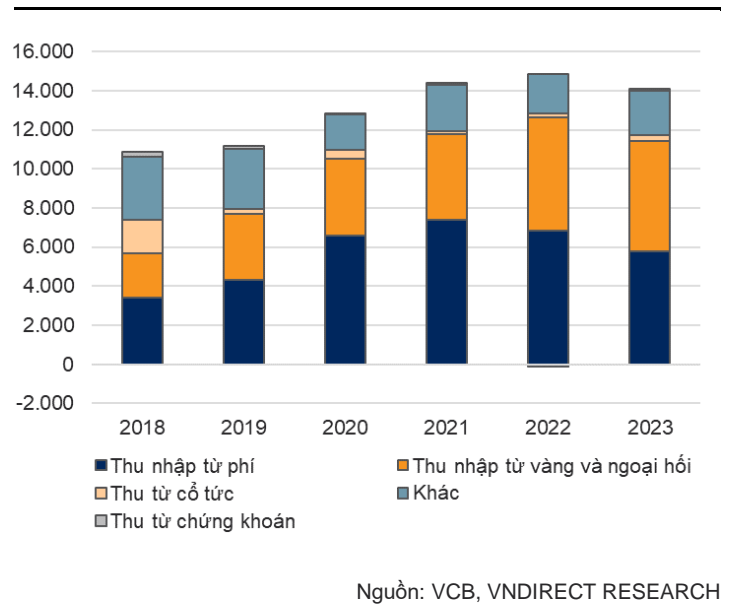
Vietcombank, được biết đến dưới tên Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam, là một ngân hàng thương mại nhà nước (SOCB) có uy tín cao, phổ biến nhờ mạng lưới rộng, dịch vụ tài chính và chất lượng tài sản tốt nhất. Được thành lập vào năm 1963, VCB đóng vai trò then chốt trong sự phát triển của ngành ngân hàng Việt Nam, phục vụ nhu cầu tài chính đa dạng của các cá nhân, doanh nghiệp và tổ chức trong nước và quốc tế.

Là một Ngân hàng Thương mại nhà nước (SOCB), VCB được hưởng lợi từ mối quan hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp nhà nước lớn, có dòng tiền mạnh và do đó cho phép ngân hàng duy trì danh mục cho vay có rủi ro thấp. VCB là ngân hàng Việt Nam đầu tiên xây dựng mối quan hệ với các ngân hàng quốc tế. Do đó, NH giữ vị trí dẫn đầu trong ngoại thương, bao gồm tài trợ thương mại, thanh toán quốc tế và giao dịch ngoại hối. Điều này tạo thêm lợi thế cho VCB để bán chéo dịch vụ cho khách hàng, giúp ngân hàng đa dạng hóa nguồn thu nhập.

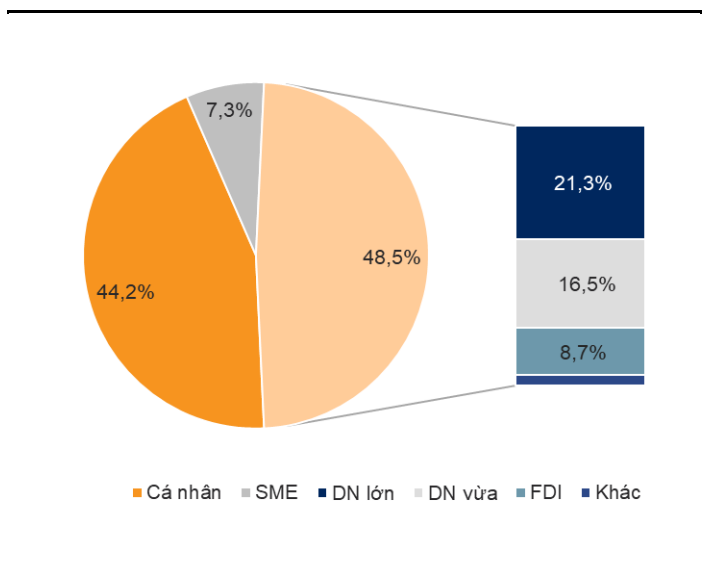
Hình 1: Cơ cấu thu nhập của VCB



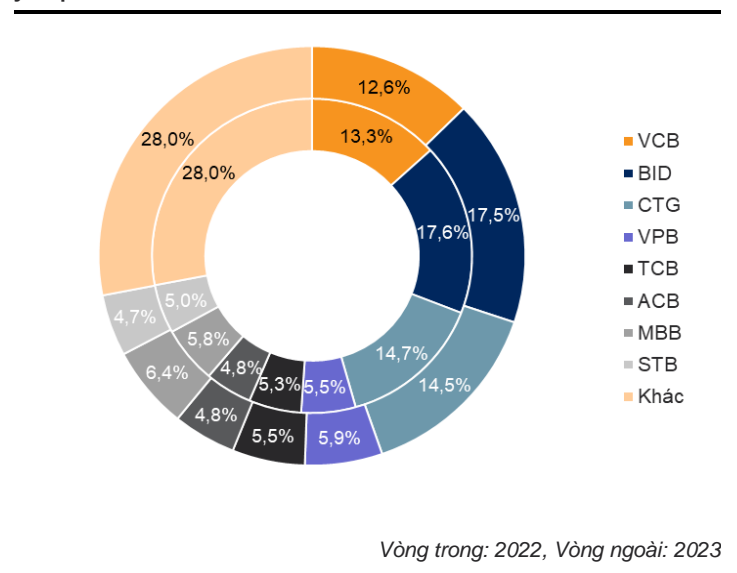
Hình 2: Thu nhập ngoài lãi của VCB theo các sản phẩm/dịch vụ (đơn vị: tỷ đồng)



Hình 3: Cơ cấu dư nợ cho vay của VCB đến cuối năm 2023



Hình 4: VCB có thị phần tín dụng cao thứ 3 trong số 25 ngân hàng niêm yết tại cuối năm 2023



Tóm tắt KQKD: Chi phí dự phòng thấp hơn hỗ trợ tăng trưởng thu nhập

Hình 5: So sánh KQKD (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q4/23	Q4/22	svck %	Q3/23	sv quý trước %	2023	2022	svck %	Dự báo năm 2023	% dự báo của VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	12.801	14.809	-13,6%	12.596	1,6%	53.621	53.246	0,7%	56.146	95,5%	Thấp hơn sv dự báo của chúng tôi do NIM thấp hơn dự phòng. Trong năm 2023, NIM chỉ đạt 3,01%, thấp hơn dự phòng của chúng tôi là 3,1%
Thu nhập ngoài lãi	3.158	3.853	-18,1%	3.181	-0,7%	14.103	14.836	-4,9%	16.638	84,8%	Thấp hơn sv kỳ vọng của chúng tôi do thu nhập từ hoạt động bancassurance thấp hơn kỳ vọng. Ngoài ra, trong Q4/23 VCB ghi nhận khoảng 800 tỷ phí upfront, thấp hơn so với ước tính của chúng tôi là 1.500 tỷ. Kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến cũng khiến cho thu từ xử lý nợ xấu thấp hơn dự kiến. Cụ thể, tỷ lệ thu nhập từ xử lý nợ xấu của VCB là 0,17%, thấp hơn mức dự phòng là 0,2%
Tổng thu nhập HĐKD	15.959	18.663	-14,5%	15.777	1,2%	67.723	68.083	-0,5%	72.783	93,0%	
Chi phí hoạt động	(5.752)	(4.565)	26,0%	(5.233)	9,9%	(21.915)	(21.260)	3,1%	(22.718)	96,5%	Thấp hơn sv dự phòng của chúng tôi chủ yếu do tổng thu nhập HĐKD thấp hơn sv dự kiến.
Lợi nhuận trước dự phòng	10.207	14.098	-27,6%	10.545	-3,2%	45.809	46.823	-2,2%	50.066	91,5%	
Chi phí dự phòng	1.487	(1.679)	-188,6%	(1.494)	-199,5%	(4.565)	(9.464)	-51,8%	(9.504)	48,0%	Dưới mức dự phòng của chúng tôi khi NH sử dụng bộ đệm dự phòng để xử lý nợ xấu. Chi phí tín dụng trong năm 2023 là 0,38%, thấp hơn so với dự phòng của chúng tôi là 0,8%
Lợi nhuận trước thuế	11.693	12.419	-5,8%	9.051	29,2%	41.244	37.359	10,4%	40.562	101,7%	
LN ròng	9.355	9.928	-5,8%	7.269	28,7%	33.033	29.892	10,5%	32.454	101,8%	Phù hợp với dự phòng của chúng tôi

Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Các chỉ số chính của VCB theo quý

Các chỉ số chính	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	81,7%	79,4%	76,7%	80,3%	79,8%	80,2%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	18,3%	20,6%	23,3%	19,7%	20,2%	19,8%
NIM (dự phòng cả năm)	3,41%	3,51%	3,18%	3,20%	2,96%	2,90%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	38,1%	24,5%	28,5%	32,4%	33,2%	36,0%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	82,6%	77,3%	74,6%	79,6%	79,3%	79,4%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	1,2%	1,0%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	401,8%	317,4%	320,8%	385,8%	270,1%	230,3%
Chi phí tín dụng (Dự phòng cả năm)	0,98%	0,88%	0,70%	0,78%	0,69%	0,28%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%
ROAE (trượt 12 tháng)	22,4%	24,2%	23,8%	23,6%	23,3%	21,7%

Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

TOI giảm trong Q4/23 do NIM thu hẹp và thu nhập từ phí giảm

TOI trong Q4/23 giảm 14,5% svck xuống còn 15.959 tỷ đồng, do cả thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi đều giảm. Lũy kế cả năm 2023, TOI đạt 67.723 tỷ đồng, giảm 0,5% svck. Mặc dù tăng trưởng tín dụng tăng tốc trong Q4 giúp dư nợ tín dụng cả năm tăng 10,6% svck, nhưng thu nhập lãi đã giảm 13,6% svck trong Q4/23 do NIM thu hẹp. NIM trong Q4/23 giảm còn 2,9% do VCB tiếp tục hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng. NIM ước tính cho cả năm 2023 giảm 39

điểm cơ bản svck xuống 3,01% do chi phí vốn cao hơn. Chúng tôi nhận thấy thu nhập ngoài lãi của VCB giảm đáng kể trong Q4/23, nguyên nhân có thể đến từ hoạt động bancassurance thu hẹp. Trong Q4/23, VCB ghi nhận khoảng 800 tỷ (~32,3 triệu USD) phí up-front thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi là khoảng VND1,500 tỷ đồng.

Chi phí dự phòng giảm hỗ trợ LN ròng

Tỷ lệ chi phí/tổng thu nhập hoạt động (CIR) tăng 11,6 điểm % trong Q4/23 do thu nhập từ hoạt động (TOI) giảm và chi phí tiền lương tăng. Ước tính trong cả năm 2023, CIR đạt 32,4%, gần bằng tỷ lệ năm trước và sát với dự phóng của chúng tôi (31,2%).

Chúng tôi ước tính trong Q4/23, VCB ghi nhận hoàn nhập dự phòng khoảng 6.949 tỷ đồng (280,4 triệu USD), khiến chi phí dự phòng lũy kế cho năm 2023 giảm 51,8% svck. Nguyên do đến từ tỷ lệ xử lý nợ xấu tăng lên 1,35% trong Q4/23 so với 0,06% trong Q3/23 và chất lượng tài sản cải thiện. Tỷ lệ hình thành nợ xấu giảm xuống còn 2,5% từ mức 23,7% trong Q3/23. Nhờ vậy, lũy kế năm 2023, LN ròng tăng 10,5% svck lên 33.033 tỷ đồng (~1,4 tỷ USD).

Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ so với quý trước

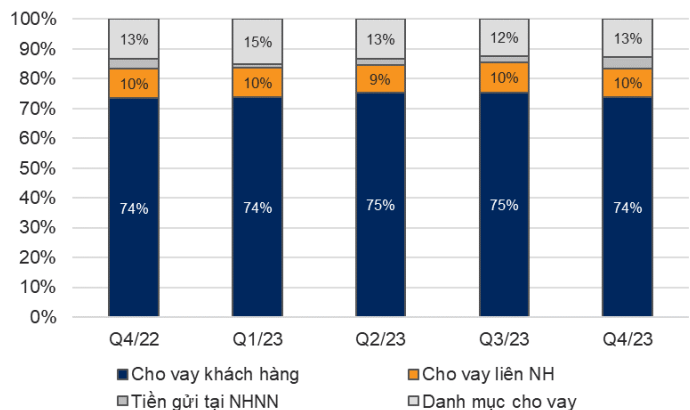
Tính đến cuối năm 2023, tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức 1,0%, giảm 23 điểm cơ bản so với quý trước nhưng vẫn cao hơn nhiều so với năm 2022. Tỷ lệ nợ nhóm 2/tổng dư nợ cũng giảm 21 điểm cơ bản so với quý trước xuống 0,44% tại cuối Q4/23, cho thấy nợ xấu đang có xu hướng giảm.

VCB đã sử dụng nguồn dự phòng để đẩy mạnh xử lý nợ xấu. Trong Q4/23, ước tính NH đã xử lý 4.152 tỷ đồng nợ xấu, cao hơn 28% so với Q4/22. Tại cuối năm 2023, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm còn 230% từ mức 317% vào năm 2022, nhưng vẫn cao nhất trong ngành.

Hình 6: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của VCB

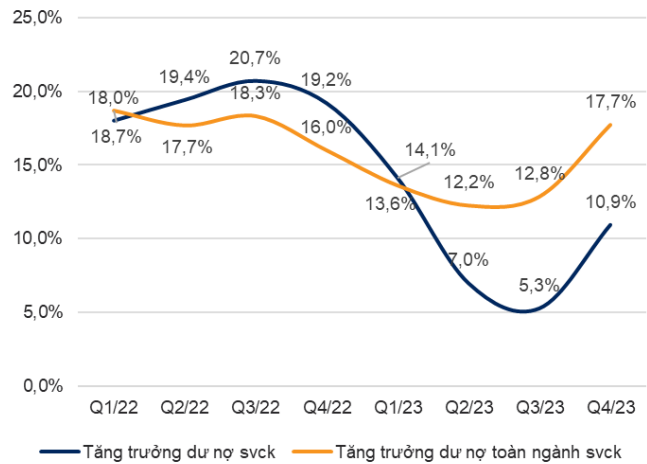
Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Cho vay khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất, trong khi danh mục đầu tư tiếp tục thu hẹp

- Trong Q4/23, tài sản sinh lãi của VCB tăng trưởng 5,3% so với quý trước, mạnh hơn so với mức tăng trưởng 2,5% trong Q3/23, chủ yếu nhờ tăng trưởng cho vay khách hàng (+6,8% so với quý trước, +10,9% svck).
- VCB vẫn dẫn đầu thị trường cho vay liên ngân hàng với thị phần ~17% tại cuối năm 2023. Dư nợ cho vay liên ngân hàng tăng 4,6% so với quý trước (+7% svck)
- Trong khi đó, danh mục đầu tư thu hẹp 18% so với quý trước (-25% svck) do cả trái phiếu chính phủ và trái phiếu các tổ chức tín dụng đều giảm mạnh 18,5%/35,1% svck.



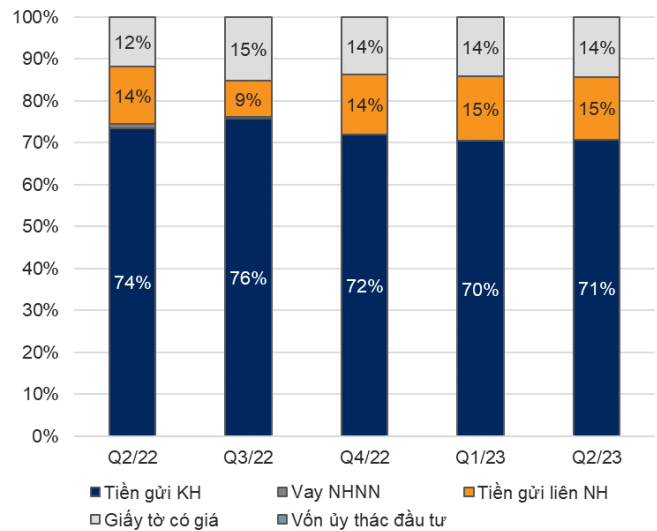
Cơ cấu và tăng trưởng cho vay: Tăng tốc trong Q4/23 nhờ mảng cho vay FDI tăng mạnh

- Dự nợ cho vay của VCB tăng 10,9% svck vào cuối năm 2023, cao hơn đáng kể so với quý trước, tuy nhiên, vẫn thấp hơn tốc độ tăng trưởng bình quân toàn ngành là 17,7%. Cho vay DN tăng 18,6% svck và chiếm 48,5% tổng dự nợ. Tăng trưởng cho vay doanh nghiệp được thúc đẩy nhờ cho vay FDI (+28% so với đầu năm).
- Các nguyên nhân khiến nhu cầu vay tăng cao vào cuối năm bao gồm:
 - (1) Cho vay doanh nghiệp được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI mạnh mẽ vào cuối năm 2023, khi dòng vốn FDI vào Việt Nam tăng 32,1% svck. VCB chiếm 43,2% thị phần cho vay FDI vào cuối năm 2022, cao nhất trong số các ngân hàng thương mại nhà nước.
 - (2) Cho vay cá nhân được thúc đẩy bởi cho vay kinh doanh hộ gia đình (+14% svck) nhờ nhu cầu theo mùa tăng trong dịp nghỉ lễ cuối năm.



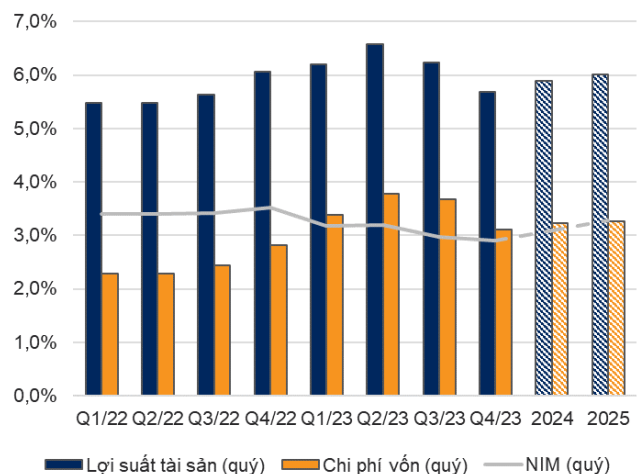
Cơ cấu nguồn vốn: Tỷ trọng của tiền gửi liên ngân hàng tăng lên

- Tính đến cuối Q4/23, tổng nguồn huy động của VCB tăng 4,0% svck nhờ tiền gửi khách hàng và liên ngân hàng tăng
- Mặc dù lãi suất huy động đã giảm 2,7 điểm % svck nhưng tiền gửi của khách hàng đã tăng 3,5% so với quý trước (+12,2% svck) trong Q4/23.
- VCB chuyển sang huy động vốn qua liên ngân hàng trong Q4/23, tiền gửi liên ngân hàng tăng 33,5% so với quý trước (-8% svck)
- Tỷ lệ CASA tiếp tục được cải thiện và đạt 33,9% vào cuối năm 2023 (+0,8 điểm % svck) (xếp thứ 3/25 ngân hàng niêm yết xét về tổng tài sản), khi người dân chuyển từ tiền gửi có kỳ hạn sang tiền gửi không kỳ hạn



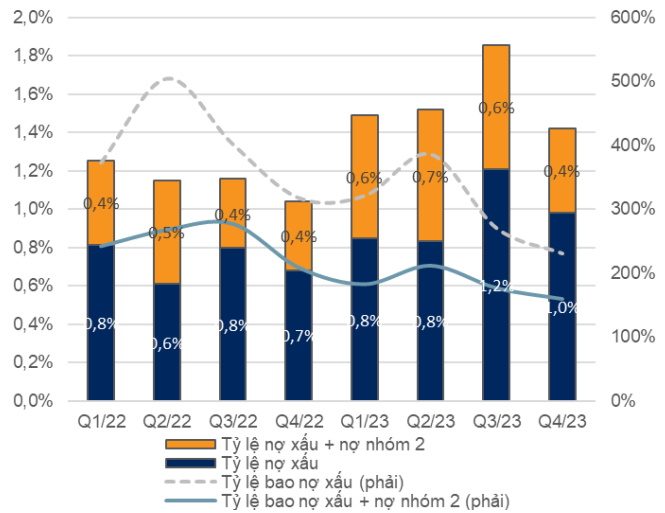
Diễn biến NIM: phục hồi chậm hơn dự kiến

- NIM của VCB giảm nhẹ so với quý trước (-37 điểm cơ bản svck) xuống 3,05% vào cuối năm 2023, thấp hơn mức trung bình ngành là 3,4% do ngân hàng giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng
- Lợi suất tài sản tăng 48 điểm cơ bản svck lên 6,15%. Mặc dù lãi suất cho vay giảm 73 điểm cơ bản so với quý trước nhưng vẫn ở mức cao là 7,76% (+74 điểm cơ bản svck)
- Chi phí vốn (COF) không thay đổi tại cuối năm 2023 và vẫn cao hơn 101 điểm cơ bản so với mức tại cuối năm 2022. Một dấu hiệu tốt là COF đã giảm so với quý trước nhờ (1) sự phục hồi của CASA và (2) lãi suất tiền gửi có kỳ hạn giảm do các khoản tiền gửi lãi suất cao trong Q4/22 – Q1/23 đã đáo hạn một phần



Chất lượng tài sản: Cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm

- Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu đến cuối năm 2023 là 0,98% (thấp hơn 23 điểm cơ bản so với quý trước và cao hơn 30 điểm cơ bản svck), thấp nhất trong top 25 ngân hàng. Tỷ lệ dư nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ là 0,44% (-0,21 điểm cơ bản so với quý trước và +0,8 điểm cơ bản svck). Điều đó cho thấy tốc độ hình thành nợ xấu đã chậm lại
- Đến cuối năm 2023, Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm 87 điểm % svck xuống 230% do ngân hàng sử dụng bộ đệm dự phòng để xử lý nợ xấu. Tuy vậy, LLR của VCB vẫn ở mức cao nhất so với các ngân hàng cùng ngành.



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng F24-25: Tăng vốn thành công là yếu tố quyết định triển vọng tăng trưởng

Hình 7: Những thay đổi trong dự phóng của chúng tôi (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	
Thu nhập lãi thuần	61.863	68.908	76.877	59.611	70.999	83.609	-3,6%	3,0%	8,8%	Thu nhập lãi thuần thấp hơn khi chúng tôi điều chỉnh lợi suất đầu tư trong năm 2024 do lãi suất tiền gửi thấp hơn. Chúng tôi tăng NIM trong giai đoạn 2025-26 để phản ánh kỳ vọng dự nợ cho vay bán lẻ sẽ được mở rộng
Thu nhập ngoài lãi	20.239	22.039	24.201	15.719	18.270	21.386	-22,3%	-17,1%	-11,6%	Chúng tôi giảm dự phóng cho tỷ lệ thu nhập từ xử lý nợ xấu khi nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến. Chúng tôi cũng giảm dự phóng thu nhập từ phí do hoạt động bán chéo bảo hiểm vẫn âm đậm
Tổng thu nhập HDKD	82.101	90.947	101.078	75.331	89.269	104.995	-8,2%	-1,8%	3,9%	
Chi phí hoạt động	(25.380)	(27.841)	(30.639)	(24.151)	(27.280)	(31.036)	-4,8%	-2,0%	1,3%	
Lợi nhuận trước dự phòng	56.722	63.105	70.438	51.180	61.989	73.959	-9,8%	-1,8%	5,0%	
Chi phí dự phòng	(9.786)	(10.278)	(11.614)	(5.656)	(6.090)	(6.089)	-42,2%	-40,8%	-47,6%	Hạ dự phóng chi phí tín dụng lần lượt 0,33/0,35 điểm % xuống còn 0,42/0,40% để phản ánh (1) nợ xấu hình thành chậm hơn dự kiến và (2) VCB sử dụng bộ đệm dự phòng nhiều hơn dự kiến khi tỷ lệ LLR tại cuối năm 2023 là 230%, thấp hơn ước tính của chúng tôi là 300%
Lợi nhuận trước thuế	46.935	52.827	58.824	45.525	55.900	67.870	-3,0%	5,8%	15,4%	
Lợi nhuận ròng	37.554	42.268	47.066	36.462	44.771	54.359	-2,9%	5,9%	15,5%	

Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng 2024-25 cho VCB

Với chiến lược cho vay thận trọng và ưu tiên chất lượng tài sản hơn là mở rộng trong năm 2024, chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2024 xuống 2,9%. Chúng tôi kỳ vọng rằng khi nền kinh tế phục hồi hoàn toàn trong năm 2025-26, ngân hàng có thể đẩy mạnh cho vay bán lẻ, điều này mang lại NIM cao hơn. Sự thay đổi trong dự phóng EPS của chúng tôi xuất phát từ các yếu tố sau:

- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng tín dụng trong năm 2024-25 nhưng tăng dự phóng tăng trưởng tín dụng trong năm 2026 thêm 1,5% lên 14,5%
- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng NIM trong năm 2024, nhưng nâng dự phóng trong năm 2025-26 thêm lần lượt 80/220 điểm cơ bản
- Chúng tôi giảm thu nhập từ phí do: 1) mảng banca phục hồi chậm hơn kỳ vọng; và 2) lợi nhuận từ việc thu hồi nợ xấu thấp hơn dự phóng
- Chúng tôi giảm dự phóng chi phí tín dụng từ 0,75% xuống 0,42% trong năm 2024 và từ 0,75% xuống 0,40% trong năm 2025

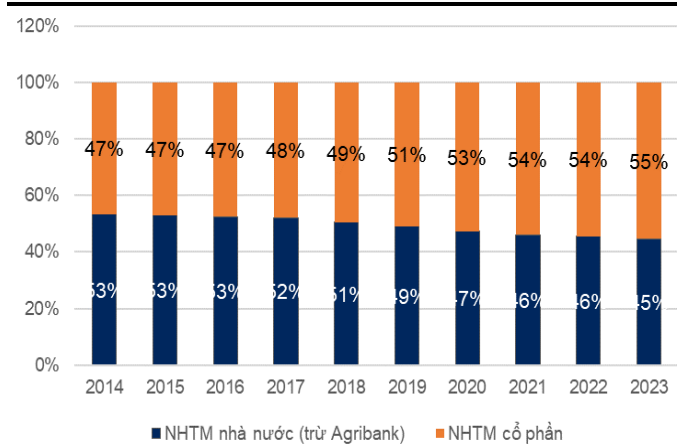
Phát hành riêng lẻ thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng

Việc bán cổ phần thành công sẽ giúp VCB cải thiện hệ số CAR

Tính đến cuối năm 2023, khoảng 44,7% dư nợ tín dụng ngành ngân hàng được tài trợ bởi các NHTM nhà nước, trong đó VCB chiếm khoảng 12,6% thị phần. Tuy nhiên, thị phần tín dụng của NHTM nhà nước đã giảm dần trong 10 năm

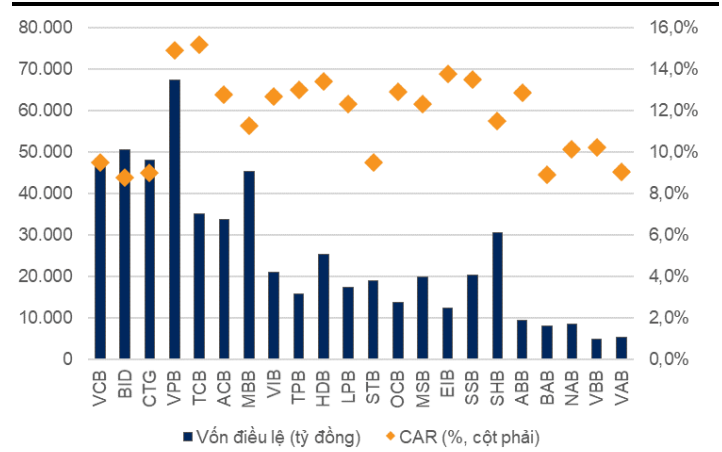
qua. Một trong những nguyên nhân là do khó khăn trong việc tăng vốn của các NHTM nhà nước. Trong thập kỷ qua, vốn điều lệ của các Ngân hàng Thương mại Cổ phần (NHTM cổ phần) đã tăng trưởng kép 14,0%, trong khi của các NHTM nhà nước chỉ là 6,1%. Về dài hạn, điều này sẽ đặt ra thách thức cho các ngân hàng quốc doanh trong vai trò dẫn dắt thị trường tín dụng.

Hình 8: Thị phần tín dụng của NHTM nhà nước và NHTM cổ phần



*dữ liệu của 25 NHTM niêm yết lớn nhất tính theo tổng tài sản
Nguồn: Commercial banks, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Vốn điều lệ và CAR của các NHTM nhà nước và NHTM cổ phần vào cuối năm 2022

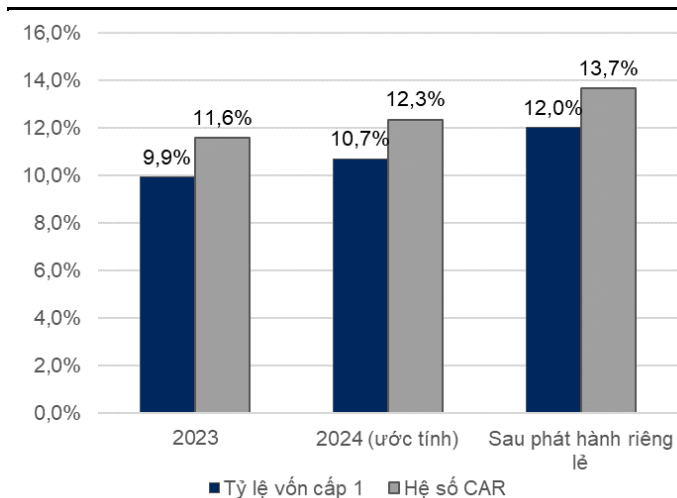


*dữ liệu của 25 NHTM niêm yết lớn nhất tính theo tổng tài sản
Nguồn: Commercial banks, VNDIRECT RESEARCH

Tính đến cuối năm 2023, hệ số CAR của VCB ở mức 11,59%, tuy cao hơn so với các NHTM nhà nước khác nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình ngành. Về dài hạn, điều này sẽ đặt ra thách thức cho VCB trong việc củng cố vị thế ngân hàng hàng đầu về chất lượng tài sản.

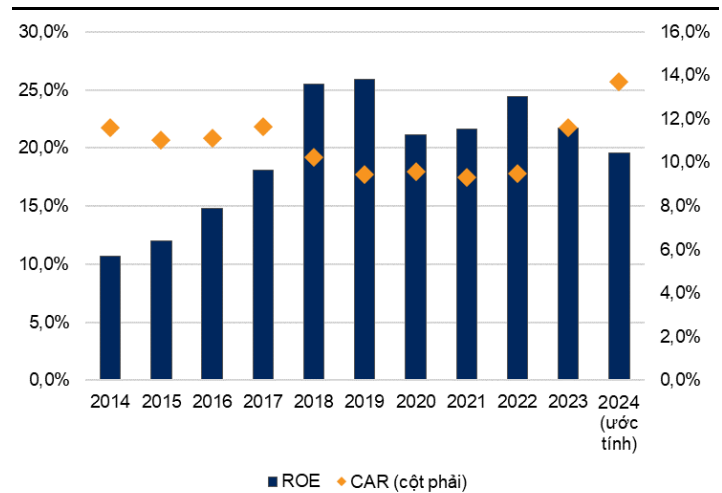
Theo Bloomberg, thương vụ phát hành riêng lẻ của VCB dự kiến sẽ mang lại 24.450 tỷ đồng (1 tỷ USD). Chúng tôi giả định rằng Tài sản tính theo rủi ro tín dụng (RWA) sẽ tăng 13,1% vào cuối năm 2024 (bằng mức tăng trưởng kép trong giai đoạn 2019-23). Với số vốn này được bổ sung vào vốn cấp 1, chúng tôi dự phóng sau đợt phát hành riêng lẻ, hệ số CAR của VCB sẽ tăng lên 13,7%.

Hình 10: Dự phóng về CAR của VCB sau đợt phát hành riêng lẻ



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: CAR và ROE của VCB trong 2014-23 và dự phóng năm 2024

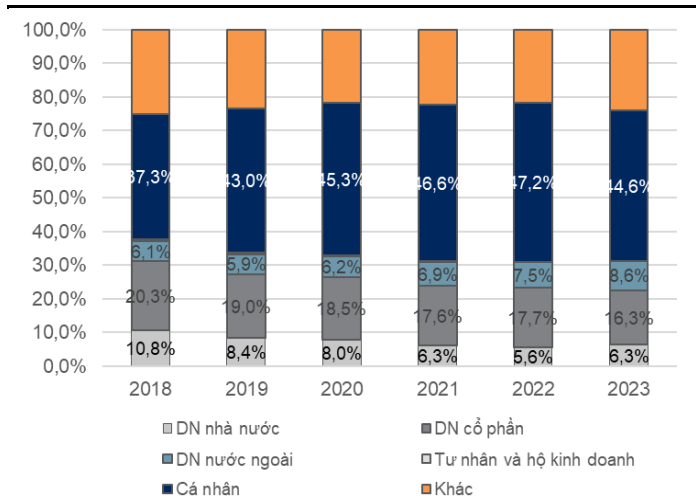


Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Với nguồn vốn bổ sung, VCB có thể mở rộng mảng cho vay bán lẻ kể từ năm 2025

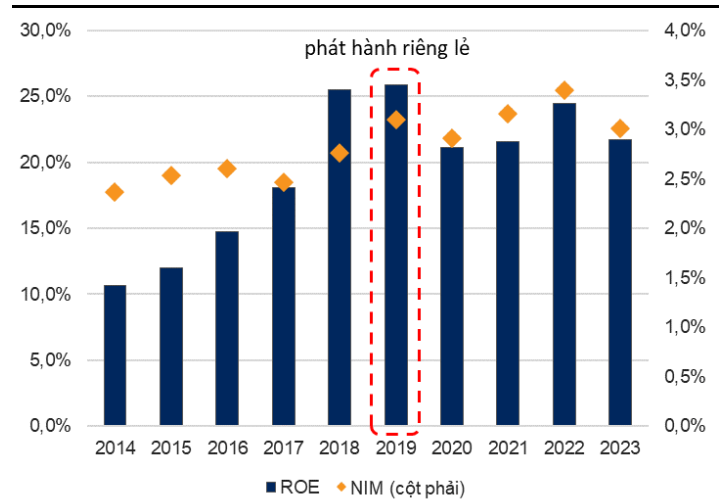
Việc tăng vốn cũng sẽ giúp VCB nâng cao hiệu quả hoạt động ngân hàng. Năm 2019, khi VCB phát hành thành công 6.200 tỷ đồng (250,4 triệu USD) phát hành riêng lẻ cho GIC và Mizuho, VCB đã triển khai vốn để mở rộng thị phần cho vay bán lẻ, tăng từ 9,1% trong năm 2018 lên 10,8% trong năm 2022. Do đó, NIM và ROE trung bình của công ty đã tăng từ 2,5%/16,2% trong giai đoạn 2014-18 lên 3,1%/23,0% trong giai đoạn 2019-23.

Hình 12: Tỷ trọng cho vay bán lẻ trong tổng dư nợ của VCB đã tăng lên kể từ năm 2019...



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

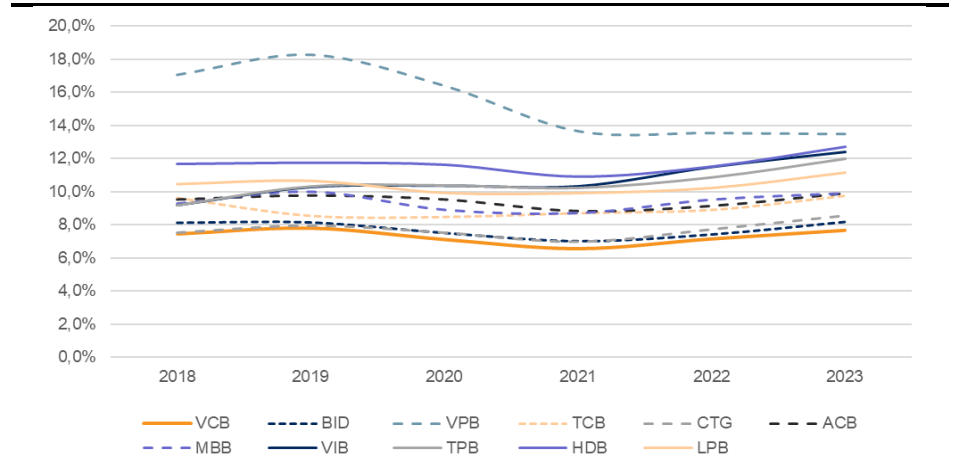
Hình 13:đã khiến NIM và ROE cải thiện



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Không giống như năm 2019 khi thương vụ được hoàn tất vào tháng 1, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ hoàn tất thương vụ này vào cuối năm 2024. Như vậy, hiệu quả sẽ được thấy rõ hơn vào năm 2025. Về triển vọng 1 năm tới, ban điều hành của VCB ưu tiên cho vay doanh nghiệp với mục đích duy trì tăng trưởng dư nợ vững chắc trong giai đoạn đầu phục hồi của nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2025-28, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ đưa ra lãi suất cho vay cạnh tranh để chiếm lĩnh thị phần cho vay bán lẻ. Để bù đắp, ngân hàng sẽ đẩy mạnh bán chéo các dịch vụ khác như banca và thanh toán. Hiện tại, VCB đã đưa ra nhiều chính sách cho vay lãi suất thấp dành cho khách hàng, đặc biệt là trong mảng cho vay mua nhà và cho vay sản xuất kinh doanh.

Hình 14: Lãi suất cho vay trung bình của VCB thấp hơn so với các ngân hàng cùng ngành



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự phóng ROE của VCB sẽ giảm nhẹ xuống 19,5% trong năm 2024 do chiến lược cho vay thận trọng. Trong năm 2025-26, chúng tôi dự phóng ROE sẽ tăng dần lên khoảng 20% nhờ: 1) VCB đẩy mạnh cho vay bán lẻ - vốn có NIM cao hơn; và 2) chi phí tín dụng thấp hơn khi tỷ lệ nợ xấu giảm. Trong giai đoạn 2027-28, chúng tôi dự báo ROE sẽ giảm xuống khoảng 19% do chi phí tín dụng tăng để cải thiện tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) lên khoảng 200%.

NIM sẽ được hỗ trợ nhờ chi phí huy động giảm trong năm 2024

Chúng tôi tin rằng VCB sẽ tiếp tục thực hiện chính sách lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ khách hàng trong năm 2024. Điều này sẽ được bù đắp một phần nhờ chi phí vốn giảm trong năm 2024 do lãi suất tiền gửi bình quân tại quầy đã giảm 2,7% điểm kể từ đầu năm 2023. Theo quan sát của chúng tôi, chi phí tiền gửi có kỳ hạn thường có độ trễ là 6 tháng so với lãi suất tiền gửi tại quầy. Do đó, chúng tôi dự phóng NIM của ngân hàng năm 2024 sẽ được cải thiện lên 3,1%.

Từ năm 2025-28, chúng tôi dự phóng NIM sẽ đạt lần lượt 3,3%/3,4%/3,5%/3,6% do ngân hàng tập trung nhiều hơn vào việc mở rộng phân khúc cho vay bán lẻ.

Chi phí dự phòng giảm do nợ xấu hình thành chậm lại

Chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ giảm 4,2/2,0/5,0 điểm cơ bản svck xuống 0,42%/0,4%/0,35% trong năm 2024-25-26 do tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm và VCB sẽ giải phóng thêm vốn đệm để xử lý các khoản nợ xấu. Trong giai đoạn 2027-28, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ đạt 0,5% do kỳ vọng VCB sẽ tăng LLR lên khoảng 200%.

Giữ vững vị trí dẫn đầu về chất lượng tài sản

Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn 2024-25, tỷ lệ nợ xấu của VCB sẽ giảm nhẹ 0,15/0,19 điểm % xuống 0,83%/0,61% nhờ: 1) thu nhập của khách hàng doanh nghiệp tăng và 2) chi phí lãi vay giảm do lãi suất cho vay giảm. VCB sẽ tiếp tục giải phóng bộ đệm để xử lý nợ xấu trong năm 2024-25-26 trong khi vẫn duy trì mức tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cao khoảng 220%-230%.

Định giá: Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu cao hơn là 118.700 đ/cp

Chúng tôi giảm phần bù rủi ro thị trường từ 9,6% xuống 9,0% theo [NYU Stern](#) trong T1/24. Chúng tôi cũng cập nhật lãi suất phi rủi ro theo lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm. Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau là 50% để đưa ra mức giá mục tiêu là 118.700 đ/cp cho VCB.

P/B mục tiêu của chúng tôi là 3,1 lần, cao hơn 140,3% so với P/B ngành hiện tại là 1,29 lần. Trong 5 năm qua, mức chênh lệch giữa P/B của trung bình toàn ngành và VCB là 160%. Việc định giá thận trọng của chúng tôi là do dự báo ROE năm 2024 giảm so với dự báo trước đó, do chúng tôi giảm dự phóng thu nhập từ phí.

Giá mục tiêu tăng do: 1) chi phí vốn giả định thấp hơn; và 2) dự phóng chi phí tín dụng thấp hơn trong năm 2024.

Một yếu tố thúc đẩy tiềm năng tăng giá mục tiêu của chúng tôi là chi phí tín dụng thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đến từ: 1) Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự phóng; và 2) tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng.

Hình 15: Định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Phần bù rủi ro	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Chi phí vốn chủ sở hữu	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
% ROE	26,8%	24,2%	24,1%	22,8%	21,9%	17,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	9.549	9.226	11.005	11.605	12.413	48.820
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,67	0,59	0,51	0,51
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	8.360	7.072	7.385	6.818	6.385	25.112
Giá trị sổ sách đầu kỳ	168.449					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	112.041					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	411.305					
Giá trị vốn chủ sở hữu	691.795					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	5.589					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	123.776					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Giá mục tiêu dự phóng

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	123.776	61.888
Hệ số P/B (3,1 lần cho năm 2024)	50%	113.642	56.821
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			118.709
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			118.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

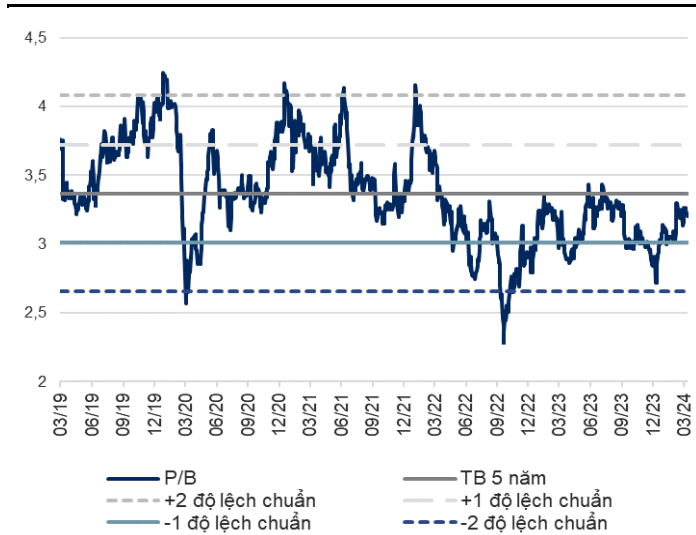
Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy về việc tăng vốn sau khi phát hành riêng lẻ sẽ ảnh hưởng đến giá mục tiêu của chúng tôi như thế nào. Chúng tôi giả định rằng trong kịch bản cơ sở, thương vụ phát hành riêng lẻ sẽ mang lại 24.450 tỷ đồng (1 tỷ USD); và trong trường hợp tốt nhất là 29.472 tỷ đồng (~1,2 tỷ USD).

Hình 17: Phân tích độ nhạy về tăng vốn sau khi phát hành riêng lẻ

	Trước phát hành	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tốt nhất
Giá phát hành 1 cổ phiếu	0	80.000	96.000
Số lượng cổ phiếu	307	307	307
Giá mục tiêu	118.700	127.100	128.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

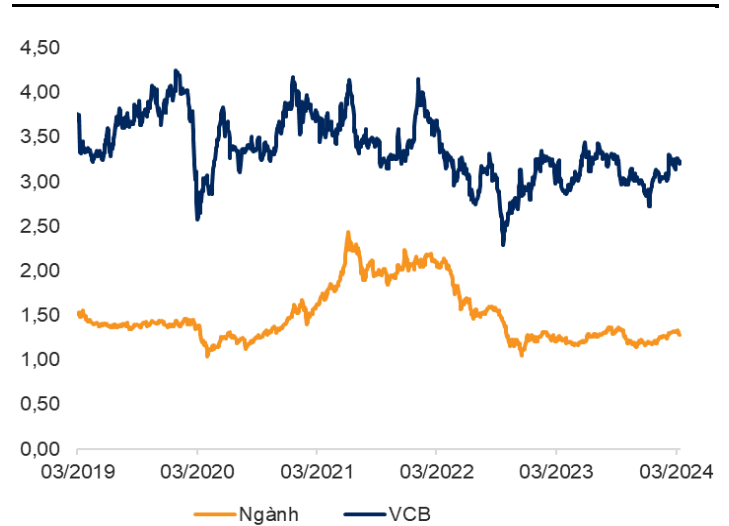
Hình 18: P/B của VCB trong vòng 5 năm gần nhất



Dữ liệu ngày 09/04/2024

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: P/B của VCB so với P/B trung bình ngành



Dữ liệu ngày 09/04/2024

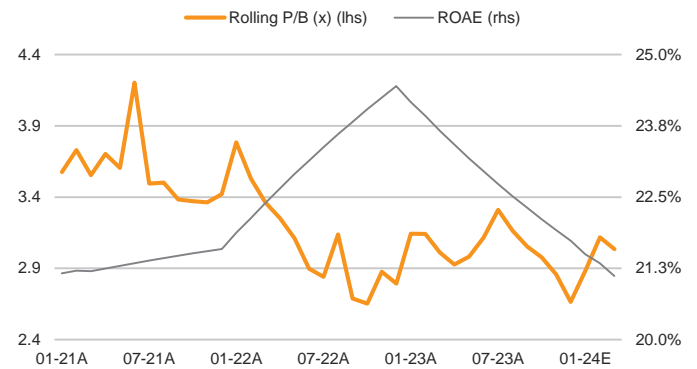
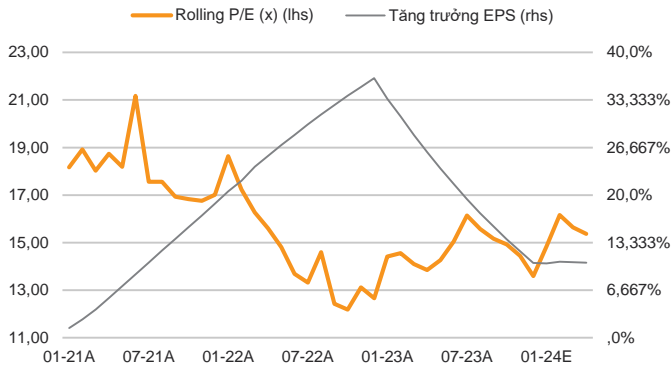
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: So sánh ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 04/09/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Vốn hóa (tỷ USD)	NIM (%)		NPL (%)		P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	%	2024	2025	2024	2025
NHTMCP Công Thương	CTG VN	7,46101	2,9%	2,9%	1,4%	1,2%	1,2	1,0	9,0	827,6%	21,1%	1,3%	1,3%	19,7%	18,0%
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	6,13112	5,8%	5,8%	4,2%	3,3%	0,9	0,8	7,9	621,9%	20,5%	2,2%	2,4%	13,3%	15,4%
NHTMCP Kỹ Thương	TCB VN	6,69947	4,1%	4,3%	0,9%	0,7%	1,1	0,9	7,4	607,7%	24,9%	2,5%	2,6%	16,0%	16,6%
NHTMCP Quân Đội	MBB VN	5,22868	4,8%	4,7%	1,4%	1,2%	1,1	1,0	6,0	536,4%	12,0%	2,3%	2,2%	22,6%	20,7%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	4,401146	4,0%	4,3%	0,9%	0,9%	1,1	0,9	5,4	464,5%	10,1%	2,4%	2,4%	22,5%	20,9%
NHTMCP Phát triển TP. Hồ Chí Minh	HDB VN	2,739092	5,1%	5,1%	1,6%	1,2%	1,2	0,9	5,2	439,8%	17,3%	2,1%	2,1%	26,2%	24,5%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	2,422537	4,4%	4,6%	3,0%	2,5%	1,3	1,0	6,1	444,5%	22,3%	2,3%	2,7%	23,4%	25,0%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	1,648471	4,1%	4,2%	1,8%	1,4%	1,0	0,9	6,1	566,2%	6,3%	1,8%	1,7%	18,7%	16,9%
NHTMCP Liên Việt	LPB VN	1,787003	3,6%	3,7%	2,7%	2,3%	1,1	0,9	6,4	584,7%	10,4%	1,4%	1,4%	17,7%	16,5%
<i>Trung bình</i>			4,3%	4,4%	2,0%	1,6%	1,1	0,9	6,6	565,9%	16,1%	2,0%	2,1%	20,0%	19,4%
NHTMCP Ngoại Thương Việt Nam	VCB VN	21,14791	3,1%	3,3%	0,8%	0,8%	2,6	2,2	14,5	1180,4%	18,1%	1,9%	2,0%	19,5%	20,0%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Thu nhập lãi thuần	53.621	59.611	70.999
Thu nhập lãi suất ròng	14.103	15.579	18.130
Tổng lợi nhuận hoạt động	67.723	75.191	89.129
Tổng chi phí hoạt động	(21.915)	(24.151)	(27.280)
LN trước dự phòng	45.809	51.040	61.849
Tổng trích lập dự phòng	(4.565)	(5.656)	(6.090)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	41.244	45.385	55.760
Thuế	(8.189)	(9.039)	(11.099)
Lợi nhuận sau thuế	33.054	36.345	44.660
Lợi ích cổ đông thiểu số	(21)	(23)	(29)
LN ròng	33.033	36.322	44.631

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tổng cho vay khách hàng	1.270.359	1.422.802	1.621.994
Cho vay các ngân hàng khác	335.616	359.110	384.247
Tổng cho vay	1.605.975	1.781.912	2.006.242
Chứng khoán - Tổng cộng	148.388	192.904	212.194
Các tài sản sinh lãi khác	58.105	63.915	67.111
Tổng các tài sản sinh lãi	1.812.468	2.038.731	2.285.547
Tổng dự phòng	(28.796)	(27.755)	(27.465)
Tổng cho vay khách hàng	1.241.675	1.395.196	1.594.692
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.783.672	2.010.976	2.258.082
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	14.505	16.353	18.363
Tổng đầu tư	2.225	2.508	2.817
Các tài sản khác	38.822	43.769	49.147
Tổng tài sản không sinh lãi	55.552	62.631	70.327
Tổng tài sản	1.839.223	2.073.607	2.328.408
Nợ khách hàng	1.395.695	1.535.264	1.719.496
Dư nợ tín dụng	19.913	15.930	16.727
Tài sản nợ chịu lãi	1.415.607	1.551.194	1.736.222
Tiền gửi	215.513	151.444	181.469
Tổng tiền gửi	1.631.120	1.702.638	1.917.692
Các khoản nợ lãi suất khác	118	124	130
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.631.238	1.702.762	1.917.822
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	39.442	165.861	167.564
Tổng nợ không lãi suất	39.442	165.861	167.564
Tổng nợ	1.670.680	1.868.623	2.085.386
Vốn điều lệ và	55.891	55.891	55.891
Thặng dư vốn cổ phần	5.805	5.805	5.805
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	85.174	121.615	159.653
Các quỹ thuộc VCSH	21.579	21.579	21.579
Vốn chủ sở hữu	168.449	204.890	242.928
Lợi ích cổ đông thiểu số	94	94	94
Tổng vốn chủ sở hữu	168.543	204.984	243.022
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.839.223	2.073.607	2.328.408

	12-23A	12-24E	12-25E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	12,2%	10,0%	12,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	10,9%	12,0%	14,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	0,7%	11,2%	19,1%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	(2,2%)	11,4%	21,2%
Tăng trưởng LN ròng	10,5%	10,0%	22,9%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	3,4%	12,7%	12,3%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.910	6.499	7.985
BVPS (VND)	30.139	36.659	43.465
Cổ tức / cp (VND)	0	0	1.200
Tăng trưởng EPS	10,5%	10,0%	22,9%

Các chỉ số chính

	12-23A	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,0%	3,1%	3,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,4%)	(32,1%)	(30,6%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,0%	0,8%	0,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,0%	0,8%	0,8%
LN/ TB cho vay	0,4%	0,4%	0,4%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	89,7%	91,7%	93,4%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,1%	5,9%	6,0%
Chi phí cho các quỹ	3,4%	3,2%	3,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,9%	3,0%	3,2%
ROAE	21,7%	19,5%	19,9%

Nguồn: VND RESEARCH

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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 Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Trần Kim Phượng – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.trankim@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

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