

TCB

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm **+18%**
 Đóng cửa: **27/08/2024**
 Giá hiện tại: **22.650 đồng**
 Giá mục tiêu 12T: **26.470 đồng**

Tiêu điểm

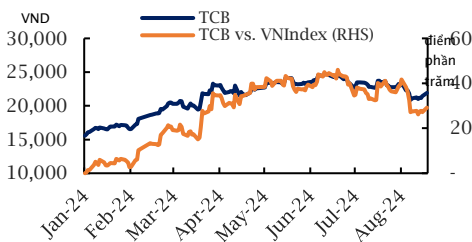
- ▶ **Tín dụng tăng +12,9% YTD** trong 1H2024. Chúng tôi kỳ vọng hạn mức cả năm sẽ tăng lên.
- ▶ **Tỷ lệ nợ xấu (NPL) đạt 1,28%**, thuộc nhóm thấp nhất ngành.
- ▶ **Lợi nhuận 1H24 đạt 58% kế hoạch** của TCB và 53% dự báo của chúng tôi.
- ▶ **TCB dự kiến tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt** trong thời gian tới.

Quan điểm

- ▶ **NH chất lượng với mức định giá hấp dẫn.**
- ▶ **Tỷ lệ đòn bẩy thấp.** Tỷ lệ tài sản / VCSH Q2/2024 chỉ đạt 6,6x trong khi mức TB của ngành là 11,6x.
- ▶ **ROA cao nhất trong ngành**, trung bình đạt 2,78% giai đoạn 2024-2028.
- ▶ **Tỷ lệ an toàn vốn cao** giúp duy trì tăng trưởng và chi trả cổ tức tiền mặt (tr. 7).
- ▶ **Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA.** TCB đang giao dịch ở mức P/B 2024 là 1,1x, nhưng xứng đáng mức định giá cao hơn TB ngành.

Hồ sơ doanh nghiệp: TCB luôn đạt thứ hạng cao theo [mô hình CAMEL](#) của chúng tôi nhờ vào tỷ lệ an toàn vốn cao, chất lượng tài sản ổn định và lợi thế về tiền gửi không kỳ hạn CASA. Cho vay doanh nghiệp chiếm 61% tổng tín dụng, trong đó phần lớn là các khoản vay liên quan đến BĐS (41% tổng tín dụng), trong khi các khoản cho vay mua nhà chiếm 29% tổng tín dụng. Do đó, TCB có tỷ lệ cho vay BĐS cao nhất trong số các NH. TCB sở hữu 94% cổ phần của TCBS (chưa niêm yết), và TCBS có thể có giá trị tương đương một phần ba vốn hóa thị trường hiện tại của TCB.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	6,3 tỷ USD
GTGD BQ 6T	21 triệu USD
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	65%
Sở hữu nước ngoài	20,8%
Cổ đông lớn	23%
Tài sản/ VCSH 2024E (x)	6,9x
P/E 2024E (x)	5,1x
P/B 2024E (x)	1,1x
Room ngoại còn lại (%)	1,7%
Tỷ suất cổ tức 2025E (%)	4,4%

Nguồn: Bloomberg

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E
NIM (%)	4,04%	4,44%	4,40%	4,38%
Tăng trưởng phí (%)	2%	25%	19%	18%
Tỷ lệ CIR điều chỉnh	35%	33%	32%	32%
Tăng trưởng PPOP(%)	-4%	36%	16%	17%
LNST CB Cty mẹ	18.004	23.272	28.147	33.178
ROAA (%)	2,35%	2,58%	2,73%	2,80%
ROAE (%)	14,8%	17,2%	18,8%	19,1%
PE (x)	4,3x	5,1x	5,6x	4,8x
PB (x)	0,6x	1,1x	1,0x	0,9x
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	6,7%	4,4%	4,4%

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

NH TMCP Kỹ thương Việt Nam [TCB]

NH chất lượng với mức giá tốt

Lợi thế từ tiền gửi không kỳ hạn, với tỷ lệ CASA (tiền gửi không kỳ hạn/tổng tiền gửi của khách hàng) của TCB trong Q2/2024 đạt 37,4%, cao thứ hai toàn ngành. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của CASA giai đoạn 2017- 2023 đạt 28%, cho thấy NH tập trung vào phân khúc tiền gửi từ khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME).

Biên lãi ròng (NIM) của TCB ở mức cao nhất ngành dù không có tham gia cho vay tiêu dùng không có tài sản bảo đảm. NIM cao nhờ vào lợi thế từ tiền gửi CASA.

Chất lượng tài sản giữ vững, và quản lý rủi ro tốt thể hiện qua tỷ lệ nợ xấu (NPL) trong Q2/2024 ở mức thấp 1,28% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cao đạt 101%.

Lợi nhuận vững mạnh: Chúng tôi dự báo ROE của TCB sẽ đạt 17,2% trong năm 2024 / và 18,8% vào năm 2025, so với mức trung bình ROE 18,4% giai đoạn 2018-2023. TCB có tỷ lệ đòn bẩy thấp so với ngành, nên sẽ hợp lý hơn nếu so sánh chỉ số ROA của TCB với các ngân hàng khác. Chúng tôi dự báo ROA sẽ đạt 2,58% trong năm 2024 (so với mức trung vị ngành là 1,67%) và 2,73% vào năm 2025 (so với mức 1,66% của ngành).

TCB có tỷ lệ đòn bẩy thấp, với tỷ lệ tài sản/VCSH chỉ là 6,6x so với mức trung vị ngành là 11,6x. Các NH Việt Nam thường bị đánh giá thấp vì có tỷ lệ an toàn vốn thấp, nhưng TCB là một trong số trường hợp ngoại lệ với tỷ lệ an toàn vốn cao đạt 14.5% và vốn cấp 1 đạt 14,2% tại Q2/2024.

Cổ tức tiền mặt bền vững. TCB đã chi trả cổ tức tiền mặt trong năm 2024, đây là lần đầu tiên kể từ khi niêm yết. Với nhu cầu tiền mặt của một số cổ đông, chính sách chi trả cổ tức này có thể sẽ tiếp tục trong tương lai, và có thể duy trì bền vững nhờ vào nguồn vốn dồi dào / tỷ lệ đòn bẩy thấp và ROA cao.

Định giá hấp dẫn - Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA. TCB đang giao dịch ở mức P/B dự phóng 2024E chỉ 1,1x, thấp hơn so với mức trung vị ngành là 1,2x. Chúng tôi tin rằng TCB xứng đáng với một mức định giá cao hơn. Giá mục tiêu của chúng tôi là 26.470 đồng/CP, tương đương tỷ suất sinh lời 12 tháng là +23%.

Rủi ro: Cho vay BĐS của TCB ở mức cao nhất trong ngành. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã giảm từ 75% trên tổng dư nợ trong Q2/2023 xuống còn 69% trong Q2/2024 (tr.11).

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Mục lục

Luận điểm đầu tư: NH chất lượng với mức giá hấp dẫn

Quyết định tài chính doanh nghiệp: Mức đòn bẩy thấp; tỷ lệ CAR cao cho sự tăng trưởng bền vững

Giá mục tiêu 12 tháng: 26.470 đồng/CP, tương đương tỷ suất sinh lời 12 tháng là +23%

Giá trị của TCBS?

Rủi ro đầu tư: Tỷ lệ TPDN dành cho các nhà phát triển BĐS ở mức cao

Tổng quan Ngân hàng: tập trung chủ yếu mảng cho vay doanh nghiệp; luôn nằm trong top 3 NH chất lượng theo mô hình CAMEL của chúng tôi.

Thống kê cơ bản về cổ phiếu: Top 3 NH tỷ lệ 'sharpe ratio' cao nhất từ đầu năm đến T8/2024

Luận điểm đầu tư – Ngân hàng vững mạnh với định giá hấp dẫn

[Back to top](#)

Bảng 1: Định giá

Hệ số định giá	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
PER điều chỉnh (x)	4,3	3,8	4,3	5,1	5,6	4,8
PEG	0,1	0,3	(0,4)	(0,4)	(0,6)	0,3
ROA (%)	3,65%	3,22%	2,35%	2,58%	2,73%	2,80%
ROE (%)	21,7%	19,7%	14,8%	17,2%	18,8%	19,1%
PBR (x)	0,8	0,7	0,6	1,1	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,1%	0,0%	6,7%	4,4%	4,4%

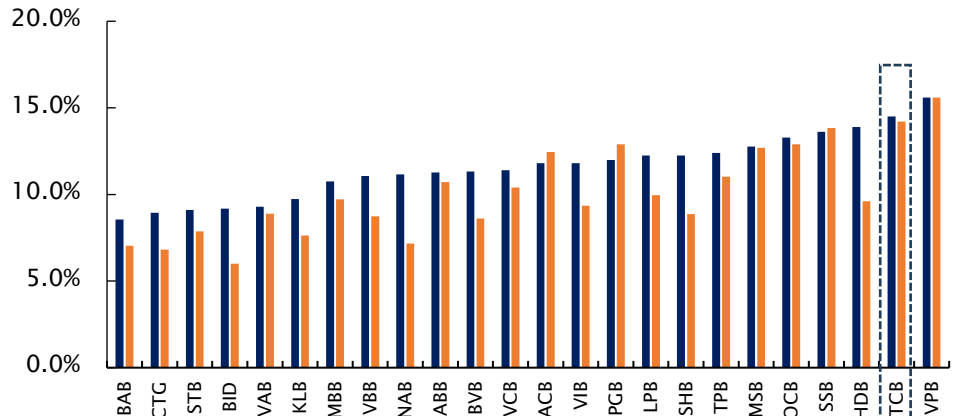
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ an toàn vốn cao

Tỷ lệ CAR của TCB là 14,5%, cao thứ hai toàn ngành, trong đó phần lớn là vốn cấp 1, đạt mức 14,2%.

Tỷ lệ CAR của TCB trong Q2/2024 là 14,5%, cao thứ hai toàn ngành và hầu hết đều là vốn cấp 1 (tỷ lệ vốn cấp 1: 14,2%). Mức vốn mạnh sẽ giúp NH mở rộng kinh doanh, có nguồn lực để xử lý các rủi ro nợ xấu, và duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt trong tương lai.

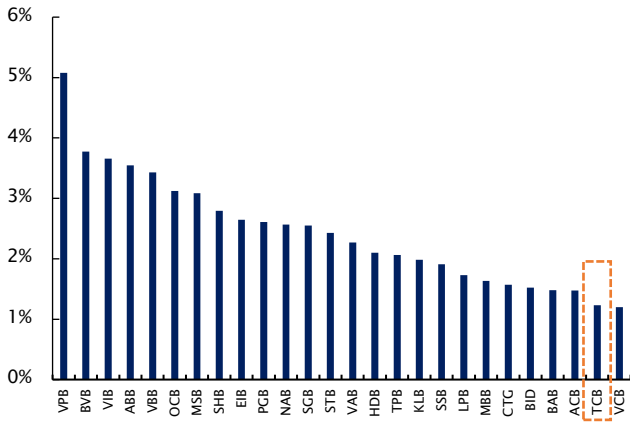
Biểu đồ 1: TCB có tỷ lệ CAR và tỷ lệ vốn cấp 1 cao thứ hai toàn ngành



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp (dựa trên dữ liệu mới nhất được công bố của các NH)

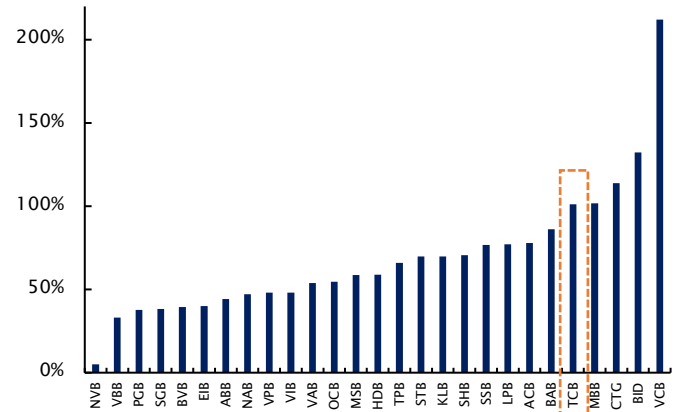
Chất lượng tài sản vững chắc. TCB luôn nằm trong top 3 trong mô hình phân tích CAMEL của chúng tôi. Một trong những yếu tố chính đóng góp vào điểm CAMEL cao của TCB là tỷ lệ an toàn vốn cao mạnh mẽ, cộng thêm tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cao được duy trì bền vững cũng là các yếu tố quan trọng. TCB đã duy trì tỷ lệ nợ xấu trong khoảng 0,47%-1,28% kể từ năm 2020, và tỷ lệ NPL của TCB trong Q2/2024 ở mức thấp thứ hai toàn ngành.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NPL của các NH tại Q2/2024



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

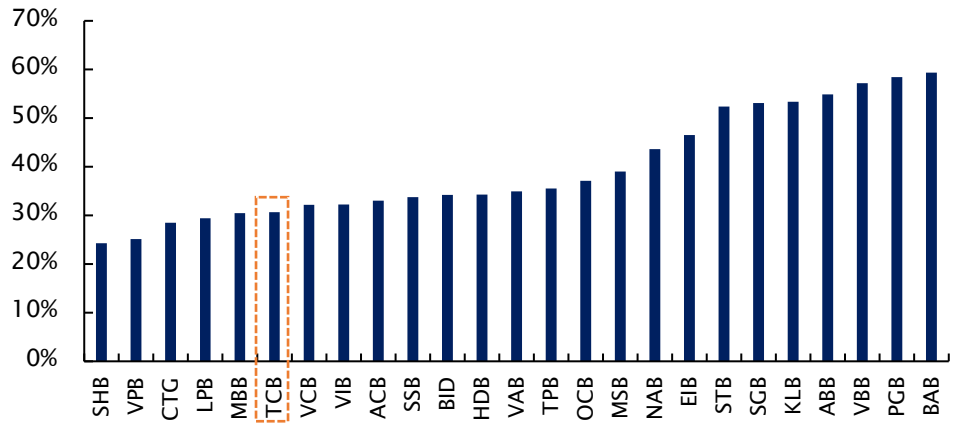
Biểu đồ 3: Tỷ lệ LLR của các NH tại Q2/2024



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Quản lý hiệu quả. Việc quản lý chi phí của TCB thuộc nhóm tốt nhất ngành, với tỷ lệ CIR điều chỉnh (không bao gồm thu nhập khác ròng) là 31% tại Q2/2024, theo tính toán của chúng tôi. Việc quản lý chi phí hiệu quả này đóng góp quan trọng cho PPOP và lợi nhuận của TCB.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ CIR (điều chỉnh) của TCB thuộc nhóm thấp nhất ngành trong Q2/2024



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

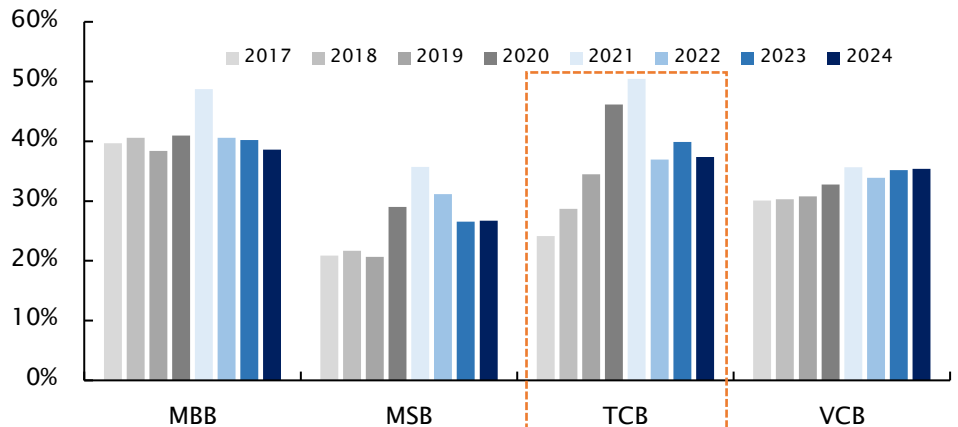
Tỷ lệ CASA cao

Tỷ lệ CASA của TCB là 37,4%, cao thứ hai toàn ngành.

Tỷ lệ CASA. TCB có lợi thế về tiền gửi CASA, giúp giảm chi phí lãi trung bình trên các khoản tiền gửi. Tỷ lệ CASA của TCB cao thứ hai toàn ngành, đạt 37,4% tại Q2/2024.

Trái ngược với danh mục cho vay tập trung vào doanh nghiệp, TCB thu hút phần lớn (60% tại Q2/2024) tiền gửi CASA từ khách hàng cá nhân / SME. Tăng trưởng kép (CAGR) CASA đạt 28% trong giai đoạn 2017-2023 cho thấy sự chú trọng của TCB vào tiền gửi khách hàng cá nhân và khách hàng SME.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ CASA của các NH từ 2017 đến Q2/2024



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

CASA từ các bên liên quan ở mức thấp, điều này có thể trái ngược với nhận định của một số NĐT. Các bên liên quan chỉ chiếm 0,8% tổng tiền gửi CASA của TCB trong năm 2023. Khách hàng cá nhân đóng góp 60% tổng số tiền gửi CASA tại thời điểm Q2/2024.

Chúng tôi cho rằng nguồn tiền gửi từ khách hàng cá nhân sẽ bền vững hơn so với khách hàng doanh nghiệp, do đó việc thu hút phần lớn tiền gửi từ khách hàng cá nhân là một lợi thế của TCB.

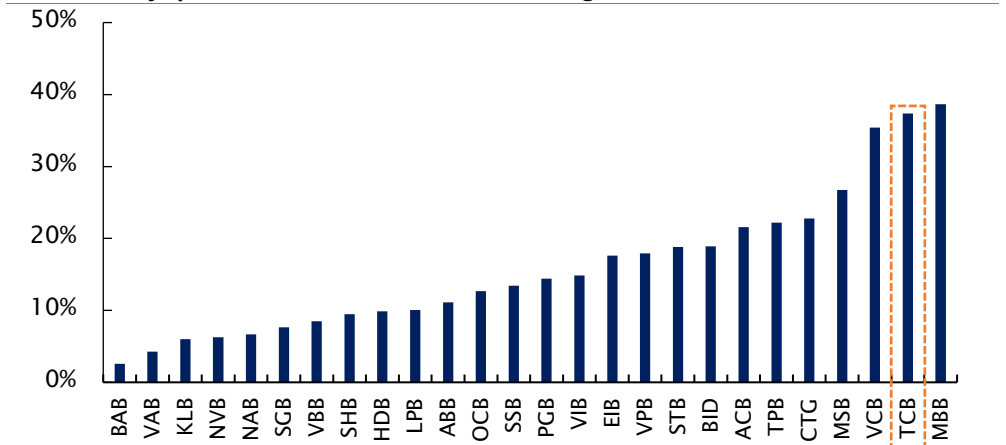
Tỷ lệ CASA cao hỗ trợ NIM của TCB. Chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 4,44% trong năm 2024E và 4,40% vào năm 2025E. NIM của TCB thuộc mức cao nhất ngành dù không tham gia vào lĩnh vực cho vay tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo. NIM cao chủ yếu nhờ vào tỷ lệ tiền gửi CASA cao.

Lợi thế chi phí vốn rẻ cũng là một yếu tố bù đắp áp lực lên NIM do tác động từ việc thay đổi các quy định. Đáng chú ý, NHNN đã giới hạn tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn (SMLT) ở mức 30% kể từ T10/2023, và mức trần này vẫn có thể tiếp tục giảm xuống trong tương lai.

Do đó, các NH (bao gồm cả TCB) có thể sẽ cần huy động thêm vốn trung và dài hạn (ví dụ: trái phiếu), từ đó làm tăng chi phí vốn và khiến NIM thu hẹp. Chúng tôi ước tính chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu NH và lãi suất tiền gửi sẽ là khoảng 1-2 điểm phần trăm.

Tuy nhiên, tỷ lệ CASA cao giúp TCB có lợi thế hơn so với các đối thủ trong việc kiểm soát chi phí vốn.

Biểu đồ 6: Tỷ lệ CASA của TCB cao thứ hai toàn ngành



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

[Back to top](#)

Phân tích một công ty thông qua việc xem xét các quyết định tài chính doanh nghiệp sẽ giúp nhà đầu tư có cái nhìn tổng quan về hiệu quả hoạt động của công ty và công ty cần làm gì để làm tăng giá trị doanh nghiệp cũng như giá cổ phiếu.

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ đánh giá các quyết định tài chính doanh nghiệp bao gồm quyết định đầu tư, quyết định tài chính, và chính sách cổ tức của TCB. Sau đó, chúng tôi sẽ định giá TCB bằng ba phương pháp, bao gồm thu nhập thặng dư (residual income), FCFE và phương pháp so sánh.

Quyết định đầu tư

	TB 5 năm	LTM	2024E	2025E
LNST Sau CDTS	15.718	21.466	23.272	28.147
Trung bình VCSH	94.553	133.740	134.683	149.567
ROE	18,4%	16,1%	17,2%	18,8%
Chi phí VCSH	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Chênh lệch ROE – Chi phí VCSH	4,6%	2,2%	3,4%	5,0%

ROE LTM của TCB chỉ ở mức 16,1%, nhưng ROE trung bình 5 năm đạt 18,4%. Chúng tôi cho rằng ROE của TCB sẽ trở lại mức trung bình là 18,0% trong giai đoạn 2024-2025. Chúng tôi ước tính chi phí vốn của TCB là 13,8%. ROE của TCB cao hơn chi phí VCSH (COE), cho thấy TCB tạo ra hiệu suất sinh lời dương.

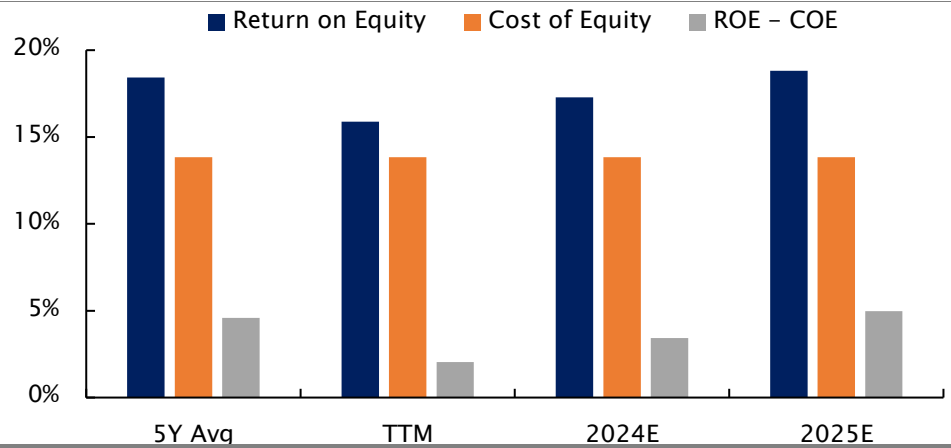
Mặc dù ROE LTM của TCB là 16,1% thấp hơn so với các NH chất lượng khác như ACB (22,5%), HDB (25,3%), MBB (22,1%) và VCB (19,0%), mức đòn bẩy thấp của TCB thấp- chỉ sau VPB - cho thấy ROA là thước đo phù hợp hơn để so sánh hiệu quả sinh lời giữa TCB và các NH khác. Tính đến Q2/2024, ROA LTM của TCB đạt 2,47%, cao nhất ngành. Chúng tôi dự báo ROA của TCB sẽ đạt 2,58% trong năm 2024E và 2,73% vào năm 2025E.

Quyết định đầu tư

ROE của TCB cao hơn COE.

ROE của TCB thấp hơn so với các đối thủ, nhưng ROA LTM của TCB đạt 2,47%, cao nhất toàn ngành.

Biểu đồ 7: Quyết định đầu tư của TCB: ROE vs. Chi phí VCSH



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Quyết định về nguồn vốn

TCB có đòn bẩy thấp, với tỷ lệ tài sản/VCSH chỉ 6,6x so với mức trung vị ngành là 11,6x.

Tỷ lệ CAR của TCB là 14,5%, cao hơn nhiều so với yêu cầu tối thiểu của Basel II là 8,0% và thậm chí của Basel III là 10,5%.

Quyết định tài chính

Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ đòn bẩy của TCB đang ở mức thấp, với tỷ lệ tổng tài sản/VCSH chỉ đạt 6,6x – thấp hơn nhiều so với mức trung vị ngành là 11,6x.

TCB có tỷ lệ CAR cao thứ hai toàn ngành, đạt 14,5% vào Q2/2024, cao hơn đáng kể so với yêu cầu tối thiểu của Basel II là 8,0% và thậm chí cả mức tối thiểu của Basel III là 10,5%. Hầu hết CAR của TCB là đến từ vốn cấp 1, với tỷ lệ vốn cấp 1 đạt 14,2% tại Q2/2024.

Tỷ lệ an toàn vốn cao là yếu tố cần thiết để giúp ngân hàng duy trì hoạt động kinh doanh bền vững và có nguồn lực để xử lý các rủi ro nợ xấu. Các ngân hàng có tỷ lệ CAR cao như TCB thường sẽ có mức độ rủi ro thấp hơn so với các ngân hàng có CAR thấp, đồng nghĩa với tỷ suất chiết khấu (chi phí vốn chủ sở hữu) có thể thấp hơn mức bình quân, điều đó củng cố thêm quan điểm của chúng tôi đó là TCB xứng đáng có một mức định giá cao hơn.

Biểu đồ 8: Tỷ lệ tài sản/VCSH của các ngân hàng



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ LDR của TCB đạt 79,6%, thấp hơn mức trần 85,0% của Ngân hàng Nhà nước. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SMLT) TCB là 24,2%, thấp hơn nhiều so với mức trần quy định của Ngân hàng Nhà nước là 30,0%.

Tuy nhiên, việc tập trung vào cho vay trung dài hạn chiếm 61% tổng dư nợ, TCB có thể phải tăng nguồn vốn trung dài hạn của mình trong tương lai, đặc biệt nếu việc thắt chặt quy định về SMLT tiếp tục diễn ra trong thời gian tới.

Trong tương lai, TCB và nhiều ngân hàng khác sẽ bị giới hạn trong việc gia tăng các khoản cho vay trung dài hạn do hạn chế bởi tỷ lệ SMLT. Do đó, các NH có thể cần phải thu hẹp cho vay trung dài hạn hoặc tăng nguồn vốn trung dài hạn thông qua phát hành trái phiếu.

Tuy nhiên, lãi suất trái phiếu thường cao hơn 1-2 điểm phần trăm so với lãi suất tiền gửi khách hàng, điều này sẽ làm tăng chi phí vốn và tạo áp lực lên biên lãi ròng (NIM) của ngân hàng.

Vì vậy, việc giảm tỷ lệ SMLT sẽ ảnh hưởng tới NIM của các ngân hàng. Tuy nhiên, các ngân hàng có tỷ lệ CASA cao có lợi thế hơn trong việc quản lý chi phí vốn so với các ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp. Các ngân hàng có tỷ lệ CASA cao tính tại Q2/2024 là MBB (38,6%), TCB (37,4%) và VCB (35,4%) đều có lợi thế trong việc quản lý chi phí vốn so với các ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp.

Quyết định chính sách cổ tức

Mô hình đánh giá chính sách chi trả cổ tức của các ngân hàng

Dòng tiền hiện tại	Lợi nhuận thặng dư	Jensen Alpha	Vốn cấp 1	Kết luận
FCFE > Cổ tức	ROE < COE	Mức sinh lời cổ phiếu < COE	Vốn cấp 1 > 8%	Cần thực hiện trả cổ tức
FCFE > Cổ tức	ROE >= COE	Mức sinh lời cổ phiếu >= COE	Vốn cấp 1 = 8%	Xem xét trả thêm cổ tức
FCFE > Cổ tức	ROE > COE	Mức sinh lời cổ phiếu > COE	Vốn cấp 1 = 8%	Không áp lực trả cổ tức
FCFE < Cổ tức	ROE < COE	Mức sinh lời cổ phiếu < COE	Vốn cấp 1 = 8%	Giảm dần việc chi trả cổ tức
FCFE < Cổ tức	ROE >= COE	Mức sinh lời cổ phiếu >= COE	Vốn cấp 1 = 8%	Tạm dừng chi trả cổ tức
FCFE < Cổ tức	ROE > COE	Mức sinh lời cổ phiếu > COE	Vốn cấp 1 < 8%	Ngừng trả cổ tức

Ghi chú:

- Dòng tiền thuần VCSH (FCFE) chênh lệch giữa thu nhập ròng và thay đổi về nguồn vốn trong giai đoạn đánh giá
- Chi trả tiền mặt bao gồm cổ tức bằng tiền mặt và mua lại cổ phiếu quỹ
- Chúng tôi sử dụng dữ liệu từ dự báo năm 2024E cho TCB
- Chúng tôi ước tính chi phí VCSH (COE) sử dụng mô hình CAPM
- Lợi nhuận thặng dư: ROE - COE
- Jensen's alpha là mức chênh lệch giữa mức sinh lời cổ phiếu và chi phí VCSH

NH	FCFE vs. Chi trả tiền mặt (tỷ đồng)	ROE, COE, và Jensen Alpha	Kết luận																																				
TCB	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Năm</th> <th>2024E</th> <th>2025E</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>FCFE</td> <td>6.599</td> <td>8.960</td> </tr> <tr> <td>Chi trả cổ tức</td> <td>5.284</td> <td>7.045</td> </tr> <tr> <td>Mua lại CP quỹ</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>Tổng tiền mặt đã chi trả</td> <td>5.284</td> <td>7.045</td> </tr> <tr> <td>FCFE – Chi trả tiền mặt</td> <td>1.315</td> <td>1.915</td> </tr> </tbody> </table>	Năm	2024E	2025E	FCFE	6.599	8.960	Chi trả cổ tức	5.284	7.045	Mua lại CP quỹ	-	-	Tổng tiền mặt đã chi trả	5.284	7.045	FCFE – Chi trả tiền mặt	1.315	1.915	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Chỉ số đo lường hiệu suất</th> <th>LTM</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="2">1. Chỉ số kế toán</td> </tr> <tr> <td>ROE</td> <td>16,1%</td> </tr> <tr> <td>Tỷ lệ yêu cầu hoàn vốn</td> <td>13,8%</td> </tr> <tr> <td>ROE – Chi phí VCSH</td> <td>2,2%</td> </tr> <tr> <td colspan="2">2. Chỉ số về hiệu suất cổ phiếu</td> </tr> <tr> <td>Mức sinh lời cổ phiếu</td> <td>32,8%</td> </tr> <tr> <td>Chi phí VCSH</td> <td>13,8%</td> </tr> <tr> <td>Jensen's alpha</td> <td>19,0%</td> </tr> </tbody> </table>	Chỉ số đo lường hiệu suất	LTM	1. Chỉ số kế toán		ROE	16,1%	Tỷ lệ yêu cầu hoàn vốn	13,8%	ROE – Chi phí VCSH	2,2%	2. Chỉ số về hiệu suất cổ phiếu		Mức sinh lời cổ phiếu	32,8%	Chi phí VCSH	13,8%	Jensen's alpha	19,0%	<ul style="list-style-type: none"> FCFE > 0 ROE > COE (nhưng không nhiều) Mức sinh lời CP > COE Vốn cấp 1 (14.2%) > 8.0% <p>ROE chỉ cao hơn một chút so với COE.</p> <p>Trong quá khứ, TCB không trả cổ tức mặc dù có FCFE dương, trong khi hầu hết các đối thủ đều trả cổ tức bằng tiền mặt.</p> <p>TCB có mức Jensen's alpha dương khoảng 8% trong năm 2023 và 19% dựa trên dữ liệu LTM.</p> <p>TCB có tỷ lệ vốn cấp 1 cao thứ hai toàn ngành.</p> <p>Do đó, TCB có nguồn vốn dồi dào để duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt, và chúng tôi cho rằng ngân hàng nên tiếp tục thực hiện việc chi trả trên.</p>
	Năm	2024E	2025E																																				
	FCFE	6.599	8.960																																				
	Chi trả cổ tức	5.284	7.045																																				
	Mua lại CP quỹ	-	-																																				
	Tổng tiền mặt đã chi trả	5.284	7.045																																				
FCFE – Chi trả tiền mặt	1.315	1.915																																					
Chỉ số đo lường hiệu suất	LTM																																						
1. Chỉ số kế toán																																							
ROE	16,1%																																						
Tỷ lệ yêu cầu hoàn vốn	13,8%																																						
ROE – Chi phí VCSH	2,2%																																						
2. Chỉ số về hiệu suất cổ phiếu																																							
Mức sinh lời cổ phiếu	32,8%																																						
Chi phí VCSH	13,8%																																						
Jensen's alpha	19,0%																																						

[Back to top](#)

Chúng tôi áp dụng ba phương pháp định giá để đưa ra mức giá mục tiêu là 26.470 đồng/CP đối với TCB, tương đương tỷ suất sinh lời 12 tháng là 23%, với hệ số P/BV lần lượt là 1,3x cho năm 2024E và 1,2x cho năm 2025E.

Chúng tôi sử dụng các giả định chính sau trong các mô hình thu nhập thặng dư và FCFE để định giá Techcombank [TCB]:

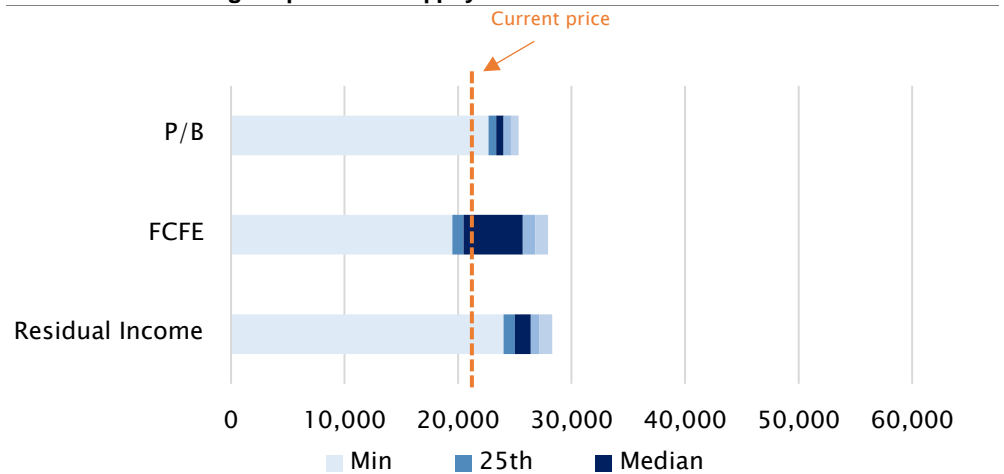
- **Chi phí VCSH** ở năm bắt đầu dự phóng là 13,8% và giảm xuống còn 13,3% vào năm thứ 10, sau đó duy trì ở trạng thái ổn định, phản ánh rủi ro giảm và lợi nhuận giảm dần khi ngân hàng trưởng thành và sau đó bước vào giai đoạn ổn định.
- **ROE trong mô hình dự phóng của chúng tôi**, bắt đầu từ mức 17,2% vào năm 2024E và tăng lên 19,1% vào năm thứ 5 (2028E). Sau đó, giảm dần xuống 14,0% vào năm thứ 10 (2033E) và duy trì ở mức đó trở về sau.
- **Tỷ lệ vốn cấp 1** bắt đầu ở mức 14% và giảm dần xuống còn 12% vào năm thứ 10, sau đó duy trì ở mức này (trong giai đoạn ổn định).

Bảng 2: Giá trị ước tính hợp lý của TCB

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý bình quân (VNĐ/CP)		
	Giá ước tính	Trọng số (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	26.406	40,0%	10.562
FCFE	27.780	40,0%	11.112
P/BV	24.005	20,0%	4.801
Giá trị ước tính hợp lý			26.470

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 9: Biểu đồ giá trị ước tính hợp lý của TCB

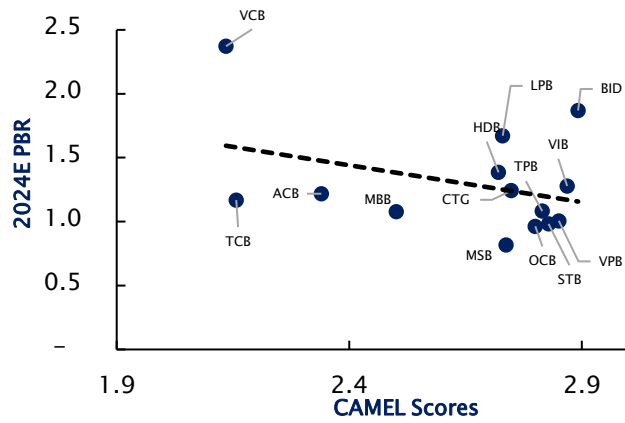


Nguồn: Yuanta Việt Nam

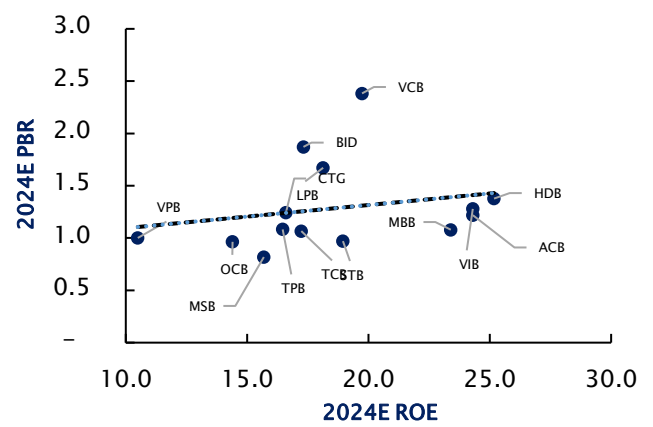
Phân tích độ nhạy: Phương pháp thu nhập thặng dư

ROE	Chi phí VCSH						
	12,5%	13,0%	13,5%	13,8%	14,3%	14,8%	15,3%
14%	26.939	26.208	25.500	25.027	24.358	23.711	23.085
15%	27.303	26.560	25.841	25.360	24.680	24.023	23.386
16%	27.675	26.920	26.189	25.700	25.010	24.341	23.695
18%	28.446	27.666	26.911	26.406	25.692	25.002	24.334
19%	28.685	27.896	27.134	26.624	25.903	25.206	24.531
20%	29.090	28.288	27.513	26.994	26.261	25.553	24.867
21%	29.505	28.689	27.901	27.373	26.628	25.908	25.211

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 10: P/BV 2024E vs. CAMEL

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 11: P/BV 2024E vs. ROE

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Giá trị của TCBS?

[Back to top](#)

TCB trực tiếp nắm giữ 94,17% cổ phần của Công ty Chứng khoán Kỹ thương (TCBS – chưa niêm yết). TCBS là một trong những công ty chứng khoán lớn nhất Việt Nam tính theo VCSH và cũng là đơn vị cho vay ký quỹ đứng đầu tính đến Q2/2024.

Chúng tôi tin rằng tiềm năng về việc IPO của TCBS nếu diễn ra (hiện tại vẫn chưa xác định khi nào sẽ diễn ra) sẽ là một chất xúc tác mạnh mẽ cho giá cổ phiếu của TCB.

Chúng tôi cho rằng TCBS có thể đạt mức vốn hóa thị trường khoảng hơn 2,2 tỷ USD (tương đương 1/3 vốn hóa thị trường của TCB nếu được niêm yết tại thời điểm hiện tại – và có thể cao hơn nhiều khi thị trường chứng khoán bùng nổ).

Cổ phiếu ngành chứng khoán thường giao dịch trên mức giá trị hợp lý trong một thị trường chứng khoán bùng nổ. Ví dụ, bốn công ty chứng khoán trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi đã giao dịch ở mức 4x P/BV hoặc cao hơn ở thời kỳ đỉnh trong Q4/2021. Ngược lại, cổ phiếu ngành chứng khoán thường giảm xuống dưới mức giá trị hợp lý trong thời kỳ thị trường suy thoái: CP của bốn công ty chứng khoán trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi đã giao dịch ở mức P/BV khoảng 1x hoặc thấp hơn tại thời điểm đáy thị trường vào Q4/2022.

Hiện tại, mức TTM P/B trung vị của CP ngành chứng khoán của Việt Nam là khoảng 2,2x (Nguồn: Bloomberg).

Chúng tôi cho rằng TCBS xứng đáng có mức định giá cao hơn so với ngành nhờ vào hiệu suất sinh lời vượt trội so với các đối thủ. Chúng tôi không dự báo số liệu cho TCBS, nhưng ví dụ, ROE của TCBS từ Q3/2023-Q2/2024 là 15,9%, cao hơn so với mức trung vị ngành là 10,6% và cao hơn so với SSI (10,1%), HCM (10,6%), và VCI (9,6%).

Tuy nhiên, một số nhận định cũng có thể cho rằng TCBS được hưởng lợi từ việc là công ty con của TCB, và lợi nhuận của TCBS có thể thấp hơn nếu là một thực thể độc lập.

Chúng tôi không có quan điểm về vấn đề này, nhưng chúng tôi cho là hợp lý khi giả định rằng TCBS ít nhất giao dịch ở mức P/B trung vị ngành là 2,2x. Với BVPS là 113.081 đồng/CP và 218 triệu cổ phiếu, giá trị thị trường ước tính của TCBS sẽ rơi vào khoảng 56 nghìn tỷ đồng (2,2 tỷ USD).

Điều này đồng nghĩa 94% cổ phần của TCB đang sở hữu tại TCBS sẽ có trị giá khoảng 53 nghìn tỷ đồng (khoảng 2,1 tỷ USD), tương đương khoảng 1/3 vốn hóa thị trường của TCB.

Chúng tôi không có thông tin cụ thể về thời điểm và khả năng việc IPO của TCBS có thể xảy ra hay không. Tuy nhiên, điều này cho thấy TCB đang bị định giá thấp, và chúng tôi tin rằng IPO TCBS nếu xảy ra sẽ là chất xúc tác lớn tác động đến giá cổ phiếu của TCB trong tương lai.

Bảng 3: Bảng so sánh định giá của các công ty đối thủ

Ngân hàng	CP	Khuyến nghị	Giá	Vốn hóa (tỷ USD)	ROE			PER (x)			PBR(x)		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
Techcombank	TCB	MUA	21.850	6,0	15%	17%	19%	4,3	5,1	5,6	0,6	1,1	1,0
Ngân hàng so sánh													
ACB	ACB	MUA	24.100	4,2	24%	24%	23%	6,2	5,5	5,0	1,4	1,3	1,1
BIDV	BID	NĂM GIỮ - Khả thi	49.150	10,7	17%	17%	17%	13,5	11,4	9,6	2,3	1,9	1,6
Vietinbank	CTG	Không đánh giá	33.200	6,9	16%	17%	19%	10,0	8,5	6,3	1,4	1,2	1,0
HDBank	HDB	MUA	26.800	3,1	24%	25%	25%	7,3	5,6	4,6	1,6	1,3	1,1
MBB	MBB	MUA	24.250	5,0	23%	23%	22%	6,3	5,1	4,3	1,3	1,1	0,9
MSB	MSB	Không đánh giá	14.800	1,2	17%	16%	15%	5,8	5,4	5,1	0,9	0,8	0,7
OCB	OCB	Không đánh giá	14.450	1,2	16%	13%	14%	7,0	7,8	6,4	1,0	0,9	0,8
Sacombank	STB	NĂM GIỮ - Kém khả thi	29.650	2,2	16%	19%	21%	8,0	5,7	4,2	1,2	1,0	0,8
TPB	TPB	Không đánh giá	17.550	1,5	16%	16%	17%	5,5	6,9	3,9	1,1	1,0	0,9
Vietcombank	VCB	MUA	90.800	19,5	20%	20%	19%	16,1	13,2	11,2	2,9	2,4	2,0
VIB	VIB	Không đánh giá	21.400	2,1	25%	21%	23%	6,2	6,7	5,1	1,4	1,3	1,1
VPB	VPB	MUA	18.600	5,8	8%	10%	13%	13,2	10,0	7,7	1,1	1,1	1,0

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg Kỳ vọng của các bên đối với CTG, MSB, OCB, TPB, và VIB, ước tính của YSVN đối với ACB, BID, HDB, MBB, STB, TCB, VCB, và VPB

Yuanta và Kỳ vọng của các bên

[Back to top](#)

Bảng 4: Yuanta vs. Kỳ vọng của các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2024E	2025E	2026E
Mức kỳ vọng bình quân của các bên	22.726	28.323	34.244
Dự phóng của Yuanta	23.210	28.072	33.089
% chênh lệch	2,1%	-0,9%	-3,4%
Mức kỳ vọng cao nhất của các bên	24.544	34.033	39.639
Mức kỳ vọng thấp nhất của các bên	21.513	25.625	30.648
EPS (VND)			
Mức kỳ vọng bình quân của các bên	3.352	4.022	5.372
Dự phóng của Yuanta (sau điều chỉnh)	4.393	3.985	4.697
% chênh lệch	31,0%	-0,9%	-12,6%
Mức kỳ vọng cao nhất của các bên	4.576	4.829	9.102
Mức kỳ vọng thấp nhất của các bên	3.047	3.630	4.341

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

* Chúng tôi cho rằng mức kỳ vọng của các bên theo BBG không bao gồm quỹ khen thưởng phúc lợi cho nhân viên.

Các bên liên quan: Không giống như nhiều ngân hàng khác, TCB hiện không có các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài, và Masan Group là cổ đông lớn nhất, kiểm soát 15% cổ phần đang lưu hành của TCB. Ông Nguyễn Đăng Quang, Chủ tịch của Masan Group, cũng là Phó Chủ tịch của TCB.

Chúng tôi cho rằng việc có một nhà đầu tư chiến lược là một tổ chức tài chính sẽ tốt hơn đối với NH, thay vì là một tập đoàn ngoài ngành. Đặc biệt, các tổ chức tài chính nước ngoài có thể hỗ trợ về chiến lược, công nghệ.

Mặt khác, ảnh hưởng của Masan có thể là một yếu tố quyết định đến việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt diễn ra trong 2024, đây là một điều tích cực đối với các cổ đông thiểu số của TCB.

Chính sách cổ tức: Chúng tôi giả định rằng TCB sẽ duy trì chính sách cổ tức của mình dựa trên dòng tiền FCFE dương và vốn cấp 1 dồi dào. Ngoài ra, TCB nên cân nhắc chính sách cổ tức của các NH khác – như ACB, HDB, MBB, và VPB – trong việc duy trì chính sách thanh toán cổ tức bằng tiền mặt.

Tuy nhiên, nếu TCB quyết định dừng chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong tương lai, điều này có thể gây ra tâm lý tiêu cực cho các nhà đầu tư và cho giá cổ phiếu TCB.

Tỷ trọng cho vay BĐS ở mức cao? Nếu thị trường bất động sản tiếp tục tình trạng kém khởi sắc trong một thời gian dài thì sẽ tác động tiêu cực đến chất lượng tài sản của các ngân hàng, bao gồm cả TCB. Tín dụng cho doanh nghiệp đối với lĩnh vực bất động sản và các lĩnh vực liên quan bất động sản chiếm gần 41% tổng dư nợ, đây là mức cao nhất trong ngành. Trong khi đó, các khoản vay mua nhà cho khách hàng cá nhân chiếm 29% tổng dư nợ tính đến Q2/2024.

Tuy nhiên, chúng tôi quan sát thấy xu hướng giảm trong tỷ lệ cho vay BĐS của TCB (bao gồm cả cho vay doanh nghiệp bất động sản và cho vay mua nhà), đã giảm từ 75% trên tổng dư nợ trong Q2/2023 xuống còn 69% vào Q2/2024. Trong khi đó, việc giải ngân cho vay đối với các lĩnh vực FMCG, bán lẻ và logistics đã tăng từ 6% trong Q2/2023 lên mức 8% vào Q2/2024.

Để so sánh về tỷ lệ cho vay bất động sản của các ngân hàng, chúng tôi tính toán tỷ lệ cho vay doanh nghiệp đối với lĩnh vực bất động sản và xây dựng (chúng tôi không bao gồm vật liệu xây dựng vì không phải tất cả các ngân hàng đều cung cấp thông tin chi tiết đối với lĩnh vực này) trên tổng dư nợ của một số ngân hàng lớn tại Việt Nam.

Theo tính toán đó, TCB có tỷ lệ cho vay cao nhất đối với các lĩnh vực bất động sản và xây dựng, chiếm 34% tổng dư nợ, tiếp theo là SHB (31%), VPB (26%), HDB (24%) và MSB (18%) tính đến Q2/2024. (biểu đồ 24)

Nếu bao gồm TPDN, tổng tỷ lệ cho vay đối với các lĩnh vực bất động sản, xây dựng và TPDN của TCB là 41% tổng tín dụng, tiếp theo là SHB (34%), VPB (30%), HDB (27%), TPB (21%) và OCB (19%) tính đến Q2/2024. (biểu đồ 25)

Tỷ lệ TPDN ở mức cao. Tỷ lệ TPDN/tổng tài sản của TCB là 4,6% (-10 điểm cơ bản QoQ) tính đến ngày 30/06, đây là tỷ lệ cao nhất toàn ngành. Tiếp theo là MBB (3,7%, -40 điểm cơ bản QoQ), TPB (3,4%, +80 điểm cơ bản QoQ), và VPB (2,7%, -1.1 điểm phần trăm QoQ) (xem Biểu đồ 26).

Cụ thể, khoản cấp tín dụng của TCB (cho vay + TPDN) đối với Tập đoàn Vingroup (VIC) đạt tổng cộng 53,8 nghìn tỷ đồng, chiếm 5,9% tổng tài sản của TCB (+40 điểm cơ bản YTD) tại Q2/2024. (nguồn: BCTC của VIC trong Q2/2024)

Khoản cấp tín dụng của TCB (cho vay + TPDN) đối với Vinhomes (VHM) chiếm 3,2% tổng tài sản của ngân hàng (+1,3 điểm phần trăm YTD) tính đến Q2/2024. Tổng TPDN của Vinhomes liên quan đến TCBS là 27,8 nghìn tỷ đồng, với 51% trong số đó là không có bảo đảm, theo số liệu từ báo cáo tài chính của VHM trong Q2/2024.

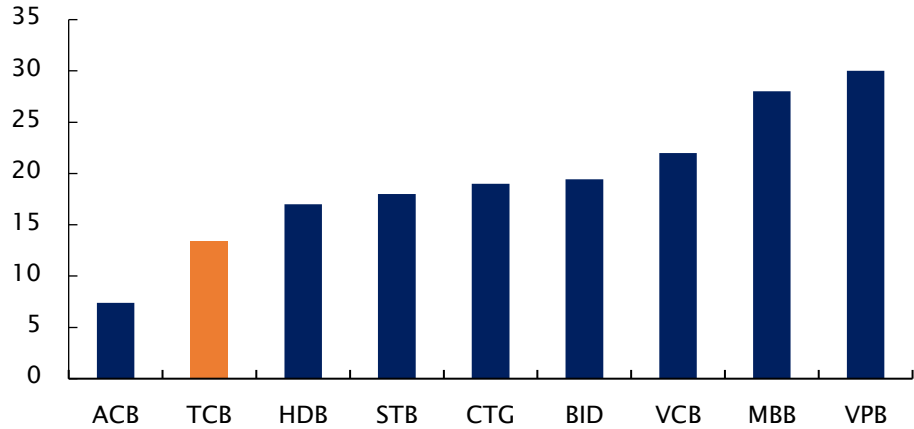
Chúng tôi cho rằng các khoản vay của VHM được hợp nhất vào bảng cân đối kế toán của VIC, vì vậy các nhà đầu tư nên lưu ý để tránh tính trùng khi tính toán tỷ lệ cho vay của TCB đối với Vingroup.

Công ty Chứng khoán Kỹ Thương (TCBS) đóng vai trò là nhà tư vấn phát hành trái phiếu cho các TPDN nêu trên.

TCB có tệp khách hàng ít hơn so với hầu hết các ngân hàng thương mại lớn khác tại Việt Nam, có thể là do NH tập trung vào khách hàng doanh nghiệp (ít nhất là về mặt cho vay).

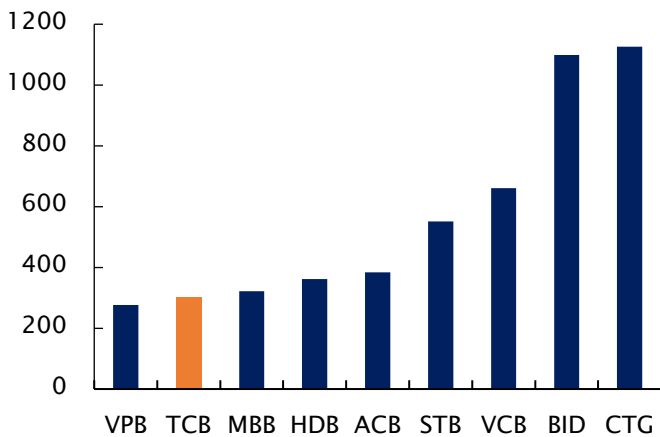
Với ít chi nhánh và nhân viên hơn, TCB quản lý chi phí hiệu quả hơn so với hầu hết các đối thủ cạnh tranh. Tỷ lệ CIR sau điều chỉnh của TCB là 31%, thuộc nhóm tốt nhất toàn ngành.

Biểu đồ 12: TCB có tệp khách hàng ít hơn so với các NH khác (đơn vị: triệu người)



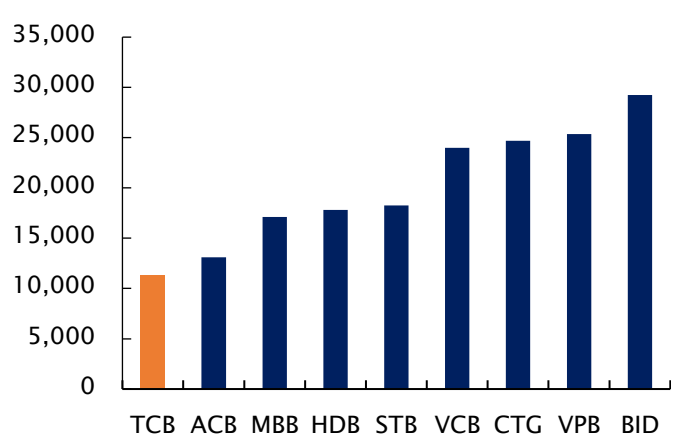
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp (dựa trên số liệu mới nhất được công bố)

Biểu đồ 13: Số lượng chi nhánh của các ngân hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp (dựa trên số liệu mới nhất được công bố)

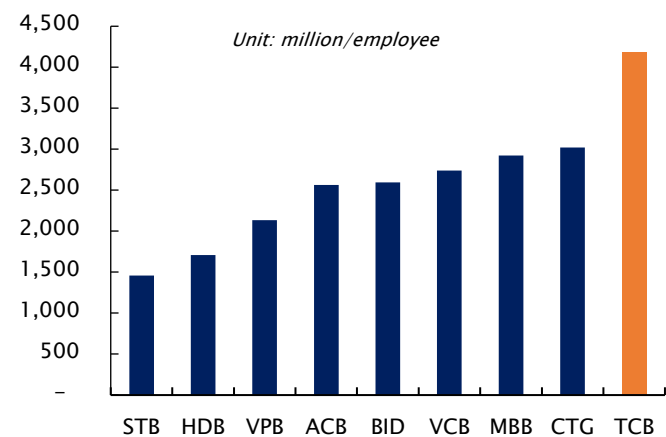
Biểu đồ 14: Số lượng nhân viên của các ngân hàng



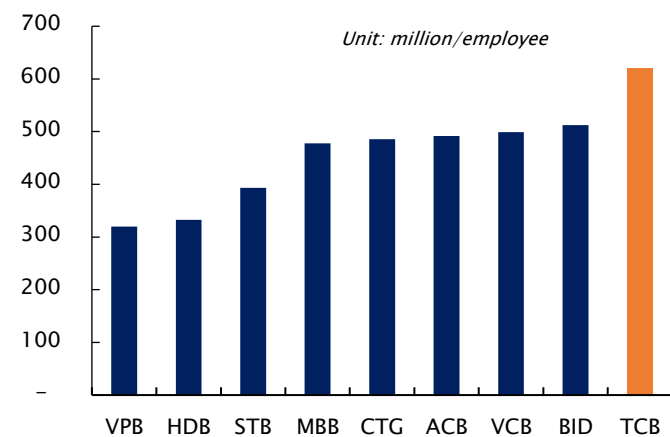
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp (dựa trên số liệu mới nhất được công bố)

Doanh thu và chi phí trên mỗi nhân viên của các ngân hàng

TCB có chi phí trên mỗi nhân viên cao hơn so với các đối thủ, ở mức 620 triệu đồng trên mỗi nhân viên, tuy nhiên lại có doanh thu trên mỗi nhân viên cao hơn so với các ngân hàng khác.

Biểu đồ 15: Doanh thu trên mỗi nhân viên các NH (LTM)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp (dựa trên số liệu mới nhất được công bố)

Biểu đồ 16: Chi phí trên mỗi nhân viên của các NH (LTM)

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp (dựa trên số liệu mới nhất được công bố)

Hội đồng quản trị:

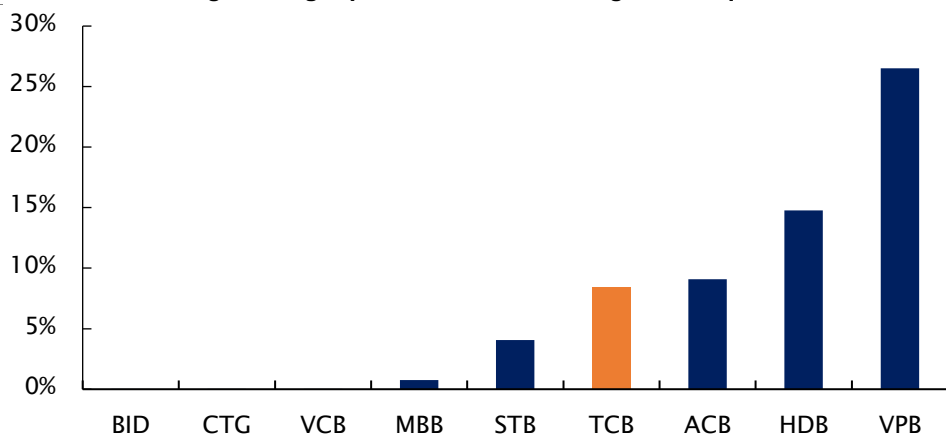
HDQT	Tuổi và thâm niên (năm)	Lý lịch
Hồ Hùng Anh	54 & 20	Chủ tịch HĐQT. Tham gia vào HĐQT từ 2004
Nguyễn Đăng Quang	61 & 29	Phó chủ tịch HĐQT. Tham gia TCB từ 1995 & Chủ tịch HĐQT của Masan
Nguyễn Thiệu Quang	65 & 24	Phó chủ tịch HĐQT. Tham gia TCB từ 2000
Nguyễn Cảnh Sơn	57 & 16	Phó chủ tịch HĐQT. Chủ tịch của Eurowindow. Anh trai của Bà Nguyễn Thị Phương Thảo, thành viên HĐQT của Vietjet và HDBank
Hồ Anh Ngọc	42 & 17	Phó chủ tịch HĐQT. Em trai của Chủ tịch Hồ Hùng Anh
Lee Boon Huat	67 & 12	Thành viên HĐQT không điều hành
Saurabh Narayan Agarwal	43 & 5	Thành viên HĐQT không điều hành
Nguyễn Nhân Nghĩa	55 & 5	Thành viên HĐQT độc lập
Nguyễn Tuấn Minh	57 & 11	Chánh VP HĐQT

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Cổ đông:

Masan Group là cổ đông tổ chức lớn nhất của TCB, với tỷ lệ sở hữu 14,88%. Ông Nguyễn Đăng Quang, Chủ tịch của Masan Group, cũng là Phó Chủ tịch của TCB.

CEO Jens Lotter sở hữu 0,01% cổ phần của TCB, nhưng tổng số cổ phần của các bên liên quan (ban lãnh đạo và người liên quan) sở hữu tổng cộng 8,42%.

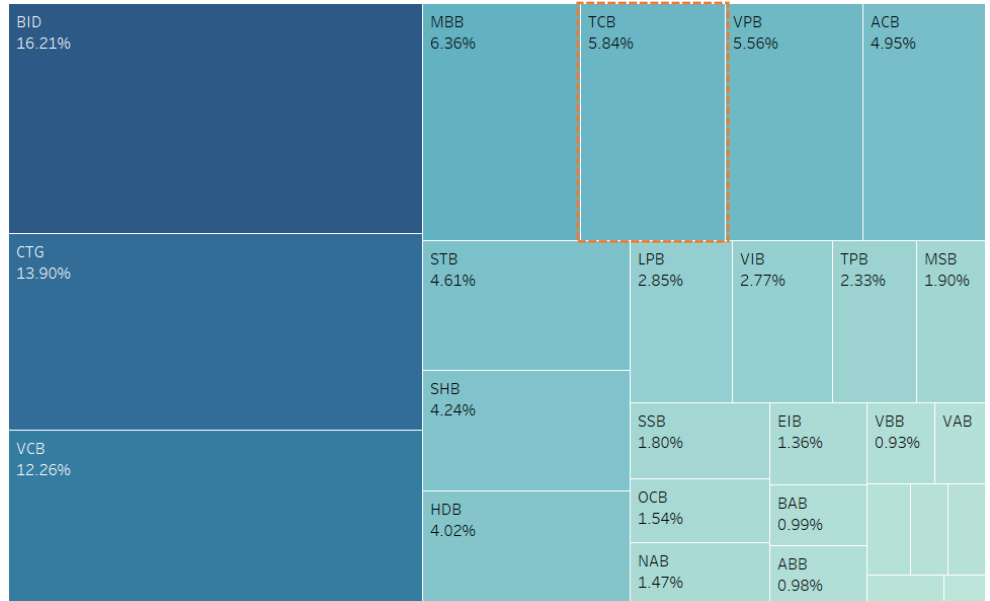
Biểu đồ 17: Cổ đông – nắm giữ phần lớn bởi BQL và người liên quan

Nguồn: FiinPro-X

Thị phần:

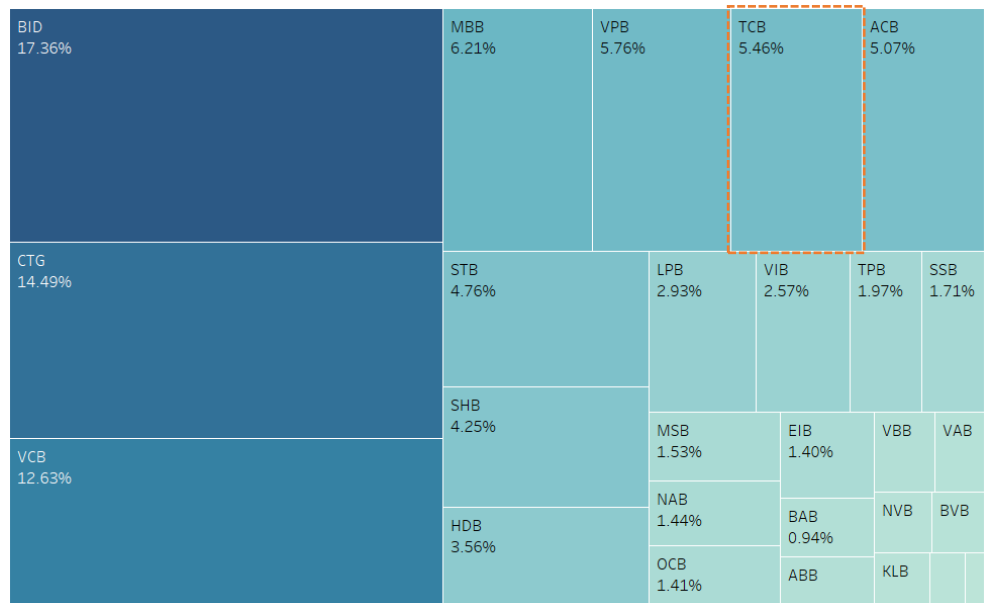
Thị phần tài sản: Tài sản của TCB chiếm 5,84% tổng tài sản của 27 ngân hàng niêm yết và 1 ngân hàng OTC. TCB xếp thứ 2 trong số các ngân hàng tư nhân và thứ 5 trong số các ngân hàng niêm yết về giá trị tài sản.

Lưu ý rằng các biểu đồ này không bao gồm hai ngân hàng quy mô lớn (Agribank và SCB)



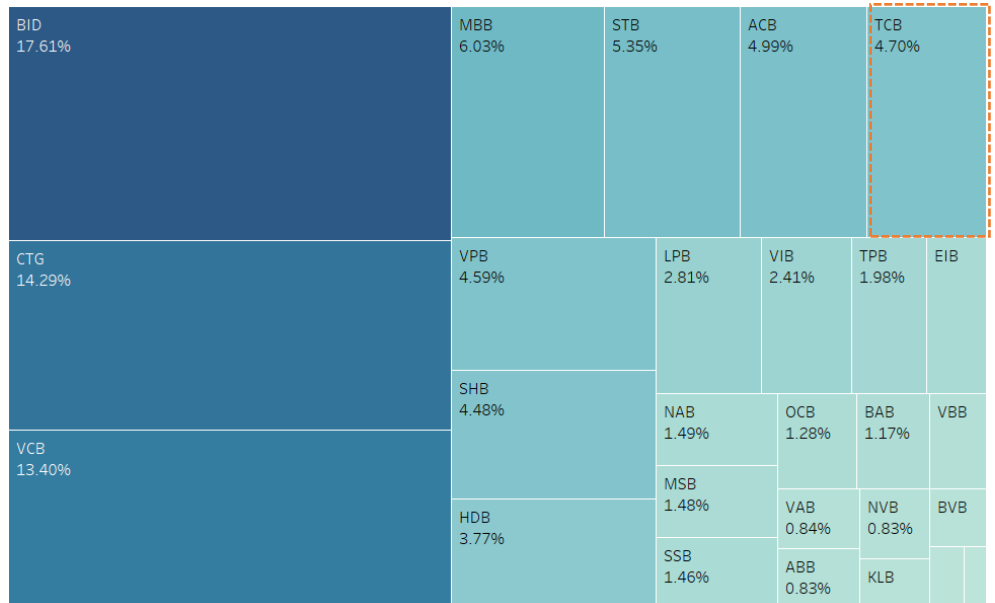
Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Thị phần cho vay: Cho vay của TCB chiếm 5,46% tổng tín dụng của ngành (27 ngân hàng niêm yết và 1 ngân hàng OTC). TCB xếp thứ 3 trong số các ngân hàng tư nhân và thứ 6 trong số các ngân hàng niêm yết về cho vay khách hàng.



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Thị phần tiền gửi: Tiền gửi từ khách hàng của TCB chiếm 4,7% tổng tiền gửi của ngành (27 ngân hàng niêm yết và 1 ngân hàng OTC). TCB xếp thứ 4 trong số các ngân hàng tư nhân và thứ 7 trong số các ngân hàng niêm yết về lượng tiền gửi.

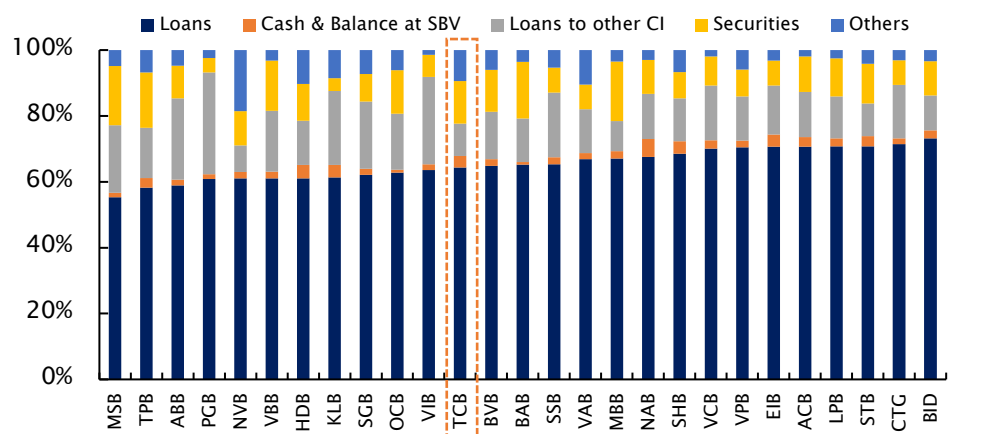


Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Phân bổ tài sản:

Khoản cho vay khách hàng chiếm 64% tổng tài sản của TCB tính đến Q2/2024, thấp hơn một chút so với mức trung vị ngành là 65%. Chứng khoán kinh doanh/đầu tư chiếm 13% tổng tài sản, cao hơn mức trung vị ngành là 10%

Biểu đồ 18: Tình hình phân bổ tài sản của các ngân hàng tại Q2/2024



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

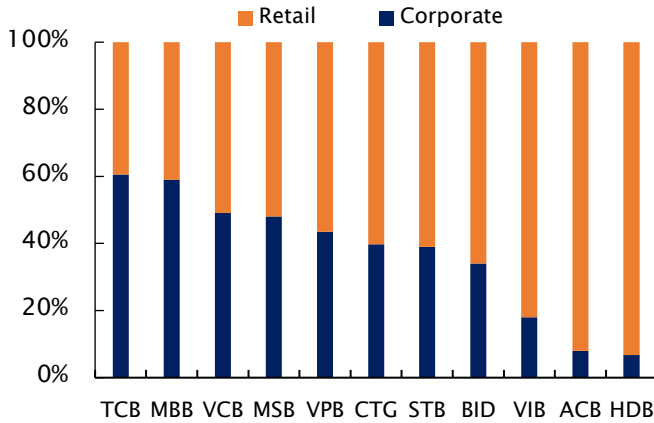
Các khoản vay trung và dài hạn chiếm 60% tổng dư nợ trong Q2/2024. Ngân hàng Nhà nước đã giảm tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung và dài hạn từ 34% xuống còn 30%, điều này yêu cầu các ngân hàng phải huy động thêm vốn trung và dài hạn, bằng cách bán cổ phần hoặc phát hành trái phiếu. Hầu hết các ngân hàng TMCP chất lượng đều đã kín hoặc gần kín room ngoại. Điều này hạn chế các lựa chọn của các ngân hàng trong việc tăng vốn cổ phần nếu cần thiết để tăng nguồn vốn dài hạn.

Do đó, các ngân hàng có thể tìm cách huy động vốn trung và dài hạn thông qua phát hành trái phiếu, điều này cũng giúp cải thiện vốn cấp 2.

Tuy nhiên, việc này có thể đi kèm với việc chi phí vốn tăng, vì lãi suất trái phiếu thường cao hơn lãi suất tiền gửi. Chúng tôi ước tính sự chênh lệch giữa lãi suất trái phiếu và lãi suất tiền gửi khách hàng là khoảng 1-2 điểm phần trăm.

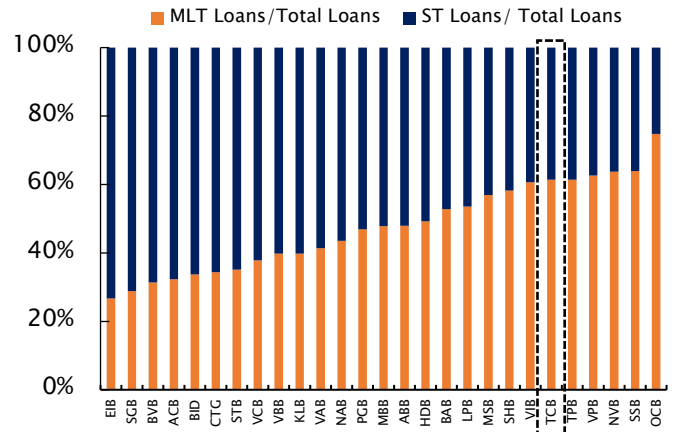
Giá trị phát hành giấy tờ có giá của TCB đã tăng vọt +149% YoY, chiếm 12% tổng nợ phải trả tính đến ngày 31/12/2023 (so với 6% tổng nợ phải trả vào cuối năm 2022). Trong Q2/2024, TCB đã phát hành thêm 112 nghìn tỷ đồng (+32% YTD) giấy tờ có giá, hiện chiếm 15% tổng nợ phải trả của ngân hàng. Do đó, chi phí vốn của TCB sẽ dễ bị ảnh hưởng bởi các biến động lãi suất ngắn hạn; tuy nhiên, điều này được bù đắp một phần nhờ vào tỷ lệ CASA cao của ngân hàng.

Biểu đồ 19: Tỷ trọng danh mục cho vay của các ngân hàng



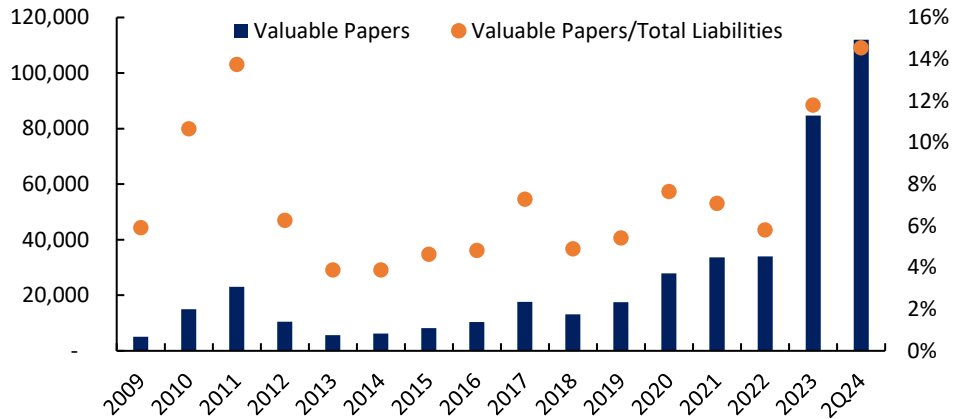
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 20: Tỷ trọng các khoản vay theo kỳ hạn của các ngân hàng



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 21: Giấy tờ có giá / tổng nợ phải trả của TCB



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Phân tích danh mục cho vay – Tập trung vào lĩnh vực bất động sản

TCB tập trung vào khách hàng doanh nghiệp với 61% là các khoản cho vay doanh nghiệp và 39% là các khoản vay cho khách hàng cá nhân.

Danh mục cho vay doanh nghiệp của TCB bao gồm: 59% cho bất động sản, 13% cho các ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), bán lẻ và logistics; 6% cho tiện ích và viễn thông; 5% cho vật liệu xây dựng; 3% cho xây dựng; và 13% cho các lĩnh vực khác.

Tín dụng doanh nghiệp của TCB (bao gồm cả TPDN) đối với bất động sản và các phân khúc liên quan đến bất động sản (xây dựng và vật liệu) chiếm 67% **tín dụng cho KH doanh nghiệp** của TCB và 41% **tổng tín dụng** của TCB tại Q2/2024.

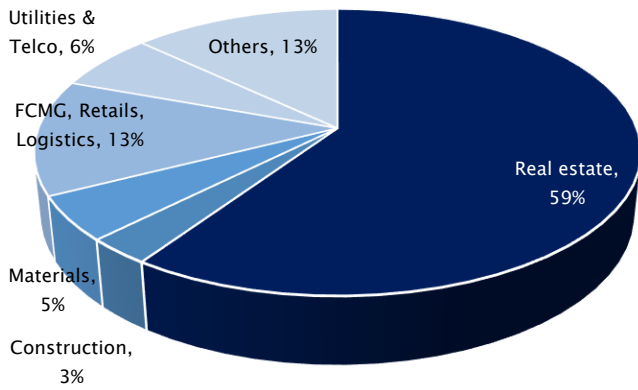
Các khoản vay mua nhà cho khách hàng cá nhân chiếm 73% tín dụng cho khách hàng cá nhân và 29% tổng tín dụng.

Để so sánh tỷ lệ cho vay bất động sản giữa các ngân hàng, chúng tôi đã so sánh tỷ lệ cho vay các khách hàng doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản và xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi loại trừ vật liệu xây dựng vì không phải tất cả các ngân hàng đều cung cấp thông tin chi tiết đối với lĩnh vực này.

TCB có tỷ lệ cho vay bất động sản và xây dựng cao nhất, chiếm 34% tổng tín dụng, tiếp theo là SHB (31%), VPB (26%), HDB (24%) và MSB (18%) tính đến Q2/2024 (xem biểu đồ 24).

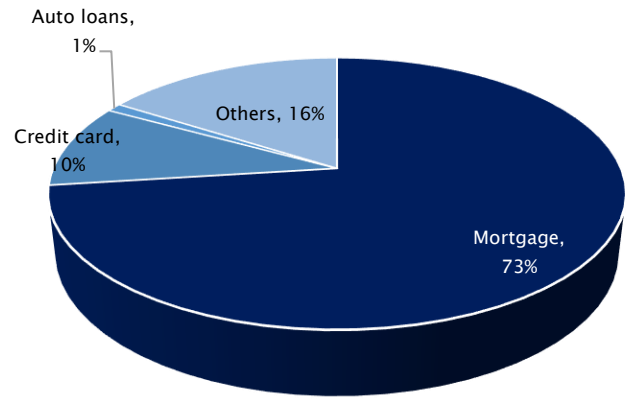
Nếu bao gồm cả TPDN, tổng tỷ lệ cho vay bất động sản, xây dựng và TPDN của TCB là 41%, tiếp theo là SHB (34%), VPB (30%), HDB (27%), TPB (21%) và OCB (19%) (xem biểu đồ 25).

Biểu đồ 22: Tỷ trọng cho vay phân theo doanh nghiệp của TCB trong Q2/2024



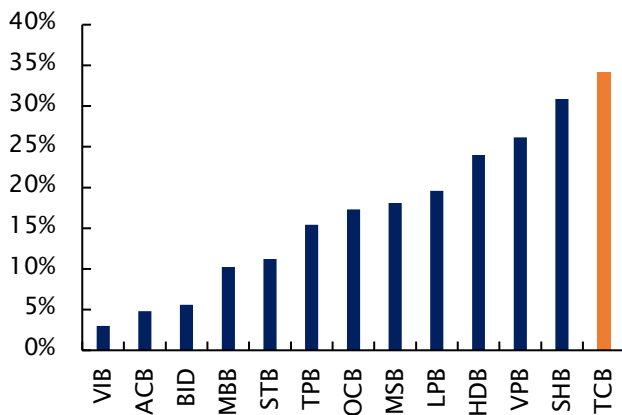
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Biểu đồ 23: Tỷ trọng cho vay phân theo khách hàng cá nhân của TCB trong Q2/2024



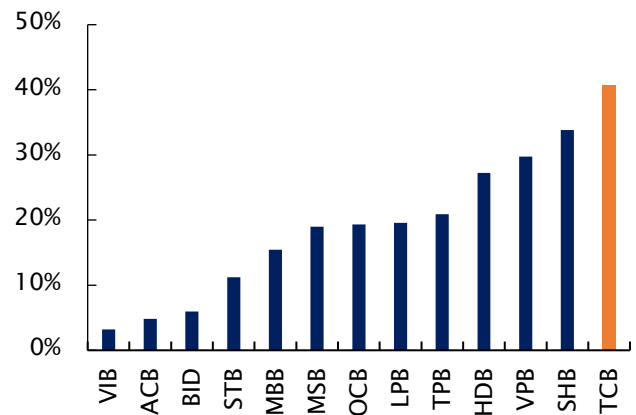
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Biểu đồ 24: (BDS + xây dựng) / tổng tín dụng trong Q2/2024



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 25: (BDS + xây dựng + TPDN) / tổng tín dụng trong Q2/2024



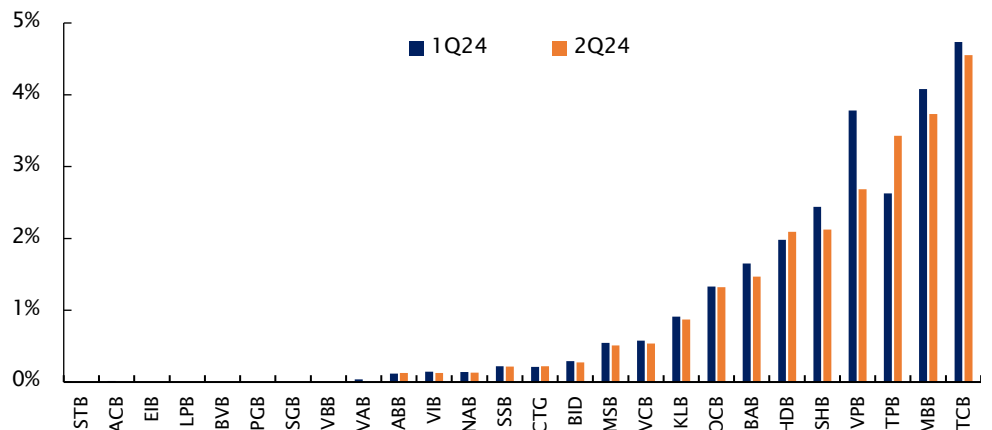
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ TPDN

TCB có tỷ lệ TPDN trên tổng tài sản cao nhất tại Q2/2024. Tỷ lệ TPDN/tổng tài sản của TCB là 4,6% trong Q2/2024 (-10 điểm cơ bản QoQ), tiếp theo là MBB (3,7%, -40 điểm cơ bản QoQ), TPB (3,4%, +80 điểm cơ bản QoQ), và VPB (2,7%, -1,1 điểm phần trăm QoQ).

Tổng tín dụng (cho vay KH + TPDN) trên tổng tài sản của TCB đối với Vinhomes (VHM) là 3,2% (+1,3 điểm phần trăm YTD) và 5,9% (+40 điểm cơ bản YTD) đối với Vingroup (VIC).

Biểu đồ 26: Tỷ trọng TPDN trên tổng tài sản



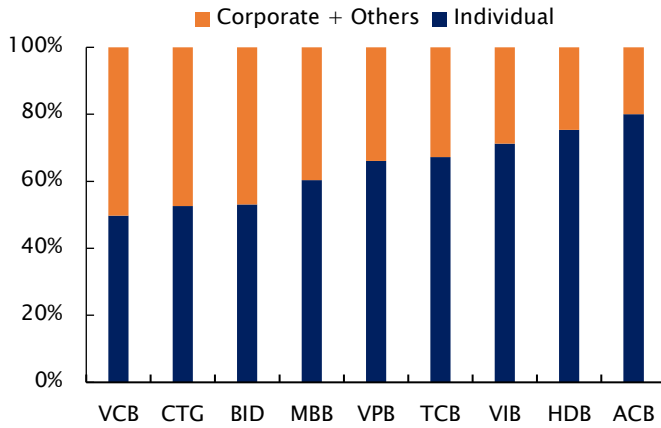
Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Tỷ trọng tiền gửi và cơ cấu vốn

Vốn từ thị trường liên ngân hàng chiếm 17% tổng nguồn vốn của TCB (bao gồm nợ phải trả và VCSH) so với trung vị ngành là 14%. Sự phụ thuộc cao vào thị trường liên ngân hàng sẽ tác động tiêu cực đến chi phí vốn của TCB, đặc biệt khi lãi suất liên ngân hàng tăng.

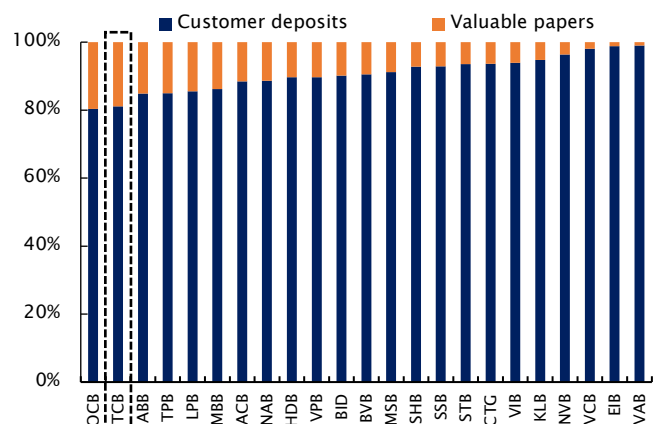
Tuy nhiên, nguồn vốn từ VCSH chiếm khoảng 15% tổng nguồn vốn, cao thứ hai toàn ngành. Đây là “nguồn vốn không lãi suất” từ góc độ kế toán, giúp đảm bảo mức NIM cao-hơn-trung-bình ngành của TCB.

Biểu đồ 27: Tỷ trọng tiền gửi phân theo khách hàng



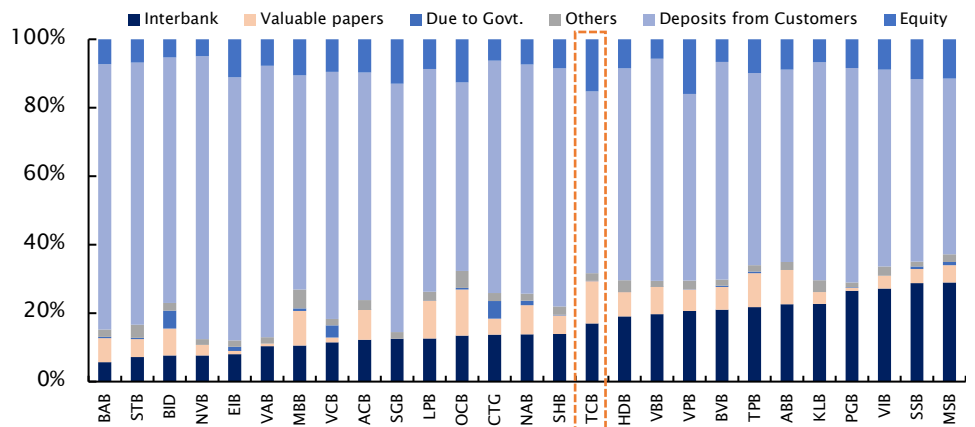
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Biểu đồ 28: Tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

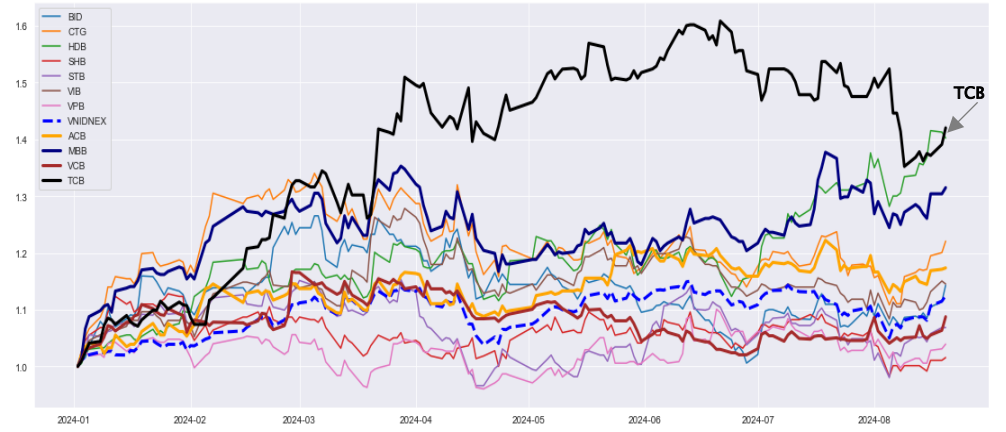
Biểu đồ 29: Cơ cấu nguồn vốn của các ngân hàng



Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

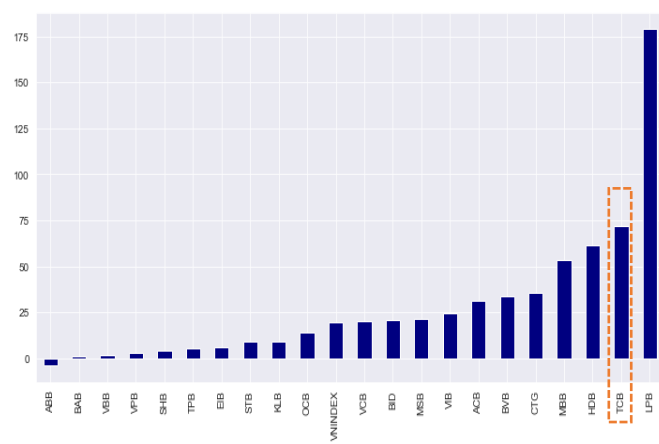
* Tổng vốn = Nợ phải trả + VCSH

Biểu đồ 30: Diễn biến giá cổ phiếu kể từ tháng 1, 2024



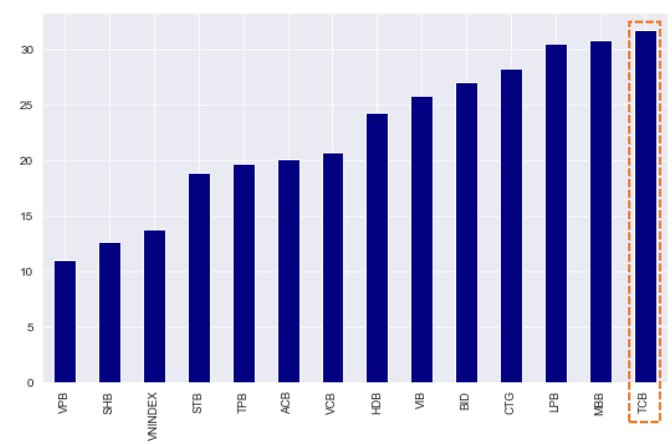
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 31: Lợi nhuận hàng năm kể từ T1/2024



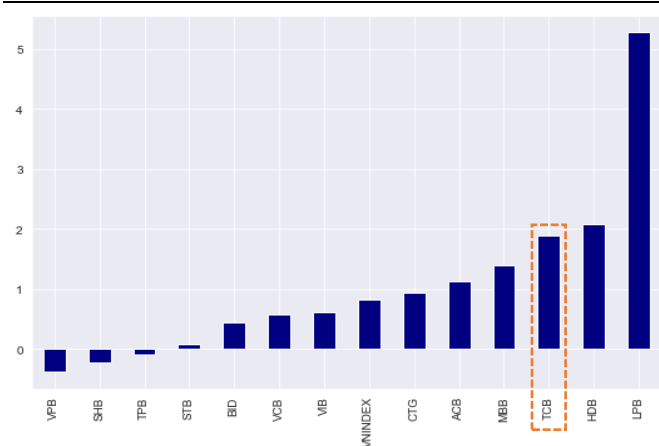
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 32: Biến động năm kể từ T1/2024



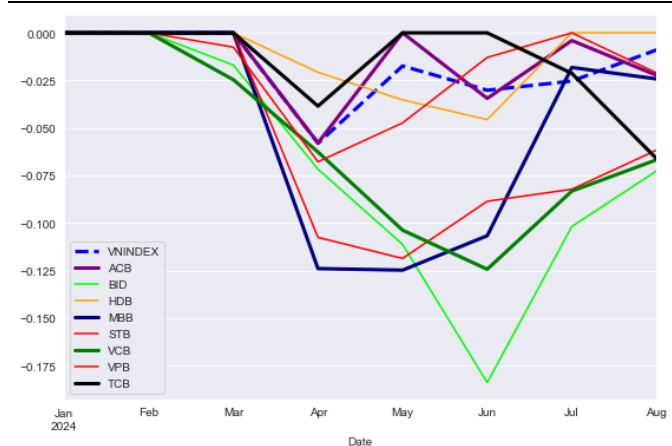
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 33: Tỷ lệ Sharpe ratio từ T1/2024



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 34: Drawdown từ T1/2024



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 35: Tương quan giữa cổ phiếu ngành ngân hàng và VNINDEX

	VNINDEX	BID	CTG	VCB	ACB	HDB	LPB	MBB	SHB	STB	TCB	TPB	VIB	VPB
VNINDEX	1.000000	0.563841	0.679313	0.546803	0.867602	0.255271	-0.425325	0.687360	0.107914	0.721742	0.753698	0.654043	0.780999	0.618933
BID	0.563841	1.000000	0.862031	0.927633	0.571709	0.800871	-0.583001	0.762245	0.494120	0.568627	0.410945	0.748474	0.471255	0.247717
CTG	0.679313	0.862031	1.000000	0.951180	0.644622	0.508427	-0.496412	0.870894	0.589484	0.811437	0.617681	0.697984	0.630868	0.395750
VCB	0.546803	0.927633	0.951180	1.000000	0.531054	0.638587	-0.568821	0.809027	0.638510	0.703988	0.501914	0.794130	0.428480	0.337931
ACB	0.867602	0.571709	0.644622	0.531054	1.000000	0.345489	-0.104205	0.697033	0.447857	0.552731	0.691526	0.630762	0.687731	0.592102
HDB	0.255271	0.800871	0.508427	0.638587	0.345489	1.000000	-0.565481	0.670645	0.403918	0.368247	0.120438	0.635045	0.326142	0.321706
LPB	-0.425325	-0.583001	-0.496412	-0.568821	-0.104205	-0.565481	1.000000	-0.552465	0.078634	-0.542066	-0.448763	-0.607360	-0.444450	-0.300409
MBB	0.687360	0.762245	0.870894	0.809027	0.697033	0.670645	-0.552465	1.000000	0.570171	0.871749	0.627125	0.742575	0.762095	0.682634
SHB	0.107914	0.494120	0.589484	0.638510	0.447857	0.403918	0.078634	0.570171	1.000000	0.323772	0.301023	0.507747	0.095649	0.290798
STB	0.721742	0.568627	0.811437	0.703988	0.552731	0.368247	-0.542066	0.871749	0.323772	1.000000	0.527041	0.652246	0.681166	0.752079
TCB	0.753698	0.410945	0.617681	0.501914	0.691526	0.120438	-0.448763	0.627125	0.301023	0.527041	1.000000	0.545939	0.742242	0.399696
TPB	0.654043	0.748474	0.697984	0.794130	0.630762	0.635045	-0.607360	0.742575	0.507747	0.652246	0.545939	1.000000	0.335927	0.681199
VIB	0.780999	0.471255	0.630868	0.428480	0.687731	0.326142	-0.444450	0.762095	0.095649	0.681166	0.742242	0.335927	1.000000	0.451086
VPB	0.618933	0.247717	0.395750	0.337931	0.592102	0.321706	-0.300409	0.682634	0.290798	0.752079	0.399696	0.681199	0.451086	1.000000

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 36: Tóm tắt thống kê

	Annualized Return	Annualized Volatility	Skewness	Kurtosis	Cornish-Fisher Var (5%)	Conditional Var (5%)	Annual Sharpe Ratio	Max Drawdown
VPB	0.030573	0.109803	-1.027126	2.992815	0.053884	0.060759	-0.169387	-0.067839
SHB	0.044654	0.126182	0.549076	2.952271	0.046348	0.044843	-0.040733	-0.057698
TPB	0.055338	0.197103	0.705162	2.515918	0.071025	0.062827	0.025565	-0.110831
STB	0.092608	0.188593	-1.172208	3.761299	0.089888	0.107595	0.215683	-0.118671
BID	0.205177	0.270093	0.068337	1.361240	0.102671	0.081741	0.549015	-0.183962
VCB	0.202418	0.207465	0.474112	1.631719	0.068910	0.043860	0.702320	-0.124358
VIB	0.243987	0.257684	-0.496722	2.675268	0.103614	0.116819	0.719564	-0.121004
VNINDEX	0.195185	0.137753	-0.441209	2.877630	0.050147	0.058072	1.007821	-0.058072
CTG	0.355980	0.282917	0.543495	2.169702	0.086239	0.077356	1.034145	-0.127989
ACB	0.315283	0.201282	-0.100584	1.532624	0.068006	0.057895	1.260439	-0.057895
MBB	0.531943	0.308701	-0.422320	2.637248	0.107825	0.124016	1.493248	-0.124839
TCB	0.716759	0.317382	0.460612	1.741300	0.082092	0.045752	2.010113	-0.066088
HDB	0.611498	0.242604	1.193356	3.505449	0.040581	0.020747	2.214559	-0.045643
LPB	1.788117	0.304941	0.330667	2.085164	0.036784	0.031161	5.460664	-0.031161

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	30.761	34.711	40.572	47.277
Cho vay các ngân hàng	104.072	112.817	131.869	153.660
CK kinh doanh & đầu tư	109.427	123.477	144.328	168.178
Đầu tư công ty liên kết	3.272	3.692	4.315	5.029
Tổng cho vay gộp	518.642	611.798	709.310	819.308
(-) Dự phòng cụ thể:	(2.372)	(3.249)	(4.038)	(4.529)
(-) Dự phòng chung:	(3.756)	(4.579)	(5.308)	(6.131)
Tổng dự phòng:	(6.128)	(7.827)	(9.346)	(10.661)
Tổng cho vay ròng:	512.514	603.970	699.964	808.647
TSCĐ hữu hình:	3.528	3.704	3.889	4.084
TSCĐ vô hình:	5.365	5.902	5.902	5.902
Đầu tư BĐS	0	0	0	0
Tiền lãi dự thu:	9.681	12.585	12.585	12.585
Thuế hoãn lại:	70	70	70	70
Các tài sản khác:	70.792	70.792	70.792	70.792
Tổng tài sản:	849.482	971.721	1.114.287	1.276.224
Tiền gửi từ khách hàng:	454.661	513.038	599.672	698.770
Nợ NHNN:	0	306	0	0
Nợ các NH khác	153.173	180.685	209.484	241.970
Giấy tờ có giá & khác:	84.703	110.114	110.114	110.114
Nợ khác:	25.317	26.822	32.877	36.818
Tổng nợ phải trả:	717.854	830.965	952.148	1.087.673
Vốn và thặng dư:	36.257	71.482	71.482	71.482
Quỹ dự trữ:	45.029	20.845	20.845	20.845
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	49.025	46.726	67.753	93.797
Lợi ích CĐTS	1.317	1.702	2.059	2.427
Tổng vốn chủ sở hữu	131.628	140.756	162.139	188.551
Nợ phải trả và Vốn chủ sở hữu	849.482	971.721	1.114.287	1.276.224

(Tỷ đồng)	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Tổng thu nhập lãi thuần	27.691	36.365	41.948	48.422
Tổng thu nhập từ phí ròng	8.715	10.885	12.986	15.331
TN ngoài lãi khác	1.221	2.018	1.757	2.013
Tổng TN thuần ngoài lãi	9.936	12.904	14.743	17.344
Tổng thu nhập sau điều chỉnh	37.627	49.269	56.691	65.765
Chi phí hoạt động	(13.252)	(16.190)	(18.392)	(21.094)
PPOP:	24.375	33.079	38.299	44.672
Dự phòng gộp:	(3.921)	(4.798)	(5.139)	(5.505)
Thu hồi từ xử lý nợ xấu:	2.434	1.111	2.389	2.736
Dự phòng ròng	(1.487)	(3.687)	(2.750)	(2.769)
Lợi nhuận trước thuế:	22.888	29.392	35.549	41.903
(-) Thuế thu nhập:	(4.697)	(5.878)	(7.110)	(8.381)
Lợi nhuận ròng	18.191	23.514	28.439	33.523
(-) Lợi ích CĐTS	(187)	(242)	(292)	(345)
(-) Quỹ khen thưởng & Phúc lợi	(48)	(62)	(75)	(88)
Lợi nhuận cho CĐCT mẹ	17.956	23.210	28.072	33.089
ESP điều chỉnh:	5.104	4.393	3.985	4.697

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY21A	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	42%	13%	-9%	31%	15%	15%
Thu nhập phí	41%	34%	2%	25%	19%	18%
Thu nhập ngoài lãi khác	20%	-104%	-1579%	65%	-13%	15%
Chi phí hoạt động	25%	20%	-1%	22%	14%	15%
Dự phòng gộp	2%	-27%	103%	22%	7%	7%
Lợi nhuận trước dự phòng	49%	5%	-4%	36%	16%	17%
Lợi nhuận ròng đã điều chỉnh	46%	12%	-11%	29%	21%	18%
Tài sản	29%	23%	22%	14%	15%	15%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời / Tổng tài sản	92%	88%	89%	91%	92%	93%
Lợi nhuận / Tài sản sinh lời bình quân	3,88%	3,54%	2,62%	2,83%	2,94%	2,99%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	25%	21%	23%	18%	16%	16%
Cho vay ròng / Tài sản sinh lời	66%	68%	68%	68%	68%	68%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng tiền gửi (YoY %)	13%	14%	27%	13%	17%	17%
Tiền gửi / Tổng nợ	68%	64%	66%	64%	65%	66%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	75%	74%	74%	75%	76%	77%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Nợ xấu	0,66%	0,72%	1,16%	1,25%	1,29%	1,27%
Dự phòng chung / Cho vay gộp	0,75%	0,73%	0,72%	0,75%	0,75%	0,75%
Tỷ lệ LLR	163%	157%	102%	102%	102%	102%
Biên lãi ròng						
Lãi suất nhận được / Tài sản sinh lời bình quân	7,64%	7,87%	8,27%	7,90%	8,04%	8,14%
Lãi suất trả / Tổng nợ bình quân	2,16%	2,83%	4,63%	3,79%	4,03%	4,23%
Chênh lệch lãi suất	5,48%	5,04%	3,64%	4,11%	4,01%	3,91%
NIM	5,74%	5,33%	4,04%	4,44%	4,40%	4,38%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập phí / Tổng thu nhập	18%	22%	23%	22%	22,9%	23,3%
Thu nhập ngoài lãi khác / Tổng thu nhập	6%	0%	3%	4%	3,1%	3,1%
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG						
Tỷ lệ chi phí / Thu nhập sau điều chỉnh	32%	35%	35%	33%	32%	32%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng / Bình quân khoản vay	0,85%	0,50%	0,84%	0,85%	0,78%	0,72%
TỶ SUẤT SINH LỜI						
Lợi nhuận trước dự phòng / ROA	4,78%	4,00%	3,15%	3,63%	3,67%	3,74%
Lợi nhuận trước dự phòng / ROE	28,7%	24,5%	19,9%	24,3%	25,3%	25,5%
ROAA	3,65%	3,22%	2,35%	2,58%	2,73%	2,80%
ROAE điều chỉnh	21,7%	19,7%	14,8%	17,2%	18,8%	19,1%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,1%	0,0%	6,7%	4,4%	4,4%
ĐỊNH GIÁ						
PER (x)	4,2x	3,8x	4,3x	5,1x	5,6x	4,8x
PBR (x)	0,8x	0,7x	0,6x	1,1x	1,0x	0,9x

Nguồn: FiinPro-X, Yuanta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2024 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Matthew Smith, CFA

Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Manager (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Deputy Manager (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
giang.hoang@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)
dat.bui@yuanta.com.vn

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Anh Nguyen

Sales Trader Supervisor
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868
hien.le@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)
vi.truong@yuanta.com.vn