

Ngân Hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HSX: VPB)

Việc tăng vốn sẽ đặt nền móng cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Tổng thu nhập HĐ	12.359	12.768	-3,2%	18.270	-32,4%
LN trước thuế và DP	8.936	8.703	2,7%	15.279	-41,5%
LN trước thuế	2.550	1.383	84,3%	11.146	-77,1%
LN sau thuế	2.536	2.258	12,3%	8.672	-70,8%

Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng thu nhập cốt lõi Q1/23 tương đối trong khi tăng cường trích lập dự phòng

- Ngân hàng mẹ đã sử dụng phần lớn hạn mức được cấp lần đầu để đạt mức tăng trưởng tín dụng 7,1%. Trong khi đó, số liệu hợp nhất ghi nhận tăng trưởng tín dụng 5% YTD, chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi các công ty con. NIM hợp nhất cũng bị thu hẹp đáng kể xuống còn 6,5% (-100 bps QoQ), dẫn đến thu nhập lãi thuần giảm 3,6% YoY hay 7,3% QoQ. Các nguồn thu nhập ngoài lãi khác cũng kém hiệu quả. Những biến động này khiến tổng thu nhập hoạt động giảm trên cả cơ sở hợp nhất và riêng lẻ, lần lượt là -32,4% và -39,7% YoY.
- Chất lượng tài sản tiếp tục chịu áp lực suy giảm trên cả phương diện riêng lẻ và hợp nhất. Đặc biệt, tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng (dồn 12T) của ngân hàng mẹ và tập đoàn tăng 36 điểm cơ bản và 99 điểm cơ bản theo quý, lần lượt đạt 4,2% và 8% trong Q1/23. Chi phí tín dụng biên hợp nhất tăng lên 5,9% trong khi số riêng lẻ của ngân hàng mẹ hầu như không thay đổi so với quý trước.
- Nhìn chung, trong Q1/23, VPB nhận thấy tốc độ tăng trưởng chậm lại trên tất cả các nguồn thu nhập, dẫn đến tổng thu nhập hoạt động sụt giảm theo cả quý và năm. Cùng với chi phí tín dụng cao, LNTT thu hẹp đáng kể (-54,8% YoY nếu loại trừ phí liên quan đến bancassurance trong Q1/22), với tác động chính đến từ công ty con tài chính tiêu dùng.

2023: Tăng vốn đặt nền tảng cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

Năm 2023, trên cơ sở hợp nhất, chúng tôi dự báo NIM hợp nhất sẽ giảm khoảng 55 điểm cơ bản trước khi phục hồi dần vào năm 2024. Tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt hơn 17%, giúp thu nhập lãi thuần tăng trưởng +7% YoY. Thu nhập phí thuần dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình, trên 3% YoY nhưng tổng thu nhập hoạt động có thể giảm nhẹ (-3% YoY hoặc +7% YoY nếu loại trừ khoản phí liên quan đến bảo hiểm vào Q1/22).

Về chất lượng tài sản, nợ xấu hợp nhất được dự đoán sẽ tăng trong nửa đầu năm 2023 trước khi cải thiện vào cuối năm. Chi phí tín dụng có thể không gây ra tác động bất lợi đáng kể đối với lợi nhuận do hiệu ứng nền so sánh cao của năm 2022 và dự kiến chất lượng tài sản sẽ dần được cải thiện vào cuối năm. Với giả định trên, chúng tôi dự báo LNTT sẽ đạt 18,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2023 (-12% YoY). LNST và EPS tương ứng lần lượt là 15,7 nghìn tỷ đồng và 2.100 đồng.

Định giá và khuyến nghị

Sở hữu tỷ lệ an toàn vốn cao kết hợp với sự tham gia của ngân hàng trong việc hỗ trợ các tổ chức tín dụng yếu kém, VPB đã chứng kiến sự gia tăng vượt bậc về thị phần tín dụng trong 5 năm qua từ 3,2% lên 4%. Trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế chậm lại năm 2023, đà tăng trưởng của VPB có thể chậm lại do gặp nhiều khó khăn từ chi phí huy động vốn và chi phí tín dụng, tuy nhiên lợi nhuận cốt lõi dự kiến vẫn sẽ tăng nhẹ.

Tuy nhiên, việc tăng vốn dự kiến sẽ được thực hiện trong Q3/23 để đưa vốn điều lệ của ngân hàng lên vị trí hàng đầu trong nhóm ngân hàng TMCP, tạo nền tảng cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo. Giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi là 24.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời 19% so với giá đóng cửa ngày 28/6/2023, do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho mục đích đầu tư dài hạn.

MUA +19%

Giá thị trường (VND)	20.250
Giá mục tiêu (VND)	24.000

Cổ tức tiền mặt (VND)* -

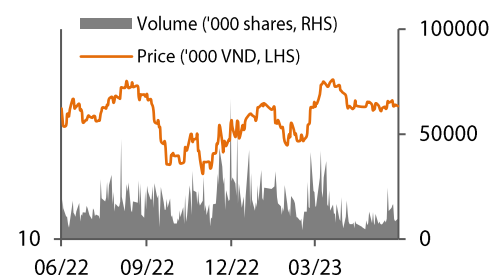
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	132.585,8
SLCPDLH	6.713,2
KLGD bình quân 20 phiên	11.429,3
Free Float (%)	100
Giá cao nhất 52 tuần	21.400
Giá thấp nhất 52 tuần	14.650
Beta	1,2

	2022	TTM
EPS	2.716	1.796
Tăng trưởng EPS (%)	53%	-53%
EPS điều chỉnh	2.716	1.796
P/E	13,2	10,9
P/B	2,3	1,3
Tỷ suất cổ tức	0%	0%
ROE (%)	19,1%	11,7%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Composite Capital Master Fund LP.	5,00%
Diera Corp	4,54%
Vietnam Enterprise Investments Ltd	1,95%
Amersham Industries Ltd	1,22%
Giới hạn sở hữu NDTNN còn lại (%)	2,0

Nguyễn Ngọc Thảo

(084) 028-6299 2006 – Ext 1524

thao.nn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2023

(tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Thu nhập lãi	18.029	16.656	8,2%	14.239	26,6%
Chi phí lãi	-8.495	-6.373	33,3%	-4.352	95,2%
Thu nhập lãi thuần	9.534	10.283	-7,3%	9.888	-3,6%
Thu nhập ngoài lãi	2.825	2.485	13,7%	8.382	-66,3%
Từ HĐ Dịch vụ	1.668	1.881	-11,3%	1.249	33,6%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	-347	-340	2,0%	-83	318,1%
Từ mua-bán CK kinh doanh	95	68	39,4%	-66	-243,5%
Từ mua-bán CK đầu tư	31	-22	-236,8%	172	-
Từ hoạt động khác	1.377	898	53,4%	7.110	-80,6%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	0	0	-	0	-
Tổng thu nhập hoạt động	12.359	12.768	-3,2%	18.270	-32,4%
Tổng chi phí hoạt động	-3.423	-4.065	-15,8%	-2.991	14,4%
LN trước trích lập DP	8.936	8.703	2,7%	15.279	-41,5%
Chi phí DPRR	-6.386	-7.320	-12,8%	-4.132	54,5%
Lợi nhuận trước thuế	2.550	1.383	84,4%	11.146	-77,1%
Thuế TNDN	-900	-258	271,3%	-2.229	-59,6%
Lợi nhuận sau thuế	1.650	1.125	44,7%	8.917	-81,5%
LNST thuộc về CĐ mẹ	2.536	2.258	11,9%	8.672	-70,8%

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023

(%)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Khả năng sinh lời (TTM)					
NIM	7,01	7,49	-47 bps	7,48	-47 bps
CIR	28,04	24,42	361 bps	21,58	646 bps
ROAE	12,02	19,14	-711 bps	22,85	-1083 bps
ROAA	1,94	3,08	-114 bps	3,45	-152 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	6,2	5,7	50 bps	4,8	139 bps
Dự phòng/Nợ xấu	46,2	54,4	-821 bps	63,7	-1743 bps
VCSH/Tổng tài sản	15,5	16,4	-89 bps	16,9	-137 bps
Tỷ lệ an toàn hoạt động					
(Cho vay KH + TCTC)/TTS	76,9	75,0	184 bps	73,7	316 bps
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	110,6	106,8	378 bps	110,0	57 bps
LDR điều chỉnh (CVKH+TPDN)/(HĐKH+GTCG)	121,6	130,8	-915 bps	118,8	280 bps

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

Bảng 3: Kết quả dự phóng Q2/2023

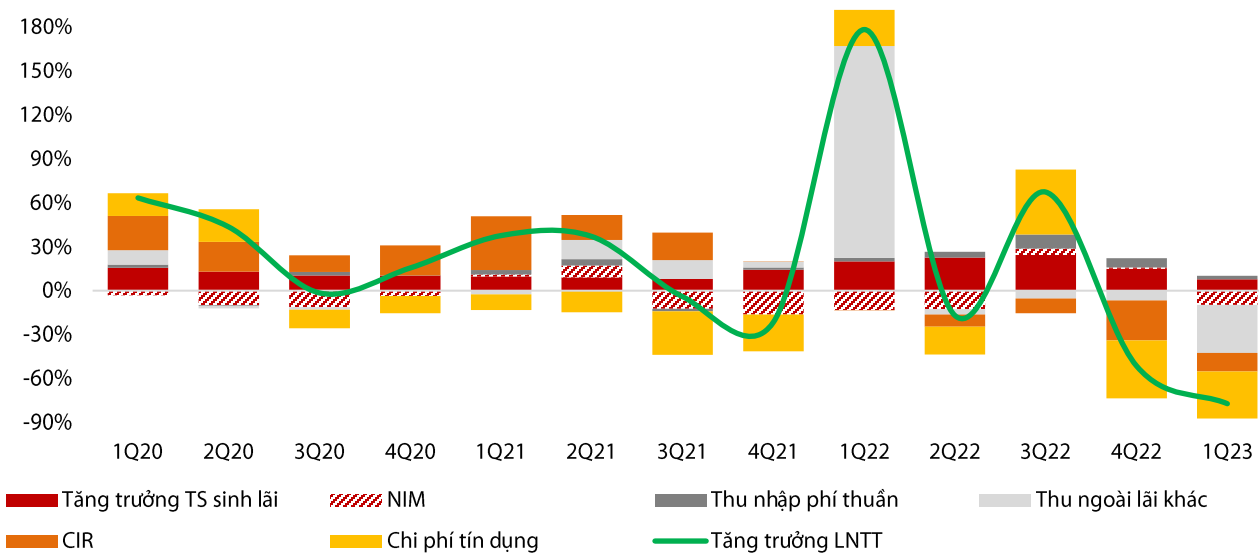
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2Q-FY23	+/- (QoQ)	+/- (YoY)	Nhận định
Tăng trưởng tín dụng		+1,7%	+19%	Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ sử dụng hết hạn mức tín dụng lần đầu trong Q2/23 trong khi tiền gửi dự kiến sẽ tăng cao hơn tín dụng, dẫn đến NII tăng 1,1% QoQ và -7,9% YoY. Noll dự kiến tăng khoảng 7,7% QoQ và 8,3% YoY, và TOI được dự báo sẽ phục hồi so với quý trước trong khi vẫn giảm svck. Tiết kiệm chi phí và tốc độ tăng chi phí dự phòng chậm hơn sẽ hỗ trợ tăng trưởng LNNT.
Tăng trưởng tiền gửi		+2,2%	+14%	
Tổng thu nhập hoạt động	12.683	2,6%	-4,5%	
LN trước chi phí DPRR	9.191	2,9%	-5,8%	
Lợi nhuận trước thuế	2.997	17,5%	-28,2%	
Lợi nhuận sau thuế	2.981	17,5%	-15,0%	

Nguồn: VPB, CTCK Rông Việt

Cập nhật

Tăng trưởng thu nhập cốt lõi Q1/23 tương đối trong khi tăng cường trích lập dự phòng

Hình 1. Các yếu tố tăng trưởng LNTT hàng quý (% YoY)



Nguồn: VPB, CTCK Rong Việt

Nhìn chung, trong Q1/23, VPB chứng kiến tốc độ tăng trưởng chậm lại ở tất cả các nguồn thu nhập, dẫn đến tổng thu nhập hoạt động (TOI) sụt giảm cả trên cơ sở quý và năm. Cùng với chi phí tín dụng tăng cao, LNTT bị thu hẹp đáng kể mà tác động chính đến từ công ty con tài chính tiêu dùng FE Credit.

- Thu nhập lãi thuần (NII) của ngân hàng mẹ tiếp tục bù đắp cho hiệu quả hoạt động kém của công ty con này khi NII riêng lẻ đạt 6,6 nghìn tỷ đồng, + 8,5% YoY trong khi kết quả hợp nhất giảm 3,6% YoY xuống 9,5 nghìn tỷ đồng, do NIM giảm mạnh mặc dù tài sản sinh lãi được mở rộng vừa phải.
- Tình trạng tương tự cũng được ghi nhận ở thu nhập phí thuần (NFI) với NFI của ngân hàng mẹ tăng 43,6% YoY trong khi NFI hợp nhất tăng ở mức độ thấp hơn, 33,6% YoY, tương ứng lần lượt là 1,6 nghìn tỷ VND và 1,7 nghìn tỷ. Chia theo cấu phần, tổng thu nhập phí 2.303 tỷ đồng của ngân hàng mẹ chủ yếu được đóng góp từ hoạt động thanh toán (chiếm 50%, +56% YoY), dịch vụ thẻ (chiếm 18%, +31% YoY) và Bancassurance (chiếm 14%, +95% YoY).
- Các nguồn thu nhập ngoài lãi khác cũng giảm sút khi ngân hàng ghi nhận khoản lỗ ròng từ hoạt động kinh doanh ngoại hối cao gấp 4 lần cùng kỳ năm ngoái, cùng với đó là thu nhập từ thu hồi nợ khó đòi giảm 25,2% YoY, đạt 420 tỷ đồng trong bối cảnh điều kiện kinh tế kém thuận lợi.

Những biến động này đã dẫn đến TOI giảm trên cả cơ sở hợp nhất và riêng lẻ, đạt 12,4 nghìn tỷ đồng (-32,4% YoY) đối với tập đoàn và 8,5 nghìn tỷ đồng (-39,7% YoY) đối với ngân hàng mẹ. Nếu loại trừ thu nhập bất thường từ phí liên quan đến bancassurance trong Q1/22, TOI hợp nhất và riêng lẻ sẽ giảm lần lượt là 3,2% YoY và 1,5% YoY. Chi phí dự phòng hợp nhất mặc dù đã được cắt giảm phần nào so với quý trước (-12,8% QoQ) nhưng vẫn là một yếu tố hưởng xấu đáng kể đến tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ.

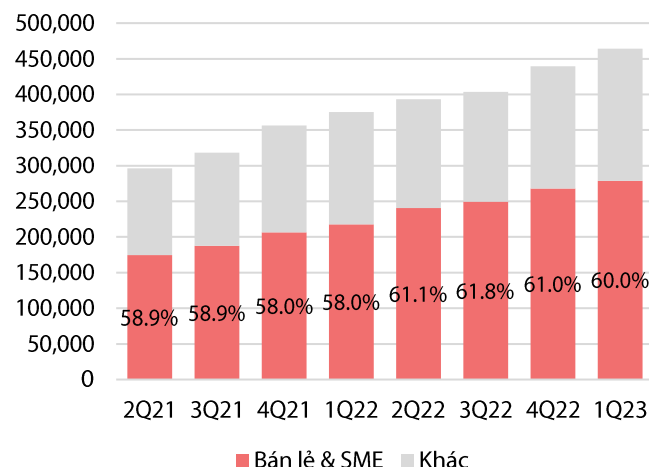
Nhìn chung, LNTT hợp nhất đạt khoảng 2,6 nghìn tỷ đồng trong Q1/23 (-77% YoY hoặc -54,8% YoY nếu không bao gồm phí liên quan đến bancassurance trong Q1/22), trong đó LNTT của ngân hàng mẹ đóng góp 4,1 nghìn tỷ đồng (-60,9% YoY hoặc -18,1% YoY nếu loại trừ phí liên quan đến Bancassurance trong Q1/22), bị kéo xuống chủ yếu do NIM giảm (-160 điểm cơ bản, hợp nhất) và chi phí tín dụng tăng (+54% YoY, hợp nhất) trong khi tăng trưởng thu nhập phí thuần tiếp tục duy trì là một yếu tố thuận lợi.

Tính đến Q1/23, ngân hàng mẹ đã sử dụng gần hết hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp lần đầu để đạt mức tăng trưởng tín dụng 7,1%, trong đó cho vay khách hàng tăng 9,2% so với đầu năm và trái phiếu doanh nghiệp giảm 14,3% so với đầu năm. Trong khi đó, số liệu hợp nhất ghi nhận tốc độ tăng trưởng cho vay thấp hơn, ở mức 5,7% so với đầu năm, kết hợp với trái phiếu doanh nghiệp giảm 4,2% để tạo ra mức tăng trưởng tín dụng 5% so với đầu năm, chủ yếu chịu ảnh hưởng từ các công ty con.

Trong đó, cho vay phân khúc bán lẻ và SME chiếm 60% tổng dư nợ, tăng 6% so với cuối năm 2022. Các khoản vay sản xuất kinh doanh và thế chấp mua nhà là những sản phẩm thúc đẩy phân khúc này, lần lượt tăng 11% và 5% so với đầu năm. Liên quan đến các khoản cho vay lĩnh vực bất động sản, các khoản cho vay kinh doanh bất động sản và cho vay cá nhân mua nhà chiếm 15% và 21% trong danh mục cho vay của ngân hàng mẹ.

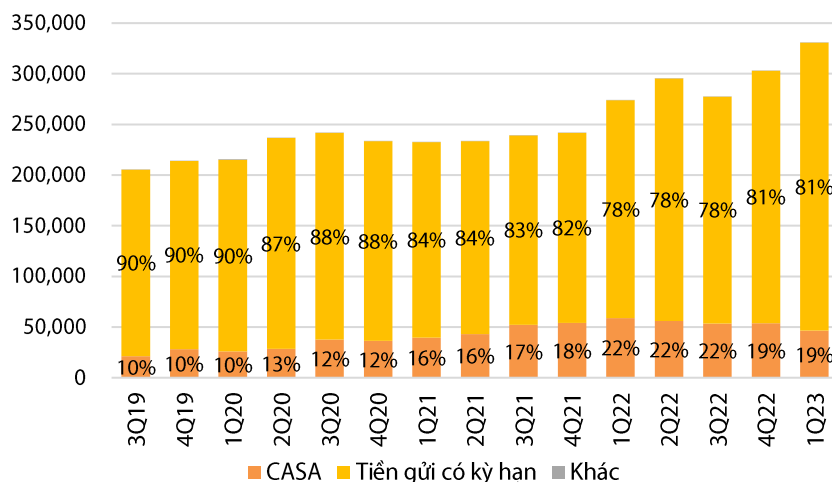
Về khía cạnh huy động vốn, tăng trưởng huy động khách hàng hợp nhất đạt 9,2% so với đầu năm trong khi số dư giấy tờ có giá tăng 29,5% so với đầu năm, dẫn đến kết quả tương đối cao về tăng trưởng huy động trong Q1/23 là 12,8%. Tăng trưởng huy động và tiền gửi khách hàng riêng lẻ cũng được đẩy mạnh, lần lượt ở mức 11,8% YTD và 7,8% YTD, cao hơn mức tăng trưởng huy động bình quân ngành là 0,77%. Trong đó, phân khúc khách hàng cá nhân tiếp tục gia tăng tỷ lệ đóng góp lên 60% tổng huy động từ mức 55% trong năm 2022. Về kỳ hạn tiền gửi, tỷ lệ CASA tại ngân hàng mẹ tiếp tục giảm mạnh xuống 14,2% từ 19,2% trong Q4/22, theo xu hướng chung của ngành.

Hình 2. Danh mục tín dụng theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 3. Huy động khách hàng theo kỳ hạn (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Bảng 1. Thay đổi lãi suất huy động bình quân hàng tháng (được tô màu theo thang điểm, xanh: tăng, đỏ: giảm, vàng: không đổi)

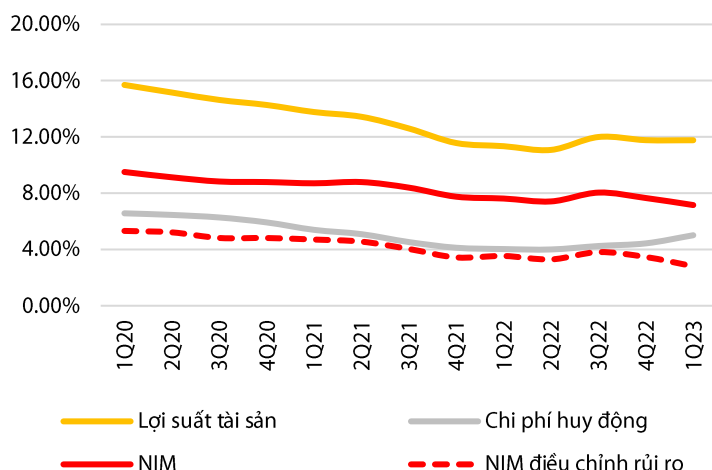
Năm		2020						2021						2022						2023																
Tháng		08	09	10	11	12	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	01	02	03	04	05	
VPB	1T																																			
	3T																																			
	6T																																			
	12T																																			
	18T																																			
	24T																																			

Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt. Lãi suất huy động niêm yết kênh online.

Q1/23 đã phản ánh các đợt tăng lãi suất liên tục kéo dài kể từ quý cuối cùng của năm 2022 với chi phí vốn của ngân hàng mẹ (quy năm) tăng lên 6,1% từ mức 4,9% trong Q4/22. Trong khi đó, lợi suất tài sản (quy năm) chứng kiến mức tăng nhỏ hơn, 60 điểm cơ bản so với quý trước để đạt 10,7% trong Q1/23, kéo giảm NIM xuống 5% từ 5,5% trong Q4/22. NIM hợp nhất cũng bị thu hẹp đáng kể xuống còn 6,5% (-100 bps QoQ) trong Q1/23.

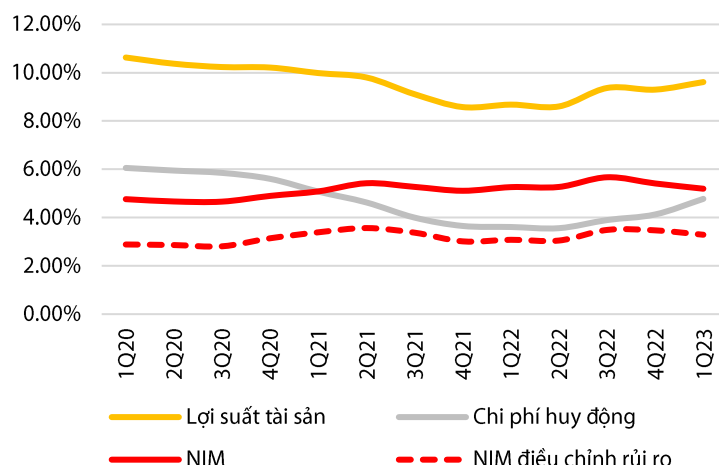
Tuy nhiên, lãi suất huy động đã hạ nhiệt trên toàn hệ thống ngân hàng trong những tháng gần đây, với mức giảm 60-200 điểm cơ bản đối với các kỳ hạn tiền gửi của VPB diễn ra kể từ tháng Ba. Cùng với đợt rút vốn của đối tác Nhật Bản SMBC dự kiến thực hiện trong Q3/23, NIM được kỳ vọng sẽ dần phục hồi trong các quý tới.

Hình 4. Lợi suất tài sản, chi phí huy động, NIM & NIM điều chỉnh rủi ro hợp nhất (dồn 12T, %)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 5. Lợi suất tài sản, chi phí huy động, NIM & NIM điều chỉnh rủi ro NH mẹ (dồn 12T, %)



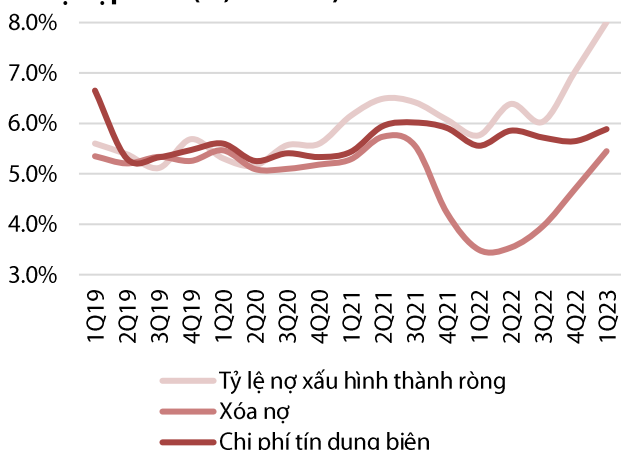
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Ảnh hưởng từ mảng tài chính tiêu dùng kéo dài

Chất lượng tài sản tiếp tục chịu áp lực suy giảm trên cả cơ sở riêng lẻ và hợp nhất. Đặc biệt, tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng (dồn 12T) của ngân hàng mẹ và tập đoàn tăng 36 điểm cơ bản và 99 điểm cơ bản theo quý, đạt 4,2% và 8% trong Q1/23, theo tính toán của chúng tôi. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ theo Thông tư 11 đã tăng lên 2,7% trong Q1/23 từ mức 2,2% trong Q4/22. Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất (Thông tư 11) cũng tăng lên 4,99% so với mức 4,7% trong Q4/22, liên tục phản ánh gánh nặng kéo dài đối mặt bởi phân khúc khách hàng thu nhập thấp và trung bình dễ bị tổn thương do ngân hàng mẹ và công ty con tài chính tiêu dùng phục vụ. Là phân khúc chiến lược ban đầu của ngân hàng, tạo ra biên lợi nhuận tốt và góp phần định vị thương hiệu VPBank là một ngân hàng bán lẻ năng động, phân khúc khách hàng đại chúng và bình dân đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi hậu quả kết hợp từ đại dịch Covid-19, môi trường lãi suất cao, những bất ổn trên thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp cũng như rủi ro tăng trưởng kinh tế.

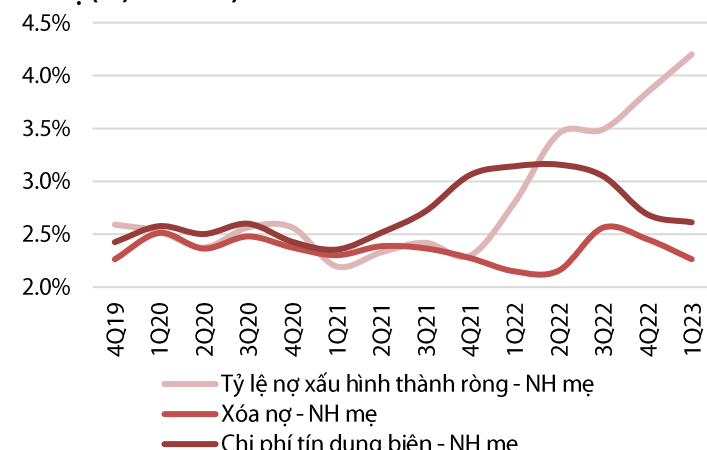
Trong Q1/23, VPB ghi nhận khoảng 6,4 nghìn tỷ đồng (+54% YoY) và 2,4 nghìn tỷ đồng (+20,6% YoY) chi phí dự phòng hợp nhất và ngân hàng mẹ, cả hai đều gây ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng lợi nhuận. Mảng tài chính tiêu dùng đã được trích lập dự phòng mạnh mẽ để làm sạch bảng cân đối từ năm 2022 đến Q1/23. Do đó, chi phí tín dụng biên hợp nhất trong Q1/23 đã tăng lên 5,9% trong khi con số của ngân hàng riêng lẻ hầu như không thay đổi so với quý trước. Nếu tính cả thu nhập thu hồi các khoản nợ khó đòi đã xóa, chi phí tín dụng riêng của ngân hàng là 2,1%, giảm nhẹ so với mức 2,6% trong Q4/22. Đáng chú ý, tỷ lệ xóa nợ hợp nhất liên tục có xu hướng tăng kể từ đầu năm ngoái trong khi tỷ lệ xóa nợ của ngân hàng mẹ dao động quanh mức 2,5%, điều này cho thấy sự căng thẳng đến từ phía công ty con tài chính tiêu dùng.

Hình 6. Nợ xấu hình thành ròng, chi phí tín dụng biên & xóa nợ hợp nhất (% ,dồn 12T)



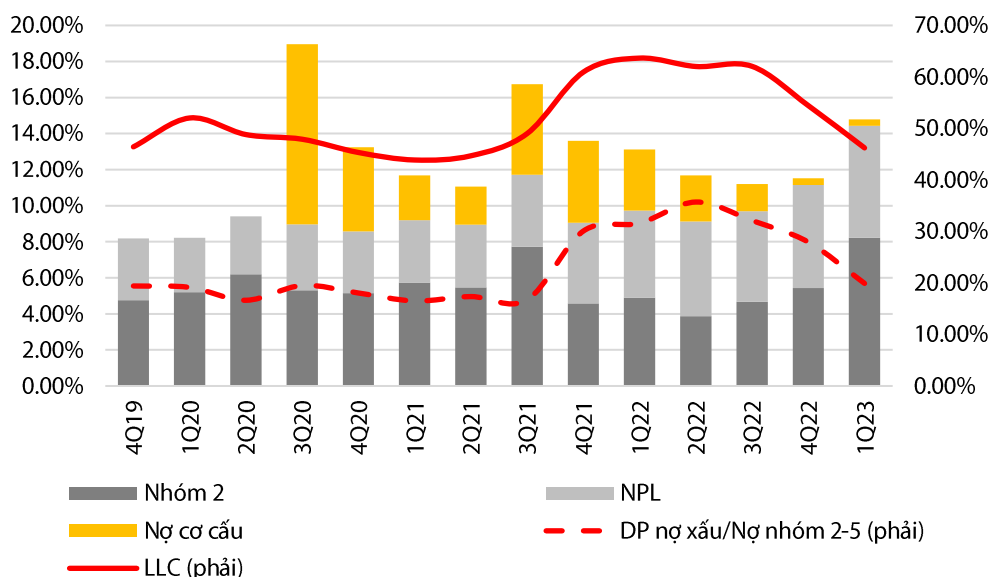
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 7. Nợ xấu hình thành ròng, chi phí tín dụng biên & xóa nợ NH mẹ (% ,dồn 12T)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 8. Chất lượng tài sản và bộ đệm dự phòng (%)



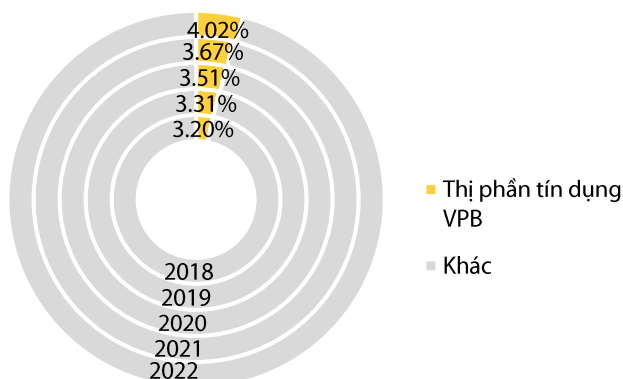
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Nhân hàng đã tăng mạnh quy mô vốn chủ và thị phần tín dụng trong 5 năm qua, nhưng liệu xu hướng này có tiếp tục?

Trong những năm gần đây, VPB đã chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc về quy mô ở cả hai phía của bảng cân đối kế toán. Kế hoạch vốn năm 2021 và tăng trưởng lợi nhuận năm 2022 đã thúc đẩy tăng trưởng vốn chủ sở hữu của ngân hàng đồng thời tạo điều kiện cho ngân hàng tăng vốn điều lệ lên vị trí dẫn đầu trong số các ngân hàng TMCP là 67.434 tỷ đồng vào cuối năm 2022. Việc thoái vốn thành công một nửa cổ phần của ngân hàng trong FE Credit vào năm 2021 cũng mang lại hơn 20 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường, qua đó nâng cao cả tăng trưởng lợi nhuận và tăng trưởng vốn chủ sở hữu nhờ lợi nhuận giữ lại. Cùng với bộ đệm vốn dày là tỷ lệ đòn bẩy ở mức thấp nhất so với các ngân hàng khác. Điều này dẫn đến mức an toàn vốn cao (CAR – Basel II) là 14,5% trên cơ sở hợp nhất và 12,6% trên cơ sở riêng lẻ, tính đến Q1/23.

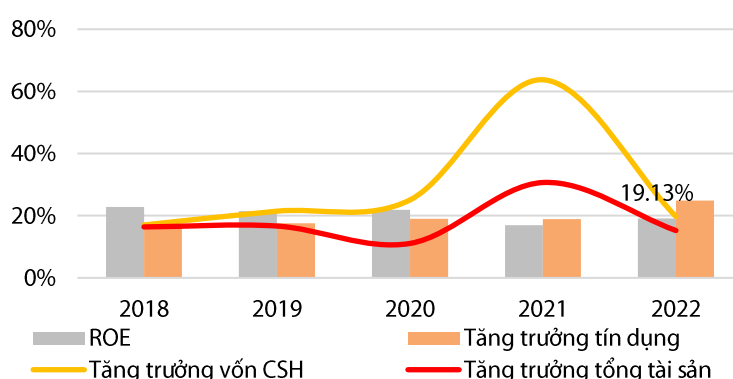
Tỷ lệ an toàn vốn cao kết hợp với sự tham gia của ngân hàng trong việc hỗ trợ các tổ chức tín dụng yếu kém đã cho phép VPB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng tương đối cao so với các ngân hàng khác trong suốt những năm qua. Bên cạnh tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ, ngân hàng cũng đã tiến hành mở rộng quy mô lớn để liên tục nâng cao thị phần tín dụng, được thúc đẩy bởi sự thâm nhập sâu rộng mạng bán lẻ và chiến lược chuyển đổi số. Có thể thấy, thị phần tín dụng (bao gồm cho vay và trái phiếu doanh nghiệp) của cả ngân hàng mẹ và hợp nhất không ngừng được mở rộng trong 5 năm qua, với thị phần tăng thêm sau 5 năm tương ứng đạt khoảng 1,1% và 0,9%. Tỷ suất lợi nhuận cao của mạng ngân hàng bán lẻ và tài chính tiêu dùng đã hỗ trợ giữ tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của VPB dao động quanh mức 20% trong những năm qua.

Hình 9: Thị phần tín dụng VPB hợp nhất 5 năm qua (%)



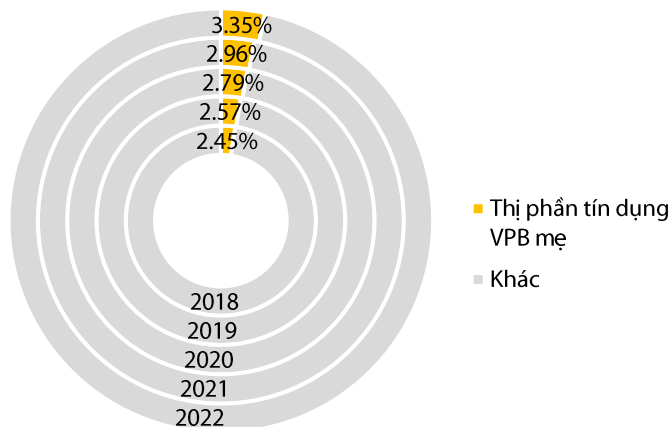
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tăng trưởng và hiệu suất sinh lời VPB hợp nhất (%)



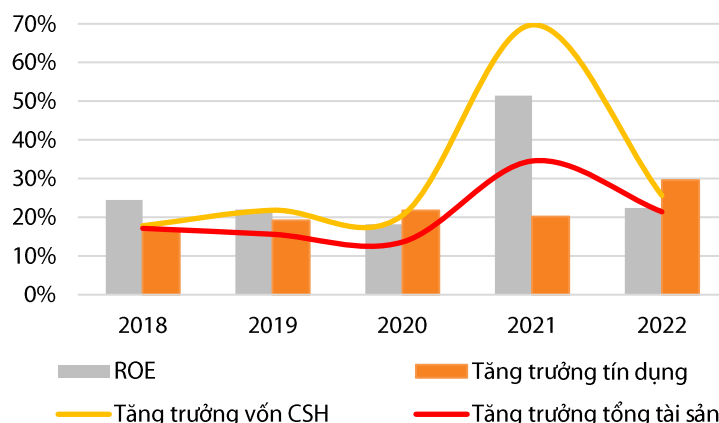
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Thị phần tín dụng ngân hàng mẹ VPB 5 năm qua (%)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Tăng trưởng và hiệu suất sinh lời ngân hàng mẹ VPB (%)



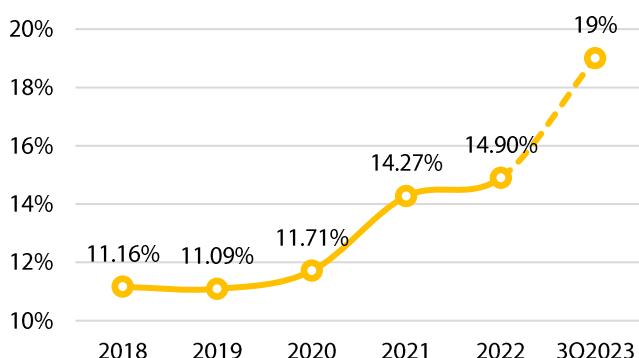
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Cần có một chiến lược mới để mở rộng thị phần tín dụng và gia tăng lợi nhuận khi đóng góp từ mảng tài chính tiêu dùng không còn đáng kể

Có thể thấy, VPB đã định vị thành công là ngân hàng bán lẻ với quy mô tăng trưởng mạnh mẽ trong suốt những năm qua. Trong trung hạn, với thị phần tín dụng mở rộng của ngân hàng và sự cạnh tranh khốc liệt trong phân khúc cho vay bán lẻ, chúng tôi dự đoán đà tăng trưởng của ngân hàng sẽ tương đối chững lại. Những thách thức hiện tại về cầu và tiêu dùng yếu đi kèm với hoạt động kinh doanh âm ảm và rủi ro tăng trưởng kinh tế tác động tiêu cực đến tình hình tài chính của đông đảo người dân cũng góp phần cản trở động lực tăng trưởng của ngân hàng.

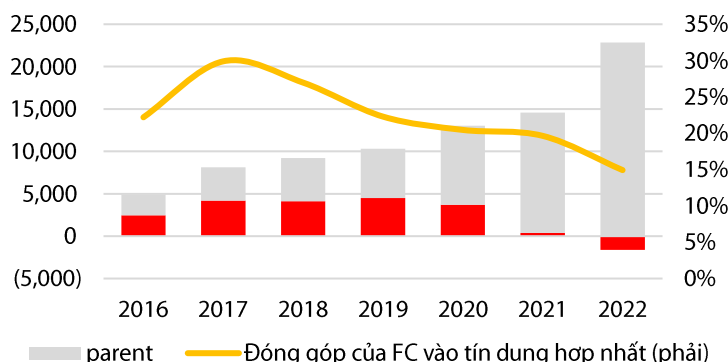
Trong bối cảnh đó, một số mảng màu sinh động có thể đến từ các phân khúc chiến lược mới trong trung hạn mà ngân hàng đã chủ động tập trung hướng tới là khách hàng FDI và khách hàng doanh nghiệp đa quốc gia. Việc thâm nhập vào những sân chơi màu mỡ này, một mặt có thể tạo ra những lợi ích to lớn về tăng trưởng và thị phần tín dụng, nhưng mặt khác có thể khiến VPB phải đối mặt với sự cản trở mạnh mẽ từ những gã khổng lồ hiện có trong lĩnh vực. Tuy nhiên, quan hệ đối tác chiến lược của ngân hàng với tập đoàn tài chính Nhật Bản SMBC sẽ góp phần tạo thuận lợi cho hành trình chuyển đổi phía trước của ngân hàng. Theo chia sẻ của người đại diện, VPB đã nhận đặt cọc 10% cho đợt phát hành riêng lẻ trị giá 15% vốn điều lệ vào ngày 17/4, trong khi quá trình triển khai dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối tháng 7 hoặc đầu tháng 8. Bên cạnh tác động củng cố bộ đệm vốn - dự kiến sẽ đưa CAR của VPB lên vị trí đầu ngành là 19% từ mức 14,5% hiện tại, sự hợp tác có thể tạo ra nhiều sức mạnh tổng hợp hơn nữa khi xem xét mạng lưới toàn cầu rộng khắp và cơ sở khách hàng doanh nghiệp lớn của nhà đầu tư Nhật Bản. Với sự hỗ trợ từ SMBC, VPB gần đây đã thành lập một bộ phận riêng do giám đốc người Nhật quản lý và được thiết kế phù hợp với các chiến lược của phân khúc FDI sắp tới. Theo kế hoạch này, ngân hàng đặt mục tiêu nâng tổng số lượng khách hàng FDI lên 600 doanh nghiệp trong năm nay và đặt mục tiêu phục vụ ít nhất 10-15% tổng số doanh nghiệp Nhật Bản đang hoạt động tại Việt Nam trong giai đoạn tiếp theo.

Hình 13: Củng cố CAR qua các năm



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Hình 14. Đóng góp của FC vào LNTT (tỷ đồng, trái) và tín dụng hợp nhất (% ,phải)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Giá trị gia tăng từ mảng tài chính tiêu dùng vẫn bền vững dù tỷ trọng đóng góp bị thu hẹp nhờ tiềm năng từ bối cảnh kinh tế - xã hội trong nước

VPB đã chịu áp lực kéo dài từ phân khúc tài chính tiêu dùng trong nhiều quý. Với việc ngân hàng mẹ tích cực thực hiện kế hoạch tái cấu trúc cho công ty con này trong suốt hai tháng qua với sự hỗ trợ của nhân sự SMBC, FE Credit dự kiến sẽ quay trở lại quỹ đạo lợi nhuận từ năm 2024, tuy nhiên vẫn cần theo dõi chặt chẽ quá trình phục hồi kinh tế. Bên cạnh đó Thông tư 02 vừa được NHNN ban hành về nợ cơ cấu cho các tổ chức tín dụng cũng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giảm thiểu xu hướng gia tăng nợ xấu ở cả ngân hàng mẹ và công ty con. Trong thời gian tới, chúng tôi dự đoán tỷ trọng đóng góp của FE Credit vào bảng cân đối hợp nhất cũng như lợi nhuận sẽ giảm do ngân hàng mẹ mở rộng quy mô mạnh mẽ trong 5 năm qua và thoái một phần vốn khỏi công ty vào năm 2021. Tuy nhiên, giá trị tăng thêm từ mảng tài chính tiêu dùng sẽ tiếp tục duy trì vai trò thiết yếu trong kết quả hoạt động của VPB nhờ tiềm năng chưa được khai thác tại thị trường Việt Nam.

Triển vọng 2023: Tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại nhưng việc bơm vốn dự kiến sẽ hỗ trợ cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

Năm 2023, chúng tôi dự phóng NIM hợp nhất sẽ giảm khoảng 55 điểm cơ bản trước khi phục hồi dần vào năm 2024 do độ trễ của lợi suất tài sản so với chi phí vốn, cũng như gánh nặng từ chất lượng tài sản và phân khúc tài chính tiêu dùng trong bối cảnh nhu cầu thị trường không thuận lợi. Đại diện ngân hàng cũng kỳ vọng chi phí vốn sẽ hạ nhiệt từ Q3/23 trở đi đến từ các dấu hiệu cắt giảm lãi suất được chứng kiến trong tháng cuối cùng của Q1/23. Áp lực lên NIM có thể giảm bớt vào các quý cuối năm và triển vọng thu nhập lãi của ngân hàng sẽ trở nên khả quan hơn vào năm 2024.

Tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt gần 17% trên cơ sở hợp nhất và 18.5% trên cơ sở riêng lẻ cho năm 2023, cao hơn mức trung bình ngành nhờ những lý do nêu trên. Dựa trên những giả định này, chúng tôi dự báo nguồn thu nhập cốt lõi của ngân hàng mẹ sẽ duy trì ổn định, dẫn đến NII hợp nhất vào khoảng 44 nghìn tỷ đồng (+7% YoY). NFI dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình, trên 3% YoY nhưng tổng thu nhập hoạt động có thể giảm nhẹ (-3% YoY) do hiệu ứng nền so sánh từ khoản mục phí liên quan đến bảo hiểm được ghi nhận trong Q1/22.

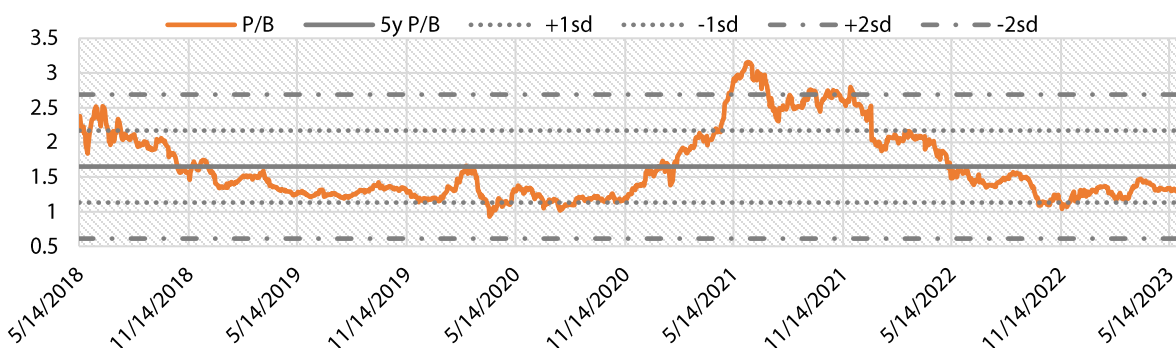
Về chất lượng tài sản, nợ xấu hợp nhất được dự đoán sẽ tăng trong nửa đầu năm 2023 trước khi cải thiện vào cuối năm. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu cho vay khách hàng cuối năm sẽ cao hơn so với năm 2022, vào khoảng 6,1%. Chi phí tín dụng có thể không gây ra tác động bất lợi đáng kể đối với lợi nhuận do hiệu ứng nền so sánh cao của năm 2022 và dự kiến chất lượng tài sản sẽ được cải thiện dần vào cuối năm. Với các giả định trên, chúng tôi dự báo LNTT hợp nhất đạt 18,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2023 (-12% YoY).

Định giá

Với chiến lược tích cực, VPB đã nhanh chóng mở rộng hoạt động tín dụng và gia tăng quy mô tổng tài sản trong 5 năm qua, trở thành ngân hàng lớn thứ hai về vốn chủ sở hữu. Trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế chậm lại, đà tăng trưởng lợi nhuận của VPB chậm lại do đang gặp nhiều khó khăn từ chi phí vốn và chi phí tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ dần phục hồi vào cuối năm 2023, do áp lực lên NIM dự kiến sẽ giảm bớt và bối cảnh kinh tế vĩ mô khởi sắc trở lại cùng với hỗ trợ từ Thông tư 02 có thể giúp giảm chi phí tín dụng.

Sử dụng phương pháp DCF và P/B, với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của VPB là 24.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/B dự phóng năm 2023 là 1,3 lần. Mức định giá này đã tính đến phát hành riêng lẻ, việc có thể cản trở tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu trong 2 năm tới, dẫn đến mức P/B mục tiêu tương đối khiêm tốn. Giá mục tiêu này mang lại mức sinh lời kỳ vọng 19% so với giá đóng cửa ngày 28/06/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này để đầu tư dài hạn.

Hình 15: P/B



Nguồn: BB, CTCK Rồng Việt

Đơn vị: tỷ đồng				
BÁO CÁO THU NHẬP	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024F
Thu nhập lãi	50.827	62.200	72.154	85.144
Chi phí lãi	-16.478	-21.179	-28.137	-30.703
Thu nhập lãi thuần	34.349	41.021	44.017	54.441
Thu nhập ngoài lãi	9.953	16.776	11.819	14.151
Từ HĐ Dịch vụ	4.059	6.438	6.647	8.232
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	-76	-618	-216	-166
Từ mua-bán CK kinh doanh	9	-149	9	116
Từ mua-bán CK đầu tư	3.151	509	464	1.374
Từ hoạt động khác	2.808	10.584	4.915	4.596
Từ hoạt động góp vốn, mua cổ phần	2	13	0	0
Tổng thu nhập hoạt động	44.301	57.797	55.836	68.592
Tổng chi phí hoạt động	-10.719	-14.116	-14.794	-18.345
LN trước trích lập DP	33.583	43.681	41.042	50.247
Chi phí DPRR	-19.219	-22.461	-22.518	-24.510
Lợi nhuận trước thuế	14.364	21.220	18.525	25.737
Thuế TNDN	-2.887	-4.311	-3.764	-5.229
Lợi nhuận sau thuế	11.477	16.909	14.761	20.508
LNST thuộc về CĐ mẹ	11.721	18.168	15.725	20.765

Đơn vị: %				
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	20,9	22,8	20,5	19,3
Huy động khách hàng	3,6	25,4	9,0	20,0
Thu nhập lãi thuần	6,2	19,4	7,3	23,7
Thu nhập hoạt động	13,5	30,5	-3,4	22,8
LNST	13,4	53,9	-13,4	32,1
Tổng tài sản	30,7	15,2	15,0	15,4
Vốn CSH	63,8	19,7	43,4	8,1
Khả năng sinh lời				
NIM	7,6	7,5	6,9	7,4
CIR	24,2	24,4	26,5	26,7
ROAE	17,0	19,1	12,5	13,4
ROAA	2,4	3,1	2,3	2,7
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	4,5	5,7	6,1	4,9
Dự phòng/Nợ xấu	60,9	54,4	43,1	43,8
VCSH/Tổng tài sản	15,8	16,4	20,5	19,2
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
(Cho vay KH +TCTC)/TTS	73,7	75,0	77,6	79,3
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	147,3	144,9	159,3	157,6

Đơn vị: tỷ đồng				
BẢNG CÂN ĐỐI	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2.346	2.658	5.790	4.527
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	10.861	9.935	6.853	8.600
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	57.105	47.965	50.564	52.850
Chứng khoán kinh doanh	6.971	7.793	7.793	6.235
Các công cụ tài chính phải sinh và tài sản tài chính khác	103	0	0	0
Cho vay khách hàng	346.349	425.556	512.609	611.416
Chứng khoán đầu tư	75.798	83.076	86.802	91.314
Góp vốn, đầu tư dài hạn	250	189	145	145
Tài sản cố định	1.873	1.858	2.137	2.304
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	45.754	51.981	52.937	60.261
Tổng tài sản	547.409	631.013	725.630	837.651
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN Việt Nam	8.454	1.929	1.929	1.949
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	114.619	140.249	151.639	170.427
Tiền gửi của khách hàng	241.837	303.151	330.505	396.485
Các công cụ tài chính phải sinh và các khoản nợ tài chính khác	0	15	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	104	47	47	54
Phát hành giấy tờ có giá	81.296	63.700	66.468	78.239
Các khoản nợ khác	6.900	7.495	8.556	9.897
Tổng nợ phải trả	461.131	527.511	571.472	670.591
Vốn chủ sở hữu	86.278	103.502	148.459	160.556
Vốn của tổ chức tín dụng	43.374	66.551	103.641	103.641
Quỹ của tổ chức tín dụng	12.559	13.535	19.776	22.289
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	22.439	16.752	25.042	34.626
Lợi ích của cổ đông thiểu số	7.906	6.664	5.700	6.505
Tổng cộng nguồn vốn	547.409	631.013	725.630	837.651

Đơn vị: tỷ đồng				
THUYẾT MINH	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023F
Thu nhập lãi	50.827	62.200	72.154	85.144
Từ cho vay khách hàng	44.083	53.704	63.377	75.720
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	128	373	841	779
Từ CK đầu tư	4.617	5.837	5.903	6.249
Từ NV bảo lãnh	0	0	0	0
Thu khác từ HĐTD	1.998	2.286	2.876	3.436
Chi phí lãi	-16.478	-21.179	-28.137	-30.703
Từ tiền gửi KH	-9.808	-13.337	-18.459	-20.648
Từ khoản vay các TCTD	-1.297	-2.915	-4.828	-4.687
Từ giấy tờ có giá	-4.666	-4.075	-3.923	-4.204
Chi phí khác	-707	-853	-927	-1.164
Chi phí hoạt động	-10.719	-14.116	-14.794	-18.345
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-19.219	-22.461	-22.518	-24.510

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
• Dầu khí
• Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm
• Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Hàng không
• Logistics
• Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst
an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)
• Thực phẩm & Đồ uống
• Ô tô & Phụ tùng

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bất động sản

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Bán lẻ
• Thủy sản
• Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng
• Ngân hàng

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Dược

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst
hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1545)
• Dệt may
• Tiện ích công cộng

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1546)
• Thị trường
• Bất động sản KCN

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Đặng Chính
Analyst
chinh.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Nguyễn Hà Trinh
Senior Consultant
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh
Assistant
khanh.bdc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
 ☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
 ☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
 ☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

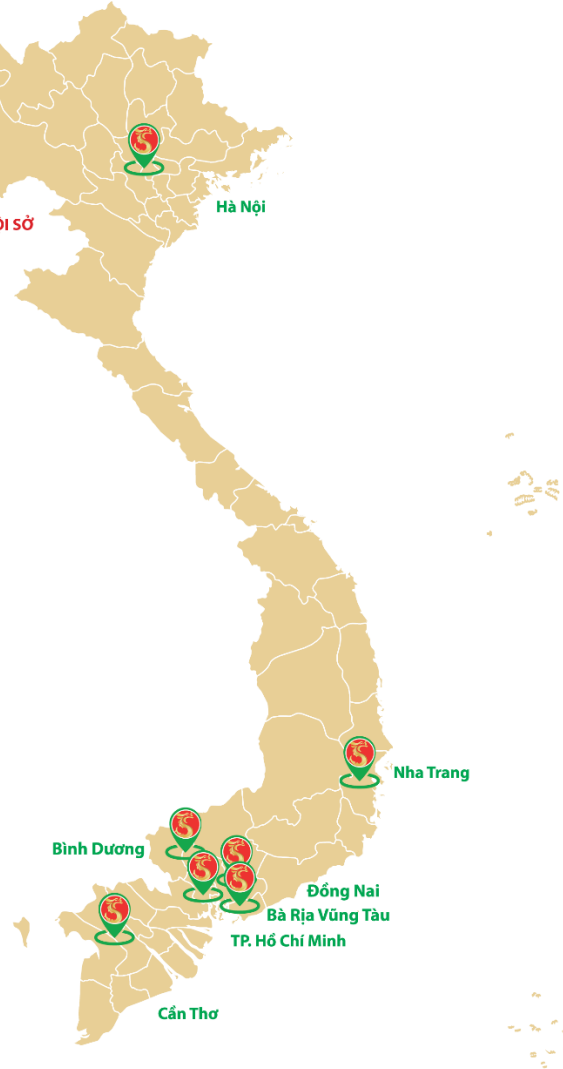
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
 ☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
 ☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
 ☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2023.**