

**TCB – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 10/05/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	48.000
KLGD TB 10 ngày	16.046.640
Vốn hoá (tỷ đồng)	168.378
Số lượng CPLH	3.574.906.230

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Lương Văn Hoàn  
[lvhoan@vcbs.com.vn](mailto:lvhoan@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6990 ext 7186

**Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS**

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**NĂNG LỰC CẠNH TRANH BỀN VỮNG**

**Triển vọng:**

- (1) TCB có hệ số CAR đạt 15,8%, cao hơn nhiều so với mức yêu cầu 8% tại thông tư 41. Do đó, TCB được cấp room tín dụng cao hơn trung bình ngành và chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tín dụng cao của TCB có thể được duy trì trong tương lai.
- (2) TCB ghi nhận mức giảm lãi suất huy động nhanh hơn trung bình ngành và duy trì tỷ lệ CASA cao. Chi phí vốn giảm mạnh sẽ tiếp tục giúp TCB duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong các quý đầu năm 2021.
- (3) Tập trung triển khai các dự án công nghệ cao giúp duy trì hoạt động hiệu quả trong dài hạn.
- (4) Kết hợp triển khai dịch vụ tài chính với One Mount Group, Vinmart và Vinshop giúp tăng độ phủ và nâng cao trải nghiệm khách hàng của TCB trong dài hạn.
- (5) Áp lực trích lập dự phòng thấp khi TCB đã tranh thủ trích lập trong năm 2020.

**Khuyến nghị:**

TCB là ngân hàng năng động hàng đầu trong nhóm ngân hàng tư nhân và có lợi thế cạnh tranh dài hạn lớn về chi phí vốn huy động. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TCB là **57.739 đồng/cổ phiếu**.

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021F
Thu nhập lãi thuần	8.930	11.390	14.258	18.751	24.510
Thu ngoài lãi	7.528	6.960	6.810	8.291	9.829
Tổng thu nhập hoạt động	16.458	18.350	21.068	27.042	34.338
Chi phí hoạt động	4.812	5.843	7.313	8.631	10.513
Dự phòng rủi ro	3.609	1.846	917	2.611	2.282
Lợi nhuận trước thuế	8.036	10.661	12.838	15.800	21.543
NIM	3,8%	4,1%	4,3%	4,9%	5,4%
Số dư VAMC (sau trích lập)	0	0	0	0	0
ROE	27,7%	21,6%	18,0%	18,5%	20,8%
CIR	29,2%	31,8%	34,7%	31,9%	30,6%
CAR	9,4%	14,6%	15,5%	16,1%	na
Tỷ lệ nợ xấu	1,6%	1,8%	1,3%	0,5%	0,8%
LLCR	72,9%	85,1%	94,8%	171,0%	141,0%
CASA	22,4%	27,1%	32,9%	44,3%	44,3%

Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

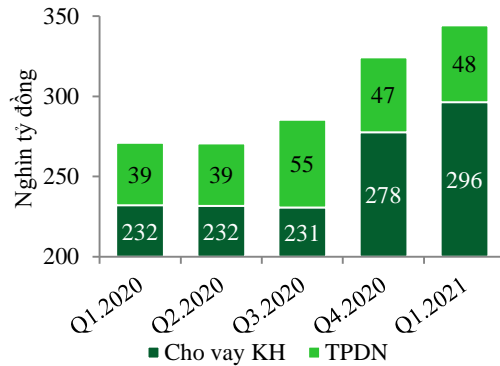
## KẾT QUẢ KINH DOANH

**Chi phí huy động vốn giảm mạnh giúp lợi nhuận tăng trưởng nhanh.**

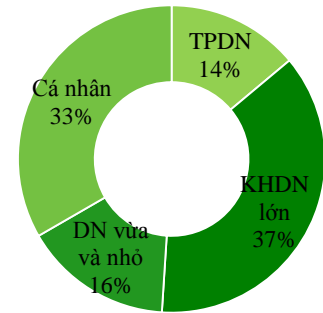
**Q1.2021, TCB ghi nhận LNTT đạt 5.518 tỷ đồng (+77% yoy).** Chi phí huy động giảm mạnh là lý do chính giúp lợi nhuận của ngân hàng tăng trưởng ấn tượng.

**Tín dụng tăng trưởng tốt từ giai đoạn cuối năm 2020** và tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng 6,1% sau Q1.2021. Trong đó, tín dụng phân khúc KHDN lớn có mức tăng trưởng cao nhất đạt 128 nghìn tỷ đồng (+11,3% yoy). Dư nợ nhóm khách hàng doanh nghiệp SME đạt 54 nghìn tỷ đồng (+3,9% yoy) và khách hàng bán lẻ đạt 115 tỷ đồng (+3,6% yoy).

**Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ**



**Cơ cấu danh mục tín dụng Q1.2021**

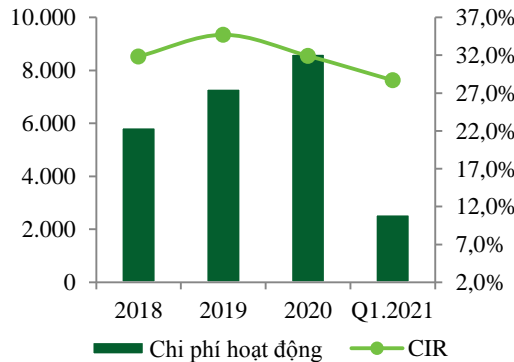


Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

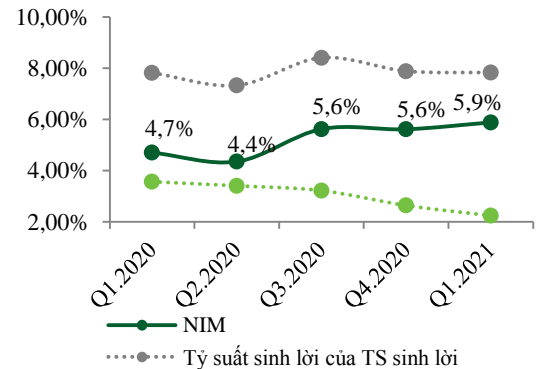
**Tổng thu nhập hoạt động đạt 8.932 tỷ đồng (+48,1% yoy), bao gồm:**

- Thu nhập lãi thuần ghi nhận 6.124 tỷ đồng (+ 45,4% yoy). Chi phí vốn giảm nhanh hơn trung bình ngành giúp biên lãi ròng NIM mở rộng đạt 5,9%.
- Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 2.808 tỷ đồng (+54,5% yoy). Hoạt động ngân hàng đầu tư có mức độ đóng góp lớn nhất và có mức tăng trưởng nhanh nhất trong cơ cấu thu nhập phí của TCB.

**Chi phí hoạt động**



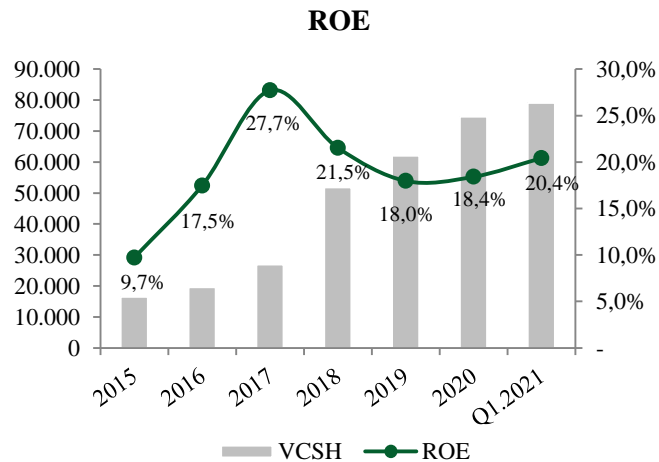
**NIM**



Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

**Chi phí hoạt động ghi nhận 2.563 tỷ đồng (+20% yoy).** Tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) của TCB ở mức 29% và là một trong những ngân hàng có chi tiêu CIR hiệu quả tốt nhất ngành.

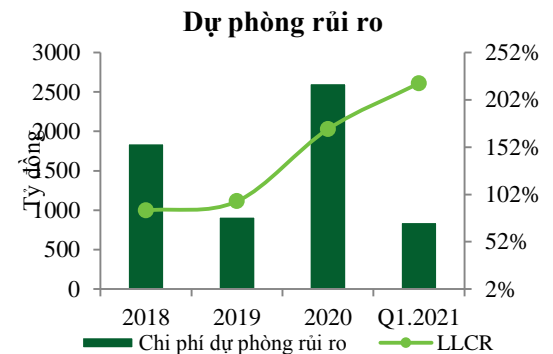
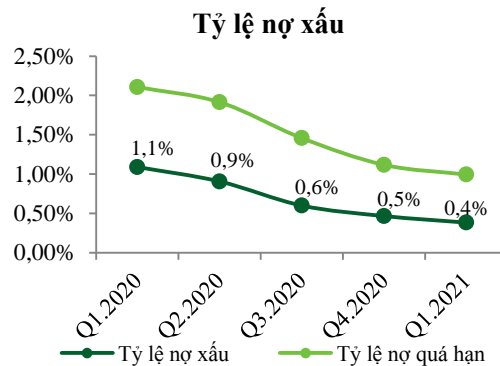
ROAE trailing Q1.2021 của TCB đạt 20,4%, tăng nhẹ so với năm 2019. ROAA của ngân hàng tăng lên đạt 3,5%.



Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

**Tăng cường trích lập dự nợ xấu ra ngoại bảng trong bối cảnh nguồn thu nhập dồi dào.**

**Tỷ lệ nợ xấu ghi nhận 0,4%, giảm mạnh so với mức 1,33% năm 2019.** Lãi suất cho vay đầu ra giảm với tốc độ chậm hơn lãi suất huy động giúp cho TCB có được nguồn thu nhập dồi dào. Ngân hàng đã thực hiện trích lập dự phòng mạnh mẽ với chi phí trích lập đạt 851 tỷ đồng (+10% yoy), dư nợ xấu được đưa ra ngoại bảng đạt 267 tỷ đồng. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) tăng mạnh lên mức 219%.



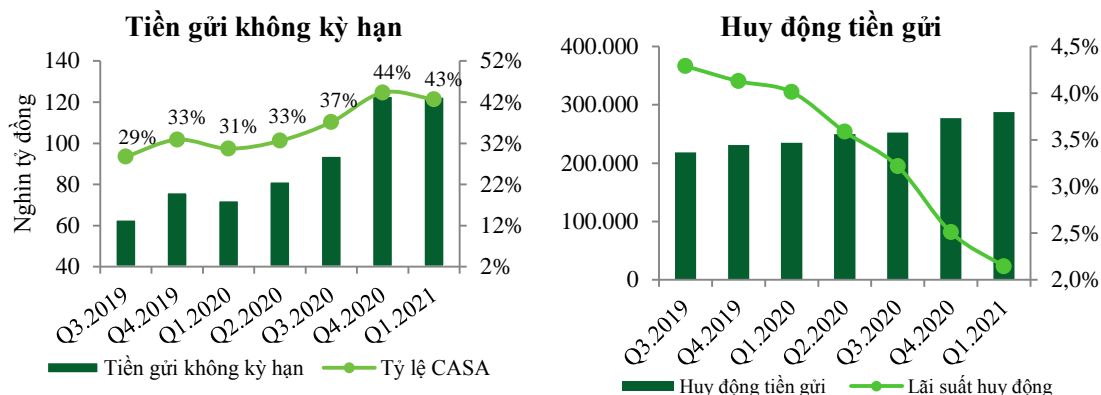
Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO

**Lãi suất huy động giảm nhanh giúp TCB có mức chi phí huy động thấp nhất ngành.**

**TCB với vị thế là ngân hàng tiên phong trong việc đặt trải nghiệm khách hàng lên trên các lợi ích kinh tế ngắn hạn đã đạt được rất nhiều thành công trong vài năm qua.** Tiền gửi không kỳ hạn của TCB tăng 69% so với cùng kỳ. Tỷ lệ CASA đạt 43%, giữ vững vị thế là ngân hàng có tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao nhất Việt Nam. Lý do vì tệp khách hàng sử dụng TCB làm ngân hàng giao dịch chính tiếp tục tăng lên cộng với việc lãi suất có kỳ hạn không còn đủ sức hấp dẫn khiến cho nhiều khách hàng không thực hiện gửi tiền mà để tiền ở tài khoản thanh toán. Bên cạnh đó, lượng tiền gửi

CASA cao được đóng góp chủ yếu bởi nhóm khách hàng cá nhân có tính bền vững hơn so với các ngân hàng huy động CASA từ nhóm khách hàng tổ chức.

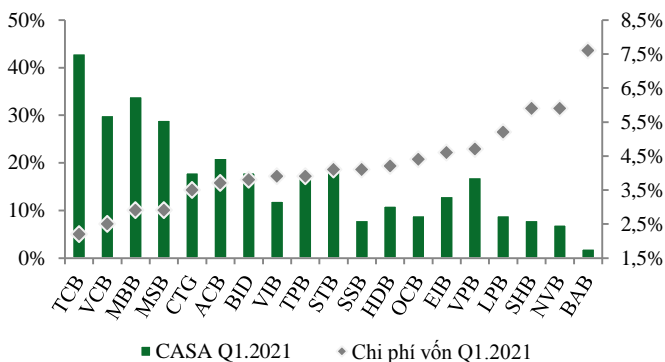


Nguồn: TCB, VCBS tổng hợp

Bên cạnh việc thu hút được lượng tiền gửi không kỳ hạn lớn, TCB cũng có mức lãi suất huy động giảm nhanh khi nhu cầu huy động tiền gửi có kỳ hạn của ngân hàng là không nhiều. Chi phí lãi ghi nhận trên danh mục huy động tiền gửi khách hàng của TCB giảm xuống còn 2,1% trong Q1.2021.

Chi phí vốn của ngân hàng vào Q1.2021 ghi nhận ở mức 2,24%, đưa TCB trở thành ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất hệ thống. Chi phí vốn thấp là một lợi thế cạnh tranh rất lớn của TCB giúp cho tỷ suất sinh lời trên tài sản duy trì cao trong dài hạn.

### Tỷ lệ CASA và chi phí vốn



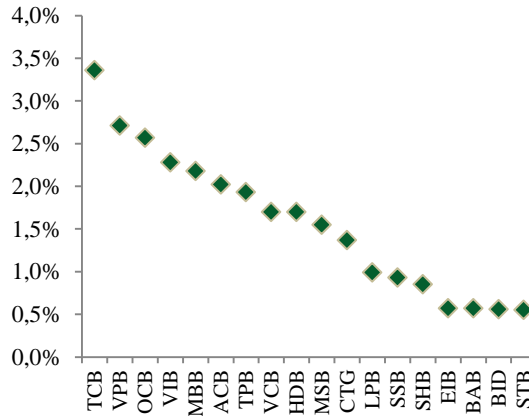
Nguồn: Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo ngân hàng, dư địa để tăng trưởng về CASA vẫn còn khi có những ngân hàng trên thế giới ghi nhận tỷ lệ này lên tới 70%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quá trình này có thể diễn ra chậm hơn do hiện tại đã có nhiều ngân hàng bao gồm nhóm ngân hàng lớn cũng đã chú trọng hơn về vấn đề nâng cao trải nghiệm khách hàng. Bên cạnh đó, các nước ghi nhận tỷ lệ CASA cao có 1 phần đóng góp lớn đến từ mức lãi suất huy động tiền gửi kỳ hạn thấp.

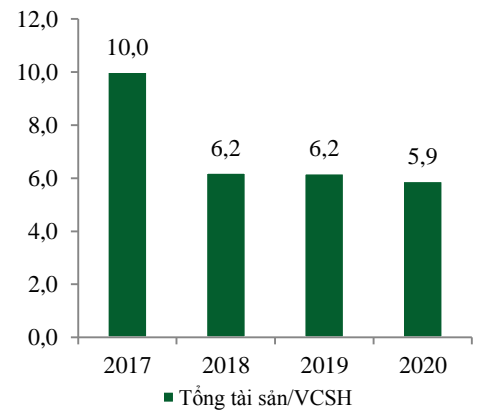
**Còn nhiều dư địa tối ưu lợi nhuận.**

**Chỉ số ROA của TCB ở mức cao nhất hệ thống các ngân hàng đạt 3,5% do có mức độ hiệu quả cao trong hoạt động.** Có thể kể đến: (1) Chi phí vốn thấp giúp tăng thu nhập lãi thuần; (2) Nguồn thu nhập ngoài lãi cao và đa dạng hoạt động; (3) Một trong những ngân hàng có doanh số bán chéo bảo hiểm cao nhất ngành; (4) chi phí trích lập thấp do tập trung vào nhóm khách hàng thu nhập cao.

**Q1.2021 trailing ROA**



**Tỷ lệ đòn bẩy tài chính**



*Nguồn: các ngân hàng, VCBS tổng hợp*

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính của TCB hiện ở mức thấp chỉ đạt 5,9 lần. Mặc dù lượng vốn chủ sở hữu của TCB hiện ở mức rất dồi dào có thể giúp mang lại lợi thế lớn hơn cho TCB trong quá trình xét duyệt cấp “room” tín dụng. Ban lãnh đạo ngân hàng chia sẻ định hướng ngân hàng sẽ tiếp tục giữ lại lợi nhuận để phục vụ mục đích tăng trưởng nhanh về tài sản. Chúng tôi cho rằng ROE của TCB sẽ tăng mạnh nếu ngân hàng sử dụng các biện pháp phân phối lợi nhuận làm giảm tỷ lệ đòn bẩy xuống bao gồm trả cổ tức tiền mặt, mua cổ phiếu quỹ,...

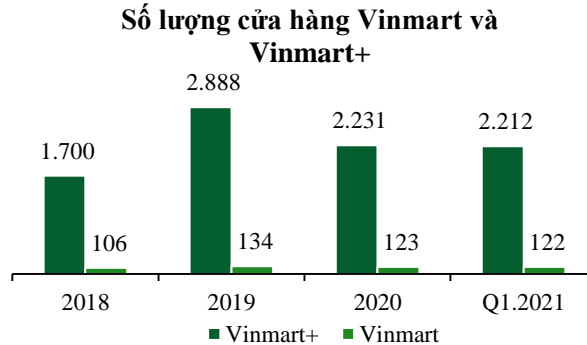
**Triển vọng:**

**Các triển vọng đối với TCB bao gồm:**

- (1) Tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành:** với tỷ lệ đòn bẩy thấp, TCB có hệ số CAR đạt 15,8%, cao hơn nhiều so với mức tối thiểu yêu cầu theo thông tư 41. TCB được cấp room tăng trưởng tín dụng năm 2021 cao nhất ngành ngân hàng và chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tín dụng cao của TCB có thể được duy trì trong tương lai.
- (2) Biên lãi ròng NIM tiếp tục mở rộng:**  
Lãi suất huy động giảm đã giúp biên lãi ròng của toàn ngành ngân hàng nói chung và TCB nói riêng tăng tốt từ nửa cuối năm 2020, đóng góp lớn vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao của toàn ngành. Chúng tôi cho rằng yếu tố này sẽ tiếp tục giúp cho lợi nhuận các ngân hàng tăng trưởng cao trong nửa đầu năm 2021.  
Ngoài ra, TCB có chi phí vốn giảm nhanh hơn tốc độ giảm trung bình của toàn ngành, chúng tôi cho rằng biên lãi ròng NIM của TCB sẽ tiếp tục duy trì cao hơn trung bình ngành ngay cả trong trường hợp các ngân hàng thực hiện giảm lãi suất cho vay đầu ra hỗ trợ khách hàng theo lời kêu gọi của NHNN.
- (3) Tập trung triển khai các dự án công nghệ cao giúp duy trì hoạt động hiệu quả trong dài hạn:** TCB hiện đã thực hiện tốt việc khai thác dữ liệu phục vụ các quyết định kinh doanh và ngân hàng cũng đang đầu tư mạnh mẽ cho việc xây dựng hệ thống dữ liệu lớn, nâng cấp hệ thống giao dịch,... Chúng tôi cho rằng việc nắm bắt, sử dụng dữ liệu hiệu quả sẽ giúp TCB duy trì hiệu quả hoạt động tốt hơn trung bình ngành trong tương lai.
- (4) Kết hợp triển khai dịch vụ tài chính với One Mount Group, Vinmart và Vinshop giúp nâng trải nghiệm khách hàng của TCB trong dài hạn:** ngân hàng đang trong quá trình xây dựng sản phẩm, chiến lược xoay quanh các đối tác lớn Vingroup và Masan. Các sản phẩm mới

nếu triển khai thành công sẽ giúp TCB tăng độ phủ và trải nghiệm khách hàng.

Một trong số các sản phẩm TCB đang nghiên cứu là việc tích hợp các dịch vụ tài chính tại các cửa hàng Vinmart và Vinmart+. Đây là mô hình thành công đã triển khai tại hệ thống gần 12.000 cửa hàng 7-eleven tại Thái Lan với các dịch vụ như thanh toán hóa đơn điện, nước; gửi tiền tiết kiệm; rút tiền; chuyển tiền,...



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

- (5) **Áp lực trích lập dự phòng thấp:** TCB đang ghi nhận tỷ lệ nợ tái cơ cấu trên danh mục cho vay cuối Q1.2021 ở mức 2,3%, giảm so với mức 3,6% ở thời điểm cuối Q2.2020. Chúng tôi cho rằng việc một số khách hàng có dư nợ tái cơ cấu không thể hồi phục hoạt động sản xuất kinh doanh và chuyển thành nợ xấu trong năm 2021 là không thể tránh khỏi và ngân hàng sẽ phải thực hiện trích lập xử lý lượng nợ xấu này. Tuy nhiên với việc thực hiện trích lập dự phòng mạnh mẽ ngay trong năm 2020, áp lực trích lập nợ xấu trong năm 2021 được kỳ vọng ở mức thấp.

**Rủi ro tập trung:**

Chiến lược xoay quanh hệ sinh thái của một số khách hàng lớn sẽ mang lại những cơ hội phát triển đột phá nhưng cũng có thể khiến cho TCB gặp phải khó khăn trong quá trình tăng trưởng về dư nợ cũng như ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của ngân hàng nếu như có xảy ra sự gián đoạn trong hoạt động của các khách hàng lớn đó.

**ĐỊNH GIÁ**

**Dự phóng**

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng đạt 20%.
- (2) NIM tăng mạnh lên 5,5% nhờ chi phí huy giảm mạnh.
- (3) Chi phí vốn giảm xuống 2,57% từ mức 3,09% năm 2020.
- (4) Tỷ lệ nợ xấu thối điểm cuối năm 2021 là 0,77%.
- (5) Tỷ lệ dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu đạt 141%.

Như vậy, chúng tôi ước tính TCB có thể đạt **21.543 tỷ đồng LNTT năm 2021 (+36% yoy)**, tương đương EPS đạt 4.836 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 26.100 đồng/cổ phiếu.

Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	Tăng trưởng	2021F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	14.258	18.751	31,52%	24.510	30,71%
Tổng thu nhập hoạt động	27.042	34.338	26,98%	40.388	17,62%
Dự phòng rủi ro	-917	-2.611	184,62%	-2.282	-12,60%
Lợi nhuận trước thuế	12.838	15.800	23,07%	21.543	36,35%
ROE	18,02%	18,52%		20,81%	

Nguồn: VCBS ước tính

## Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh bao gồm các ngân hàng niêm yết có hiệu quả kinh doanh tương đồng để thực hiện việc định giá:

Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/E	P/B	ROE
Vietcombank	VCB	367.550	17,4	3,6	22%
BIDV	BID	166.109	19,8	2,1	10%
VietinBank	CTG	160.106	9,0	1,8	21%
VPBank	VPB	146.058	12,9	2,6	22%
MBBank	MBB	87.461	8,6	1,7	20%
Ngân hàng Á Châu	ACB	74.466	9,2	2,0	25%
VIBBank	VIB	61.460	11,8	3,2	30%
<b>Trung vị một số NH tương đương</b>		<b>146.058</b>	<b>11,76</b>	<b>2,10</b>	<b>22%</b>

Sử dụng số nhân P/B trung vị 2,1x, mức định giá hợp lý của TCB cho năm 2021 là 54.859 đồng/cổ phiếu

## Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

*Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH 12,9% và Vốn hóa tại thời điểm đáo hạn là 379.886 tỷ đồng:*

Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	74.131	91.477	112.205	130.361	152.887	173.520	199.940
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	12.325	16.951	20.255	24.592	28.862	33.863	39.518
Lợi nhuận yêu cầu		9.489	11.709	14.362	16.686	19.570	22.211
<b>Thu nhập thặng dư</b>		<b>7.462</b>	<b>8.546</b>	<b>10.230</b>	<b>12.176</b>	<b>14.293</b>	<b>17.307</b>
Giá trị hiện tại của Terminal Value							100.685
Tổng giá trị hiện tại							212.466
Số lượng CPLH (triệu cp)							3.505
<b>Giá cổ phiếu TCB</b>							<b>60.620</b>

## Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 57.739 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI. Giá hợp lý cho cổ phiếu TCB là 57.739 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	<b>54.859</b>	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	<b>60.620</b>	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>57.739</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### **Khuyến nghị: MUA**

Với vị thế là ngân hàng tiên phong trong chiến lược tập trung vào trải nghiệm khách hàng, lượng khách hàng thường xuyên của TCB tăng nhanh giúp cho ngân hàng có mức chi phí vốn giảm xuống và thuộc nhóm thấp nhất toàn hệ thống.

TCB là ngân hàng năng động hàng đầu trong nhóm ngân hàng tư nhân và có lợi thế cạnh tranh dài hạn lớn về chi phí vốn huy động. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu TCB là **57.739 đồng/cổ phiếu**.



**PHỤ LỤC**

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>
Thu nhập lãi	17.595	21.414	25.016	29.002	34.401
Chi phí lãi	-8.664	-10.024	-10.758	-10.251	-9.891
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>8.930</b>	<b>11.390</b>	<b>14.258</b>	<b>18.751</b>	<b>24.510</b>
Thu nhập ngoài lãi	7.528	6.960	6.810	8.291	9.829
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>16.458</b>	<b>18.350</b>	<b>21.068</b>	<b>27.042</b>	<b>34.338</b>
Chi phí hoạt động	-4.812	-5.843	-7.313	-8.631	-10.513
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước DPRRTD</b>	<b>11.646</b>	<b>12.507</b>	<b>13.756</b>	<b>18.411</b>	<b>23.825</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3.609	-1.846	-917	-2.611	-2.282
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.036</b>	<b>10.661</b>	<b>12.838</b>	<b>15.800</b>	<b>21.543</b>
Chi phí thuế TNDN	-1.591	-2.187	-2.612	-3.218	-4.309
<b>LNST</b>	<b>6.446</b>	<b>8.474</b>	<b>10.226</b>	<b>12.582</b>	<b>17.234</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	-11	-151	-258	-284
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>6.446</b>	<b>8.463</b>	<b>10.075</b>	<b>12.325</b>	<b>16.951</b>

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>
Tiền mặt, vàng, đá quý	2.344	2.606	4.821	3.664	963
Tiền gửi tại NHNN	4.279	10.555	3.192	10.253	12.099
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	30.156	35.559	47.990	28.995	34.214
Cho vay khách hàng	160.849	159.939	230.802	277.525	333.030
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	158.964	157.554	227.885	275.310	329.430
Chứng khoán	58.310	94.097	76.108	92.807	111.368
Tài sản cố khác	15.338	20.617	23.703	28.574	34.289
<b>Tổng tài sản</b>	<b>269.392</b>	<b>320.989</b>	<b>383.699</b>	<b>439.603</b>	<b>522.363</b>
Tiền gửi khách hàng	170.971	201.415	231.297	277.459	327.401
Tiền gửi KKH của TCTD và KBNN	2.032	7.037	6.416	881	1.040
Tiền gửi CKH của TCTD và vay NHNN	45.292	35.414	54.851	46.604	54.992
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	17.640	13.488	17.895	28.167	33.237
Các khoản nợ khác	6.527	11.853	11.169	11.878	14.016
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>242.462</b>	<b>269.206</b>	<b>321.627</b>	<b>364.988</b>	<b>430.686</b>
Vốn điều lệ	11.655	34.966	35.001	35.049	35.049
Thặng dư vốn cổ phần	2.165	477	477	477	477
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá và đánh giá lại tài sản	0	0	0	0	0
Quỹ của TCTD	6.157	3.868	5.173	6.790	9.375
Vốn khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	10.997	12.403	21.131	31.816	46.577
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.931</b>	<b>51.783</b>	<b>62.073</b>	<b>74.615</b>	<b>91.677</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	69	291	484	200
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.931</b>	<b>51.713</b>	<b>61.782</b>	<b>74.131</b>	<b>91.477</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng  
Phân tích & Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Mạc Đình Tuấn**  
Trưởng Bộ phận  
Phân tích doanh nghiệp  
mdtuan@vcbs.com.vn

**Lương Văn Hoàn**  
Chuyên viên Phân tích  
lvhoan@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
<b>Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn</b>	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
<b>Phòng Giao dịch Tây Hồ</b>	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
<b>Phòng Giao dịch Hoàng Mai</b>	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
<b>Văn phòng Đại diện Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (+84-296) 3949 843
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630
<b>Văn phòng đại diện Bình Dương</b>	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-274) 3855 771