



Nhân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam

[Việt Nam / Ngân hàng]

Bloomberg Code (TCB VN) | Reuters Code (TCB.HM)

GIỮ

BC Cập nhật

Giá mục tiêu (2025)

VND 31,000

Giá hiện tại (14/05/25)

VND 29,850

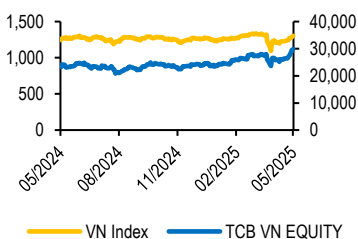
Suất sinh lời

3.9%

VNINDEX	1,309
P/E thị trường (25F, x)	10.7
Vốn hóa (tỷ VND)	211,239
SLCP đang lưu hành (triệu)	7,065
SLCP tự do giao dịch (triệu)	4,823
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	68.3
52 tuần cao/thấp (VND)	30,500/20,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	15.68
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	465
Sở hữu nước ngoài (%)	22.51

Cổ đông lớn (%) Masan 14.84

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	15.0	31.1	24.8
Tg đối với VN-Index (%)	12.9	25.4	20.1



Nguồn: Bloomberg

Phương Nguyễn, CFA

(84-28) 6299-9004

phuong.nd@shinhan.com

Ly Bùi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

Nhiều câu chuyện hấp dẫn

Cập nhật với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 31,000 đồng

Techcombank là một trong những ngân hàng cổ phần lớn nhất ở Việt Nam với những thành công đáng kể. TCB luôn chú trọng phát triển công nghệ để dẫn đầu trong hành trình số hóa của ngành tài chính giúp nâng tầm trải nghiệm và thu hút khách hàng mới. TCB tập trung phát triển ở phân khúc cho vay phát triển bất động sản và vay mua nhà, chúng tôi đánh giá về tương lai đây là phân khúc còn nhiều tiềm năng phát triển.

Về ngắn hạn, thương vụ IPO TCBS đang được nhiều nhà đầu tư mong đợi. Ngoài ra, TCB cũng đang triển khai bán vốn 15% cho nhà đầu tư chiến lược. Những tín hiệu tích cực liên quan đến việc huy động thành công kỳ vọng sẽ có tác động tốt lên định giá của TCB.

Với phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho TCB ở mức 31,000 đồng.

Kết quả kinh doanh và mục tiêu kinh doanh

Tăng trưởng tín dụng của TCB đạt khoảng 4% vào cuối Q1/2025. Tăng trưởng đồng đều ở 2 nhóm khách hàng doanh nghiệp và bán lẻ. Trong đó nhóm bán lẻ dẫn dắt bởi tăng trưởng hoạt động cho vay ký quỹ (+18% Ytd), cho vay mua nhà duy trì tăng trưởng dương nhẹ (+2% Ytd) trong Q1/2025.

NIM hợp nhất của TCB cuối Q1/2025 giảm về mức 4% (từ mức 4.2% cuối 2024). Cạnh tranh lãi suất vay ưu đãi và chính sách Flexible Pricing đã gây áp lực lên NIM. Tuy vậy xu hướng NIM giảm này quan sát được ở toàn ngành ngân hàng.

NPL hợp nhất của TCB cuối Q1/2025 tăng nhẹ từ 1.12% cuối 2024 lên mức 1.17% cuối Q1/2025. Dư nợ xấu gia tăng phần lớn đến từ nhóm bán lẻ (NPL từ 2.3% lên 2.59%), với sản phẩm cho vay mua nhà chủ đạo.

Tổng thu nhập của TCB cuối Q1/2025 đạt 11,611 tỷ đồng (-5.2%). Lợi nhuận 1 lần (one-off) từ danh mục đầu tư cùng với thu hẹp NIM là yếu tố chính giải thích cho mức giảm nhẹ này của TCB.

Tại ĐHĐCĐ, ban lãnh đạo đặt mục tiêu lợi nhuận năm 2025 ở mức 31,500 tỷ đồng (+14.4%). Về chính sách cổ tức, TCB được duyệt kế hoạch trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 10%.

Triển vọng cho năm 2025

Trước những tác động tương đối khó lường từ chính sách thuế quan, chúng tôi thận trọng dự báo tăng trưởng tín dụng khoảng 16.5% cho năm 2025. NIM giảm nhẹ và duy trì quanh mức 4.0%. NPL hợp nhất ở mức 1.2%. Tổng thu nhập dự báo đạt 54,639 tỷ đồng (+16% YoY). Lợi nhuận trước thuế đạt 31,548 tỷ đồng (+15% YoY). Làn điều chỉnh giảm này chủ yếu đến từ thu hẹp NIM

Rủi ro: (1) Thuế quan gián tiếp ảnh hưởng lên nhu cầu tín dụng của nền kinh tế; (3) Nợ xấu tiếp tục gây áp lực tăng chi phí trích lập dự phòng

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	26,699	30,290	27,691	35,508	41,005
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,378	10,612	12,370	11,482	13,634
Tổng thu nhập (tỷ VND)	37,076	40,902	40,061	46,990	54,639
Các chi phí hoạt động và chi phí dự phòng	(13,838)	(15,334)	(17,173)	(19,452)	(23,091)
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	23,238	25,568	22,888	27,538	31,548
Tăng trưởng tín dụng (%)	26.49%	12.53%	21.58%	20.8%	16.5%
NIM (%)	5.5%	5.2%	3.9%	4.2%	4.0%
ROE	21.53%	19.52%	14.85%	15.57%	15.98%

Nguồn: Hincpro, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Năm (hợp nhất)	Q1/2025	% yoy	2025F	% yoy	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	8,305	-2.3%	41,005	15.5%	Với tình hình cạnh tranh gay gắt của lãi suất vay, NIM của TCB đã giảm nhẹ trong Q1/2025. Dẫn đến mức tăng trưởng âm của thu nhập lãi thuần Tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 3.8% trong Q1/2025. Tỷ lệ giải ngân tín dụng mua nhà trong Q1/2025 tăng 80% so với cùng kỳ Q1/2024. Thể hiện sự ấm lên rõ ràng của thị trường bất động sản so với mức nền thấp của đầu 2024. Mảng bán lẻ tăng trưởng tốt trong Q1/2025 được dẫn dắt từ hoạt động cho vay ký quỹ từ công ty con TCBS. Trong bối cảnh thiếu chắc chắn về chính sách, ban lãnh đạo chia sẻ một số chủ doanh nghiệp đang cho thấy sự thận trọng nhất định trong việc đầu tư mở mới. Mảng doanh nghiệp lớn tiếp tục được dẫn dắt bởi mảng bất động sản, xây dựng, vật liệu xây dựng.
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,306	-12.3%	13,634	18.7%	Hợp đồng ký tạm thời với đối tác mới đã giúp cho mảng Banca của TCB ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, tăng 27% YoY. Mảng phí FX cũng cho thấy mức tăng tốt nhờ định vị vào khách bán lẻ với mục đích du học, du lịch, ... Trong khi đó, mảng phí thanh toán giảm nhẹ trong Q1/2025. Ban lãnh đạo chia sẻ liên quan đến phương pháp hạch toán kế toán mới áp dụng từ tháng 10 2024. Mảng thu nhập ngoài lãi nhìn chung giảm do TCB không còn ghi nhận lãi 1 lần từ danh mục đầu tư (ghi nhận 1 lần vào Q1/2024).
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	11,611	-5.3%	54,639	16.3%	
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	3,285	1.1%	17,675	15.0%	Sau Quý 4 mang tính mùa vụ, CIR của TCB đã quay về mức dưới 30% trong Q1/2025. Chi phí marketing của TCB quay về mức bình thường sau khi đẩy mạnh quảng bá vào cuối Q4/2024.
LNTT (tỷ đồng)	7,236	-7.3%	31,548	14.6%	
LNST (tỷ đồng)	6,014	-4.2%	25,239	16.0%	
Tỷ lệ nợ xấu- NPL (%)	1.17%		1.2%		Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất nhìn tổng thể có tăng nhẹ lên mức 1.17%. Chúng tôi nhận thấy nợ xấu có tăng nhẹ ở nhóm bán lẻ. Xét riêng cho danh mục bán lẻ của ngân hàng, tỷ lệ nợ xấu tăng từ 2.3% cuối Q4/2024 lên mức 2.59% cuối Q1/2025. Chúng tôi dự báo NPL của TCB ở mức 1.2% cho năm 2025.
Chi phí tín dụng đã điều chỉnh thu	0.7%		0.7%		Chi phí tín dụng giả định quanh 0.7%.

hồi nợ/ dư nợ bình quân (%)			
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu – LLR (%)	112%	119%	LLR at end of Q1/2025 is around 112%. We maintain our LLR forecast for 2025.
Tăng trưởng tín dụng – Ytd (%)	4.1%	16.5%	Ở kịch bản cơ sở, TCB đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% cho năm 2025. Cố gắng đạt 20% ở kịch bản tốt Ở kịch bản tiêu cực với GDP tăng trưởng quanh 4%, tương ứng với mức thuế quan 46%. Dù ban lãnh đạo không chia sẻ chi tiết định hướng kinh doanh trong kịch bản tiêu cực, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng chậm lại, chi phí trích lập dự phòng (đặc biệt là nhóm bán lẻ) sẽ gia tăng gây thu hẹp lợi nhuận của TCB và toàn ngành.
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng – Ytd (%)	-0.3%	15.0%	Chi phí vốn ít biến động trong Q1/2025, nhờ xu hướng lãi suất thuận lợi và CASA ổn định.
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần – NIM (TTM %)	4.0%	4.0%	Chúng tôi hạ dự báo về NIM của TCB trong năm 2025 xuống quanh mức 4% (từ mức 4.2% trong báo cáo cũ). Quyết định hạ dự báo của TCB phù hợp với xu hướng NIM thu hẹp của toàn ngành của chúng tôi

Định giá và khuyến nghị

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp định giá theo P/B và với tỷ trọng lần lượt ở mức 60%-40%.

Mức giá mục tiêu cho cổ phiếu cho năm 2025 tới ở mức 31,000 đồng.

1) Trong ngắn hạn, chúng tôi sử dụng chỉ số P/B ở mức 1.4x (quanh P/B trung bình 5 năm của TCB), nâng từ mức 1.3x để phản ánh sự ấm lên của thị trường bất động sản. Với dự phóng BVPS cho năm 2025 ở mức 23,767 đồng, mức giá mục tiêu cho năm 2025 của TCB được chúng tôi kỳ vọng rơi vào mức giá 33,274 đồng.

2) Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, mức giá cổ phiếu rơi vào mức 29,517 đồng. Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% đối với định giá theo phương pháp này để phản ánh rủi ro đến từ các khoản cho vay kinh doanh bất động sản và xây dựng.

Chi phí vốn

Chi phí vốn (%)	13.0
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	1.2

Phương pháp RI

(Đơn vị: tỉ VND)	9M2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Chi phí vốn (%)	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Chi phí vốn sau 2028					13.0%
LNST	19,225	31,585	37,831	44,089	51,724
Lợi nhuận thặng dư (RI)	3,784	8,052	10,685	12,680	15,330
Giá trị hiện tại RI	3,452	6,498	7,628	8,009	8,565

Lợi nhuận thặng dư dài hạn	129,873
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

Giá trị hiện tại dài hạn	72,565
Giá trị hiện tại RI	34,152
Vốn ban đầu	153,953
Chiết khấu (%)	20%
Tổng giá trị	208,536
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	7.06
Giá mục tiêu (VND)	29,517

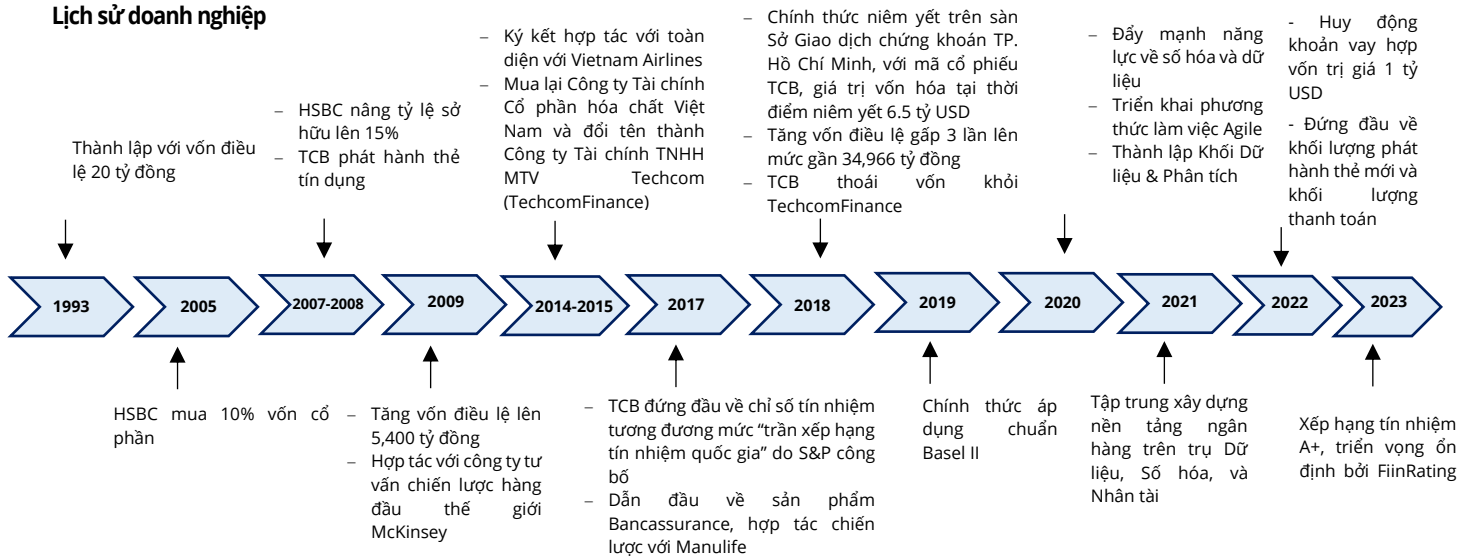
Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	29,517
P/B target (1.4x)	40%	33,274
Giá mục tiêu (VND)	31,020	

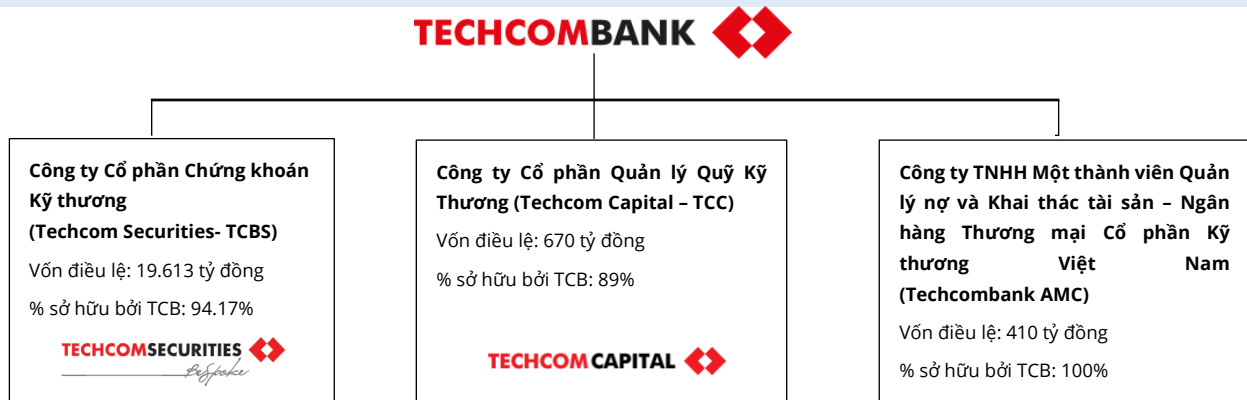
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan doanh nghiệp

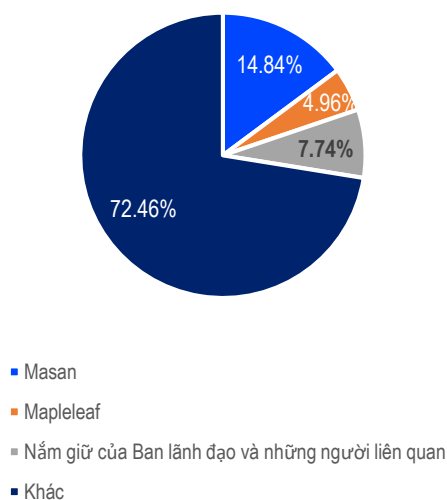
Lịch sử doanh nghiệp



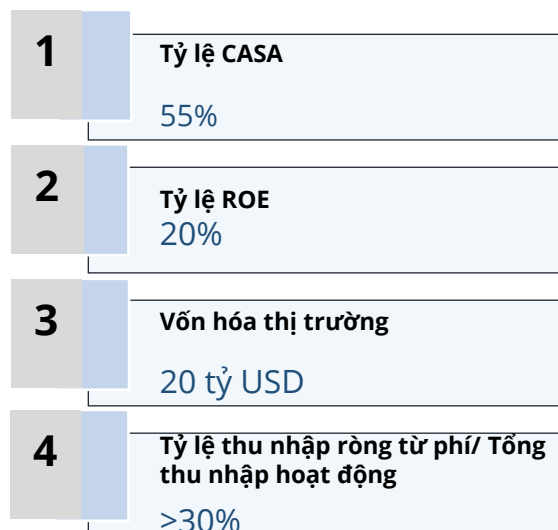
Cơ cấu tổ chức



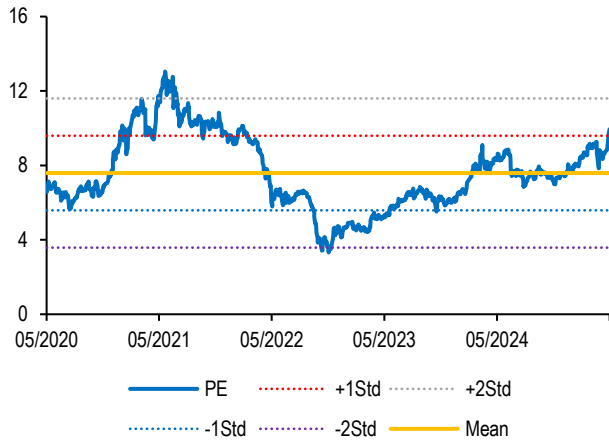
Cơ cấu sở hữu cổ đông (tính đến cuối Q1/2025)



Chiến lược giai đoạn 2021-2025

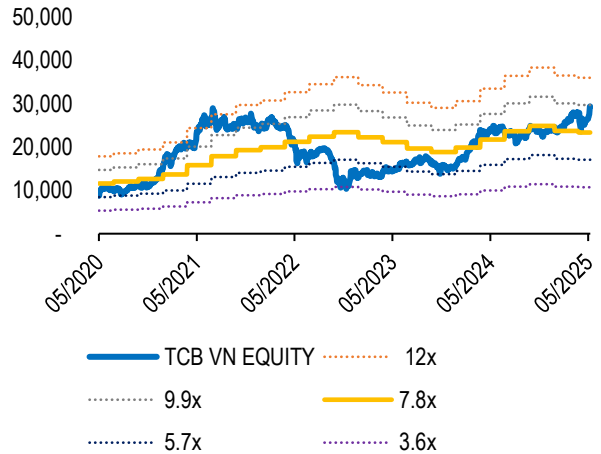


PER của TCB



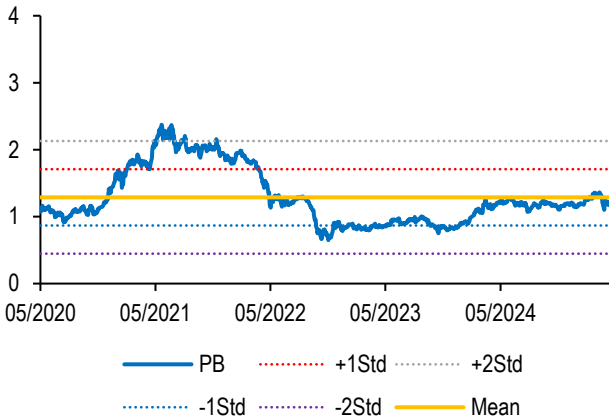
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER band của TCB



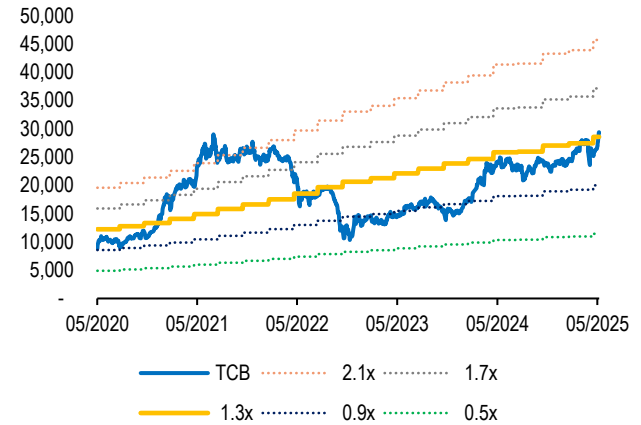
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của TCB



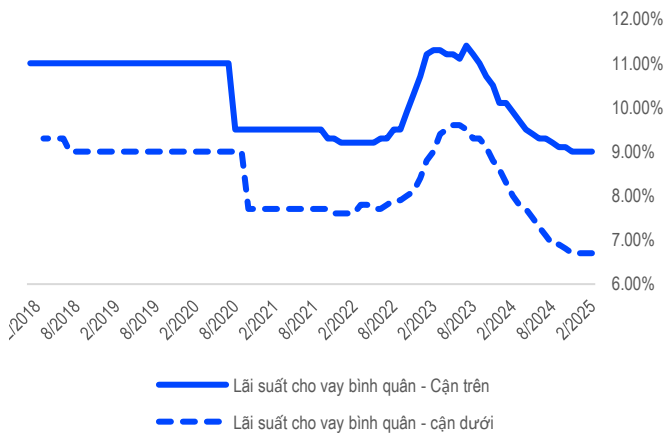
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR band của TCB



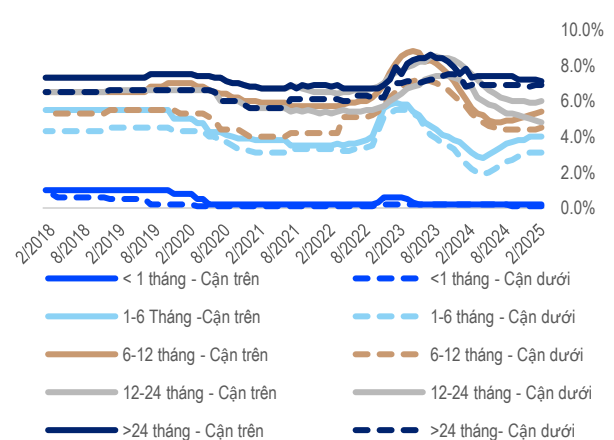
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam



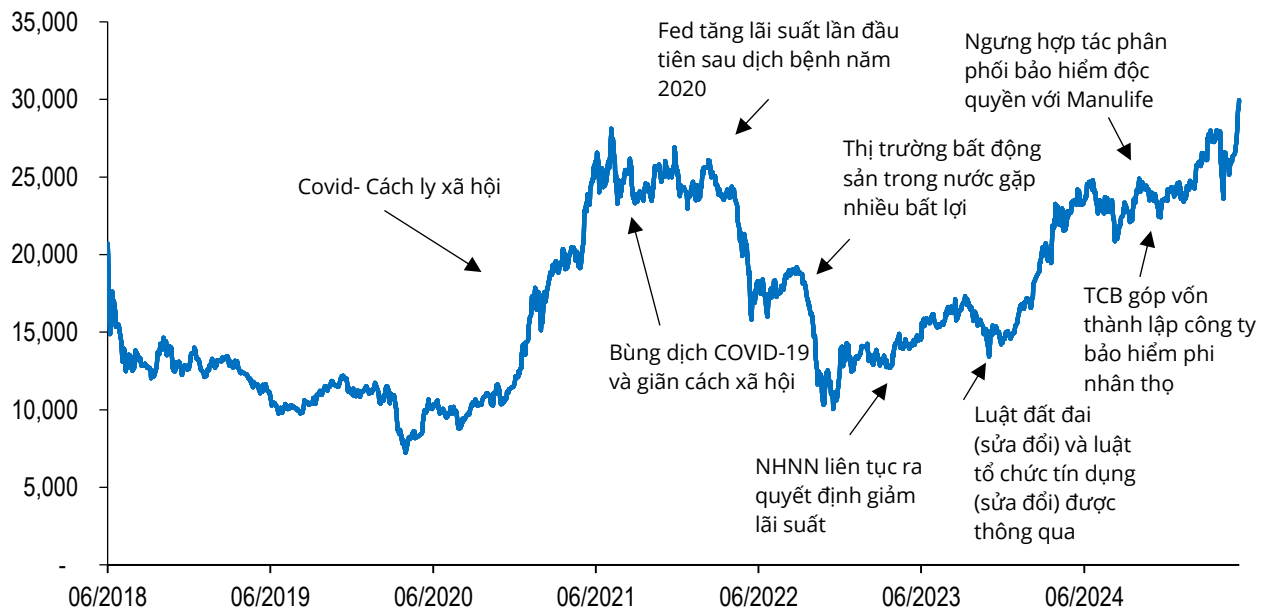
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất huy động bình quân tại Việt Nam



Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của TCB



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Tổng tài sản	568,729	699,033	849,482	978,799	1,179,504
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,579	4,216	3,621	3,385	4,950
Tiền gửi tại NHNN	4,909	11,476	27,141	54,353	24,749
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	70,515	82,874	104,072	84,590	187,084
Chứng khoán kinh doanh	5,071	961	4,433	9,001	9,001
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	294	-	144	-	-
Cho vay khách hàng	343,606	415,752	512,514	623,634	730,379
Hoạt động mua nợ	133	108	82	142	142
Chứng khoán đầu tư	97,586	103,652	104,994	148,624	156,712
Góp vốn, đầu tư dài hạn	13	13	3,046	3,103	3,103
Tài sản cố định	7,224	8,411	8,893	12,467	15,984
Bất động sản đầu tư	1,089	1,053	-	-	-
Tài sản Cố khác	34,711	70,517	80,543	39,501	47,401
Tổng nợ	475,687	585,608	717,866	830,859	1,011,592
Nợ chính phủ và NHNN	1	8	0	12	12
Tiền gửi và vay các TCTD khác	112,459	167,563	153,173	132,239	181,447
Tiền gửi của khách hàng	314,753	358,404	454,661	533,392	618,735
Các công cụ phái sinh, vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	-	1,851	-	931	931
Phát hành giấy tờ có giá	33,680	34,007	84,703	140,422	182,549
Các khoản nợ khác	14,796	23,775	25,329	23,862	27,919
Vốn chủ sở hữu	93,041	113,425	131,616	147,940	167,912
Vốn của tổ chức tín dụng	35,586	36,205	36,257	78,413	87,038
Quỹ của tổ chức tín dụng	9,156	11,609	45,029	24,787	28,532
Lợi nhuận chưa phân phối	47,453	64,483	49,013	42,219	49,546
Lợi ích của cổ đông thiểu số	847	1,129	1,317	2,520	2,796
Tổng cộng nguồn vốn	568,729	699,033	849,482	978,799	1,179,504

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi	35,503	44,753	56,708	60,089	71,398
Chi phí lãi	(8,805)	(14,463)	(29,017)	(24,581)	(30,393)
Thu nhập lãi thuần	26,699	30,290	27,691	35,508	41,005
Từ hoạt động dịch vụ	6,382	8,527	8,715	8,042	10,281
Từ hoạt động kinh doanh ngoại hối vàng	231	(275)	196	593	685
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	152	(242)	65	81	270
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,804	426	926	2,359	763
Từ hoạt động khác	1,803	2,167	2,434	343	1,541
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	4	9	35	65	93
Tổng thu nhập ngoài lãi	10,378	10,612	12,370	11,482	13,634
Tổng thu nhập hoạt động	37,076	40,902	40,061	46,990	54,639
Chi phí hoạt động	(11,173)	(13,398)	(13,252)	(15,370)	(17,675)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước dự phòng rủi ro tín dụng (PPOP)	25,903	27,504	26,809	31,621	36,964
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,665)	(1,936)	(3,921)	(4,082)	(5,416)
Tổng lợi nhuận trước thuế	23,238	25,568	22,888	27,538	31,548
Thuế TNDN	(4,823)	(5,131)	(4,697)	(5,778)	(6,310)
Tổng lợi nhuận sau thuế	18,415	20,436	18,191	21,760	25,239
LNST thuộc về công ty mẹ	18,052	20,150	18,004	21,523	24,964

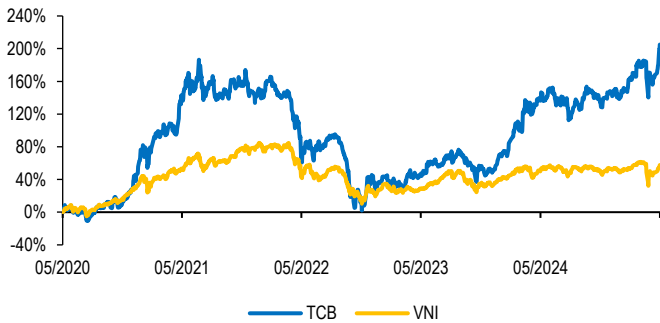
Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng (% YoY)					
Dư nợ cho vay	25.16	21.07	23.33	21.80	17.00
Tiền gửi của khách hàng	13.44	13.87	26.86	17.32	15.00
Vốn chủ sở hữu	24.70	21.91	16.04	12.40	13.50
Tổng tài sản	29.37	22.91	21.52	15.22	20.51
Thu nhập lãi thuần	42.38	13.45	(8.58)	28.23	15.48
Thu nhập ngoài lãi	20.29	2.26	16.56	(7.17)	18.74
PPOP	40.69	6.18	(2.53)	17.95	16.90
LNST	47.08	10.02	(10.48)	20.32	14.56
LNST	46.36	10.97	(10.99)	19.62	15.99
Lợi nhuận (%)					
NIM	5.71	5.29	4.02	4.25	4.01
ROA	3.7	3.2	2.3	2.4	2.3
ROE	22.0	19.8	14.8	15.6	16.0
Thanh khoản (%)					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	110.35	117.33	114.07	118.44	119.46
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	6.11	6.16	6.45	6.62	7.02
Tỷ lệ NPL (%)	0.66	0.72	1.16	1.12	1.20
Tỷ lệ LLR (%)	162.85	157.34	102.15	113.94	118.54
Dự phòng/Dư nợ tín dụng (%)	0.91	1.03	1.09	1.19	1.10
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	0.85	0.50	0.84	0.71	0.79
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	0.73	0.44	0.77	0.8	0.73
Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	5,245	5,810	5,164	3,080	3,572
BPS	26,501	32,248	37,364	20,940	23,767
PPOP/share	7,378	7,820	7,611	4,476	5,232

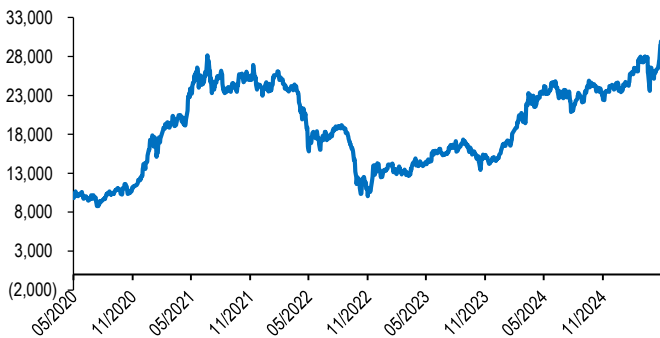
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng Thương mại cổ phần Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)

Diễn biến giá



Giá mục tiêu (VND)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			Trung bình	Cao/Thấp
09/09/2022 (BC lần đầu)	MUA	29,350	127.5	47/208
07/03/2023 (BC cập nhật)	MUA	21,850	67.9	9/164
04/08/2023 (BC cập nhật)	MUA	22,000	53.6	0.1/107.3
23/10/2023 (BC cập nhật)	MUA	25,025	82.0	38/159
25/01/2024 (BC cập nhật)	MUA	25,170	62.0	39/95
24/04/2024 (BC cập nhật)	GIỮ	25,050	33.24	4.4/84.2
29/07/2024 (BC cập nhật)	MUA	26,200	34.8	3.7/92.6
23/10/2024 (BC cập nhật)	MUA	29,500	51.9	16.8/116.9
23/02/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	29,600	31.6	12.8/58.1
15/05/2025 (BC cập nhật)	GIỮ	31,000	15.5	-0.1/42.7

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: **Phuong Nguyen**

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common securities of the following companies mentioned in this report: **TCB VN**
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ **United States:** This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ **All Other Jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
 Shinhan Investment Tower
 23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
 Seoul, Korea 150-712
 Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
 Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
 1325 Avenue of the Americas Suite 702,
 New York, NY 10019
 Tel : (1-212) 397-4000
 Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
 Unit 7705 A, Level 77
 International Commerce Centre
 1 Austin Road West
 Kowloon, Hong Kong
 Tel : (852) 3713-5333
 Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
 30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
 22-23, Jakarta, Indonesia
 Tel : (62-21) 5140-1133
 Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
 Shanghai Representative Office
 Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai, China
 Tel : (86-21) 6888-9135/6
 Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang,
 Thu Thiem Ward, Thu Duc City, HCM City, Vietnam
 Tel : (84-8) 6299-8000
 Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
 Hanoi Branch
 2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
 Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
 Tel : (84-8) 6299-8000