

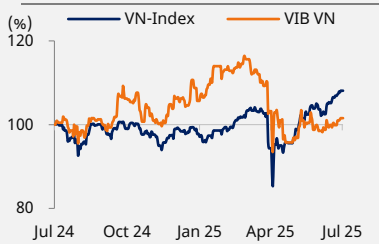
(Cập nhật)	Tăng tỷ trọng
Giá mục tiêu (VND)	22,400
Thị giá (07/07/2025, VND)	18,700
Lợi nhuận kỳ vọng	19.8%

Lợi nhuận HĐKD (25F, tỷ đồng)	10,528
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	14,935

Tăng trưởng EPS (25F, %)	15.2
Kỳ vọng thị trường (25F, %)	11.7
P/E (25F, x)	6.5
P/E thị trường (x)	11.2
VNIndex	1,387.0

Vốn hóa (tỷ đồng)	55,710
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,979
% tự do chuyển nhượng (%)	63.6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	5.0
Beta (12T)	1.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	21,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.8	-3.9	3.2
Tương đối	-0.5	-15.7	-5.9



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

Nguyễn Dương Công Nguyên
nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

NHTM CP Quốc tế Việt Nam

Tái định hình

Điều chỉnh phân khúc trọng tâm

Ngân hàng Quốc Tế Việt Nam (VIB) ghi nhận mức tăng nhẹ về TTS trong Q1/25, đạt gần 496 nghìn tỷ (+0.5% sv.2024). Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA) cho thấy sự dịch chuyển sang các khoản có lợi suất cao hơn, khi cho vay khách hàng tăng 3.4% lên hơn 329 nghìn tỷ và chiếm 66% TTS. Ngược lại, cho vay liên ngân hàng và danh mục đầu tư lần lượt giảm 1.8% và 3.1%. Trong danh mục cho vay, các phân khúc ghi nhận mức tăng trưởng mang tính dẫn dắt bao gồm vay thương mại (+22.8%), dịch vụ tài chính (+27.9%) và đặc biệt là cho vay lĩnh vực kinh doanh BĐS (+24.9%), hiện chiếm khoảng 2.1% tổng dư nợ cho vay.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm nhẹ theo xu hướng chung của ngành, nhưng chưa quá đáng ngại. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu gộp đều tăng 28đcb sv.Q4/2024, ghi nhận lần lượt 3.79% và 7.1%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm còn hơn 40%. Tuy nhiên, triển vọng chất lượng danh mục tích cực hơn trong bối cảnh Nghị quyết 42/2017 được luật hóa, khi các chi phí thu hồi nợ xấu của ngân hàng tương đối cao với đa phần các khoản vay của VIB có quy mô khá nhỏ.

Kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng trở lại sẽ cải thiện tâm lý thị trường

Triển vọng lợi nhuận năm 2025 của VIB tương đối tích cực hơn mặt bằng chung nhờ các động lực nội tại. Tăng trưởng tín dụng dự phóng vượt 23%, (2024: +21.5%), nhờ vào: (1) tỷ trọng KHDN của VIB còn tương đối khiêm tốn; (2) mức độ cạnh tranh giảm khi các NHTM lớn không còn quá nhiều dư địa thanh khoản trong khi VIB còn khá nhiều khoảng đệm; và (3) các chính sách hỗ trợ tiêu dùng nội địa. Biên lãi ròng (NIM) cũng được kỳ vọng cải thiện nhẹ lên trên 4% trong năm 2025 (+6đcb sv.2024) nhờ nỗ lực gia giảm chi phí huy động vốn vay. Sau thành công của chương trình giải trí- “Anh trai say hi” hướng đến nhóm KH trẻ, VIB cũng giới thiệu sản phẩm tiền gửi không kỳ hạn lãi hấp dẫn. Nhờ đó, tỷ trọng nguồn vốn chi phí thấp tăng lên 21% (+2%p sv.2024; +4%p sv.ck.), bước đầu cho thấy thành quả từ những chính sách mới.

Cập nhật giá mục tiêu 22,400 đồng/CP với khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Sau giai đoạn tạm ngừng khuyến nghị từ giữa năm 2022 do triển vọng lợi nhuận có phần kém hấp dẫn, GMT mới được xác lập ở mức 22,400 đồng/CP, tương đương với khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng với LNKV là 21,7%. Trong 3 năm qua, thị giá của VIB gần như đi ngang, và kém tích cực hơn so với đa phần các NHTM NY. Sự đình trệ này phản ánh giai đoạn tái định hình của NH. Tuy nhiên, với kỳ vọng quá trình này cũng đang dần hoàn tất, tăng trưởng lợi nhuận ước tăng trở lại từ năm 2025 trở đi – qua đó khởi động lại triển vọng đầu tư đối với ngân hàng.

Năm tài chính (31/12)	12/22	12/23	12/24	12/25F	12/26F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14,963	18,484	16,750	20,479	24,872
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3,095	3,676	3,819	3,824	5,004
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	10,581	10,704	9,004	10,528	14,802
LNST (tỷ đồng)	8,469	8,563	7,204	8,424	11,843
EPS (đồng)	4,018	3,376	2,418	2,786	3,911
ROE (%)	29.7	24.3	18.1	18.3	21.2
P/E (x)	4.5	5.4	7.5	6.5	4.7
P/B (x)	1.2	1.2	1.3	1.1	0.9
GTSS (%)	15,492	14,956	14,052	16,574	20,382

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Tóm lược bảng cân đối

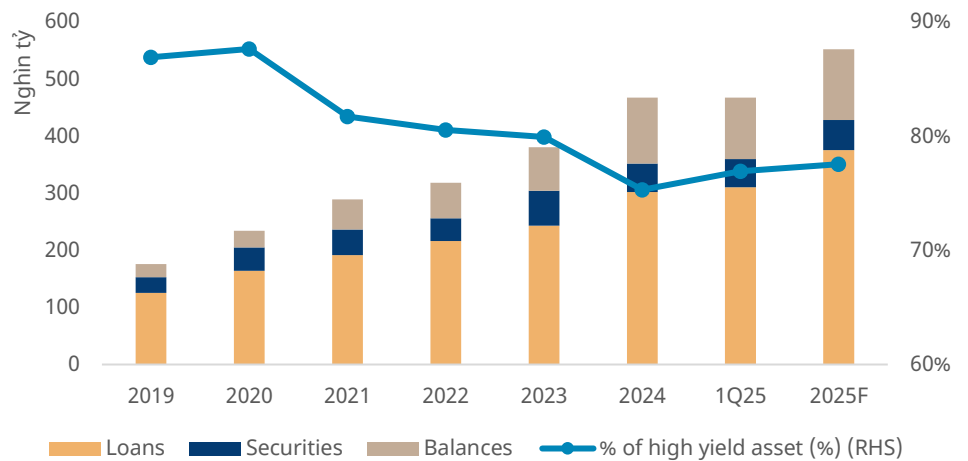
Thay đổi mang tính cấu trúc

Tăng chậm hơn ngành nhưng cao hơn sv.ck.

Q1 tương đối khởi sắc

Ngân hàng Quốc Tế Việt Nam (VIB) ghi nhận mức tăng nhẹ về TTS trong Q1/2025, đạt gần 496 nghìn tỷ (+0.5% sv.2024). Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA) cho thấy sự dịch chuyển sang các khoản có lợi suất cao hơn, khi cho vay khách hàng tăng 3.4% lên hơn 329 nghìn tỷ và chiếm 66% TTS. Ngược lại, cho vay liên ngân hàng và danh mục đầu tư lần lượt giảm 1.8% và 3.1%. Trong danh mục cho vay, các phân khúc ghi nhận mức tăng trưởng mang tính dẫn dắt bao gồm vay thương mại (+22.8%), dịch vụ tài chính (+27.9%) và đặc biệt là cho vay lĩnh vực kinh doanh BĐS (+24.9%), hiện chiếm khoảng 2.1% tổng dư nợ cho vay. Sự dịch chuyển được cho là phù hợp cho chiến lược phát triển dài hạn hơn, trong bối cảnh danh mục cho vay VIB trước đây có phần quá phụ thuộc vào một vài phân khúc (cả khách hàng lẫn mục đích vay) – điều này đã hạn chế tính đa dạng dư nợ cũng như sự ổn định cho lợi nhuận.

Hình 1. Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA)



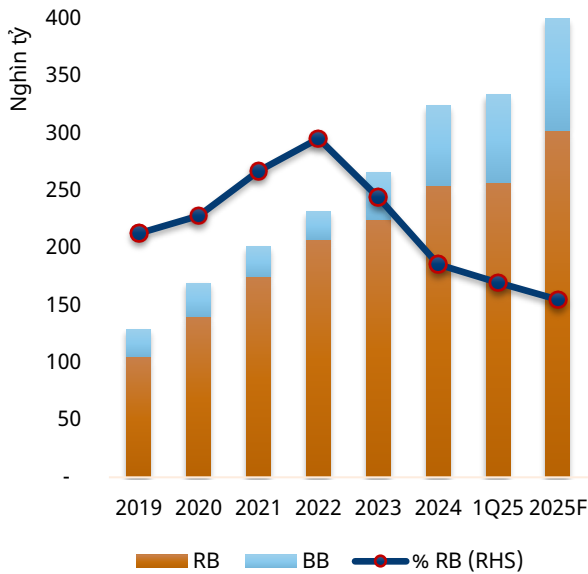
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research dự phóng

Chú thích: Loans: cho vay, Securities: chứng khoán, Balances: LNH, % of high yield asset: tỷ trọng TS lợi suất cao

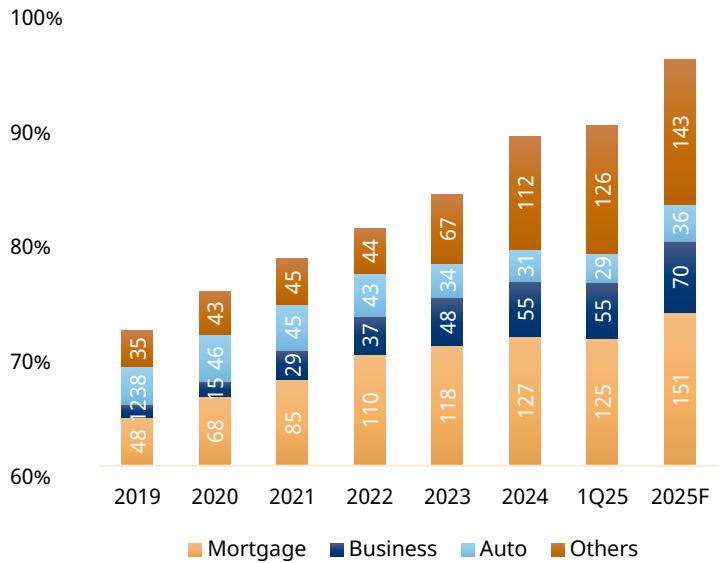
Tăng trưởng tài sản – phần lớn dẫn dắt nhờ danh mục cho vay, được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực chủ đạo, trong khi danh mục đầu tư TPDN khá nhỏ. Tài sản và cho vay ghi nhận tăng lần lượt 20% và 21.65% trong năm 2024, và kỳ vọng tăng 17.6% và 23.54% cho năm 2025. Với một số nguồn lực đang phân bổ tạm thời cho những phân khúc tài sản sinh lãi ngắn hạn, ngân hàng được kỳ vọng sẽ gia tăng tỷ trọng cho vay với điều kiện tăng trưởng có phần thuận lợi hơn khi tiềm năng tăng trưởng của những NHTM lớn có phần hạn chế. Mặc dù kết quả thực hiện của VIB trong Q1/2025 tương đối chậm hơn so với trung bình ngành, chỉ tăng +3.1% sv.2024 thấp hơn mức tăng tín dụng toàn hệ thống là 3.9%. Đà tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ cải thiện trong các quý tiếp theo khi nhu cầu cho vay dự kiến sớm khởi sắc sau quý 1, vốn thường trầm lắng do các kỳ nghỉ kéo dài. Nhìn chung, lợi thế chính của VIB trong tăng trưởng tín dụng năm 2025 là dựa vào các chỉ số thanh khoản và quy mô chỉ ở tầm trung, cho phép ngân hàng có nhiều biên độ tăng trưởng vượt trội hơn trong trung hạn.

Đa dạng hóa danh mục

Hình 2. Phân khúc khách hàng



Hình 3. Danh mục KHCN (VNDtr)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Chú thích: RB: KHCN, BB: KHDN, Mortgage: cho vay BĐS, Business: vay kinh doanh, Auto: vay mua xe, Others: vay khác

Mở rộng danh mục KHDN

Phân khúc cho vay mua ô tô – từng là một trong những mũi nhọn tăng trưởng của VIB – dần cho dấu hiệu bão hòa, đồng thời cũng chịu áp lực cạnh tranh mạnh mẽ từ các dòng xe điện (EV), vốn không phải thế mạnh của ngân hàng. Đồng thời, các sản phẩm cho vay KHCN có tỷ trọng lớn như vay mua nhà/sửa nhà hay tái tài trợ (có tài sản đảm bảo) cũng gặp phải áp lực cạnh tranh lớn khi cung tín dụng được đẩy mạnh hơn so với nhu cầu vay. Qua đó thúc đẩy nhu cầu đa dạng hóa (cân bằng hơn) cả danh mục sản phẩm lẫn tệp khách hàng. Việc cơ cấu danh mục - dù biên lợi suất cho vay có thể không hấp dẫn như giai đoạn 2021-2023, nhưng sẽ phần nào hạn chế rủi ro thu nhập dao động mạnh thất thường trong giai đoạn thị trường biến động.

VIB được đánh giá là một ngân hàng tầm trung có chiến lược kinh doanh với mức độ linh hoạt cao, nhằm gia tăng thị phần cũng như cạnh tranh với các NHTM có quy mô lớn cả quốc doanh lẫn tư nhân. Qua việc VIB gia tăng tỷ trọng cho vay tài trợ phát triển dự án, NH được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh giải ngân phân khúc này thay vì chỉ tập trung cho vay nhà phố riêng lẻ hay tái tài trợ đối với các sản phẩm thứ cấp.

Ngoài ra, sau một thời gian dài gia tăng tỷ trọng cho vay tái cấp vốn (có tài sản đảm bảo), phân khúc này cũng bộc lộ một vài nhược điểm. Mặc dù biên lợi suất ban đầu tương đối hấp dẫn nhưng đi kèm với đó là rủi ro tín dụng khá cao và quyết định vay của nhóm khách hàng này cũng khá nhạy cảm với lãi suất (sẵn sàng thay đổi NH vay khi có thể tiếp cận với khoản vay có lãi suất thấp hơn). Trong giai đoạn cung tín dụng được đẩy mạnh (cạnh tranh lãi suất gia tăng) như 2023-2024, thì những ngân hàng không có ưu thế về huy động giá rẻ sẽ khó mở rộng được danh mục này.

Vì vậy, cho vay phát triển các dự án BĐS được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng mới của VIB trong 2025 và các năm tiếp theo, giúp cho vay phân khúc KHDN tăng trưởng vượt trội hơn so với phân khúc KHCN. Trong đó, tăng trưởng dư nợ được dự phóng đạt trên 40% đối với mảng doanh nghiệp, so với 19% ở mảng bán lẻ. Việc phân tán sự phụ thuộc đối với một số sản phẩm hay nhóm khách hàng sẽ giúp gia tăng tính ổn định trong hoạt động của VIB trong trung và dài hạn.

Chất lượng danh mục suy giảm nhưng ít rủi ro tiềm ẩn

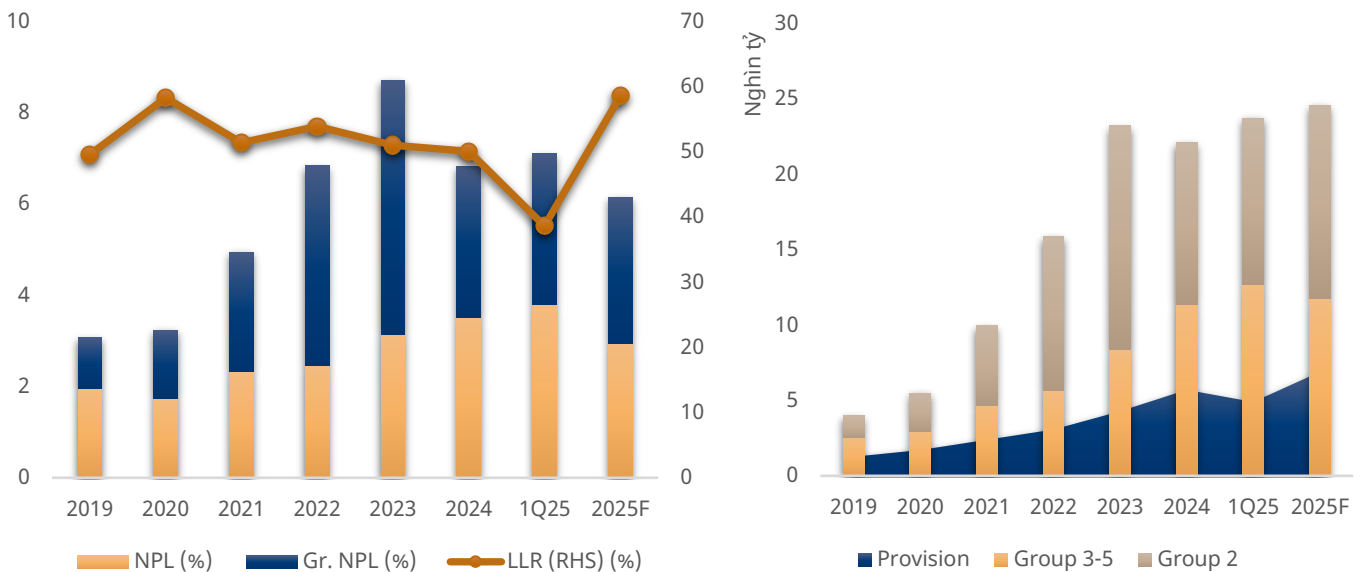
Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm nhẹ theo xu hướng chung của ngành, nhưng chưa quá đáng ngại. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu gộp đều tăng 28đcb sv.Q4/2024, ghi nhận lần lượt 3.79% và 7.1%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm còn hơn 40%. Thông thường, khi điều kiện vĩ mô có phần bất ổn, nhóm KHCN cũng như DNVVN là đối tượng chịu tác động sớm nhất. Vì vậy, chất lượng suy giảm tại một ngân hàng có tỷ trọng phân bổ cho nhóm này cao cũng không quá bất thường, đặc biệt trong bối cảnh bất ổn có phần tăng mạnh trong giai đoạn đầu 2025. Ngoài ra, theo đuổi danh mục có lợi suất cao cũng thường đi kèm với mức độ rủi ro tương ứng.

Tuy nhiên, triển vọng chất lượng danh mục tích cực hơn khi Nghị quyết 42/2017 được luật hóa. Các chi phí thu hồi nợ xấu của ngân hàng tương đối cao khi đa phần các khoản vay của VIB có quy mô khá nhỏ. Thay đổi về mặt pháp lý này có thể giảm chi phí liên quan đến vấn đề xử lý tài sản đảm bảo cũng như giảm áp lực trích lập. Tỷ lệ này của VIB thường cao hơn so với mặt bằng chung, như trong 2024, chi phí trích lập chiếm khoảng 23% tổng thu nhập thuần trong khi trung bình tại các NHNY chỉ khoảng 20%.

Nhìn chung, các yếu tố có thể tác động tích cực lên triển vọng chất lượng tài sản bao gồm: 1) Mở rộng danh mục sang các sản phẩm có rủi ro tín dụng thấp hơn; 2) Gia tăng cho vay mảng ngân hàng bán lẻ với mục đích kinh doanh; 3) Tiềm năng từ thu hồi nợ xấu đã xử lý (kế hoạch 3-5 nghìn tỷ cho 2025 và 2026), tạo dư địa cho ngân hàng trích lập nhiều hơn; và 4) Kỳ vọng gia tăng tỷ trọng cho vay nhóm KHDN.

Tỷ lệ nợ tiềm ẩn – với trường hợp VIB thì chỉ bao gồm các khoản nợ tái cơ cấu – giảm rõ rệt và hiện chỉ chiếm khoảng 0.1% tổng dư nợ (256 tỷ tính đến Q1/2025). Hơn nữa, dù chính sách cho vay có phần táo bạo, tỷ lệ dư nợ trên tài sản đảm bảo ở mức tương đối an toàn, khoảng 50-60%, hỗ trợ cho cả khả năng cũng như tỷ lệ nợ xấu thu hồi được. Đối với rủi ro tiềm ẩn liên quan đến TPDN, dư nợ đối với khoản mục này rất thấp chỉ hơn 0.4 nghìn tỷ – tương đương khoảng 0.12% tổng danh mục tín dụng tính đến cuối Q1/2025.

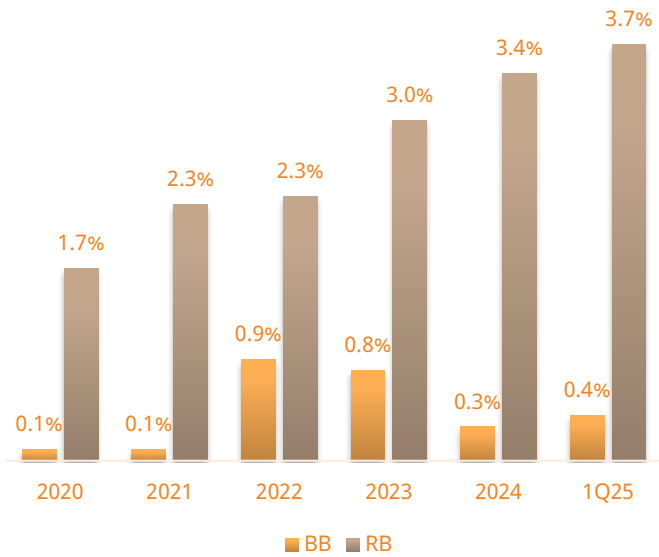
Hình 4 & 5. Chất lượng cho vay



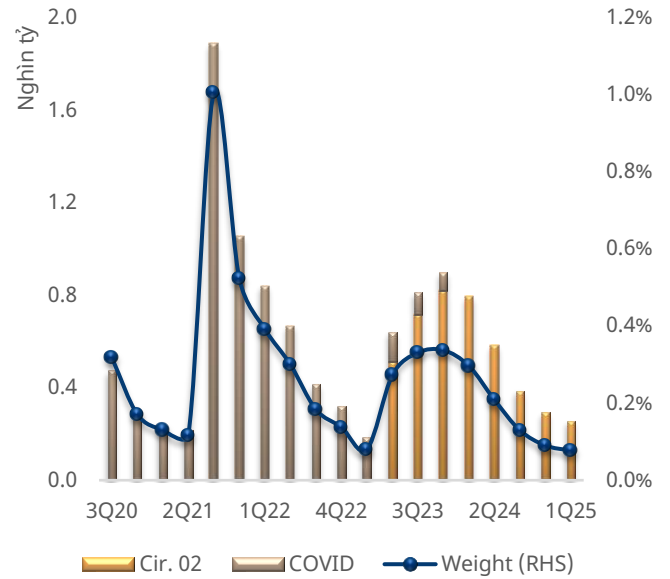
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Chú thích: NPL: tỷ lệ nợ xấu; Gr. NPL: NPL mở rộng; Provision: dự phòng; Group: nhóm nợ

Hình 6. NPL theo nhóm KH



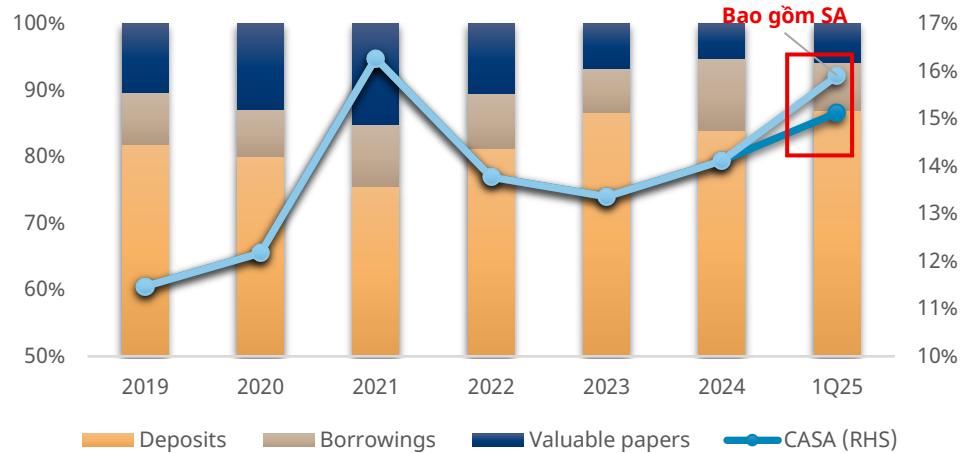
Hình 7. Nợ tái cơ cấu và tỷ trọng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng
 Chú thích: Cir.: thông tư; Weight: Tỷ trọng

Điều chỉnh cơ cấu huy động theo nhu cầu mới

Hình 8. Cơ cấu huy động chịu lãi (IBL)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng
 Chú thích: Deposits: tiền gửi; Borrowings: vay; Valuable papers: GTCG; CASA: tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn

VIB cũng thể hiện sự linh hoạt trong cơ cấu huy động, khi thay đổi phù hợp với triển vọng trung hạn của nhu cầu tín dụng. Cụ thể, mảng ngân hàng doanh nghiệp (BB) và bán lẻ (RB) – đặc biệt là cho vay phục vụ mục đích kinh doanh và thẻ tín dụng (CC) – được kỳ vọng sẽ tăng trưởng vượt trội. Trước đây, ngân hàng tập trung huy động các kỳ hạn dài (trên 12 tháng) nhằm phục vụ cho mục đích mở rộng danh mục cho vay mua nhà và ô tô. Tuy nhiên, các phân khúc này đang đối mặt nhiều trở ngại như rủi ro tín dụng và mức độ cạnh tranh cao, dẫn đến việc tiếp tục theo đuổi mục tiêu này không còn phù hợp.

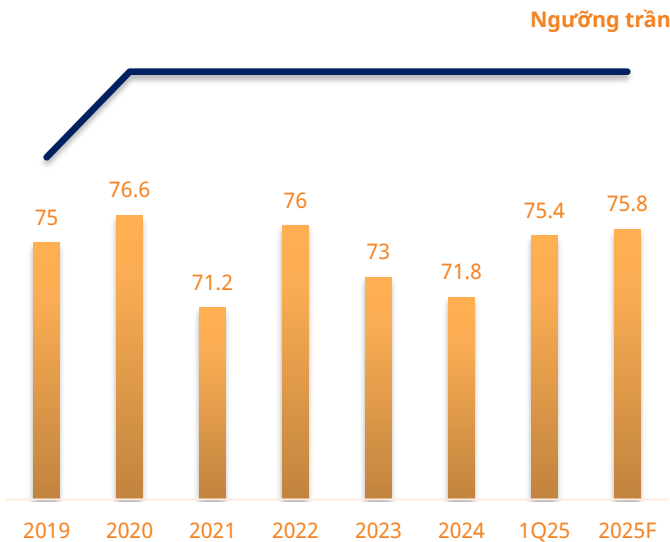
Giữa năm 2024, VIB đã tham gia tài trợ một chương trình truyền hình thực tế có mức độ lan tỏa cao hướng đến tiếp cận nhóm khách hàng trẻ và năng động – là nhóm khách hàng đầy triển vọng với nhu cầu tín dụng gia tăng, đặc biệt là đối với các sản phẩm cho vay tiêu dùng và vay kinh doanh. Với kỳ vọng đẩy mạnh các khoản tín dụng ngắn hạn, thì huy động quá nhiều với kỳ hạn dài sẽ không hiệu quả về mặt kinh tế, VIB cũng ra mắt sản phẩm “tài khoản siêu lợi suất-SA” đầu Q1/2025, nhằm thu hút phân khúc tiền gửi thanh toán. Vì loại tài khoản tương tự này đã được ra mắt bởi một vài ngân hàng có nền

tăng công nghệ vượt trội, VIB hiện đang đưa ra mức lãi suất có phần hấp dẫn hơn khoảng 10đcb bên cạnh các chiến dịch marketing ngân hàng. Dù mới chỉ ra mắt trong thời gian ngắn nhưng sản phẩm này đã ghi nhận kết quả tương đối tích cực. Số dư tổng đạt hơn 3 nghìn tỷ, đẩy tỷ trọng nguồn vốn chịu lãi thấp tăng 2%p lên mức 21% trong Q1/2025, theo VIB. Về cơ bản, việc điều chỉnh cơ cấu huy động một cách linh hoạt được kỳ vọng sẽ cải thiện biên lãi thuần (NIM).

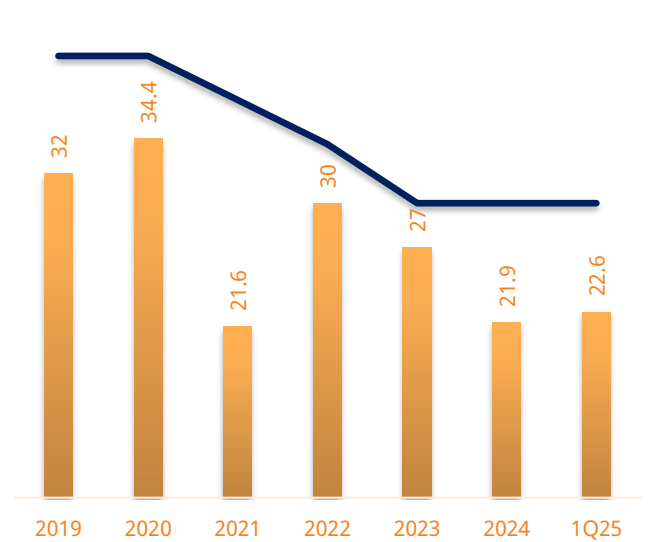
Cơ cấu kỳ hạn tại các kênh khác ngoài tiền gửi cũng ghi nhận sự chuyển dịch, khi ngân hàng duy trì các cam kết vay trung và dài hạn ở mức độ hợp lý nhằm giữ vững tỷ lệ an toàn vốn và đồng thời ưu tiên sử dụng các kênh huy động ngắn và linh hoạt. Tỷ trọng huy động từ kênh GTCC tuy tăng nhẹ lên 5.8% trong Q1/2025 (+0.5%p sv.Q4/2024), nhưng đã giảm đáng kể so với tỷ trọng thường thấy quanh 10–15% trong giai đoạn 2019–2023 – giai đoạn VIB đẩy mạnh mở rộng danh mục cho vay trung-dài hạn. Dù chưa thể bắt kịp với các ngân hàng tư nhân lớn, chi phí huy động từ kênh này của VIB vẫn thấp hơn đáng kể – khoảng 50bps sv. các NH tầm trung. Lợi thế này đến từ việc tiên phong trong áp dụng các chuẩn mực an toàn vốn cũng như huy động thành công nguồn vốn từ các định chế tài chính quốc tế. Tính đến hết Q1/2025, nguồn huy động từ nước ngoài đạt hơn 711 triệu USD (~71% khoản mục), giảm từ 856 triệu USD (chiếm 93.8%) cuối 2024. VIB được kỳ vọng tiếp tục duy trì thể mạnh huy động khi đang trong giai đoạn chuẩn bị hoàn thành chuẩn Basel III, với kế hoạch thử nghiệm dự kiến triển khai vào cuối năm 2025.

Thanh khoản dồi dào tạo dư địa

Hình 9. Cho vay trên tiền gửi (LDR) (%)



Hình 10. Huy động ngắn hạn cho vay trung dài hạn (%)

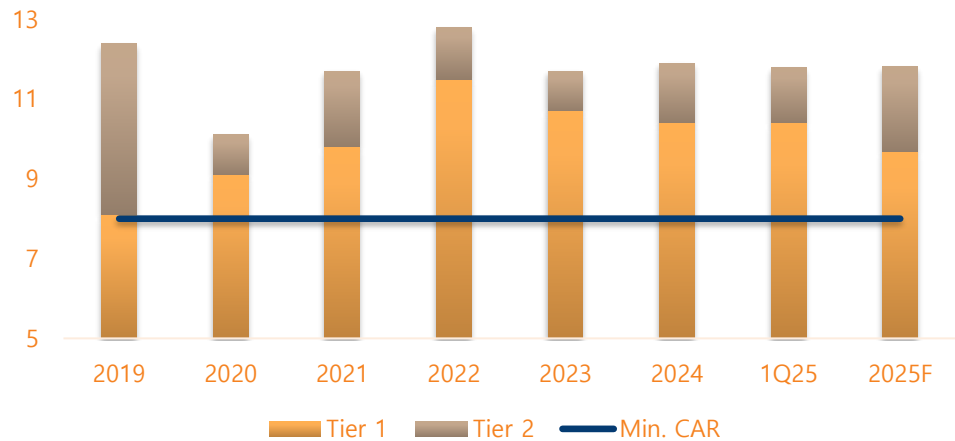


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Tổng quan các chỉ số thanh khoản của VIB không chỉ duy trì mức ổn định mà còn có nhiều dư địa hỗ trợ tăng trưởng hơn so với nhiều ngân hàng lớn trong cả khối quốc doanh lẫn tư nhân. Trong Q1/2025, tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) của ngân hàng có tăng nhẹ nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình toàn hệ thống khoảng 80%, và còn cách khá xa ngưỡng trần 85% theo quy định. Ngoài ra, VIB cũng không phụ thuộc quá nhiều vào việc chênh lệch kỳ hạn – tận dụng vốn ngắn hạn cho các khoản vay trung và dài hạn. Việc cân đối kỳ hạn một cách thận trọng giúp ngân hàng giảm áp lực huy động nhanh khi có nhu cầu giải ngân, vừa duy trì việc tuân thủ an toàn nhưng cũng đồng thời có khả năng linh hoạt trong cân đối giữa huy động và giải ngân.

Bắt đầu chia cổ tức bằng tiền từ 2023

Hình 11. CAR



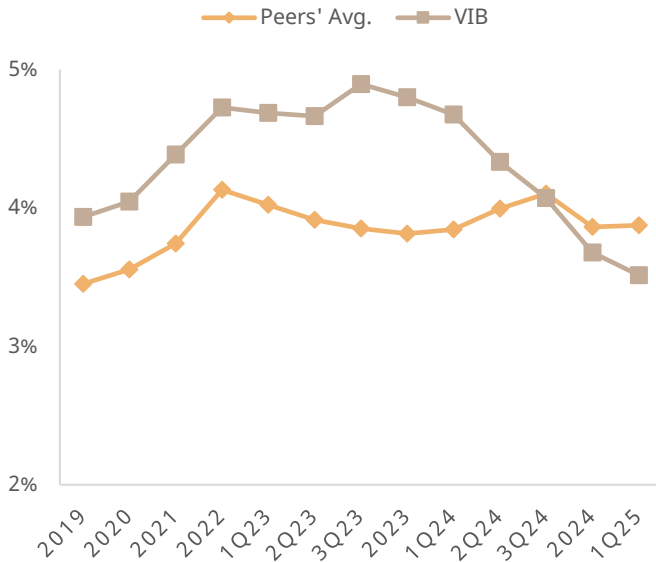
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Về quản lý vốn, VIB cũng như nhiều ngân hàng có thể mạnh về vốn cũng lựa chọn cân đối lợi ích cổ đông nhưng vẫn đảm bảo tăng trưởng an toàn. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của ngân hàng giảm từ mức gần 13% cuối 2022 xuống còn 11.8% hết Q1/2025, sau ba đợt chi trả cổ tức bằng tiền. Việc duy trì CAR ở mức cao không quá cần thiết trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận có sự lệch pha tương đối, vì vậy, việc chia cổ tức được lựa chọn thay vì giữ lại toàn bộ lợi nhuận để đẩy cao tăng trưởng tín dụng. CAR của VIB dự kiến sẽ duy trì quanh mức này trong thời gian tới (năm 2025: 11.8%), phù hợp với định hướng của VIB là giữ CAR trong ngưỡng 11–13% – nhằm đạt được sự cân bằng giữa vấn đề tuân thủ quy định mà vẫn bảo đảm duy trì hiệu quả hoạt động.

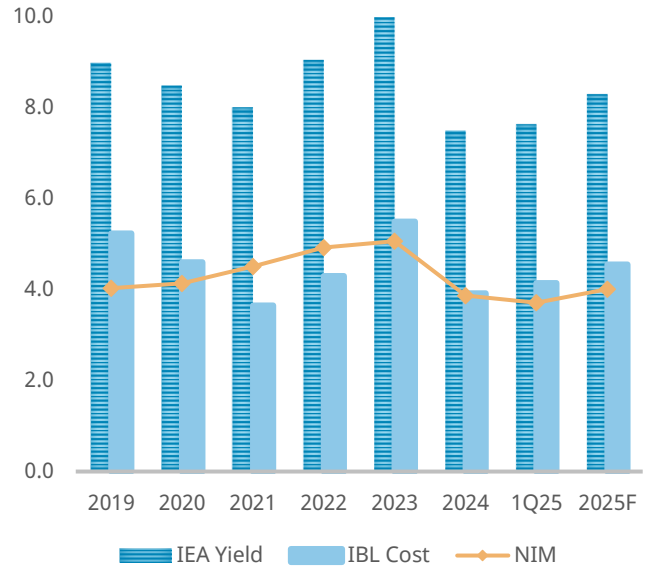
Kỳ vọng cải thiện hiệu quả hỗ trợ định giá

Kỳ vọng NIM đảo chiều

Hình 12. NIM (%)



Hình 13. Lợi suất và chi phí (%)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Chú thích: Peers bao gồm: HDB, LPB, MSB, OCB, SSB, TPB; IEA Yield: lợi suất tài sản; IBL Cost: chi phí huy động

Xu hướng giảm chậm dần

Việc VIB tập trung mạnh vào một số phân khúc thị trường “ngách” đã giúp ngân hàng đạt được tốc độ tăng trưởng cao trong giai đoạn trước, nhưng cũng đi kèm với một số nhược điểm đang lưu ý là chất lượng tài sản suy giảm dần. Trong giai đoạn đầu của quá trình tín dụng mở rộng nhanh, với động lực chính từ mảng cho vay ô tô và tái cấp vốn mua nhà giúp VIB duy trì được mức NIM vượt trội so với các ngân hàng cùng phân khúc. Tuy nhiên, khoảng cách này bắt đầu thu hẹp từ cuối 2023 và biên lãi giảm mạnh hơn khi các yếu tố bất lợi vĩ mô gia tăng. Trong đó, kinh tế giảm tốc khiến chất lượng nợ giảm nhanh, đồng thời, chủ trương điều hành là hạ lãi suất hỗ trợ tăng trưởng và nâng mục tiêu tăng trưởng tín dụng tác động suy giảm đối với lợi suất của VIB.

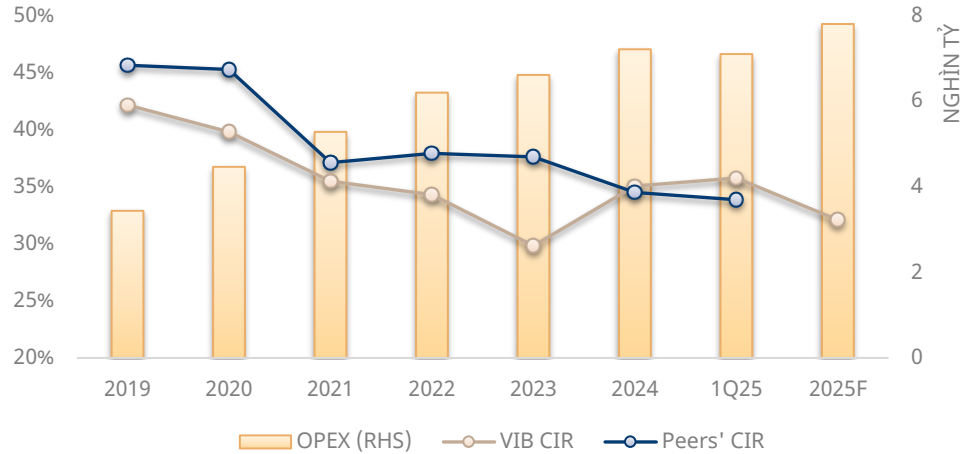
Thông thường thì nhóm khách hàng có nhu cầu đối với khoản vay tái cấp vốn khi cần điều kiện tín dụng đơn giản hơn hoặc lãi suất hấp dẫn. Vì vậy, khi cung tín dụng được đẩy mạnh khiến các NHTM gia tăng cạnh tranh trên nhiều phương diện, bao gồm cả lãi suất, qua đó hạ lãi suất trên bình diện chung trong giai đoạn cuối 2023 và 2024. Bên cạnh đó, việc ngân hàng điều chỉnh chiến lược tăng trưởng theo hướng thận trọng hơn, sẽ sớm giúp ngân hàng ổn định được chất lượng tài sản và thúc đẩy NIM trung và dài hạn phục hồi.

NIM được kỳ vọng sẽ bắt kịp với mức thông thường của các ngân hàng trong cùng phân khúc. Trên cơ sở kỳ vọng chất lượng tài sản dần cải thiện hậu điều chỉnh chiến lược, thu nhập từ lãi sẽ tăng trưởng ổn định hơn. Tăng trưởng tín dụng năm 2024 đạt khoảng 21.5%, với phần lớn giải ngân diễn ra trong nửa cuối năm. Đây cũng là chỉ báo ngắn hạn cho thấy lợi suất của danh mục cho vay hay IEA nói chung sẽ dần bình thường hóa từ cuối năm 2025 trở đi. Ngoài ra, nỗ lực chủ động kiểm soát chi phí vay (VD: ra mắt sản phẩm SA) cũng là động lực cho NIM hồi phục cho phần còn lại của 2025.

Kiểm soát chặt chi phí

CPHĐ kỳ vọng duy trì ở mức cao

Hình 14. CPHĐ trên doanh thu (CIR)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Chú thích: OPEX: CPHĐ

Tỷ lệ CPHĐ trên thu nhập (CIR) tăng mạnh do thu nhập có phần kém khả quan trong năm 2024. So với tỷ lệ trung bình ghi nhận tại các NH tầm trung khác, tỷ lệ của VIB vẫn không quá cao. CPHĐ năm 2024 tăng 9.1% svck – một mức tăng vẫn trong tầm kiểm soát đối với một ngân hàng tầm trung đang đặt mục tiêu tiếp tục gia tăng năng lực tự động hóa cũng như tệp khách hàng. Bên cạnh đó, thu nhập từ các hoạt động cốt lõi suy giảm góp phần khiến CIR ghi nhận tăng mạnh 5.2%p svck lên 35.2% năm 2024 và 35.8% (12T) hết Q1/2025. Năm 2024, thu nhập lãi thuần (NII) và thu thuần từ dịch vụ (NSI) giảm lần lượt 9.4% và 19.9%.

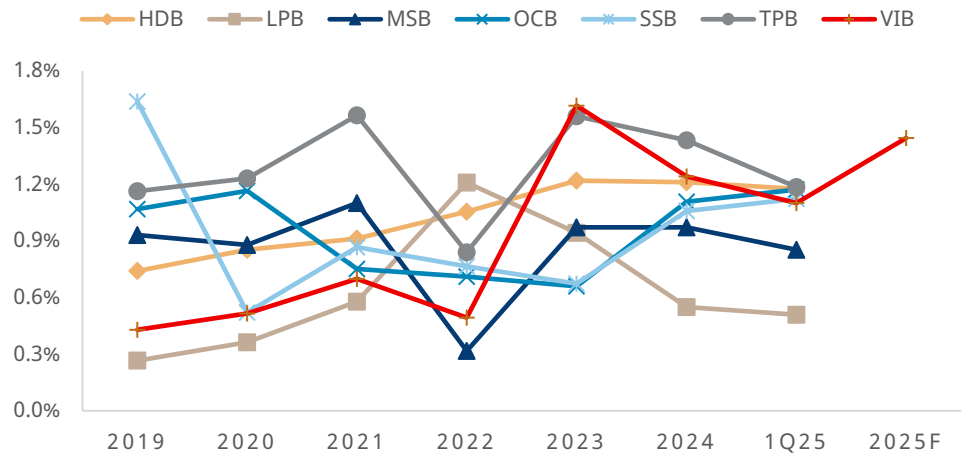
Chi tiết hơn, các nguồn thu nhập chính suy giảm không chỉ ghi nhận đối với trường hợp của VIB. Hầu hết các ngân hàng lớn, đặc biệt là những NHTM có nguồn thu ngoài lãi lớn từ các hoạt động như bán chéo bảo hiểm hay thư tín dụng – đều bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các thay đổi chính sách trong giai đoạn 2023–2024. Về phần chi phí, "chi phí hoạt động khác" ghi nhận mức tăng cao nhất, lên tới 14.7% CK trong năm 2024, nhiều khả năng liên quan đến các hoạt động tài trợ truyền thông quy mô lớn đã được đề cập.

Về triển vọng cho năm 2025, chi phí vận hành – đặc biệt là chi phí nâng cấp đội ngũ vận hành và hiện đại hóa hệ thống – dự kiến vẫn sẽ tiếp tục tăng, phù hợp xu thế chuyển đổi số và gia tăng tự động hóa nhằm đáp ứng khối lượng giao dịch trực tuyến ngày càng lớn. Tuy nhiên, CIR được kỳ vọng sẽ cải thiện khoảng 3%p trong kỳ và tiếp tục cải thiện cho các năm tiếp theo.

Kỳ vọng cải thiện này hỗ trợ bởi giả định từ sự phục hồi của thu nhập cốt lõi, với NII ước tăng 22.3% svck – vượt xa mức tăng 8.2% của CPHĐ. Trong khi đó, NSI, liên tục ghi nhận xu hướng kém tích cực trong năm 2023 (–30.9%) và 2024 (–19.9%), được kỳ vọng sẽ ổn định trở lại trong 2025. Mức nền thấp hiện tại cũng sẽ tạo tiền đề tăng trưởng tích cực hơn trong trung hạn, khi không có sự xáo trộn về mặt chính sách. Nhìn chung, triển vọng kinh doanh của VIB được kỳ vọng đi vào quỹ đạo tăng trưởng ổn định hơn khi các yếu tố bất lợi đã dần phản ánh đầy đủ trong giai đoạn trước.

Chi phí tín dụng được dự kiến ưu tiên

Hình 15. Chi phí tín dụng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

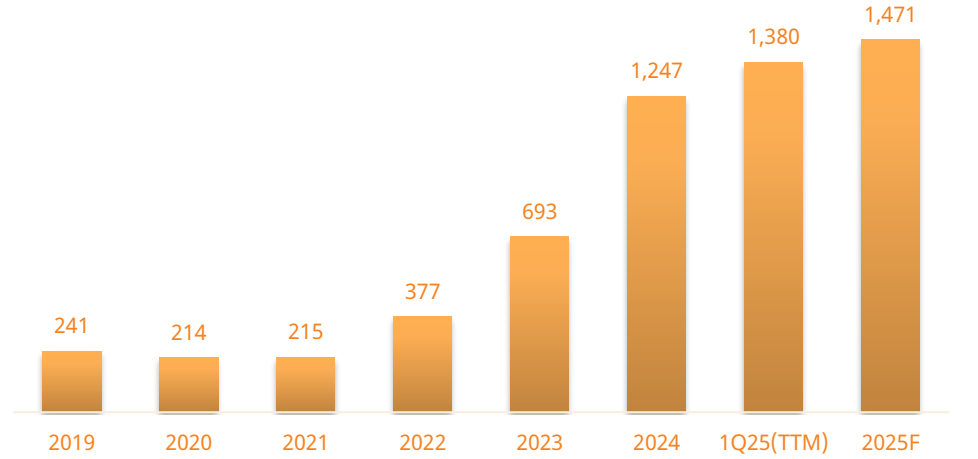
Chi phí tín dụng của VIB, dù có phần cao hơn do mức độ tập trung lớn vào mảng bán lẻ, nhưng không chênh lệch đáng kể so với mặt bằng chung của các ngân hàng cùng ngành. Chi phí dự phòng tăng đột biến trong 2023 phản ánh môi trường kinh doanh khó khăn. Ngoài ra, sự gia tăng cạnh tranh giữa các tổ chức tín dụng trong 2023-2024 cũng ảnh hưởng phần nào đến lộ trình trả nợ của các khách hàng khi họ muốn thương lượng giảm trên các hợp đồng tín dụng hiện hữu. Gần đây, chi phí tín dụng đã dần cho dấu hiệu hạ nhiệt, giảm 38đcb svck trong 2024 và thêm 14đcb cuối Q1/2025.

Cho cả năm 2025, chi phí tín dụng ước tăng khoảng 20bps – không hoàn toàn do chất lượng tài sản giảm mạnh. Chúng tôi kỳ vọng VIB sẽ trích lập nhiều hơn nhằm đẩy nhanh quá trình xử lý nợ xấu, qua đó gia tăng các hệ số chất lượng tài sản về vùng trước dịch bệnh và giảm gánh nặng trích lập trong giai đoạn mới bên cạnh nỗ lực đa dạng hóa danh mục tín dụng.

Triển vọng lợi nhuận khởi sắc sau giai đoạn trầm lắng

Kỳ vọng hỗ trợ từ thu hồi nợ xấu vẫn duy trì

Hình 17. Thu hồi nợ xấu đã xử lý



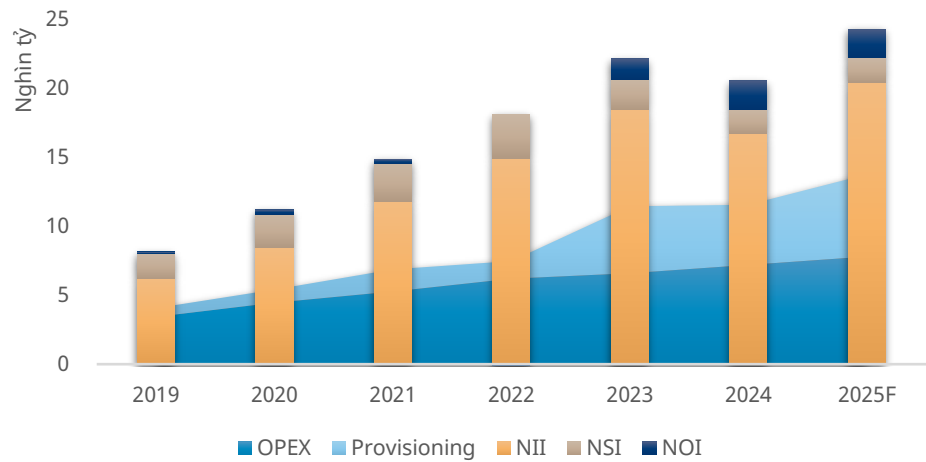
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Những lo ngại liên quan đến tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng (LLR) tương đối thấp của VIB cần được xem xét trong bối cảnh ngân hàng duy trì hiệu quả thu hồi nợ một cách ổn định khi tính chất của dư nợ đa phần có TSDB với khả năng thu cao. Dựa trên dữ liệu trong khoảng 10 năm trở lại đây, tỷ lệ thu hồi trung bình của VIB ước đạt trên 60%, cho thấy việc duy trì LLR quanh khoảng 50-60% không quá đáng ngại. Nói cách khác, lợi nhuận của VIB có cơ sở để nhận định là thực chất, chứ không đơn thuần đến từ việc trích lập dự phòng thấp. Ngoài ra, phần lớn danh mục cho vay của VIB đều có TSDB, đặc biệt là các khoản vay liên quan đến BĐS – gần như hoàn toàn được bảo đảm bằng các giấy tờ pháp lý hoàn chỉnh, thay vì hợp đồng mua bán hay hợp tác đầu tư. Việc luật hóa Nghị quyết 42 được xem là yếu tố hỗ trợ tích cực, giúp giảm gánh nặng trích lập dự phòng trong tương lai cũng như cải thiện khả năng và giá trị thu hồi. Các NHTM với tỷ trọng KHCN cũng như DNVVN cao sẽ sớm được hưởng lợi khi các khoản vay thường có giá trị nhỏ nhưng được đảm bảo bằng TSDB có tính thanh khoản tốt và giá trị ổn định, giúp các NH yên tâm hơn khi giải ngân.

Hoạt động thu hồi nợ được kỳ vọng sẽ tiếp tục là điểm sáng trong cơ cấu thu nhập của VIB cũng như hỗ trợ lợi nhuận trong giai đoạn 2025–2026. Năm 2024, nguồn thu nhập này ghi nhận mức tăng gần 80% svck, vượt 1,200 tỷ và chiếm hơn 60% thu nhập ngoài lãi. Theo ban lãnh đạo, tổng giá trị thu hồi có thể đạt 3,000–5,000 tỷ trong giai đoạn 2025–2026. Trong kịch bản thận trọng, VIB ước thu hồi được khoảng 3,000 tỷ đồng chia đều cho hai năm, tốc độ tăng trưởng hàng năm vẫn đạt khoảng 20%. Riêng trong năm 2025, chúng tôi ước tính ngân hàng có thể thu hồi hơn 1,400 tỷ nợ xấu đã xử lý và ghi nhận ngoại bảng, tương ứng với tỷ lệ thu hồi ước tính khoảng 50%.

Làm mới chu kỳ tăng trưởng

Hình 18. Tóm tắt cơ cấu thu chi



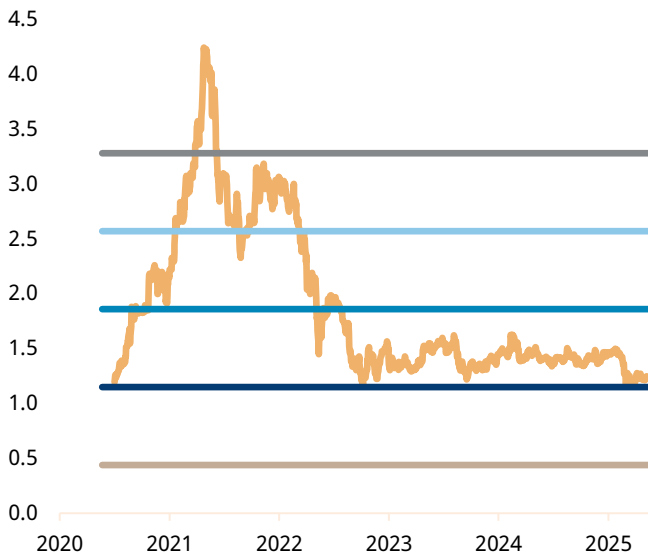
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Chú thích: Provisioning: chi phí dự phòng

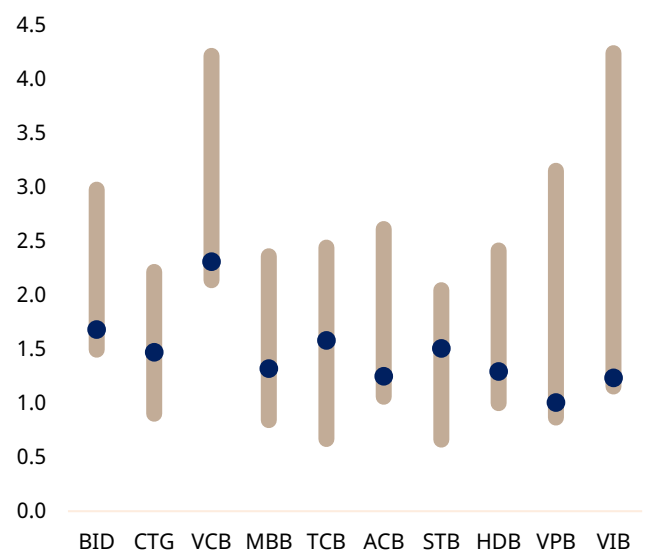
Dù tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 không được kỳ vọng sẽ quá đột biến, nhưng việc quay trở lại mức tăng trưởng hai chữ số – ước tính khoảng 17% svck. – cũng sẽ là một sự cải thiện đáng kể. Giai đoạn 2023–2024 là thời kỳ tương đối trầm lắng đối với lợi nhuận của ngân hàng. Khi phần lớn các ngân hàng vẫn ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận trung bình trên 15%, VIB chỉ đạt mức tăng nhẹ 1.2% trong 2023, nhưng lại giảm 15.9% trong năm 2024. Động lực chính thúc đẩy lợi nhuận VIB phục hồi là NII trên cơ sở hoàn thiện quá trình tái định hình danh mục tín dụng theo hướng gia tăng tính ổn định. Thu nhập ngoài lãi được dự báo có phần thận trọng khi hiện chưa ghi nhận động lực tiềm năng đáng kể nào cũng như áp lực từ thay đổi chính sách vẫn còn tác động tương đối trong nửa đầu 2025. Ngược lại, nhu cầu gia tăng chi tiêu cho cả hoạt động lẫn dự phòng vẫn cần thiết, ước tăng lần lượt 8.2% và 37.2%. Năm 2025, được cho là năm bản lề cho “bình thường mới” của nguồn thu từ các hoạt động dịch vụ đi kèm với đó là kỳ vọng lợi nhuận khởi sắc trở lại.

Áp lực bủa vây định giá

Hình 19. VIB's P/B

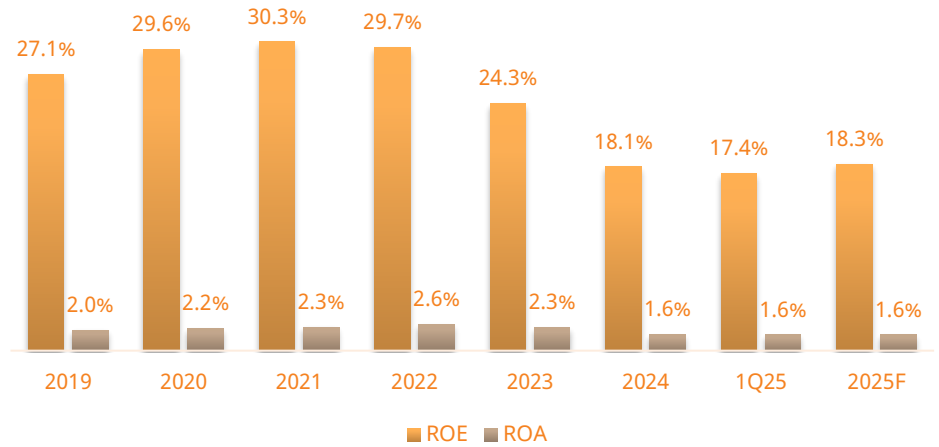


Hình 20. VIB sv. các NHTM theo dõi (5 năm)



Source: Bloomberg, Mirae Asset Securities Research Dự phóng

Hình 21. ROE và ROA



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research dự phóng

Định giá của VIB giảm sâu trong bối cảnh chuỗi tác nhân tiêu cực kéo dài. Sau thêm niềm yết, lại trùng hợp với giai đoạn “tiền rẻ”, định giá của VIB từng được đẩy lên mức cao vượt trội – không chỉ so với nhóm ngân hàng cùng phân khúc, mà còn vượt mặt nhiều NHQD và tư nhân lớn. Tuy nhiên, mức định giá cao này đã không thể duy trì khi cổ phiếu trải qua một đợt điều chỉnh mạnh trong bối cảnh thắt chặt chính sách tiền tệ và xu hướng bán tháo khi định giá thị trường bị đẩy lên quá cao.

Tình hình vĩ mô nhiều khó khăn theo sau đó cũng đã cản trở kỳ vọng và quá trình phục hồi các yếu tố cơ bản của ngân hàng, khi tỷ trọng KHCN của VIB quá lớn – là nhóm khách hàng bị ảnh hưởng nhanh nhất khi kinh tế giảm tốc. Hệ quả là định giá của VIB vẫn đang duy trì ở mức thấp, cả khi so sánh tương quan dữ liệu quá khứ hay các ngân hàng trong cùng phân khúc. Một điểm đáng ghi nhận khác là nhóm các ngân hàng từng có mức định giá cao hơn so với ngành chung có mức hồi không quá đáng kể phản ánh tâm lý cẩn trọng hơn trong quyết định đầu tư.

Sau giai đoạn tạm ngừng khuyến nghị từ giữa năm 2022 do triển vọng lợi nhuận có phần kém hấp dẫn, GMT mới được xác lập ở mức 22,400 đồng/CP, tương đương với khuyến nghị Tăng tỷ trọng với LNKV là 21.7%. Trong 3 năm qua, thị giá của VIB gần như đi ngang, và kém tích cực hơn so với đa phần các NHTM NY. Sự đình trệ này phản ánh giai đoạn tái định hình của NH. Tuy nhiên, với kỳ vọng quá trình này cũng đang dần hoàn tất, tăng trưởng lợi nhuận ước tăng trở lại từ năm 2025 trở đi – qua đó khởi động lại triển vọng đầu tư đối với ngân hàng.

Mức giá mục tiêu mới tương ứng với mức thị giá trên GTSS (P/B) khoảng 1.4 lần – được cho là phù hợp trong giai đoạn hiện tại khi so với các ngân hàng tương đương chưa kể tiềm năng của VIB được đánh giá có phần vượt trội hơn. Việc VIB có thể cải thiện các chỉ số hiệu quả dự kiến sẽ là động lực chính để khôi phục niềm tin của nhà đầu tư. Dù vậy, yếu tố quyết định vẫn sẽ nằm ở khả năng thực hiện của đội ngũ ngân hàng và vẫn tồn tại rủi ro không hoàn thành mục tiêu sau hai năm liên tiếp lỡ hẹn.

Tiềm năng tái định giá từ vị trí trống của đối tác chiến lược mới. Sau gần 15 năm đầu tư, Ngân hàng Commonwealth Bank of Australia (CBA) đã bắt đầu thoái vốn khỏi VIB vào cuối năm 2024 theo lộ trình giảm đầu tư nước ngoài của ngân hàng mẹ tại Úc. Tỷ lệ sở hữu của CBA tại VIB hiện đã giảm xuống dưới 5%, đồng nghĩa với việc miễn yêu cầu CBTT trước các giao dịch cũng là một yếu tố tiêu cực đối với triển vọng thị giá của VIB. Tuy nhiên, việc CBA thoái vốn hoàn toàn khỏi VIB sẽ mở ra cơ hội tìm kiếm đối tác chiến lược mới cho ngân hàng, theo đó sẽ kích hoạt giai đoạn nâng định giá của ngân hàng nếu thành công.

NHTM CP Quốc Tế Việt Nam (HOSE: VIB)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

(VNDbn)	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu từ lãi	36,691	32,443	42,349	51,123
Chi phí lãi vay	18,207	15,693	21,870	26,252
Thu nhập lãi thuần	18,484	16,750	20,479	24,872
Doanh thu thuần từ dịch vụ	2,203	1,765	1,752	1,968
Doanh thu thuần khác	1,473	2,053	2,072	3,036
Thu nhập từ HĐKD	22,160	20,569	24,303	29,875
Chi phí hoạt động	6,611	7,211	7,801	8,457
Lợi nhuận trước dự phòng	15,550	13,358	16,502	21,419
Tổng chi phí dự phòng	4,846	4,353	5,973	6,617
LNTT	10,704	9,004	10,528	14,802
Thuế TNDN	2,141	1,800	2,104	2,959
LNST	8,563	7,204	8,424	11,843
Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)	8,563	7,204	8,424	11,843

Phân tích DuPont (%)

	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Thu nhập từ lãi	9.75	7.19	7.89	8.08
Chi phí lãi	4.84	3.48	4.08	4.15
Lợi nhuận từ lãi	4.91	3.71	3.82	3.93
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.59	0.39	0.33	0.31
Thu nhập ròng khác	0.39	0.45	0.39	0.48
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	5.89	4.56	4.53	4.72
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	1.76	1.60	1.45	1.34
PPOP	4.13	2.96	3.07	3.39
Tổng chi phí dự phòng	1.29	0.96	1.11	1.05
Lợi nhuận thuần khác	2.84	1.99	1.96	2.34
LNTT	0.57	0.40	0.39	0.47
Thuế thu nhập	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	2.28	1.60	1.57	1.87
Đòn bẩy (x)	10.7	11.3	11.7	11.3
ROE	24.3	18.1	18.3	21.2
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	3.14	3.51	2.94	2.79
Tỷ lệ nợ xấu rộng	8.71	6.82	6.14	6.06
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	50.99	50.06	58.54	62.25
Dự phòng trên tổng dư nợ	1.60	1.76	1.42	1.46
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	1.47	1.26	1.49	1.33
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	1.62	1.24	1.44	1.32
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VND)				
EPS (theo báo cáo)	5,152	3,049		
EPS (trung bình)	3,376	2,418	2,786	3,911
GTSS	14,956	14,052	16,574	20,382
LNTDP/CP	6,130	4,484	5,457	7,073

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research dự phóng

Cân đối kế toán (tóm tắt)

(VND bn)	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Tiền và các khoản tương đương	1,681	1,639	1,721	1,807
Chứng khoán	60,988	50,344	52,610	55,252
Cho vay	330,273	423,905	509,526	608,150
Tài sản cố định hữu hình	467	493	540	571
Tài sản khác	16,473	16,777	15,745	19,484
Tổng tài sản	409,881	493,158	580,142	685,265
Tiền gửi	236,577	276,308	318,140	390,681
Nợ vay	98,647	141,793	173,652	191,017
GTCG	23,897	23,263	27,307	29,825
Khoản nợ khác	12,821	9,933	10,926	12,019
Tổng nợ	371,942	451,297	530,025	623,541
Vốn điều lệ	25,368	29,791	30,238	30,284
Thặng dư vốn cổ phần	2	2	2	2
Lợi nhuận giữ lại	3,470	4,333	4,734	6,510
Quỹ dự trữ	9,099	7,735	15,143	24,928
Khoản khác	0	0	0	0
Tổng vốn chủ	37,940	41,862	50,117	61,724

Các chỉ số chính

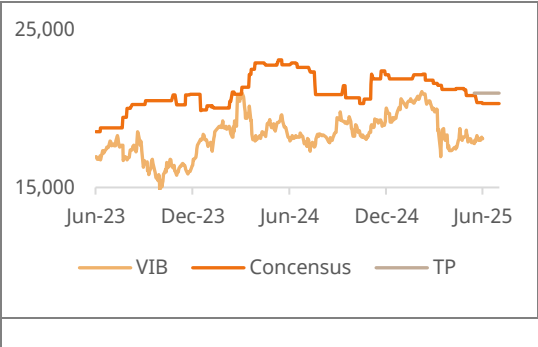
	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Tăng trưởng (CK)				
Cho vay	14.5	21.5	23.6	24.3
Cho vay và phải thu	16.4	28.2	19.3	19.4
Tiền gửi	18.2	16.8	15.1	22.8
Vốn chủ sở hữu	16.2	10.3	19.7	23.2
Tổng tài sản	19.6	20.3	17.6	18.1
Thu nhập ròng từ lãi	23.5	-9.4	22.3	21.5
Thu nhập dịch vụ	-30.9	-19.9	-0.8	12.3
LNTDP	31.1	-14.1	23.5	29.8
Lợi nhuận HĐKD	1.2	-15.9	16.9	40.6
LNST	1.1	-15.9	16.9	40.6
Tỷ suất sinh lời				
Chênh lệch lãi ròng	5.0	3.7	3.7	3.8
NIIM	5.29	3.95	4.0	4.1
Biên LNTDP	42.4	41.2	39.0	41.9
ROA	2.3	1.6	1.6	1.9
ROE	24.3	18.1	18.3	21.2
Thanh khoản				
LDR (loại trừ GTCG)	110.8	115.2	123.6	125.2
Cho vay trên tài sản	63.9	64.5	67.8	71.4
Tỷ Lệ An Toàn Vốn				
CAR	11.7	11.9	11.8	11.9
Tier 1	9.6	9.7	9.7	9.8
Tier 2	2.1	2.2	2.1	2.1
Hiệu quả hoạt động kinh doanh				
Chi phí trên thu nhập	29.8	35.1	32.1	28.3
Chi phí trên tài sản	1.6	1.5	1.3	1.2

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
NHTM CP Quốc Tế Việt Nam	11/06/25	Tăng tỷ trọng	22,400



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng:	Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Năm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336