

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB)

Trung lập (từ Khả quan)

Tài chính

Giá hiện tại	15.200
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	16.300/8.856
Giá mục tiêu	15.700
Giá mục tiêu trước đó	19.100
Consensus	21,2%
Tiềm năng tăng giá	3,3%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	3,3%

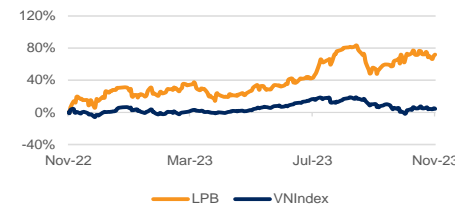
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tỷ USD)	1,58
GTGDQBQ 3 tháng (tr USD)	1,96
Sở hữu NN (tr USD)	0,04
Số CP lưu hành (tr)	2.558
Số CP sau pha loãng (tr)	2.558

	LPB	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	10,8x	9,1x	13,6x
P/B hiện tại	1,5x	1,5x	1,6x
ROA	1,1%	2,0%	1,9%
ROE	14,5%	19,7%	11,7%

*Dữ liệu ngày 01/12/2023

Diễn biến giá



Giá CP (%)	1T	3T	12T
LPB	-0,7	-4,1	70,9
Tương quan VNIIndex	-4,7	4,3	64,1

Cơ cấu sở hữu

Tổng công ty Bưu điện Việt Nam	6,5%
Khác	93,5%

Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập từ năm 2008, LPB là ngân hàng đứng thứ 12/25 ngân hàng niêm yết xét về tổng tài sản tính đến cuối năm 2022. Năm 2011, Tổng công ty Bưu điện Việt Nam trở thành một trong những cổ đông chính của LPB. Thế mạnh của LPB là mạng lưới các phòng giao dịch bưu điện. LPB tập trung vào cho vay bán lẻ, chiếm 50% tổng dư nợ cho vay vào cuối năm 2022

Chuyên viên phân tích



Trần Kim Phượng

phuong.tran.kim@vndirect.com.vn

Chờ đợi sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng

- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập và giảm 17,8% giá mục tiêu khi giá cổ phiếu đã giảm 5,4% kể từ báo cáo gần nhất.
- Thay đổi giá mục tiêu do NIM trong giai đoạn 2023-24 thấp hơn và việc phát hành 500 triệu cổ phiếu với giá 10.000 đồng/cổ phiếu.
- P/B hiện tại là 1,5 lần, bằng với trung bình ngành nhưng cao hơn so với triển vọng thu nhập dự phóng trong giai đoạn 2023-24.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng 9T23 giảm 23,4% svck xuống còn 2.944 tỷ đồng (~11,9 triệu USD) do NIM giảm và nợ xấu gia tăng.
- Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ xấu tăng 0,6 điểm % sv quý trước (+1,4 điểm % svck) lên 2,8% trong Q3/23, cho thấy chất lượng tài sản đang suy giảm.
- Kỳ vọng tăng trưởng LN ròng năm 2023/24 lần lượt là -4,5%/29,0% svck.

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng tín dụng trong năm 2024 đến từ cho vay doanh nghiệp

LPB vẫn sẽ tập trung vào cho vay bán lẻ trong dài hạn nhưng những khó khăn trong ngắn hạn đã ảnh hưởng đến nhu cầu cho vay bán lẻ và làm giảm khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ của khách hàng cá nhân. Do đó, chúng tôi tin rằng tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm 2024 sẽ được thúc đẩy bởi cho vay doanh nghiệp, trong khi cho vay bán lẻ sẽ phục hồi trong Q4/24 khi nhu cầu tiêu dùng tăng lên trong dịp cuối năm. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng tín dụng cho năm 2023 và tăng dự phóng cho năm 2024 thêm 3,2 điểm % lên lần lượt là 15,9%/16,3%.

VNPost thoái vốn sẽ không ảnh hưởng đến chiến lược cho vay bán lẻ, nhưng có thể khiến chi phí vốn tăng

Việc thoái vốn của VNPost (xem chi tiết tại trang 3) sẽ không ảnh hưởng đến chiến lược cho vay bán lẻ trong dài hạn của LPB. Do hai bên đã ký thỏa thuận hợp tác 50 năm, LPB có thể tiếp tục tiếp cận khách hàng ở nông thôn và khách hàng hưu trí với sự hỗ trợ của VNPost. Tuy nhiên, trong kịch bản kém lạc quan, LPB có thể phải tăng lãi suất để bù đắp cho khoản tiền gửi bưu điện. (Xem chi tiết tại phần phân tích độ nhạy của chúng tôi).

NIM và tỷ lệ nợ xấu có thể phục hồi từ 2024 khi điều kiện thị trường cải thiện

NIM giai đoạn 2023-24 bị ảnh hưởng do nợ xấu cao hơn và lợi suất tài sản thấp hơn. Trong Q3/23, NPL tăng 1,4 điểm % svck lên 2,79%, trong khi tỷ lệ bao nợ xấu giảm xuống 67,5% (so với 142,1% trong năm 2022), mức thấp nhất kể từ năm 2012. Tỷ lệ nợ xấu hình thành/nợ nhóm 2 quý trước tăng 1,2 điểm % sv quý trước, cho thấy tỷ lệ nợ xấu có thể tiếp tục tăng. Tuy nhiên, NIM năm 2024 sẽ được hỗ trợ từ: 1) các khoản tiền gửi lãi suất cao từ nửa cuối năm 2022 đáo hạn; và 2) tỷ lệ nợ xấu thấp hơn trong năm 2024 nhờ thu nhập khả dụng của người tiêu dùng phục hồi.

P/B hiện tại cao hơn so với thu nhập dự phóng do pha loãng cổ phiếu

P/B hiện tại là 1,5 lần, bằng với trung bình ngành, trong khi ROE của LPB ở mức dưới trung bình. Lợi nhuận của cổ đông sẽ bị pha loãng 25% từ việc phát hành 500 triệu cổ phiếu, trong khi chúng tôi dự báo LN ròng năm 2023 sẽ giảm do NIM và thu nhập ngoài lãi giảm.

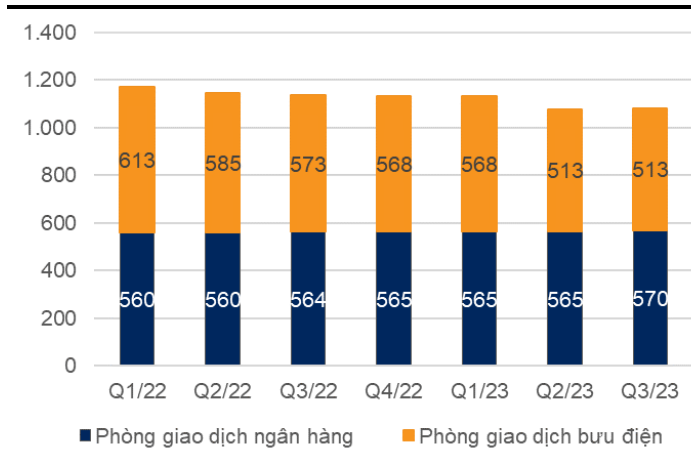
Tổng quan tài chính	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	57,0%	-4,5%	29,0%	38,0%
Tăng trưởng tín dụng svck	12,8%	15,9%	16,3%	17,0%
NIM	4,0%	3,2%	3,4%	3,6%
CASA ratio	8,8%	6,3%	6,5%	7,0%
NPL ratio	1,5%	3,0%	2,7%	2,3%
LLR	142,1%	60,6%	62,3%	66,6%
ROAE	22,1%	15,1%	15,6%	18,1%
P/B	1,3	1,2	1,0	0,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

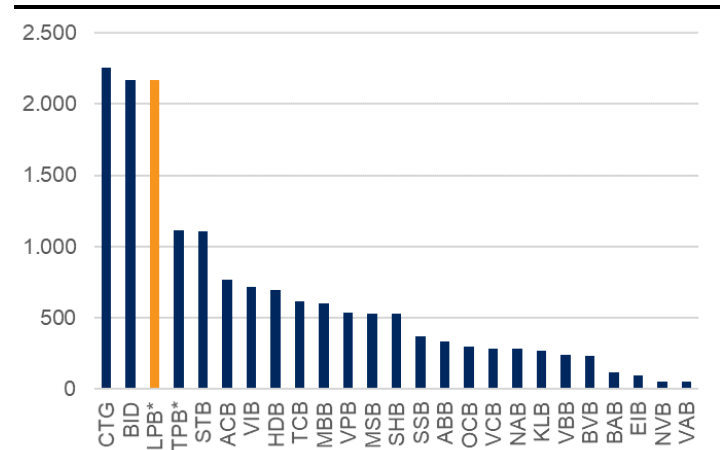
Ngân hàng TMCP Bưu điện Liên Việt (LPB) được thành lập năm 2008, sau đó sáp nhập với Công ty Dịch vụ Tiết kiệm Bưu điện (VPSC) - một công ty con của VNPT và được đổi tên thành Ngân hàng Bưu điện Liên Việt vào năm 2011. Tính đến cuối Q3/23, VNPost là một trong những cổ đông lớn của LPB, sở hữu 6,5% tổng số cổ phần. Sau khi sáp nhập với VPSC, LPB tiếp nhận các phòng giao dịch bưu điện của VNPost để mở rộng mạng lưới hoạt động rộng khắp cả nước. Tính đến cuối Q3/23, LPB là ngân hàng có mạng lưới hoạt động lớn thứ 3 trong số 25 ngân hàng niêm yết, với 513 phòng giao dịch bưu điện (PTO) và 570 phòng giao dịch ngân hàng (BTO).

Hình 1: Tính đến cuối Q3/23, tổng số phòng giao dịch của LPB...



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: ...đứng thứ 3 trong 25 NH niêm yết với tài sản lớn nhất



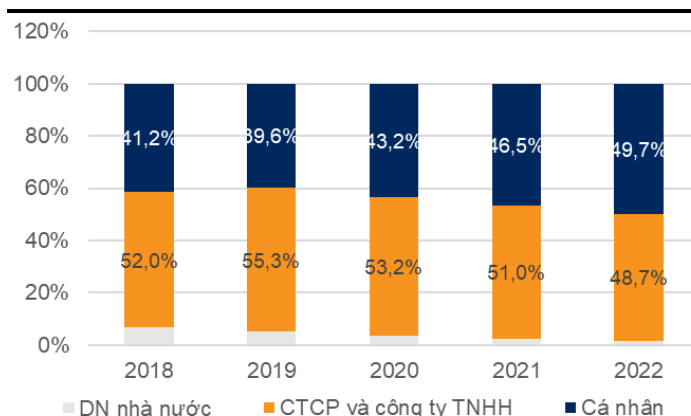
*LPB: bao gồm PTO; TPB: bao gồm Live-bank

Nguồn: các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

LPB đã chuyển từ cho vay doanh nghiệp sang cho vay bán lẻ trong những năm gần đây, với các khoản cho vay khách hàng cá nhân chiếm 50% tổng dư nợ vào năm 2022. Một phần khách hàng cá nhân của LPB là tầng lớp hưu trí vì họ thường đến bưu điện để nhận lương hưu, khiến phòng giao dịch bưu điện trở thành điểm tiếp xúc khách hàng của LPB.

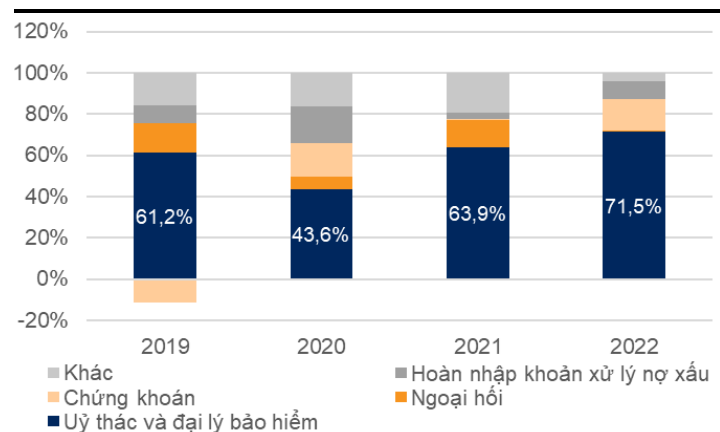
Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi của LPB chủ yếu đến từ hoạt động đại lý bảo hiểm. Vào tháng 11/2022, LPB đã ký hợp đồng độc quyền kinh doanh bancassurance với Dai-ichi Life trong 15 năm.

Hình 3: Cho vay cá nhân chiếm 50% tổng cho vay trong năm 2022



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Phần lớn thu nhập ngoài lãi đến từ hoạt động đại lý bảo hiểm



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng LPB có thể thu hồi được toàn bộ số tiền gửi tiết kiệm bưu điện sau khi VNPost thoái vốn

VNPost thoái vốn khỏi LPB theo chủ trương về thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp thuộc ngành nghề không liên quan. Tháng 4/2023, VNPost đã đấu giá 140,5 triệu cổ phiếu LPB (tương đương 84,5% cổ phần nắm giữ) nhưng không thành công do giá chào bán cao. Theo Thông tư 11/2023 của NHNN, sau 7 ngày kể từ ngày VNPost thoái vốn xuống dưới 5% vốn điều lệ của LPBank, các phòng giao dịch bưu điện (PTO) sẽ không được nhận tiền gửi tiết kiệm. Đối với các khoản tiền gửi tiết kiệm chưa đáo hạn, phòng giao dịch bưu điện sẽ phải tiếp tục thực hiện đúng theo thỏa thuận trước đó với khách hàng. Đối với những khoản tiền gửi đã đáo hạn, PTO phải có biện pháp thanh toán cho khách hàng.

Một trong những thế mạnh của LPB là cung cấp dịch vụ tài chính cho người dân ở vùng nông thôn và khách hàng hưu trí với sự hỗ trợ của VNPost. Chúng tôi tin rằng việc thoái vốn tại VNPost sẽ không ảnh hưởng tới chiến lược đẩy mạnh cho vay bán lẻ trong dài hạn của LPB. Theo LPB, việc thoái vốn sẽ không ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa hai bên vì đã ký thỏa thuận hợp tác 50 năm. Do đó, chúng tôi cho rằng LPB vẫn sẽ có sự hỗ trợ của VNPost (ví dụ như về cơ sở dữ liệu khách hàng) để theo đuổi chiến lược cho vay bán lẻ đối với khách hàng hưu trí và người dân vùng nông thôn. Ngoài ra, nhân viên tại các phòng giao dịch bưu điện đều là nhân viên của VNPost, hầu hết không có chuyên môn về ngân hàng. Vì vậy, với việc thoái vốn, LPB có thể quản lý trình độ nhân viên tốt hơn.

Chúng tôi ước tính đến cuối tháng 2/2023, số tiền gửi tại PTO đạt 82.500 tỷ đồng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi tin rằng LPB có thể thu hồi tất cả số tiền gửi tiết kiệm bưu điện vào hệ thống của LPB bằng cách đề nghị khách hàng gửi tiền vào các phòng giao dịch ngân hàng của LPB khi số tiền gửi tiết kiệm bưu điện đáo hạn.

Tóm tắt KQKD: NIM giảm và hoạt động đại lý bảo hiểm gặp khó khăn

Hình 5: KQKD Q3/23 (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

Kết quả kinh doanh	Q3/23	Q3/22	% svck	Q2/23	% sv quý trước	9T23	9T22	% svck	Dự phóng năm 2023	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	2.633	3.208	-18%	2.450	7%	7.857	9.128	-14%	11.981	65,6%	Thấp hơn sv dự phóng của chúng tôi do chi phí vốn tăng mạnh trong khi tỷ lệ CASA giảm
Thu nhập ngoài lãi	481	249	93%	436	10%	1.277	1.362	-6%	2.036	62,7%	Thấp hơn sv kỳ vọng của chúng tôi do thu nhập ngoài lãi giảm, có thể đến từ phí hoa hồng bán bảo hiểm giảm
Tổng thu nhập HĐKD	3.114	3.457	-10%	2.886	8%	9.134	10.490	-13%	14.017	65,2%	
Chi phí hoạt động	(1.341)	(1.305)	3%	(1.480)	-9%	(4.165)	(3.800)	10%	(5.984)	69,6%	Thấp hơn do tổng thu nhập HĐKD tăng trưởng thấp hơn dự kiến
Lợi nhuận trước dự phòng	1.773	2.152	-18%	1.406	26%	4.969	6.690	-26%	8.033	61,9%	
Chi phí dự phòng	(533)	(918)	-42%	(526)	1%	(1.282)	(1.867)	-31%	(2.199)	58,3%	Xử lý nợ xấu và chi phí tín dụng thấp hơn dự kiến khiến chi phí dự phòng thấp hơn
Lợi nhuận trước thuế	1.241	1.234	1%	880	41%	3.687	4.822	-24%	5.835	63,2%	Thấp hơn so với dự phóng
Lợi nhuận sau thuế	993	987	1%	708	40%	2.944	3.842	-23%	4.662	63,2%	

Source: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Các chỉ tiêu chính của LPB theo quý

Các chỉ số chính	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	91%	78%	87%	90%	91%	91%	88%	81%	93%	75%	89%	85%	85%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	9%	22%	13%	10%	9%	9%	12%	19%	7%	25%	11%	15%	15%
NIM (Dự phóng cả năm)	3,2%	3,2%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	4,1%	4,1%	4,2%	4,0%	3,4%	3,2%	3,1%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	2,2%	2,8%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	73%	90%	94%	96%	98%	114%	118%	121%	143%	142%	111%	78%	67%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	0,3%	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	1,1%	1,4%	1,4%	1,2%	1,1%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	58%	59%	44%	45%	54%	58%	35%	36%	38%	41%	43%	51%	43%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	13%	36%	16%	30%	26%	34%	15%	26%	43%	60%	13%	37%	30%

Source: LPB, VNDIRECT RESEARCH

NIM giảm do ảnh hưởng từ môi trường lãi suất cao nửa cuối năm 2022

Trong Q3/23, thu nhập lãi ròng giảm 17,9% svck do lãi suất cao trong nửa cuối năm 2022. Chi phí vốn (COF) giảm 3 điểm cơ bản so với quý trước (+223 điểm cơ bản svck), trong khi lợi suất tài sản (AY) giảm 8 điểm cơ bản so với quý trước (+98 điểm cơ bản svck). Do đó, NIM dự phóng theo năm giảm xuống còn 3,13% trong Q3/23 so với mức 4,2% trong Q3/22.

Tăng trưởng tín dụng chậm lại nhưng có thể hoàn thành kế hoạch cả năm

Đến cuối Q3/23 dư nợ tín dụng tăng 4,0% so với quý trước, chậm hơn mức tăng trưởng 4,7% sv quý trước của Q2/23. Tuy nhiên, dư nợ tín dụng đã tăng 11,9% so với đầu năm, cao hơn mức tăng 9,1% sv đầu năm trong Q3/22 và cao hơn mức trung bình ngành là 8,8%. Vì LPB không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) nên tăng trưởng tín dụng đến từ tăng trưởng cho vay (+11,9% so với đầu năm; +15,7% svck). Chúng tôi tin rằng tăng trưởng cho vay của LPB trong Q3/23 được thúc đẩy bởi danh mục cho vay doanh nghiệp, dựa trên (1) cho vay doanh nghiệp chiếm một nửa cơ cấu cho vay vào cuối năm 2022 (Hình 3) và (2) nhu cầu cho vay cá nhân có xu hướng giảm do nợ xấu gia tăng.

Nợ xấu gia tăng khiến NH phải sử dụng bộ đệm dự phòng

Trong Q3/23, chất lượng tài sản của LPB tiếp tục suy giảm với tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 0,6 điểm % sv quý trước (+1,4 điểm % svck) lên 2,79%. Nguyên nhân theo chúng tôi đến từ mảng cho vay cá nhân, vì sức khỏe tài chính của khách hàng cá nhân có thể bị ảnh hưởng từ hai phía: (1) các khoản vay trước đó có lãi suất cao hơn và (2) thu nhập thấp hơn do cắt giảm lương và giảm thu nhập từ đầu tư. Nợ nhóm 2 giảm 1,3% svck, chiếm 1,2% tổng dư nợ.

Mặc dù tỷ lệ nợ xấu tăng, chi phí dự phòng vẫn giảm 42% svck trong Q3/23 do NH sử dụng bộ đệm dự phòng để giảm thiểu tác động của nợ xấu gia tăng, cũng như giảm bớt áp lực về chi phí dự phòng. Chi phí hoạt động tăng 2,8% svck trong Q3/23 (thấp hơn so với mức tăng 10,3% svck trong Q2/23) khiến tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) giảm từ 51,3% xuống 43,5% trong Q3/23.

Nhìn chung, lợi nhuận ròng của LPB tăng nhẹ 0,6% svck lên 993 tỷ đồng trong Q3/23. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng giảm 23,4% svck trong 9T23 xuống còn 2.944 tỷ đồng, hoàn thành 63,2% dự báo năm 2023 của chúng tôi.

Thu nhập ngoài lãi trong 9T23 giảm do hoạt động đại lý bảo hiểm gặp khó khăn

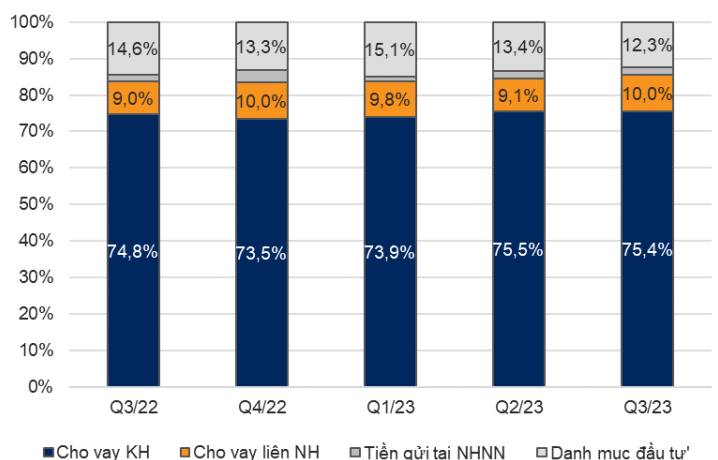
Trong Q3/23, thu nhập ngoài lãi tăng 93% svck lên 481 tỷ đồng, chủ yếu nhờ khoản lãi 205 tỷ đồng trong hoạt động giao dịch ngoại hối với việc đồng USD mạnh lên. Tuy nhiên, thu nhập phí ròng giảm mạnh 36,5% svck xuống chỉ còn 164 tỷ đồng do hoạt động bancassurance khó khăn, theo quan điểm của chúng tôi.

Trong những tháng gần đây, bancassurance đang gặp phải vấn đề về niềm tin từ khách hàng khi đã có những sai sót trong quá trình tư vấn sản phẩm bảo hiểm nhân thọ. Vì 97% thu nhập phí ròng của LPB trong năm 2022 đến từ hoa hồng bảo hiểm (xem Hình 12), thu nhập ngoài lãi sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi hoạt động banca suy giảm.

Hình 7: Phân tích các chỉ số tài chính chủ yếu của LPB

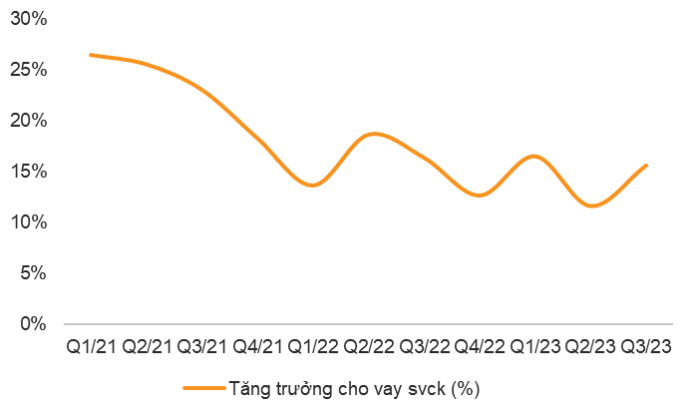
Cơ cấu tài sản sinh lãi (IEA): Cho vay khách hàng vẫn chiếm tỷ trọng lớn

- Tài sản sinh lãi tăng 9,1% svck (+14,7% sv đầu năm) trong Q3/23, chủ yếu đến từ tăng trưởng cho vay (+11,9% sv đầu năm). Đây cũng là mảng có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu IEA, chiếm 75,4% tính đến cuối Q3/23.
- Cho vay liên ngân hàng tăng 15% so với quý trước (+28% svck), cho thấy NH đã đa dạng hóa cơ cấu tài sản sinh lãi trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng cho vay khách hàng giảm so với quý trước.
- Tính đến cuối Q3/23, 63% danh mục đầu tư của LPB là trái phiếu chính phủ và 36% là trái phiếu tổ chức tín dụng. Danh mục đầu tư giảm 2,7% svck do trái phiếu chính phủ giảm 3%.



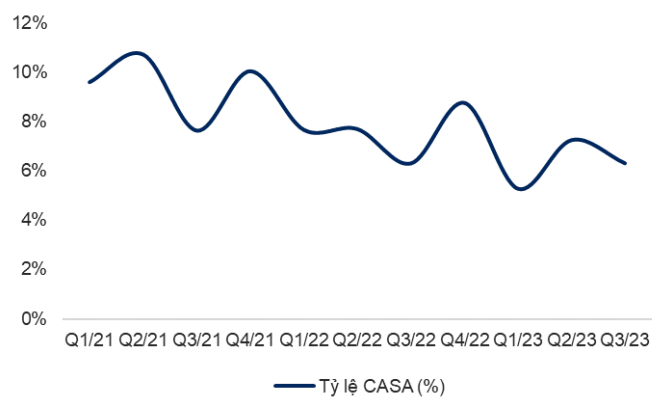
Cơ cấu và tăng trưởng cho vay: Giữ vững đà tăng trưởng

- Trong Q3/23, cho vay khách hàng tăng 4% so với quý trước, chậm hơn mức tăng trưởng 4,7% so với quý trước của Q2/23. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng cho vay svck đã cải thiện (Q3/23 tăng 15,7% svck, so với Q2/23 tăng 11,7% svck).
- Vào cuối năm 2022, cho vay doanh nghiệp và cho vay cá nhân có tỷ trọng ngang nhau trong danh mục cho vay của LPB. Mặc dù không có dữ liệu hàng quý về cơ cấu cho vay, chúng tôi tin rằng tăng trưởng cho vay trong Q3/23 đến từ cho vay doanh nghiệp, do:
 - Sự phục hồi của ngành xây dựng và sản xuất trong Q3/23, với tỷ trọng lần lượt 19%/9% của tổng dư nợ cho vay tại cuối năm 2022.
 - NH hạn chế giải ngân cho nhóm KH cá nhân – vốn đang gặp khó khăn trong việc trả nợ trong bối cảnh kinh tế khó khăn và lãi suất từ các khoản vay trước đó cao.



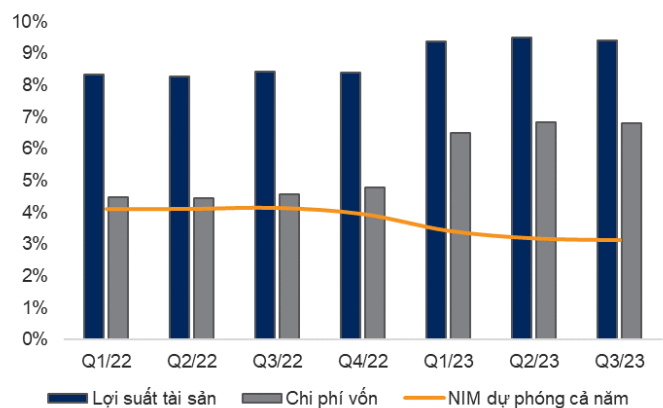
Cơ cấu huy động: Tiền gửi khách hàng tăng nhẹ sv quý trước

- Nhìn chung, cơ cấu huy động vốn của LPB trong Q3/23 không thay đổi nhiều so với quý trước, với tiền gửi của khách hàng chiếm 70,4% cơ cấu huy động.
- Tiền gửi khách hàng tăng 2% so với quý trước (+18% svck) mặc dù lãi suất tiền gửi đã giảm kể từ Q2/23. Do đó, tổng vốn huy động tăng 4,3% so với quý trước (+15,5% svck). Với việc cho vay tăng dần trong Q3/23, LDR gần như không thay đổi ở mức 81,3%.
- Tỷ lệ CASA giảm 1 điểm % so với quý trước xuống 6,3%, đưa LPB nằm trong số các ngân hàng có tỷ lệ CASA thấp nhất trong Q3/23.



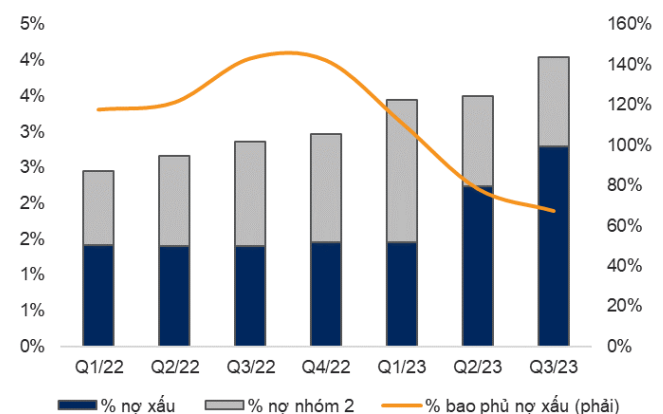
Diễn biến NIM: Giảm nhẹ so với quý trước

- NIM giảm 6 điểm cơ bản so với quý trước (-103 điểm cơ bản svck) xuống 3,13% trong Q3/23, chi phí vốn và lợi suất tài sản đều giảm so với quý trước.
- Chúng tôi nhận thấy NIM giảm svck là xu hướng chung của ngành trong Q3/23 do (1) nợ xấu tăng, (2) COF cao hơn do tiền gửi lãi suất cao chưa đến hạn và (3) tỷ lệ CASA giảm.
- NIM có thể tăng 5,26 điểm cơ bản sv quý trước lên 3,18% trong năm 2023 nhờ COF giảm sau khi các khoản tiền gửi lãi suất cao đáo hạn. Tuy nhiên, điều này không thể bù đắp được tác động từ lợi suất cho vay thấp hơn và nợ xấu gia tăng. Nợ xấu gia tăng sẽ khiến thu nhập lãi ròng giảm, do NH gặp khó khăn trong việc thu hồi nợ gốc và lãi, từ đó làm giảm NIM.



Chất lượng tài sản suy giảm khi nợ xấu tăng

- Trong Q3/23, nợ xấu của LPB tăng 115,0% so với đầu năm, trong khi nợ nhóm 2 giảm 8,0% so với đầu năm.
- Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu là 2,79% (so với mức 1,46% cuối năm 2022). Tỷ lệ bao nợ xấu cũng giảm xuống 67,5% trong Q3/23 (so với mức 142,1% vào cuối năm 2022).
- Mặc dù tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ giảm 0,02 điểm % so với quý trước, nhưng tỷ lệ nợ xấu hình thành/nợ nhóm 2 quý trước - cho thấy tốc độ hình thành nợ xấu, đã tăng 1,2 điểm % so với quý trước, cho thấy tỷ lệ nợ xấu có thể tiếp tục tăng trong các quý tiếp theo.



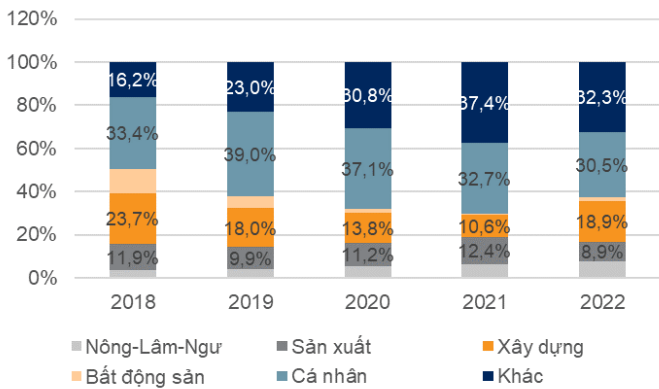
Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng năm 2023-24: Thu nhập gặp nhiều khó khăn trong năm 2024

Tín dụng tăng trưởng vừa phải và NIM thu hẹp

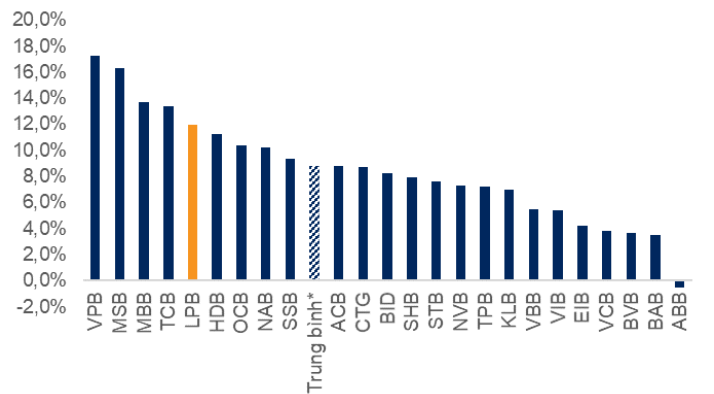
Do nhu cầu cho vay khách hàng cá nhân giảm, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng của LPB trong những tháng còn lại của năm 2023 và nửa đầu năm 2024 sẽ được thúc đẩy bởi cho vay doanh nghiệp nhờ vào sự phục hồi của các ngành sản xuất và xây dựng trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng ngành sản xuất sẽ phục hồi trong những tháng tới nhờ đơn hàng tăng trở lại từ các thị trường xuất khẩu như Mỹ. Trong khi đó, ngành xây dựng được hưởng lợi từ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công. Chúng tôi cho rằng ngân hàng bán lẻ sẽ phục hồi mạnh mẽ trong Q4/24 khi nhu cầu tiêu dùng tăng cao trong dịp cuối năm.

Hình 8: Ngành xây dựng và sản xuất chiếm một phần lớn trong cơ cấu cho vay của LPB...



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: ... từ đó giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của LPB trong Q3/23 (dữ liệu tăng trưởng so với đầu năm)



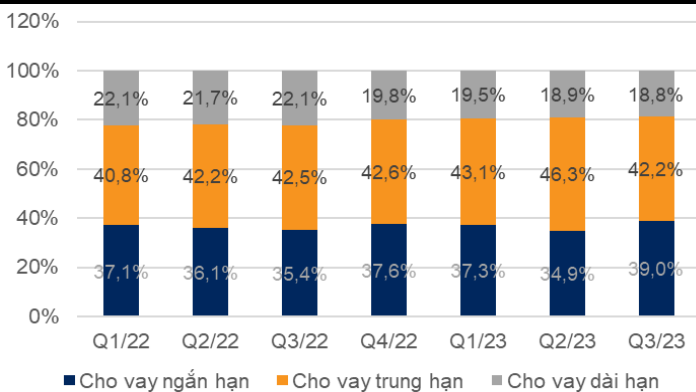
*trung bình của 25 ngân hàng niêm yết lớn nhất

Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Mặc dù chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ được hỗ trợ một phần nhờ chi phí vốn thấp do các khoản tiền gửi với lãi suất cao trong nửa cuối năm 2022 sẽ đáo hạn trong những tháng sắp tới, chúng tôi cho rằng NIM của LPB sẽ thu hẹp trong giai đoạn 2023-24. Nguyên nhân là do lợi suất cho vay thấp hơn đến từ các yếu tố sau:

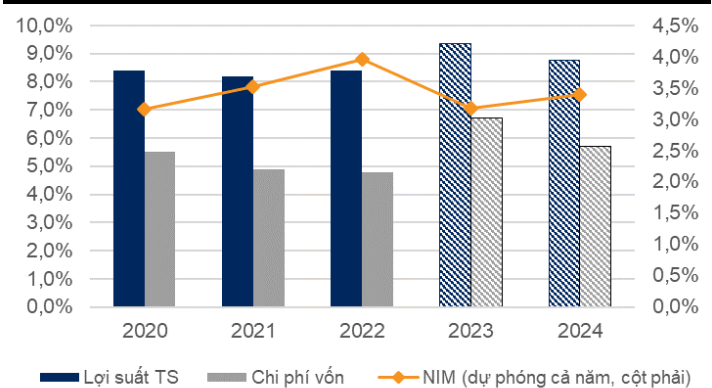
- Ngân hàng dịch chuyển sang cho vay doanh nghiệp và lợi suất từ các khoản vay này thường thấp hơn so với cho vay bán lẻ.
- Giảm lợi suất cho vay do chính sách hỗ trợ khách hàng.
- Nợ xấu gia tăng làm giảm thu nhập lãi.

Hình 10: Tỷ trọng cho vay ngắn hạn tăng, có thể đến từ cho vay vốn lưu động, qua đó cho thấy tỷ trọng cho vay doanh nghiệp tăng...



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: ... khiến cho NIM sụt giảm trong giai đoạn 2023-24



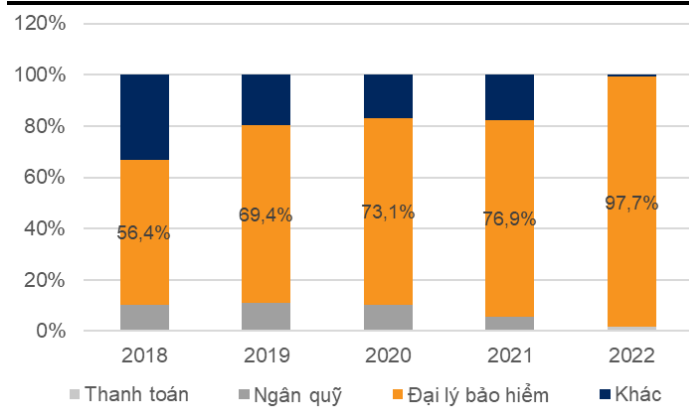
Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Quy định mới về Luật Kinh doanh bảo hiểm có khả năng ảnh hưởng đến thu nhập ngoài lãi

Vào ngày 09/11/ 2023, Bộ Tài chính đã công bố Thông tư 67/2023, trong đó yêu cầu các tổ chức tài chính không được tư vấn, giới thiệu, chào bán, thu xếp việc giao kết hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư cho các khách hàng trong thời hạn 60 ngày trước và 60 ngày sau ngày giải ngân toàn bộ khoản vay.

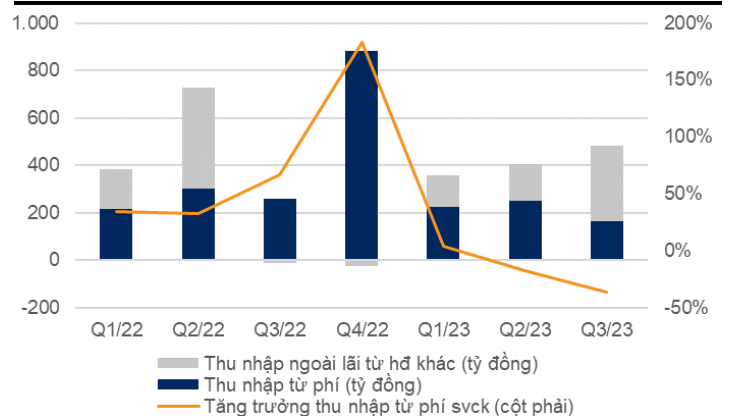
Chúng tôi cho rằng điều này sẽ tạo ra những khó khăn trong ngắn hạn đối với LPB, khi phần lớn thu nhập từ phí thuần đến từ hoạt động đại lý bảo hiểm. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực trong dài hạn về hoạt động kinh doanh bảo hiểm do (1) kỳ vọng thu nhập khả dụng của khách hàng sẽ phục hồi trong năm 2024, (2) ngân hàng và các công ty bảo hiểm sẽ có những biện pháp để đáp ứng nhu cầu thực của khách hàng, (3) ngân hàng chuyển đổi tượng khách hàng của sản phẩm bảo hiểm nhân thọ từ người vay tiền sang người gửi tiền.

Hình 12: Đại lý bảo hiểm chiếm tỷ trọng lớn trong thu nhập từ phí



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Thu nhập từ phí trong Q3/23 giảm 36,5% svck



Nguồn: LPB, VNDIRECT RESEARCH

Dùng bộ đệm dự phòng để giảm áp lực lên lợi nhuận ròng

Trong Q2/23 và Q3/23, LPB đã liên tục giảm chi phí dự phòng lần lượt 17,5%/42% svck. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ tiếp tục sử dụng bộ đệm dự phòng để hỗ trợ lợi nhuận ròng, do chúng tôi dự phóng thu nhập từ lãi sẽ giảm trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng sẽ là 0,8%/0,4%; trong khi tỷ lệ bao nợ xấu dự kiến đạt 61%/62% trong năm 2023-24.

Về phía tỷ lệ nợ xấu (NPL), chúng tôi cho rằng NPL có thể đạt 3,0% trong năm 2023, vì không có dấu hiệu cho thấy tỷ lệ hình thành nợ xấu/nợ nhóm 2 giảm tốc trong Q3/23. NPL có thể giảm xuống 2,7% trong năm 2024 nhờ thu nhập khả dụng của khách hàng phục hồi.

Chúng tôi giảm dự phóng KQKD năm 2023-24 của LPB

Do những khó khăn hiện tại trong ngành, chúng tôi cho rằng LPB sẽ có tăng trưởng lợi nhuận ròng âm 4,5% svck trong năm 2023, trước khi phục hồi với tăng trưởng LN ròng là 29,0% svck trong 2024, với những lý do sau:

- Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng tín dụng cho năm 2023 là 16% và tăng dự phóng cho năm 2024 thêm 3,2 điểm % lên 16,3% để phản ánh sự phục hồi của ngành công nghiệp xây dựng và sản xuất, cũng như cho vay bán lẻ trong năm 2024.

- Giảm dự phóng NIM năm 2023-24 thêm 0,4 điểm % mỗi năm xuống 3,2%/3,4%.
- Chúng tôi giảm chi phí tín dụng từ 0,9% xuống 0,7% cho năm 2023 và từ 1,0% xuống 0,7% cho năm 2024 vì những lý do nêu trên.

Hình 14: Điều chỉnh dự phóng KQKD (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Thu nhập lãi	11.776	13.642	10.843	13.163	-7,9%	-3,5%	Giả định NIM thấp hơn bù đắp một phần bởi tăng trưởng cho vay cao hơn
Thu nhập ngoài lãi	2.036	2.090	1.844	1.753	-9,4%	-16,1%	Thu nhập từ phí đại lý bảo hiểm thấp hơn do ảnh hưởng từ Thông tư 11
Tổng thu nhập hoạt động	13.812	15.731	12.687	14.916	-8,1%	-5,2%	
Chi phí hoạt động	(5.902)	(6.025)	(5.480)	(5.922)	-7,2%	-1,7%	
LN trước dự phòng	7.910	9.706	7.207	8.995	-8,9%	-7,3%	
Chi phí dự phòng	(2.199)	(2.741)	(1.819)	(2.050)	-17,3%	-25,2%	Giảm chi phí tín dụng thêm 0,2%/0,3 điểm % trong 2023-24 để phản ánh NH sử dụng bộ đệm dự phòng
LN trước thuế	5.711	6.965	5.388	6.944	-5,7%	-0,3%	
LN ròng	4.563	5.572	4.306	5.555	-5,7%	-0,3%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá:

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 15.700 đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh chi phí vốn với lãi suất phi rủi ro là 2,7% (sv 3% trước đó) và phần bù rủi ro thấp hơn là 9,6% do những thay đổi gần đây của nền kinh tế. Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá P/B và định giá thu nhập thặng dư với tỷ trọng bằng nhau để đưa ra mức giá mục tiêu là 15.700 đồng/cp cho LPB. Dự phóng BVPS là trung bình của năm 2023 và 2024, do chúng tôi chuyển mô hình dự phóng sang năm 2024.

LPB đã chào bán 500 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với mức giá 10.000 đồng/cổ phiếu. Vào ngày 31/10/2023, LPB thông báo đã phát hành thành công 500 triệu cổ phiếu, tăng số cổ phiếu đang lưu hành lên 2.557,6 triệu.

Chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu là 1,1 lần, thấp hơn P/B hiện tại là 1,5 lần do phát hành thêm cổ phiếu làm pha loãng lợi nhuận, trong khi chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2023 sẽ giảm. Do đó, chúng tôi tin rằng sử dụng mức P/B trung bình 5 năm của LPB là 1,1 lần là phù hợp.

Chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 11,0%/19,8%, khi chúng tôi (1) điều chỉnh số cổ phiếu sau lần phát hành cổ phiếu gần đây và (2) giảm dự phóng NIM xuống 0,4 điểm % mỗi năm cho 2023-24.

Tiềm năng tăng giá là sự phục hồi sớm hơn dự kiến của phân khúc ngân hàng bán lẻ. Rủi ro giảm giá là (1) tỷ lệ NPL cao hơn dự kiến và (2) chi phí vốn tăng do tăng lãi suất tiền gửi để huy động vốn trong trường hợp không thu hồi được các khoản tiền gửi tiết kiệm bưu điện.

Hình 15: Phương pháp định giá theo thu nhập thặng dư

Giá định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Phần bù rủi ro	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
ROE (%)	15,1%	15,6%	18,1%	20,0%	20,1%	17,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ đồng)</i>						
Vốn chủ sở hữu	24.055	32.851	38.406	46.070	56.284	68.839
Thu nhập thặng dư	885	884	2.203	3.663	4.551	17.056
Hệ số chiết khấu	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	775	678	1.478	2.152	2.341	8.774
Giá trị sổ sách đầu kỳ	24.055					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	7.424					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	8.774					
Giá trị vốn chủ sở hữu	40.252					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.558					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	15.738					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư (P/B là 1,0 lần)	50%	15.738	7.869
Hệ số P/B (1,1 lần P/B 2023)	50%	15.602	7.801
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			15.670
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			15.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: So sánh các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 01/12/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE (%)		ROA (%)	
						Nội tệ	Nội tệ	Tỷ USD	2023		2024	2023	2024	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	84.500	99.900	19,5	3,0	2,5	14,7	12,7	14,1%	1,7%	1,9%	22,0%	21,4%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	26.100	34.200	5,8	1,0	0,9	10,3	8,9	18,9%	1,0%	1,1%	15,9%	16,1%
VP Bank	VPB VN	Khả quan	19.100	25.700	6,2	1,1	1,0	13,2	9,2	36,1%	1,4%	1,8%	9,8%	11,7%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	29.550	43.400	4,3	0,8	0,7	5,7	3,6	25,0%	2,5%	3,4%	15,2%	19,8%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.750	25.900	3,8	1,0	0,8	4,8	4,4	15,0%	2,6%	2,4%	24,2%	21,9%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	21.900	27.000	3,5	1,0	0,8	4,8	4,2	15,6%	2,4%	2,4%	24,1%	22,5%
HD Bank	HDB VN	Khả quan	17.900	22.100	2,1	1,2	1,0	5,7	4,7	20,0%	2,1%	2,2%	23,4%	23,9%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	18.750	25.900	2,0	1,2	1,0	5,2	4,3	19,6%	2,5%	2,6%	25,9%	25,2%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Trung lập	17.000	19.700	1,5	1,1	1,0	6,7	6,5	13,2%	1,5%	1,6%	15,8%	15,7%
Trung Bình						1,5	1,1	7,9	6,5	19,7%	2,0%	2,2%	19,6%	19,8%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Trung lập	17.100	19.700	1,6	1,2	1,0	7,8	7,1	23,2%	1,2%	1,4%	15,1%	15,6%

Source: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Phân tích độ nhạy về tác động của việc thoái vốn đối với định giá của chúng tôi

Trong kịch bản kém lạc quan khi LPB không thể thu hồi được tiền gửi tiết kiệm bưu điện, việc huy động vốn của LPB sẽ chịu áp lực. Tính đến cuối Q3/23, tỷ lệ cho vay/tổng huy động khá cao (81,3% so với ngưỡng 85%), và với việc không bao gồm 82.500 tỷ đồng tiền gửi tiết kiệm bưu điện trong nguồn vốn, ngân hàng sẽ phải nhanh chóng tăng cường huy động vốn để đáp ứng ngưỡng LDR. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi tin rằng LPB sẽ tăng lãi suất tiền gửi lên 0,4 điểm %, cao hơn so với trung bình lãi suất tiền gửi của các NH khác để thu hút tiền gửi mới từ khách hàng.

Hình 18: Phân tích độ nhạy giữa lãi suất tiền gửi và dự phóng lợi nhuận ròng

	Lãi suất tăng thêm					
	0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%
Lợi nhuận ròng 2023	4.306	4.240	4.174	4.108	4.042	3.976
Lợi nhuận ròng 2024	5.555	4.718	3.881	3.043	2.206	1.368
Lợi nhuận ròng 2025	7.664	5.779	3.894	2.008	123	(1.762)
Lợi nhuận ròng 2026	10.214	7.157	4.101	1.044	(2.012)	(5.069)
Lợi nhuận ròng 2027	12.555	8.180	3.805	(571)	(4.946)	(9.321)

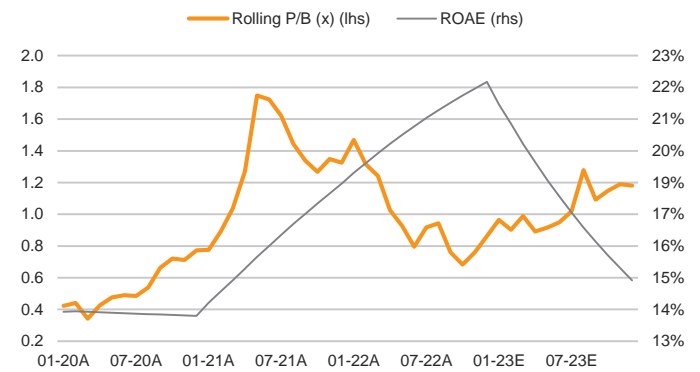
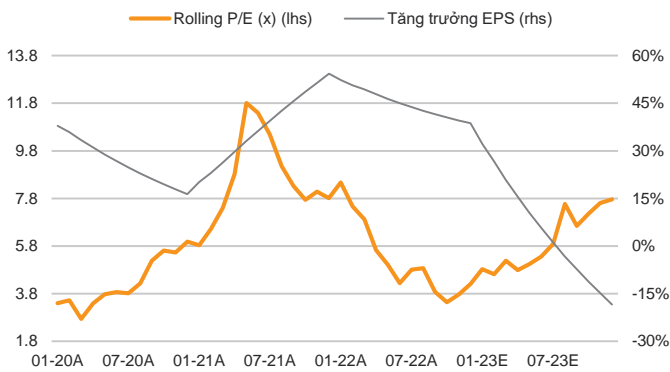
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Phân tích độ nhạy giữa lãi suất tiền gửi và giá cổ phiếu

	Lãi suất tăng thêm					
	0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%
Thay đổi định giá	15.738	13.173	10.609	8.044	5.479	2.914

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HDKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	11,900	10,843	13,163
Thu nhập lãi suất ròng	2,270	1,844	1,753
Tổng lợi nhuận hoạt động	14,170	12,687	14,916
Tổng chi phí hoạt động	(5,307)	(5,480)	(5,922)
LN trước dự phòng	8,863	7,207	8,995
Tổng trích lập dự phòng	(3,174)	(1,819)	(2,050)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	5,690	5,388	6,944
Thuế	(1,179)	(1,083)	(1,389)
Lợi nhuận sau thuế	4,510	4,306	5,555
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	4,510	4,306	5,555

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	235,507	273,112	317,662
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	235,507	273,112	317,662
Chứng khoán - Tổng cộng	42,574	41,886	45,338
Các tài sản sinh lãi khác	42,549	46,703	52,540
Tổng các tài sản sinh lãi	320,630	361,701	415,541
Tổng dự phòng	(4,870)	(5,038)	(5,332)
Tổng cho vay khách hàng	230,637	268,074	312,330
Tổng tài sản sinh lãi ròng	315,760	356,663	410,209
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2,984	2,367	2,722
Tổng đầu tư	316	327	376
Các tài sản khác	8,686	18,836	21,664
Tổng tài sản không sinh lãi	11,986	21,530	24,763
Tổng tài sản	327,746	378,193	434,971
Nợ khách hàng	215,888	228,609	241,441
Dư nợ tín dụng	35,048	49,544	65,892
Tài sản nợ chịu lãi	250,936	278,153	307,332
Tiền gửi	3,077	107	107
Tổng tiền gửi	254,013	278,260	307,439
Các khoản nợ lãi suất khác	39,702	56,553	93,168
Tổng các khoản nợ lãi suất	293,715	334,812	400,607
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	9,976	10,530	(4,042)
Tổng nợ không lãi suất	9,976	10,530	(4,042)
Tổng nợ	303,691	345,343	396,565
Vốn điều lệ và	17,291	25,576	25,576
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	3,904	4,414	9,970
Các quỹ thuộc VCSH	2,860	2,860	2,860
Vốn chủ sở hữu	24,055	32,851	38,406
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	24,055	32,851	38,406
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	327,746	378,193	434,971

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	19.8%	5.9%	5.6%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	12.7%	16.0%	16.3%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	32.0%	(8.9%)	21.4%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	78.7%	(18.7%)	24.8%
Tăng trưởng LN ròng	57.0%	(4.5%)	29.0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14.0%	13.0%	15.0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2,419	1,973	2,172
BVPS (VND)	11,691	12,844	15,016
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	38.7%	(18.5%)	10.1%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4.0%	3.2%	3.4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(37.5%)	(43.2%)	(39.7%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1.5%	1.8%	1.9%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1.5%	1.8%	2.0%
LN/ TB cho vay	1.4%	0.7%	0.7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13.2%	14.6%	14.2%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	93.9%	98.2%	103.4%
Biên lợi và độ đàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8.4%	9.3%	8.8%
Chi phí cho các quỹ	4.8%	6.7%	5.7%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3.9%	3.1%	3.2%
ROAE	22.1%	15.1%	15.6%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tíchEmail: barry.weisblatt@vndirect.com.vn**Võ Minh Chiến – Trưởng phòng**Email: chien.vominh@vndirect.com.vn**Trần Kim Phượng – Chuyên viên Phân tích**Email: thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vnWebsite: <https://vndirect.com.vn>