



## Ngân 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 29,600

Giá hiện tại (13/02/25)

VND 24,200

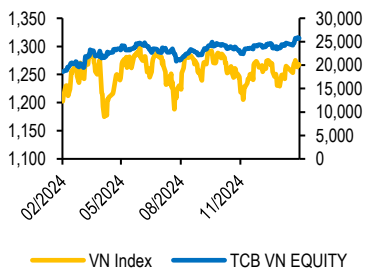
Suất sinh lời

14.1%

VNINDEX	1,270
P/E thị trường (25F, x)	10.3
Vốn hóa (tỷ VND)	181,920
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)	26,250/18,725
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	11.83
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	256
Sở hữu nước ngoài (%)	21.9

Cổ đông lớn (%) Masan 14.88

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	11.2	22.6	38.1
Tg đổi với VN-Index (%)	9.5	19.6	32.3



Nguồn: Bloomberg

Phương Nguyễn

(84-28) 6299-9004

phuong.nd@shinhan.com

Ly Bui - Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Duy trì tăng trưởng 2 con số

Cập nhật với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 29,600 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. 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 29,600 đồng.

### Kết quả kinh doanh năm 2024

Tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 của TCB đạt 20.8%. Tăng trưởng cho vay khách hàng phục hồi mạnh mẽ ở nhóm bán lẻ, sản phẩm cho vay mua nhà tăng trưởng 22% YoY (+8% QoQ). Tín dụng mảng doanh nghiệp cho thấy sự tăng trưởng đồng đều thay vì tập trung vào bất động sản. Tín dụng mảng xây dựng, vật liệu xây dựng, FMCG, logistics, tiện ích và viễn thông đều tăng trưởng mạnh, từ 25% trở lên.

NIM (TTM) của năm 2024 cải thiện nhẹ lên mức 4.25%, từ mức 4.0% của năm 2023. Thu nhập lãi thuần của ngân hàng năm 2024 đạt 35,508 tỷ đồng (+28.2% YoY).

Thu nhập ngoài lãi của TCB Q4/2024 có ghi nhận chi phí liên quan tới kết thúc hợp đồng phân phối độc quyền với ManuLife. Thu nhập ngoài lãi năm 2024 đạt 11,482 tỷ đồng (-7.17% YoY).

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) năm 2024 có cải thiện nhẹ về dưới mức 33%.

Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất năm 2024 duy trì ở mức 1.12%, giảm nhẹ so với mức 1.16% cuối năm 2023. Chi phí tín dụng ở mức 0.8%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức tốt 114%.

Trong năm 2024, TCB đã thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ. Ngoài ra, TCB cũng đang xin ý kiến cổ đông để thành lập bảo hiểm nhân thọ trong thời gian tới.

Lợi nhuận trước thuế 2024 của TCB đạt 27,538 tỷ đồng (+20.3% YoY), vượt dự báo 26,940 tỷ đồng của chúng tôi.

### Triển vọng cho năm 2025

Với tăng trưởng mục tiêu toàn hệ thống ở mức 16%, chúng tôi dự phóng TCB có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng 20% cho năm 2025. NIM ổn định ở mức 4.3% cho năm 2025. Tỷ lệ nợ xấu dưới 1.5%. Sau khi ghi nhận chi phí 1 lần liên quan tới ManuLife (1800 tỷ đồng) vào cuối Q4/2024, chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi sẽ đạt mức tăng trưởng hơn 23% cho năm 2025. CIR ổn định quanh mức 30%. Lợi nhuận trước thuế năm 2025 có thể đạt 34,054 tỷ đồng (+23.7% YoY)

**Rủi ro:** (1) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến; (2) Mảng Bancassurance tổn nhiều thời gian để tìm đối tác mới; (3) Nợ xấu tiếp tục gặp áp lực tăng

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập từ lãi (tỷ VND)	26,699	30,290	27,691	35,508	44,331
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,378	10,612	12,370	11,482	14,165
<b>Tổng thu nhập (tỷ VND)</b>	<b>37,076</b>	<b>40,902</b>	<b>40,061</b>	<b>46,990</b>	<b>58,496</b>
Các chi phí hoạt động và chi phí dự phòng	(13,838)	(15,334)	(17,173)	(19,452)	(24,442)
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)</b>	<b>23,238</b>	<b>25,568</b>	<b>22,888</b>	<b>27,538</b>	<b>34,054</b>
Tăng trưởng tín dụng (%)	26.49%	12.53%	21.58%	20.8%	20.3%
NIM (%)	5.5%	5.2%	3.9%	4.3%	4.3%
<b>ROE</b>	<b>21.53%</b>	<b>19.52%</b>	<b>14.85%</b>	<b>15.57%</b>	<b>17.15%</b>

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

## Dự phóng kết quả kinh doanh 2025

Năm (hợp nhất)	2024	% yoy	2025F	% yoy	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	35,508	28.3%	44,331	24.9%	<p>Ban lãnh đạo tương đối thận trọng trong dự báo NIM của ngân hàng trong năm 2025. Khả năng kiểm soát chi phí vốn sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng trong việc giữ và cải thiện NIM trong năm nay.</p> <p>Về tăng trưởng tín dụng, chúng tôi giả định TCB sẽ đạt tăng trưởng hơn 20%. Với tốc độ giải ngân cho vay mua nhà cải thiện mạnh mẽ trong Q4/2024, chúng tôi cho rằng cơ cấu nợ vay của TCB năm 2025 sẽ chuyển nhiều hơn về vay dài hạn.</p> <p>TCB cũng sẽ đẩy mạnh cho vay cách doanh nghiệp MSMEs, hộ gia đình trong thời gian tới.</p>
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	11,482	-7.2%	14,165	23.4%	
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	47,291	17.3%	58,063	24.5%	
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	15,370	16.0%	17,675	15.0%	<p>Nếu không tính tới khoảng chi phí bất thường do kết thúc hợp đồng phân phối bảo hiểm với ManuLife và việc thay đổi cách hạch toán thu nhập phí mảng bảo hiểm, mảng thu nhập ngoài lãi của TCB năm 2024 đã có thể tăng trưởng dương khoảng 10%.</p> <p>Mảng trái phiếu có thể tăng trưởng ở mức hai chữ số. Tuy vậy, dự thảo sửa đổi nghị định 155/2020/NĐ-CP sẽ làm chặt chẽ hơn liên quan tới xếp hạng, tài sản đảm bảo, bảo lãnh ngân hàng và sự tham gia của nhà đầu tư chuyên nghiệp có thể ảnh hưởng tới tăng trưởng năm 2025 (kỳ vọng tăng chậm hơn so với năm 2024)</p>
LNTT (tỷ đồng)	26,940	20.3%	34,734	23.7%	
LNST (tỷ đồng)	21,552	19.6%	27,787	25.2%	
Tỷ lệ nợ xấu- NPL (%)	1.12%		1.2%		<p>Với tỷ lệ CIR ở mức 30%, tương ứng với mức tăng 15% của chi phí hoạt động.</p> <p>Tỷ lệ nợ xấu mảng bán lẻ Q4/2024 đã giảm từ mức cao 2.75% (cuối Q2/2024) về mức 2.3%. Nợ xấu liên quan tới mua nhà cũng cho thấy sự cải thiện về mức 1.89%.</p> <p>Với tỷ lệ hình thành nợ xấu có diễn biến tích cực, chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ nợ xấu mục tiêu năm 2025 quanh 1.2%.</p>
Chi phí tín dụng đã điều chỉnh thu hồi nợ/ dư nợ bình quân (%)	0.8%		0.9%		
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu – LLR (%)	114%		119%		

Tăng trưởng tín dụng – Ytd (%)	20.8%	20.3%	TCB thường có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn mức tăng trưởng của toàn hệ thống. Với mức tăng trưởng mục tiêu hệ thống ngân hàng 16%, chúng tôi cho rằng TCB có thể đạt được tăng trưởng 20% cho năm 2025
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng – Ytd (%)	17.0%	15.0%	Với mặt bằng lãi suất duy trì mức thấp, tăng trưởng tiền gửi kỳ vọng sẽ không có mức tăng tốt trong năm 2025.
Tỷ lệ thu nhập lãi thuần – NIM (TTM %)	4.25%	4.28%	<p>Đẩy mạnh bán lẻ có thể rủi ro lên danh mục cho vay, nhưng có thể giúp TCB cải thiện NIM trong tương lai</p> <p>Tỷ lệ cho vay khách hàng với mức lãi suất thấp hơn 8% cuối 2024 chiếm tới 66% tổng danh mục vay của TCB (con số này của năm 2023 là 38%). Điều này thể hiện áp lực giảm lãi vay để thúc đẩy tín dụng TCB trong năm qua</p>

## 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 29,600 đồng. Chúng tôi cập nhật lãi suất phi rủi ro ở mức 3.1% và phần bù rủi ro vốn cổ phần ở mức 8.35% cho báo cáo lần này.

1) Trong ngắn hạn, chúng tôi sử dụng chỉ số P/B ở mức 1.3x - (tương đương mức trung bình 5 năm) để định giá cho cổ phiếu TCB. Với dự phóng BVPS cho năm 2025 ở mức 24,019 đồng, mức giá mục tiêu cho năm 2025 của TCB được chúng tôi kỳ vọng rơi vào mức giá 31,224 đồng.

2) Đối với phương pháp thu nhập thặng dư, mức giá cổ phiếu rơi vào mức 28,504 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

<b>Chi phí vốn (%)</b>	<b>14.0</b>
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.35
Beta	1.3

#### Phương pháp RI

(Đơn vị: tỷ VND)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Chi phí vốn (%)	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Chi phí vốn sau 2028					14.0%
LNST	21,760	27,243	34,832	41,069	48,385
Lợi nhuận thặng dư (RI)		5,081	9,212	11,221	13,553
<b>Giá trị hiện tại RI</b>		4,459	7,094	7,583	8,037

<b>Lợi nhuận thặng dư dài hạn</b>	<b>129,191</b>
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%

Giá trị hiện tại dài hạn	76,613
Giá trị hiện tại RI	27,173
Vốn ban đầu	147,940
Chiết khấu (%)	20%
Tổng giá trị	201,380
Số lượng cổ phiếu (tỷ)	7.05
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>28,504</b>

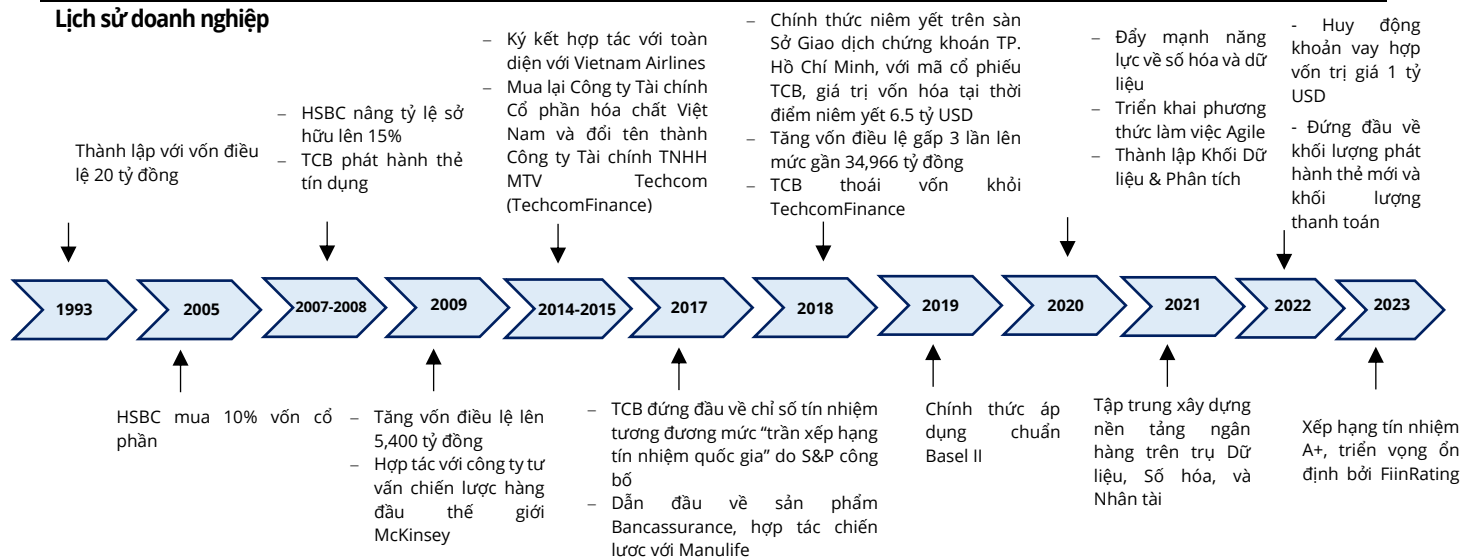
#### Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Thu nhập thặng dư (RI)	60%	28,504
P/B target (1.3x)	40%	31,224
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>		<b>29,592</b>

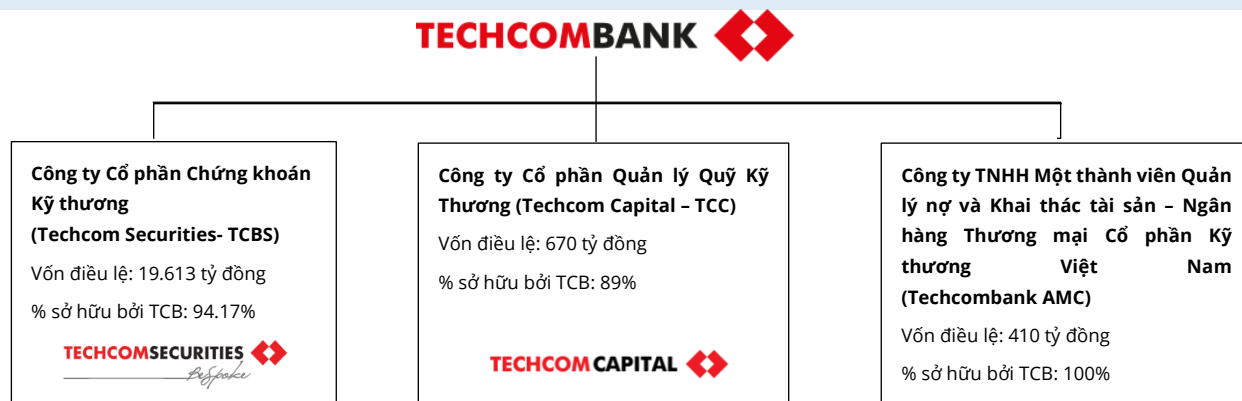
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

## Tổng quan doanh nghiệp

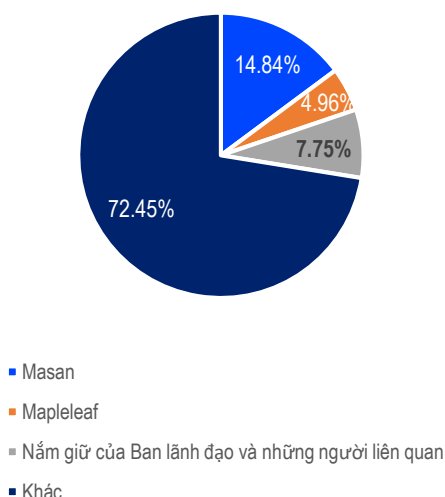
### Lịch sử doanh nghiệp



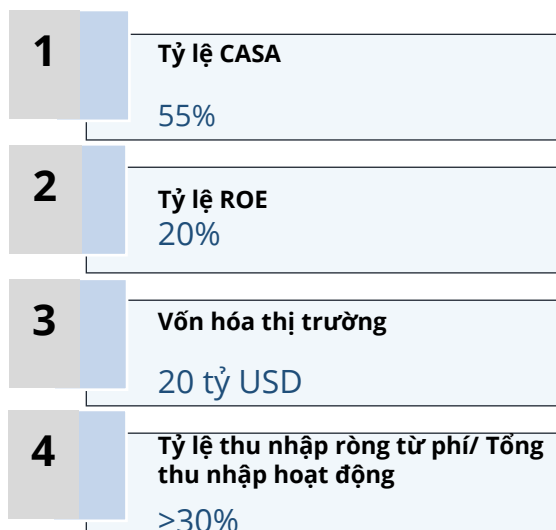
### Cơ cấu tổ chức



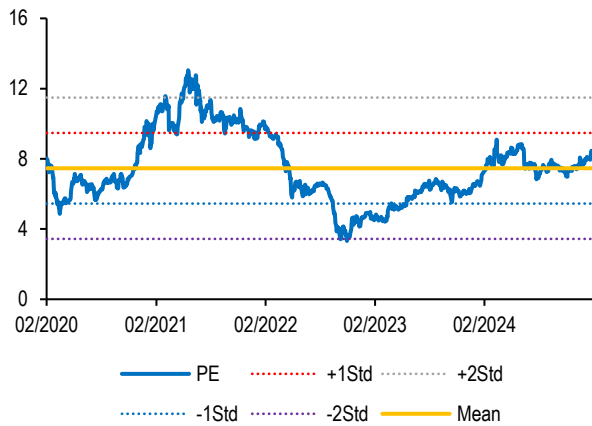
### Cơ cấu sở hữu cổ đông (tính đến cuối Q4/2024)



### Chiến lược giai đoạn 2021-2025

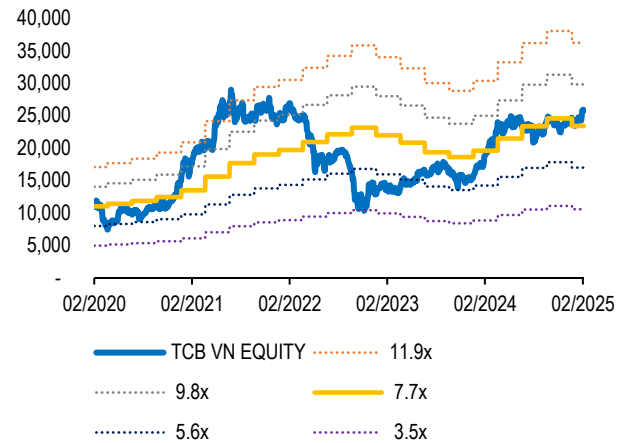


## PER của TCB



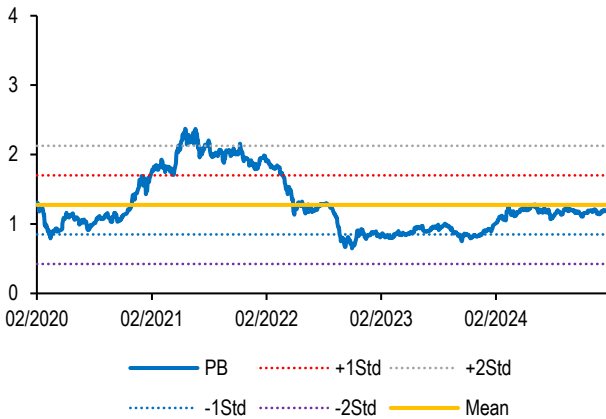
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Biểu đồ PER band của TCB



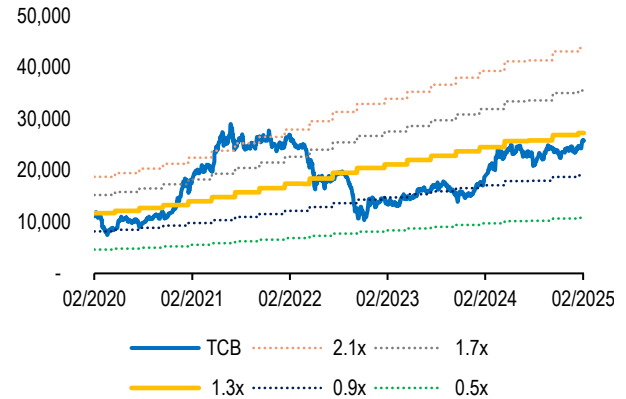
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## PBR của TCB



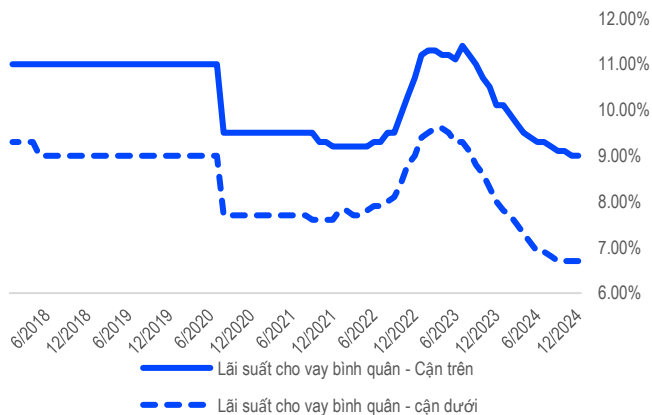
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Biểu đồ PBR band của TCB



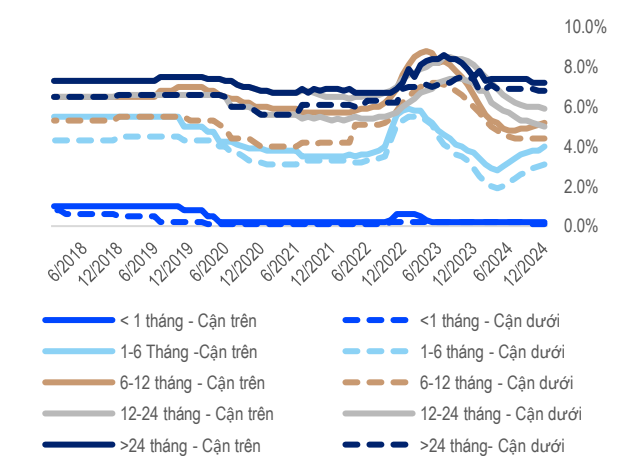
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Lãi suất cho vay bình quân tại Việt Nam



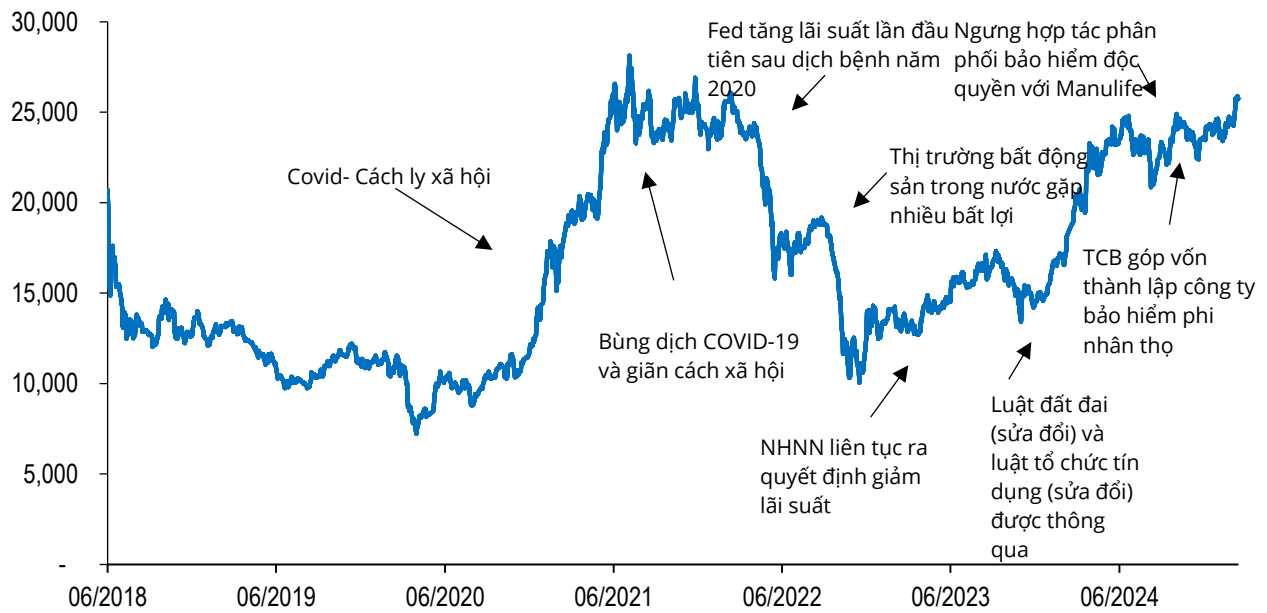
Nguồn: SBV, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## 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
<b>Tổng tài sản</b>	<b>568,729</b>	<b>699,033</b>	<b>849,482</b>	<b>978,799</b>	<b>1,204,923</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3,579	4,216	3,621	3,385	4,907
Tiền gửi tại NHNN	4,909	11,476	27,141	54,353	24,536
Tiền gửi và cho vay TCTD khác	70,515	82,874	104,072	84,590	130,684
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	755,349
Hoạt động mua nợ	133	108	82	142	142
Chứng khoán đầu tư	97,586	103,652	104,994	148,624	213,817
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
<b>Tổng nợ</b>	<b>475,687</b>	<b>585,608</b>	<b>717,866</b>	<b>829,928</b>	<b>1,035,234</b>
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	211,353
Tiền gửi của khách hàng	314,753	358,404	454,661	533,392	613,401
Các công cụ phái sinh, vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và TCTD khác	-	1,851	-	-	-
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
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>93,041</b>	<b>113,425</b>	<b>131,616</b>	<b>147,940</b>	<b>169,689</b>
Vốn của tổ chức tín dụng	35,586	36,205	36,257	78,413	78,413
Quỹ của tổ chức tín dụng	9,156	11,609	45,029	24,785	4,042
Lợi nhuận chưa phân phối	47,453	64,483	49,013	42,222	84,417
Lợi ích của cổ đông thiểu số	847	1,129	1,317	2,520	2,817
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>568,729</b>	<b>699,033</b>	<b>849,482</b>	<b>978,799</b>	<b>1,204,923</b>

### 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	78,289
Chi phí lãi	(8,805)	(14,463)	(29,017)	(24,581)	(33,958)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>26,699</b>	<b>30,290</b>	<b>27,691</b>	<b>35,508</b>	<b>44,331</b>
Từ hoạt động dịch vụ	6,382	8,527	8,715	8,042	10,471
Từ hoạt động kinh doanh ngoại hối vàng	231	(275)	196	593	279
Từ mua bán chứng khoán kinh doanh	152	(242)	65	81	-
Từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,804	426	926	2,359	906
Từ hoạt động khác	1,803	2,167	2,434	343	2,415
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	4	9	35	65	93
<b>Tổng thu nhập ngoài lãi</b>	<b>10,378</b>	<b>10,612</b>	<b>12,370</b>	<b>11,482</b>	<b>14,165</b>
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>37,076</b>	<b>40,902</b>	<b>40,061</b>	<b>46,990</b>	<b>58,496</b>
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	40,821
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,665)	(1,936)	(3,921)	(4,082)	(6,767)
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>23,238</b>	<b>25,568</b>	<b>22,888</b>	<b>27,538</b>	<b>34,054</b>
Thuế TNDN	(4,823)	(5,131)	(4,697)	(5,778)	(6,811)
<b>Tổng lợi nhuận sau thuế</b>	<b>18,415</b>	<b>20,436</b>	<b>18,191</b>	<b>21,760</b>	<b>27,243</b>
LNST thuộc về công ty mẹ	18,052	20,150	18,004	21,523	26,946

### Chỉ số tài chính

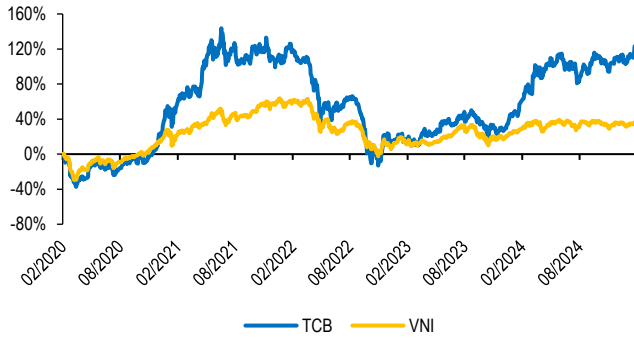
Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
<b>Tăng trưởng (% YoY)</b>					
Dư nợ cho vay	25.16	21.07	23.33	21.80	21.00
Tiền gửi của khách hàng	13.44	13.87	26.86	17.32	15.00
Vốn chủ sở hữu	24.70	21.91	16.04	12.40	14.70
Tổng tài sản	29.37	22.91	21.52	15.22	23.10
Thu nhập lãi thuần	42.38	13.45	(8.58)	28.23	24.85
Thu nhập ngoài lãi	20.29	2.26	16.56	(7.17)	23.36
PPOP	40.69	6.18	(2.53)	17.95	29.09
LNST	47.08	10.02	(10.48)	20.32	23.66
LNST	46.36	10.97	(10.99)	19.62	25.20
<b>Lợi nhuận (%)</b>					
NIM	5.71	5.29	4.02	4.25	4.28
ROA	3.7	3.2	2.3	2.4	2.5
ROE	22.0	19.8	14.8	15.6	17.2
<b>Thanh khoản (%)</b>					
Tổng dư nợ/Tổng tiền gửi (Pure LDR)	110.35	117.33	114.07	118.44	124.61
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ đòn bẩy (x)	6.11	6.16	6.45	6.62	7.10
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	1.11
Chi phí tín dụng/Dư nợ cho vay (%)	0.85	0.50	0.84	0.71	0.97
Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng (%)	0.73	0.44	0.77	0.8	0.91
<b>Giá trị trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>					
EPS	5,245	5,810	5,164	3,080	3,856
BPS	26,501	32,248	37,364	20,940	24,019
PPOP/share	7,378	7,820	7,611	4,476	5,778

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

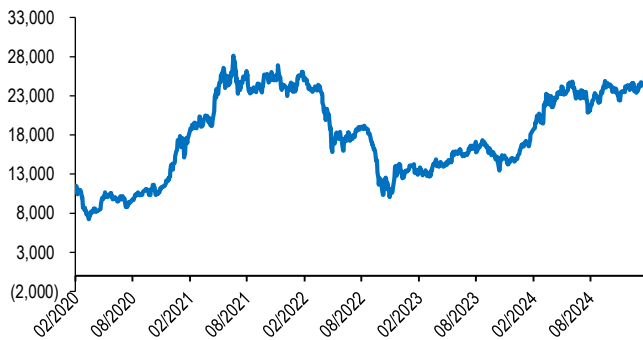


## Ngân hàng Thương mại cổ phần Kỹ Thương Việt Nam (TCB VN)

### 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

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

### Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ <b>MUA:</b> Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên</li> <li>♦ <b>GIỮ:</b> Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%</li> <li>♦ <b>BÁN:</b> Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>♦ <b>TÍCH CỰC:</b> Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA</li> <li>♦ <b>TRUNG LẬP:</b> Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ</li> <li>♦ <b>TIÊU CỰC:</b> Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN</li> </ul>

## 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,  
Luijiazui 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