

NGÀNH NGÂN HÀNG

Hợp sức chung tay



NỘI DUNG

Tăng trưởng tín dụng

Phân bổ áp lực

Thay đổi để thích nghi

Huy động và lãi suất

Không có nhiều lựa chọn

Mục tiêu bất định

Thanh khoản

Áp lực lan tỏa

Chất lượng tài sản

Giảm trong kỳ vọng

Hưởng lợi từ thay đổi chính sách

Khả năng sinh lời

Mắc kẹt ở vùng thấp

Hạ triển vọng

Các chỉ số chính

Định giá và điểm nhấn đầu tư

Phép thử sức bền

Biểu đồ

Tăng trưởng tín dụng

Lãi suất cho vay

Phát hành TPDN

...

3

3

4

5

5

6

7

7

8

8

9

10

10

11

12

13

13

3

3

4

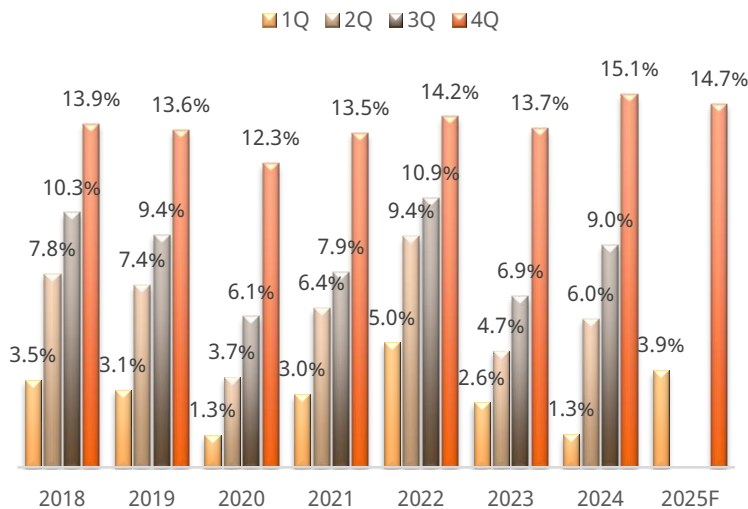


Tăng trưởng tín dụng

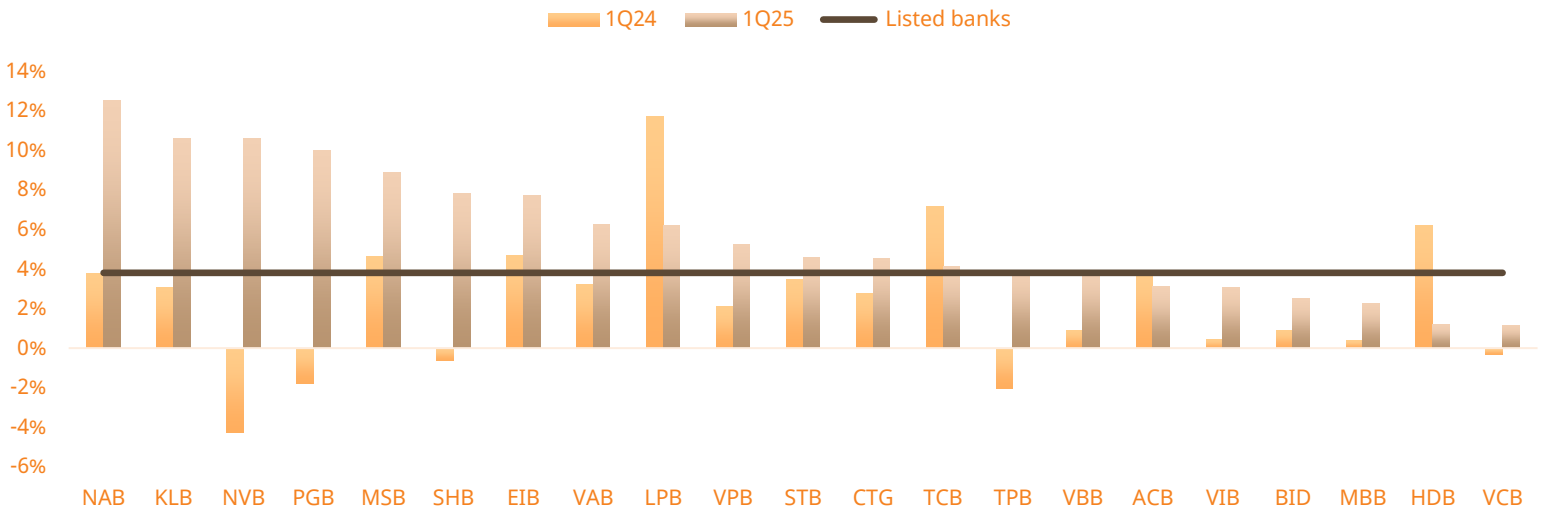
Phân bổ áp lực

- Ngành ngân hàng Việt Nam có bước khởi đầu 2025 tương đối vững chắc.** Tăng trưởng tín dụng đạt 3.9% trong Q1/2025 — một trong những mức tăng trưởng Q1 cao nhất trong nhiều năm và tương đương giai đoạn trước COVID. Với mục tiêu tăng trưởng đặt ra từ cuối 2024, chỉ tiêu tăng trưởng cũng được giao sớm (phổ biến quanh 16%) cho các ngân hàng chủ động cân đối và có thể phân bổ lại theo tình hình thực hiện của các TCTD. Việc phân bổ sớm giúp việc giải ngân diễn ra có phần tuần tự hơn so với trước đây. Dù tốc độ tăng trưởng vẫn ghi nhận hiện tượng bứt tốc cuối kỳ (tăng từ mức 1.24% tính đến 12/3 lên 3.9% vào cuối tháng), nhưng không quá biến động như các Q1 trước đây, qua đó hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cả năm cũng như ổn định thu nhập lãi vay. Lãi suất (LS) cho vay trung bình tiếp tục giảm nhẹ thêm 2đcb trong Q1/2025, cũng hỗ trợ cho đà tăng tín dụng. Với mục tiêu tăng trưởng GDP 8% khá tham vọng từ phía CP, các động lực chính được kỳ vọng đến từ tiêu dùng nội địa, đầu tư công, và không thể thiếu cung tín dụng. Tuy nhiên, với các chỉ số vĩ mô có phần thấp hơn kỳ vọng đi kèm với căng thẳng thương mại gia tăng, hoàn thành mục tiêu này sẽ tương đối thách thức.
- Đáng chú ý, khối các NHNY ghi nhận tăng trưởng tín dụng thấp hơn mức chung ~ 3.8% trong Q1/2025. Diễn biến có phần bất thường này có thể bị ảnh hưởng bởi các thương vụ sáp nhập bắt buộc, theo đó NH nhận chuyển giao sẽ bán một phần dư nợ sang cho NH sáp nhập bắt buộc. Trong khi đó, nhóm các ngân hàng tầm trung cũng ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao hơn, một phần nhờ hiệu ứng nền thấp và nhiều NH lớn cũng gặp một số trở ngại đối với chỉ số thanh khoản hay hiệu quả hoạt động. Nhìn chung, các NHTM lớn hiện cần chút thời để cân đối giữa tăng trưởng và rủi ro trên bảng cân đối và thu nhập.
- Chúng tôi duy trì tăng trưởng tín dụng mục tiêu cho năm 2025 dao động quanh mức 15% với những giả định chính: 1) năm 2024 đã ghi nhận mức tăng tín dụng tương đối cao, đặc biệt là trong Q4/2024; (2) một phần dư nợ kinh doanh BĐS sẽ chuyển sang dạng cho vay mua nhà khi đủ điều kiện; (3) cho vay các lĩnh vực sản xuất và đầu tư công sẽ không phải những lĩnh vực chiếm dụng vốn; và (4) sự bất ổn về mặt chính sách bên ngoài ảnh hưởng tiêu cực lên triển vọng kinh doanh trong nước, khiến tâm lý chờ đợi sẽ phần chiếm ưu thế.

Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm (2018-2025)



Tăng trưởng tín dụng của các NH (Q1/2025)



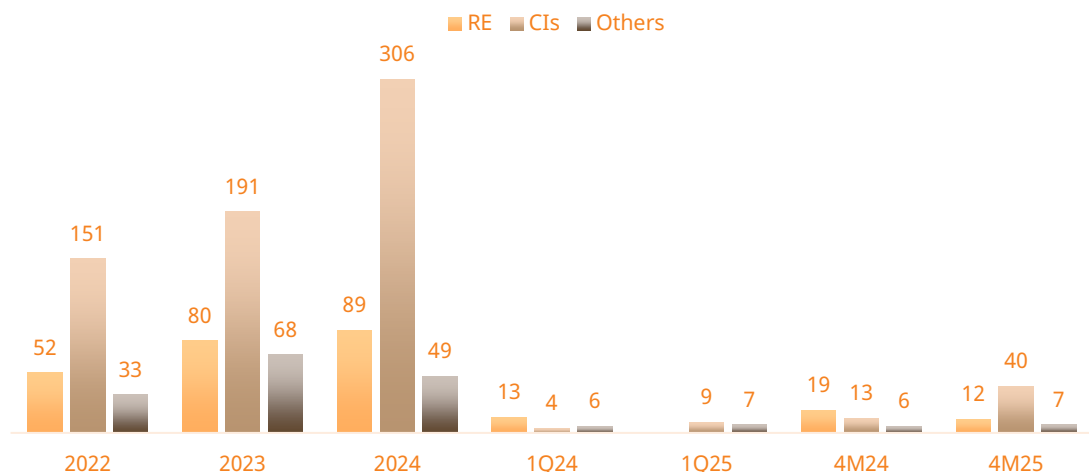
Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset VN

Tăng trưởng tín dụng (tt.)

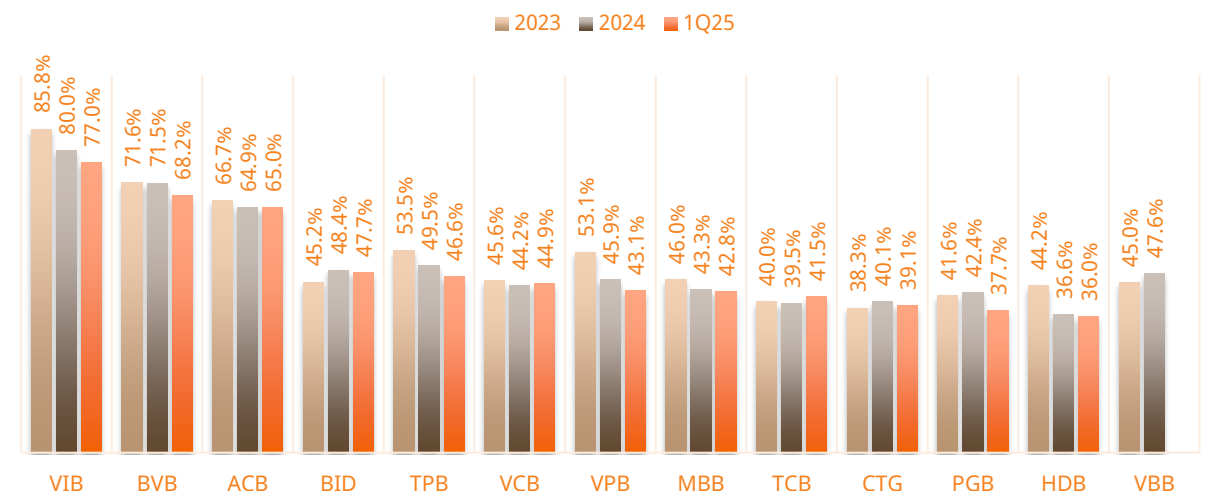
Thay đổi để thích nghi

- Mảng KHDN (BB) duy trì đà tăng cao trong Q1/2025, gia tăng tỷ trọng trong danh mục cho vay.** Nhiều NH lớn ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng thấp, phần nào cho thấy các ngân hàng cũng chọn lọc giải ngân đối với các phân khúc không phải trọng tâm. Song song đó, tăng trưởng mảng KHCN (RB) được hỗ trợ bởi sản phẩm cho vay ký quỹ, ghi nhận rõ tại các NH sở hữu CTCK lớn VPB, TCB và ACB. Dù cho vay ký quỹ có thể đóng vai trò thúc đẩy tạm thời cho phân khúc RB, nhưng biên lợi suất của mảng này không quá hấp dẫn — do nhu cầu ký quỹ biến động nhanh nhưng đòi hỏi nguồn tài trợ ổn định, cùng với áp lực cạnh tranh ngày càng cao — sẽ có khả năng kéo giảm lợi suất bình quân, ngay cả khi tỷ trọng KHCN hồi phục. Cho vay mua nhà — thường là sản phẩm chủ lực trong mảng bán lẻ với biên lợi nhuận hấp dẫn — vẫn khá trầm lắng, do nguồn cung cùng khả năng hấp thụ tại hai thành phố lớn đều ở mức thấp theo ghi nhận của các đơn vị tư vấn BĐS.
- Nhu cầu vay mua nhà vẫn chưa phục hồi hoàn toàn, song ghi nhận những chỉ báo sớm từ danh mục cho vay của nhiều NH.** Trạng thái “ngủ đông” có thể còn kéo dài đến hết Q2/2025, sau cú sốc liên quan đến thuế quan. Tuy nhiên, nhiều ngân hàng trước đây không ưa thích cho vay KD BĐS do lo ngại rủi ro tập trung hiện đang cân nhắc lại chiến lược. Nhu cầu trầm lắng, kết hợp với chi phí cấp tín dụng cao của phân khúc vay mua nhà riêng lẻ, đã thúc đẩy các NHTM chuyển hướng sang tài trợ cho các DA BĐS trọn gói— từ phát triển đến phân phối cho người dùng cuối. Điều này cho thấy mức độ cạnh tranh trong cho vay dự án sắp tới — đặc biệt về mặt lãi suất — sẽ tiếp tục gia tăng. Vì vậy, dù LS tham chiếu có thể nhích tăng nhẹ trong nửa sau 2025 nhưng các gói ưu đãi LS hiện vẫn đủ hấp dẫn để có thể tiếp tục kích cầu.
- Phát hành TPDN phục hồi mạnh trong tháng 4.** Tỷ trọng đầu tư có phần giảm trong Q1 khi các ngân hàng tận dụng cơ hội tại thị trường nợ, khi dòng tiền ngại rủi ro chuyển hướng dần trong bối cảnh bất định toàn cầu gia tăng từ cuối 2024. Lượng phát hành hạn chế trong Q1/2025 cũng bị tác động bởi yếu tố mùa vụ (mùa vụ Tết và hoạt động phát hành đã được đẩy mạnh trong Q4/2024). Sang tháng 4, lượng phát hành có phần khởi sắc hơn, vượt 35 nghìn tỷ, chủ yếu đến từ các CT phát triển BĐS lớn. Đà phục hồi này kỳ vọng tiếp diễn khi những công ty này vẫn đang lên lộ trình tiếp tục huy động qua kênh trái phiếu trong thời gian tới. Trong khi đó, nhiều NHTM cũng có kế hoạch huy động cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng cũng như tăng cường vốn cấp 2. Đối với nhu cầu đầu tư, hiện niềm tin của thị trường có phần tích cực hơn giai đoạn 2022 bên cạnh lợi suất tương đối hấp dẫn so với các kênh đầu tư lợi suất cố định khác như tiền gửi hay TPCP.

Phát hành TPDN (nghìn tỷ)



Tỷ trọng cho vay bán lẻ



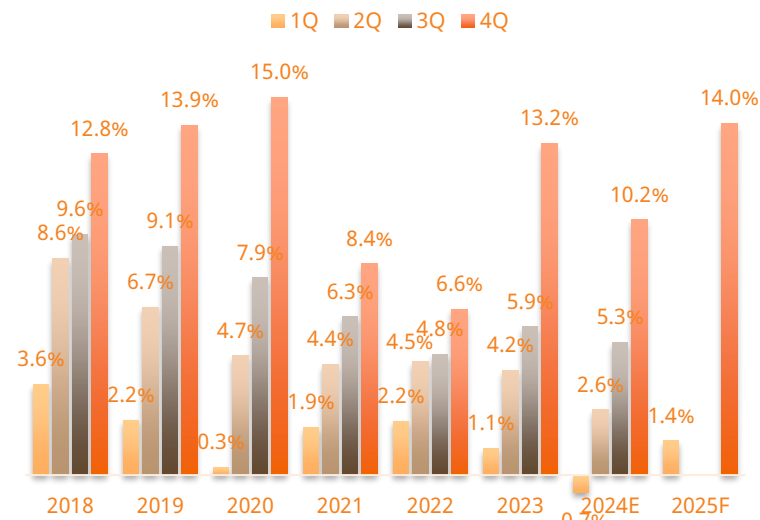
Nguồn: VBMA, Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam/ Ghi chú: RE: BĐS, CIs: tổ chức tín dụng

Huy động và lãi suất

Không có nhiều lựa chọn

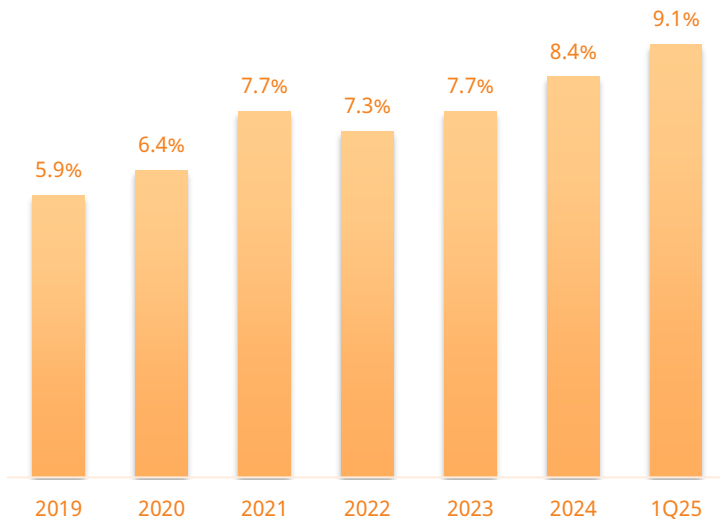
- Tăng trưởng tiền gửi tiếp tục chậm hơn tín dụng, gia tăng áp lực huy động:** Tính đến ngày 25/3, tăng trưởng tiền gửi vẫn khá thấp, chỉ tăng 1.36% sv. 2024, dù cải thiện so với mức giảm 0.76% trong Q1/2024, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng 2.5%. Riêng các NHNY, tiền gửi khách hàng có phần khả quan hơn với mức tăng 2.4% trong Q1/2025, song vẫn thấp hơn mức tăng trưởng cho vay 3.7%. Sự lệch pha này không quá bất ngờ, trong bối cảnh mặt bằng LS hiện kém hấp dẫn — với triển vọng cũng không quá lạc quan trong Q2/2025. Ngoài ra, Q1 cũng thường là mùa thấp điểm của hoạt động giao dịch BĐS, hạn chế dòng tiền liên quan chảy vào hệ thống ngân hàng.
- Đối với triển vọng 2025, các NHTM không có quá nhiều dư địa trong điều tiết thanh khoản,** buộc phải thu hẹp khoảng cách tăng trưởng giữa tín dụng và tiền gửi (bao gồm cả CCTG – công cụ không được quá ưa chuộng vì chi phí cao), với mức tăng trưởng huy động dự phóng trên 14%. Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng bao gồm: (1) thị trường BĐS tiếp đà hồi phục nhờ triển vọng giá tích cực, qua đó điều chuyển dòng vốn quay lại hệ thống; và (2) LS tiền gửi điều chỉnh tăng, hiện được kỳ vọng trong khoảng 20–40bps (đầu năm: 40–50bps), nhằm huy động tốt hơn. Nhiều NH đã chủ động điều chỉnh biên LS, và triển khai các gói tín dụng ưu đãi LS, giảm tác động của việc tăng LS huy động nhằm tuân thủ định hướng từ chính phủ.
- Tính đến giữa tháng 5, LS huy động đã tăng nhẹ — khoảng 8bps sv.Q1/2025 — khi các NH nỗ lực cải thiện các chỉ số an toàn hoạt động trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động, vốn đang tiệm cận mức trần sau nhiều năm tăng trưởng lệch pha.** Thông thường, các tỷ lệ này không dễ thay đổi một cách nhanh chóng, và các NHTW sẽ phải có lộ trình tuân thủ cho các NHTM (như Thông Tư 22/2019 – đưa ra các hạn chế về sử dụng vốn nhằm đảm bảo an toàn hệ thống). Các chỉ tiêu thanh khoản hiện đang được tận dụng triệt để (dao động gần ngưỡng cho phép) nhằm cân đối giữa lợi ích của NH đồng thời hỗ trợ kinh tế tăng trưởng với cung tín dụng “giá rẻ”.

Tăng trưởng tiền gửi (sv. đầu năm, 2024&1Q25: ngày 25)

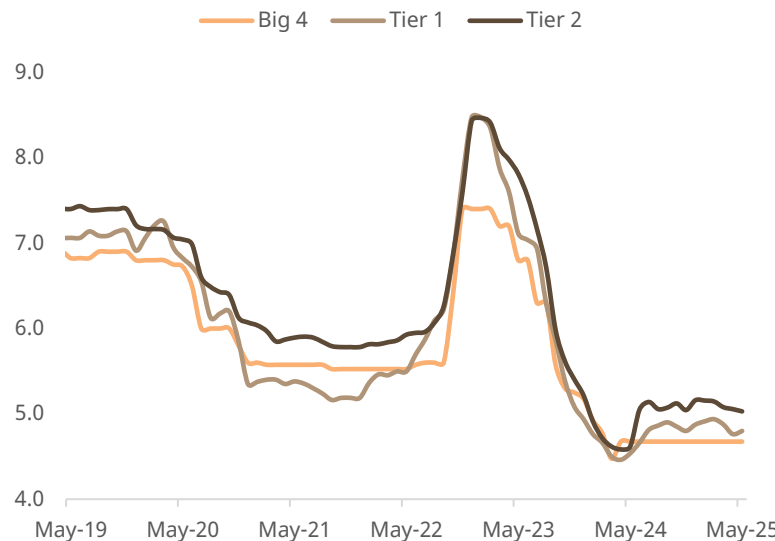


Nguồn: NHNN, Bloomberg, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: Big 4: NHQD; Tier 1: MBB, TCB, VPB, ACB, STB, SHB, HDB; Tier 2: Các NH khác

Tỷ trọng GTCG/vốn vay (NHNY)



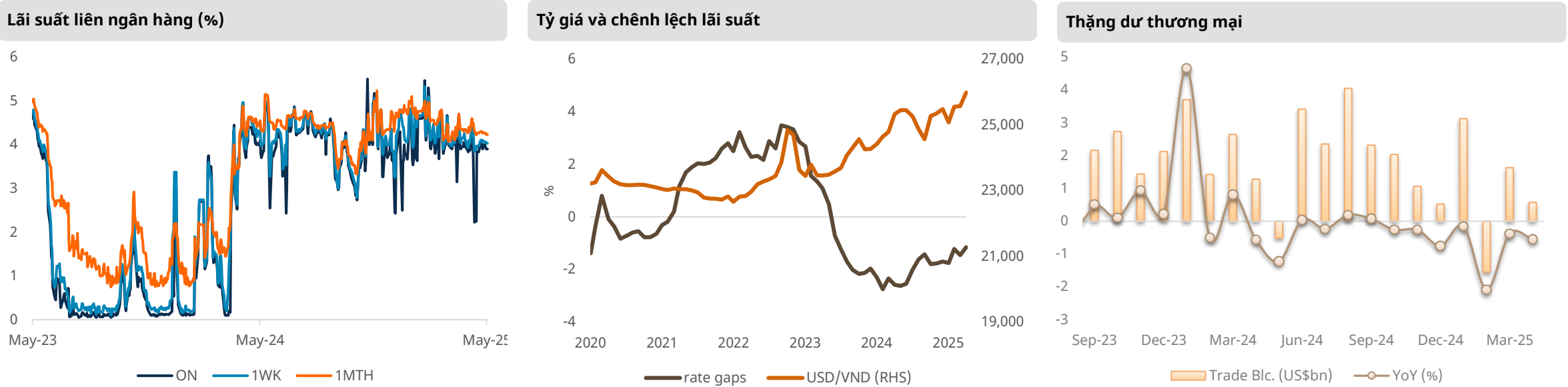
Lãi suất huy động (12T)



Huy động và lãi suất (tt.)

Mục tiêu bất định

- LS LNH hạ nhiệt, nhưng chi phí huy động từ kênh này vẫn neo cao do chi phối ngoại lực:** Chi phí vay LNH, dù có phần hạ nhiệt trong Q2/2025, nhưng vẫn duy trì ở ngưỡng tương đối cao. LS ở hầu hết các kỳ hạn đều ghi nhận xu hướng giảm, trong đó LS qua đêm (ON) và kỳ hạn 1 tuần giảm hơn 80bps, xuống còn lần lượt 3.9% và 4.03%. Diễn biến này phần nào giúp giảm áp lực chi phí huy động kỳ hạn ngắn. Tuy vậy, mức hiện tại vẫn cao hơn nhiều so với mặt bằng chung các giai đoạn ổn định và vẫn nhỉnh hơn so với LS tiền gửi ngắn hạn của các NH tầm trung. Xu hướng giảm của LS LNH cũng thể hiện thanh khoản hệ thống đã phần nào được nới lỏng. Thanh khoản ngắn hạn cũng được hỗ trợ bởi các sản phẩm huy động linh hoạt, với mức LS trên 3%. Dù vậy, LS LNH sẽ khó điều chỉnh sâu trong 2025, do chính sách tiền tệ từ Fed có thể kéo dài thời gian thắt chặt, tác động bởi triển vọng lạm phát cao và phân bổ rủi ro cho các yếu tố bất ổn. Vì vậy, thanh khoản hệ thống cần điều tiết hợp lý nhằm hạn chế mức độ trượt giá của đồng nội tệ trong khoản cho phép (~5% cho năm 2025). Thực tế, mặc dù chỉ số sức mạnh đồng USD điều chỉnh mạnh từ đầu 2025, USD vẫn tăng khoảng 1.7% từ đầu năm sv. VND. Trong nhiệm kỳ đầu của ông Trump, Việt Nam từng bị gắn mác “thao túng tiền tệ” và hiện chúng ta đang trong quá trình đàm phán thuế quan, vì vậy, vấn đề tỷ giá làm dấy lên không ít lo ngại và cũng không loại trừ khả năng bị đề cập trong nhiệm kỳ này. Điều này có thể hạn chế khả năng điều tiết từ phía các cơ quan điều hành.
- Rủi ro thuế quan gia tăng áp lực tỷ giá:** Ngoài những hạn chế đã được đề cập trong báo cáo trước về khả năng can thiệp tỷ giá, rủi ro bị áp thuế quan mới càng làm suy yếu triển vọng của VND, vì hiện nền kinh tế vẫn có mức độ phụ thuộc nhất định ở mảng sản xuất và xuất khẩu. Đồng thời, rủi ro này cũng làm gia tăng mức độ biến động trong cung cầu USD. Sự thiếu chắc chắn xoay quanh các diễn biến trên có thể kéo dài tình trạng rút vốn của các NĐT ngoại. Tính đến giữa tháng 5, khối ngoại đã bán ròng khoảng 1.3 tỷ USD, nâng tổng mức bán ròng từ năm 2024 lên khoảng 5 tỷ USD. Ngoài ra, lo ngại bảo hộ thương mại cũng khiến các doanh nghiệp FDI có xu hướng chuyển lợi nhuận về nước sở tại nhằm gia tăng dự trữ ngoại hối. Vốn FDI đăng ký mới trong tháng 4 giảm 8.4% svck. Trong kịch bản tích cực với mức thuế mà hàng hóa từ VN phải đối mặt tương đương với mặt bằng chung, áp lực đối với tỷ giá có thể chỉ mang tính ngắn hạn. Tuy nhiên, rủi ro về thuế quan sẽ làm giảm kỳ vọng về thặng dư thương mại, qua đó hạn chế nguồn thu ngoại hối. Nhìn chung, áp lực tỷ giá đang tăng đáng kể trong ngắn hạn vì tâm lý ngại rủi ro vẫn sẽ chiếm ưu thế, dù các rủi ro đối với tiềm năng tăng trưởng dài hạn vẫn chưa được lượng hóa cụ thể.



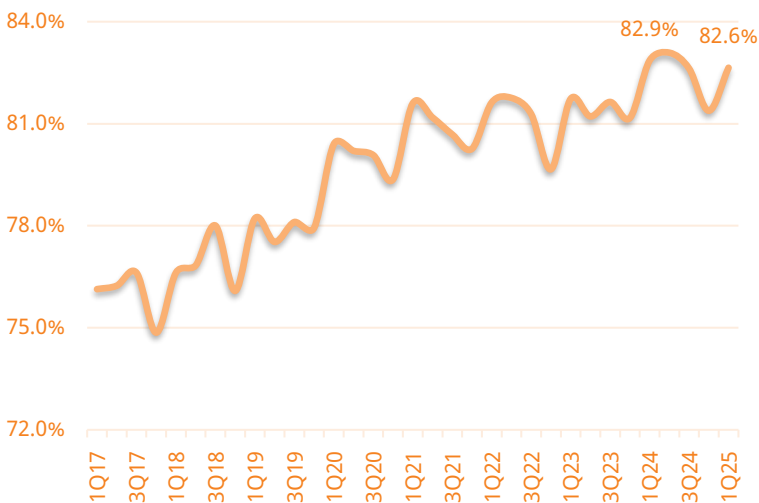
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: ON: LS qua đêm; 1WK: 1 tuần; 1MTH: 1 tháng; Rate gap: Chênh lệch LS; Trade Blc.: Thặng dư

Thanh khoản

Áp lực lan tỏa

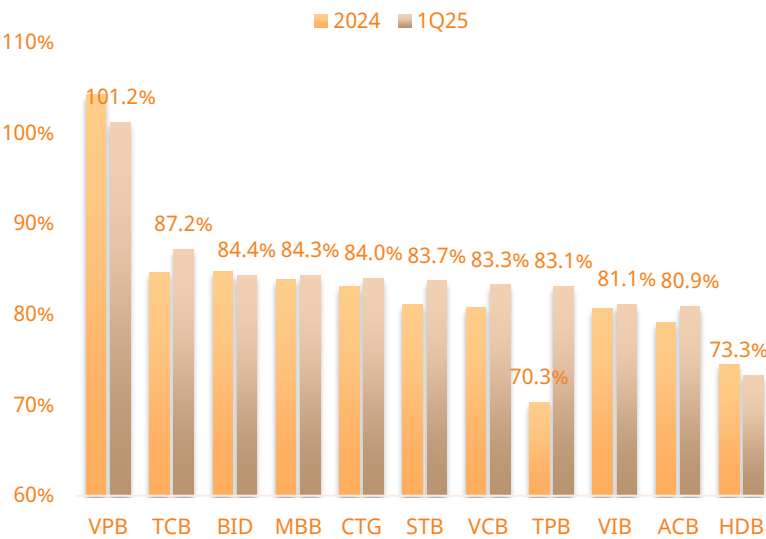
- Tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) đảo chiều tăng trong Q1/2025.** Diễn biến này phần nào lý giải cho tăng trưởng tín dụng thấp của các NH lớn, trong khi các NH còn dư địa có mức tăng cao hơn. Tính chung đến cuối Q1/2025, LDR bình quân của các ngân hàng niêm yết đạt 82.6%, tăng 1.25%p sv.Q4/2024. Trước đây, mức trần quy định cho tỷ lệ này đã từng được nâng từ 80% lên 85% cuối 2019 nhằm giảm áp lực cho các NHQD, giảm áp lực huy động và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, khả năng lần nữa nới trần LDR sẽ không phù hợp về mặt ổn định hoạt động trong dài hạn. Đối với nhóm NHQD, tỷ lệ LDR vẫn duy trì ở mức cao và tiệm cận rất gần với mức trần, vì vậy, bên cạnh tăng trưởng tín dụng thì KHKD 2025 cũng đề ra mục tiêu huy động cao. Ngoài ra, phần lớn các NH có tăng trưởng tín dụng cao cũng lên kế hoạch huy động nhiều hơn cho năm 2025 vì bên cạnh tối ưu hiệu quả sinh lời thì an toàn hoạt động cũng là một yếu tố quan trọng bao gồm bộ đệm thanh khoản. Lấy ví dụ như TPB, dù không ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng quá cao hay thay đổi lớn các yếu tố cơ bản, nhưng tỷ lệ này tăng đột biến do tiền gửi tăng trưởng âm tác động bởi những sự kiện liên quan đến công ty con cũng như TV HĐQT. Chủ trương duy trì LS thấp không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận mà còn dần thu hẹp bộ đệm thanh khoản của các NH.
- Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) ghi nhận giảm nhẹ tại một số ngân hàng trong kỳ.** Mặc dù mức suy giảm không đáng kể nhưng cũng có những điểm cần lưu ý. Phân khúc khách hàng doanh nghiệp (thường có hệ số rủi ro thấp hơn trong công thức tính CAR) đang tăng trưởng mạnh có thể hàm ý ngân hàng chịu áp lực mở rộng quy mô tài sản, đồng thời chấp nhận hy sinh một phần lợi nhuận. Nếu giả định này là đúng, trong trường hợp ngân hàng không muốn phát hành thêm cổ phiếu (để tránh pha loãng lợi ích cổ đông), thì sẽ phải tăng cường huy động vốn qua kênh giấy tờ có giá, điều này có thể gây áp lực lên chi phí vốn và ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.
- Nhìn chung, có thể nhận định tính ổn định thanh khoản giảm một cách có chủ động, nhưng đi kèm với đó là một số bất lợi đối với ngành.** Đa phần các NHTM hiện đang hoạt động với các tỷ lệ an toàn được tận dụng tối đa. Nhằm ứng phó với một trong những rủi ro lớn nhất trong khía cạnh “hoạt động liên tục” của các NHTM, khi vận hành dưới tình trạng bộ đệm thanh khoản thấp, không phải vấn đề tuân thủ mà là hiện tượng rút tiền hàng loạt. Vì vậy, NHNN cũng đã xin phép được trao quyền cấp thanh khoản nhanh hoặc cho vay đặc biệt (không lãi suất) nhằm tránh rủi ro hệ thống. Sự cần thiết của những công cụ này không vấp nhiều tranh luận trái chiều, tuy nhiên, sử dụng không phù hợp cũng sẽ có nhiều tác dụng phụ đối với không chỉ riêng ngành ngân hàng.

Cho vay trên tiền gửi (LDR) (NHNY)

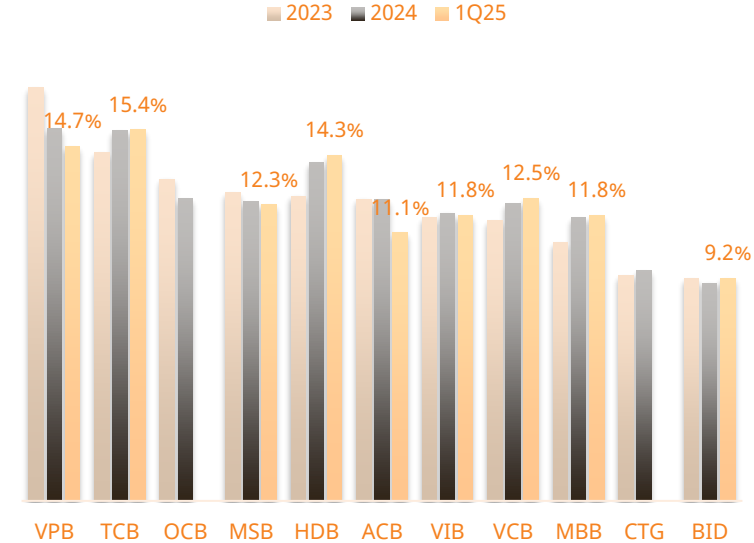


Nguồn: NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

LDR hợp nhất



Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)

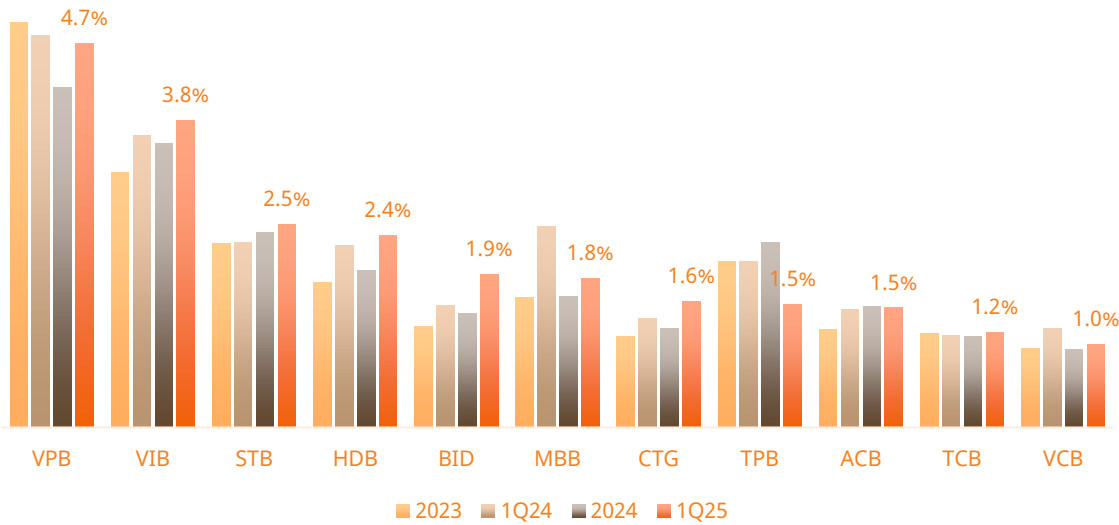


Chất lượng tài sản

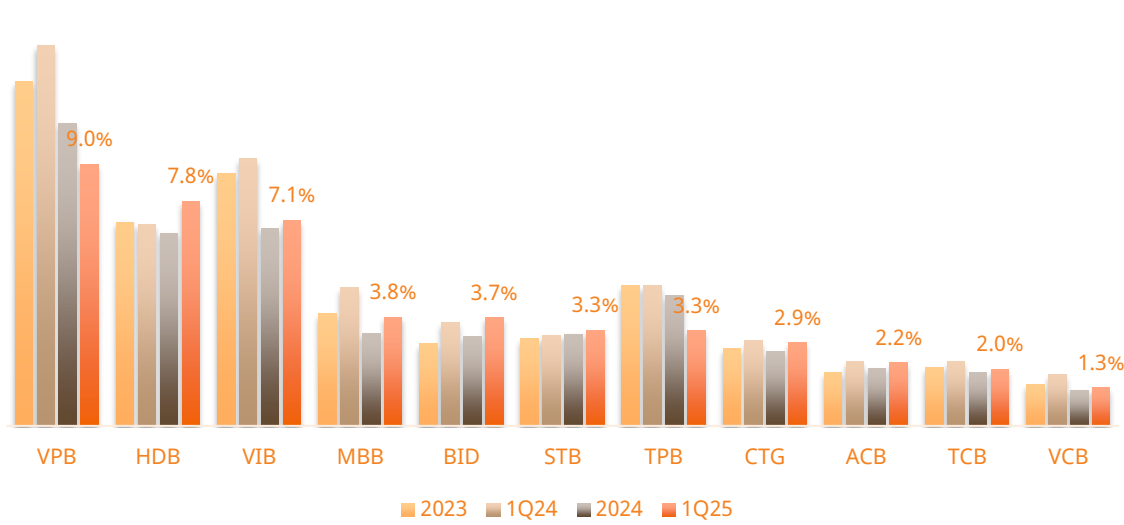
Giảm trong kỳ vọng

- Chất lượng tài sản vẫn giảm như thường lệ trong Q1/2025.** Cụ thể, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của các NHNY tăng 19bps sv.Q4/2024. Khi so với mức tăng cùng kỳ trong hai năm liền trước là 2024 (+24bps) và 2023 (+32bps), thì chất lượng danh mục cho vay giảm phần nào bị tác động phần lớn bởi yếu tố mùa vụ. Nếu tính cả nợ nhóm 2, tỷ lệ nợ dưới chuẩn cũng chỉ tăng 16bps. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu tăng cũng bị ảnh hưởng bởi dư nợ dưới chuẩn tại các ngân hàng lớn, trong đó bao gồm cả 3 NHQD. Với việc gia tăng tỷ trọng KHCN trong danh mục, thì nợ xấu phát sinh mới gia tăng là diễn biến thường thấy. Với bộ đệm dự phòng cao thì tỷ lệ nợ xấu gia tăng tại nhóm này cũng không quá đáng ngại. Một nguyên nhân cũng thường xuyên đề cập là việc nhảy nhóm của dư nợ tái cơ cấu theo TT.02, với tác động ít nhất sẽ kéo dài đến hết năm 2025. Theo cập nhật từ những nhiều NHTM trong ĐHCĐ hay cập nhật KQKD quý, trong Q1/2025, số dư nợ này đã giảm đáng kể (có NH ghi nhận giảm lên tới 50% trong kỳ), với chỉ khoảng 7-10% trong số này chuyển sang nợ xấu.
- Rủi ro chính đối với chất lượng tài sản hiện nay chủ yếu đến từ các yếu tố bất ổn gia tăng đối với triển vọng vĩ mô.** Mặt tích cực của việc duy trì LS thấp ngoại trừ thúc đẩy nhu cầu là hỗ trợ chất lượng tài sản. Mặc dù LS cho vay hiện kỳ vọng tăng khoảng 15-25bps trong năm, mức tăng này sẽ không ảnh hưởng trọng yếu đến dòng tiền hay khả năng trả nợ của các thực thể kinh tế do mức độ tăng không lớn. Ngoài ra, mặc dù kỳ vọng nhóm KHCN hay vay thế chấp sẽ khởi sắc hơn trong nửa sau của năm, tỷ lệ hình thành nợ xấu mới sẽ không cao trên cơ sở thời gian ưu đãi lãi suất thường kéo dài 1-2 năm với mức LS dễ tiếp cận. Về mặt chính sách cũng đang có hướng hỗ trợ cho khía cạnh này, có thể kể đến như việc sắp luật hóa NQ. 42/2017 hay ban hành NQ.170, không chỉ hạn chế nợ xấu hình thành mà còn đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ xấu. Ngoài ra, nhiều dự án BĐS lớn cũng được tháo gỡ vấn đề pháp lý, hỗ trợ gián tiếp cho chất lượng tài sản ngành khi dòng tiền DN được khơi thông. Tuy nhiên, điều kiện kinh doanh đang có phần giảm sút do các tác nhân liên quan đến thuế quan và xu hướng bảo hộ thương mại. Dù mức thuế quan có thể sẽ thấp hơn đề xuất ban đầu, nhưng sự bất định có khả năng khiến DN tạm hoãn kế hoạch đầu tư mới/mở rộng sản xuất. Đồng thời, việc đặt chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao có thể vô tình dẫn đến vấn đề phân bổ vốn kém hiệu quả hoặc nới lỏng tiêu chuẩn giải ngân.

NPL



NPL mở rộng



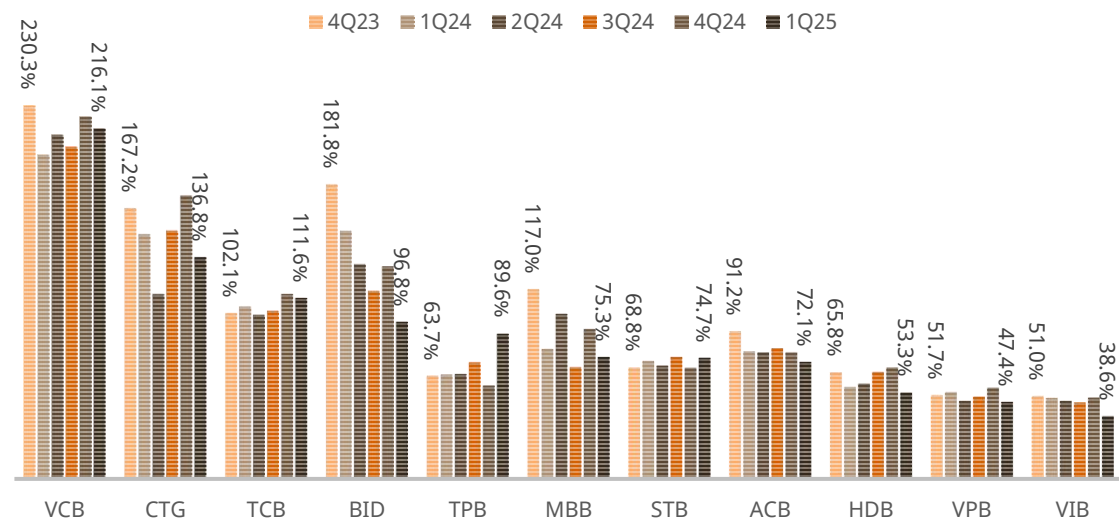
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam

Chất lượng tài sản (tt)

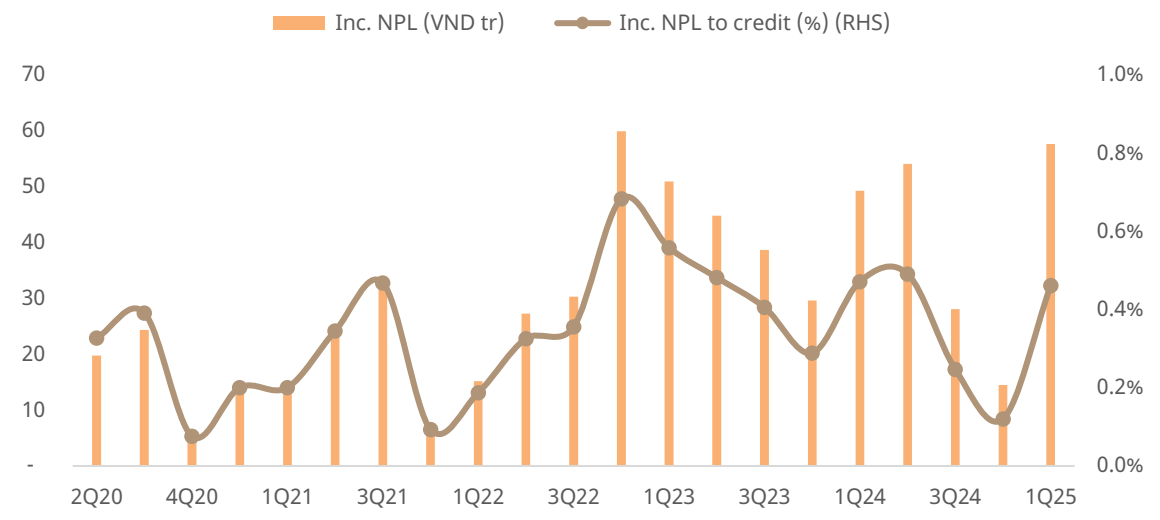
Hưởng lợi từ thay đổi chính sách

- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cũng giảm nhẹ theo quý nhưng vẫn dao động trong khoảng bình thường.** LLR trung bình tại các NHNY giảm 9%p xuống còn 81%, tương đương các quý giữa 2024. Mức giảm chủ yếu đến từ việc các ngân hàng lớn sử dụng bộ đệm dự phòng để duy trì tăng trưởng lợi nhuận dương, vì thu nhập cốt lõi — chủ yếu từ thu nhập lãi thuần — vẫn chịu áp lực bởi định hướng kích cầu tín dụng. Trong khi đó, NPL ảnh hưởng bởi các tác nhân tạm thời, qua đó không ảnh hưởng lớn đến triển vọng chất lượng tài sản của các NH nói chung. Dù LLR có ghi nhận giảm tại nhóm NH lớn, tỷ lệ này vẫn tương đối cao so với mặt bằng chung, trong khi các NH có tỷ lệ thấp vẫn duy trì mức trích lập ổn định. Thêm vào đó, tỷ lệ LLR thấp thường thấy tại những ngân hàng có tỷ lệ dư nợ trên tài sản thế chấp (LTV) khoảng 50-60%, với trọng tâm là hoạt động cho vay bán lẻ, nên mức này cũng sẽ không đại diện cho rủi ro cao. Sự hỗ trợ về mặt chính sách sẽ giúp ngân hàng đẩy nhanh thời gian thu hồi nợ xấu cũng như thúc đẩy hiệu quả sử dụng vốn.
- Các rủi ro tiềm ẩn tiếp tục cho thấy dấu hiệu ổn định.** Dù vẫn còn tình trạng chậm thanh toán gốc/lãi tại một số TPDN, tổng giá trị quá hạn giảm mạnh xuống dưới mức 1 nghìn tỷ trong Q1/2025 (-70% sv.Q4/2024), và thấp hơn nhiều so với mức Q1/2024 (10.1 nghìn tỷ) và Q3/2023 (33.3 nghìn tỷ). Tổng giá trị TPDN đến hạn trong 2025 phát hành bởi nhóm DN ngành BĐS cũng giảm khoảng 36% svck, còn hơn 125 nghìn tỷ.
- Chuyển đổi trọng tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.** Dự chi ngân sách cho cơ sở hạ tầng trong năm 2025 sẽ tăng mạnh ở mức +37.7% svck lên đến 875 nghìn tỷ. Trong đó, các dự án trọng điểm bao gồm, đường sắt/đường sắt tốc độ cao, cao tốc đường bộ, các đường vành đai, v.v. qua đó tăng cường khả năng kết nối cũng như cải thiện hiệu quả của các dịch vụ hậu cần. Hướng đi này không chỉ hỗ trợ triển vọng tăng trưởng kinh tế chung mà còn có tác động lan tỏa đến thu nhập hộ gia đình, triển vọng đầu tư BĐS ở các quận huyện vùng ven hay các đô thị cấp 2, góp phần ổn định triển vọng cho chất lượng tài sản cũng như tiềm năng tăng trưởng của các NHTM.

LLR



Nợ xấu phát sinh mới trong quý



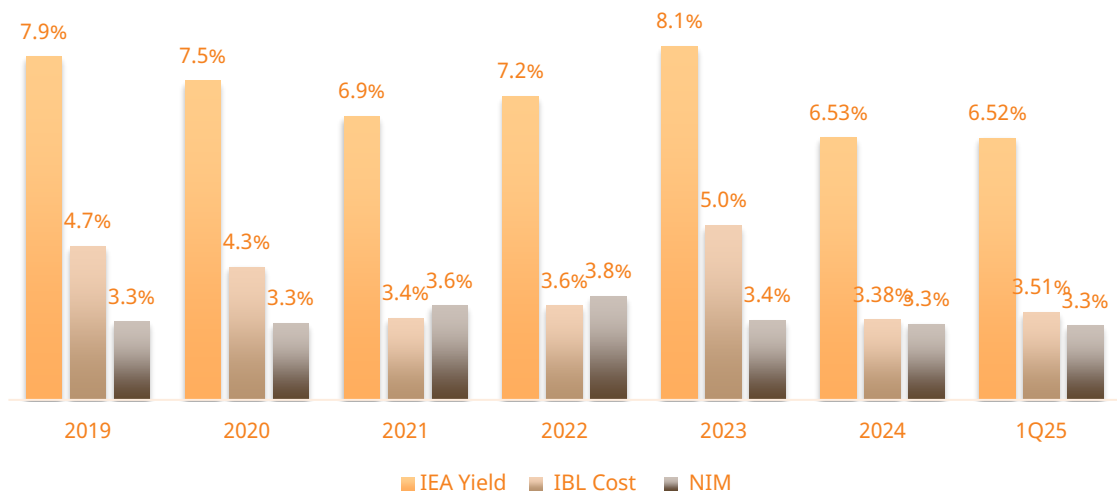
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: Incremental NPL: Nợ xấu phát sinh mới; Inc. NPL to credit: Tỷ lệ nợ xấu phát sinh mới theo tổng tín dụng

Khả năng sinh lời

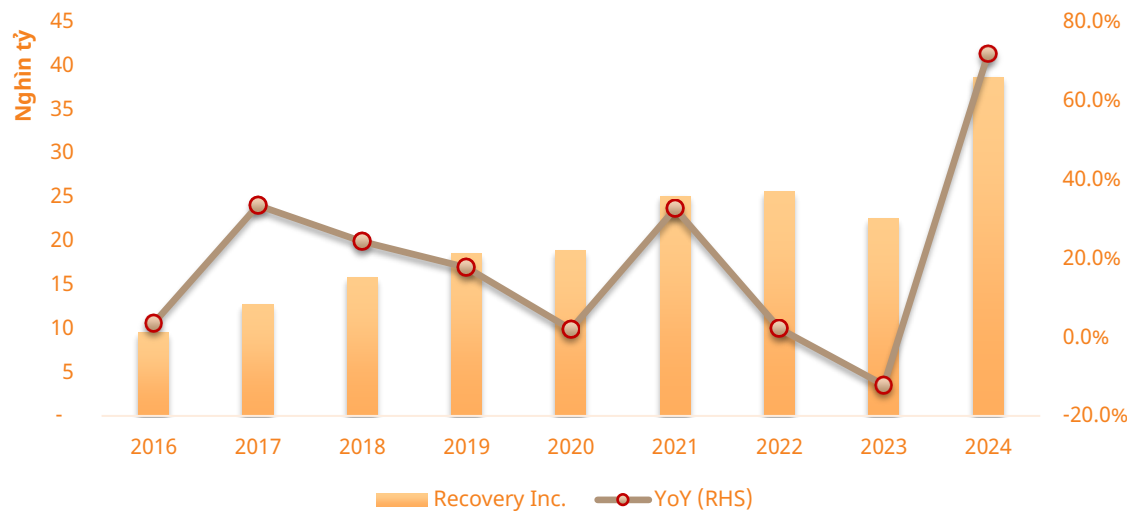
Mắc kẹt ở vùng thấp

- Biên lãi thuần (NIM) tiếp tục chịu áp lực trong Q1/2025, khi NIM bình quân của các NHNY giảm thêm 3bps sv. Q4/2024.** Nguyên nhân chủ yếu đến từ các yếu tố thường được đề cập như cung vượt cầu và chỉ đạo từ phía CP. Lợi suất bình quân tài sản sinh lời (IEA) giảm 1bps, trong khi chi phí vốn tăng 13bps sv. 2024. So sánh giữa các nhóm NH ghi nhận sự phân hóa tương đối khi nhóm NH vừa và nhỏ vốn có mức NIM thấp lại có phần hưởng lợi, khi chi phí huy động của nhóm này không cao như trước. Nói cách khác, các NH nhỏ không còn phải huy động cao và cho vay cạnh tranh như giai đoạn trước, trong khi các ngân hàng lớn càng mở rộng danh mục càng chịu áp lực NIM giảm. Còn theo thống kê từ phía NHNN, LS huy động đã tăng 8bps trong Q1/2025, trong khi LS cho vay trung bình giảm tới 40bps. Ngoài ra, từ Q3/2024, thu nhập lãi từ hoạt động cấp thư tín dụng (L/C) đã được phân loại vào nhóm thu nhập lãi, có thể gây độ nhiễu trong quá trình tính toán lợi suất IEA. Trong bối cảnh Chính phủ tái khẳng định mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao trong 2025 và những năm tiếp theo, đồng thời nhấn mạnh vai trò then chốt của tín dụng như một động lực tăng trưởng, ngành này có thể đang bước vào quá trình chuyển giao sang giai đoạn NIM mỏng hơn — phản ánh sự thu hẹp của phần bù rủi ro và nguồn cung được đẩy mạnh.
- Về hiệu quả hoạt động, dù các NH vẫn đang nỗ lực tinh gọn để kiểm soát CPHĐ, các khoản tiết giảm nhân sự sẽ chưa phản ánh đáng kể vào cơ cấu chi phí khi phải gia tăng đầu tư vào cơ sở hạ tầng sở số.** Do đó, tỷ lệ CPHĐ trên thu nhập (CIR) được kỳ vọng giảm tuần tự hơn là đột ngột (Q1/2025: -1bps sv.Q4/2024). Thay vào đó, thu nhập ngoài lãi đến từ hoạt động thu hồi nợ xấu tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn gần đây đóng góp đáng kể cho lợi nhuận của các NH. Đối với việc NQ 47 khi đi vào thực tiễn, tác động được đánh giá là có tính chất dài hạn. Thực tế, trong năm 2023 — khi NQ này vẫn còn hiệu lực sau gia hạn — khoản này vẫn ghi nhận tăng trưởng âm. Do đó, dù việc tái áp dụng NQ là một yếu tố hỗ trợ tích cực, nhưng không nên kỳ vọng đây là “liều thuốc vạn năng” cho chất lượng tài sản hay một động lực tăng trưởng bền vững cho thu nhập ngoài lãi, vì thu nhập này sẽ còn phụ thuộc vào lượng nợ xấu đã trích lập và đưa ra ngoại bảng. Mức tăng mạnh trong năm 2024 còn có đóng góp từ việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý và đẩy nhanh quy trình xử lý tài sản đảm bảo hay giải quyết tố tụng. Thay vào đó, thay đổi chính sách này sẽ giúp các ngân hàng có khả năng thu hồi nợ sớm hơn và tốt hơn, đặc biệt là đối với các loại tài sản có giá trị cũng như tốc độ khấu hao cao. Tựu trung, chính sách này nên được xem là một yếu tố ổn định mang tính cấu trúc, hơn là đòn bẩy tăng trưởng mang tính chu kỳ cho hiệu quả hoạt động của ngành.

Lợi suất và chi phí



Thu hồi nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: IEA Yield: Lợi suất tài sản; IBL cost: Chi phí huy động; NIM: Biên lãi thuần; Recovery Inc.: Thu nhập từ xử lý nợ xấu

Khả năng sinh lời (tt)

Hạ triển vọng

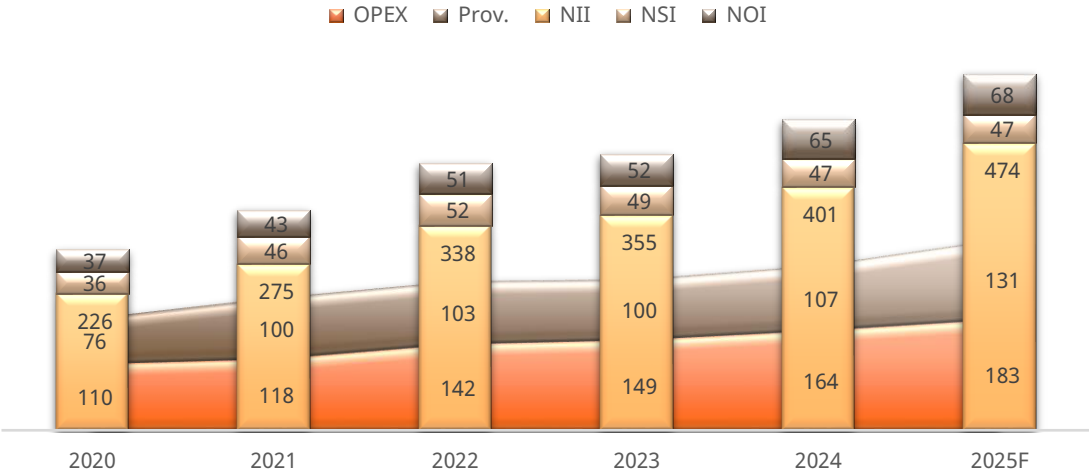
- Lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn và phân hóa mạnh.** Q1/2025, tổng LNTT 27 NHNY giảm 5% sv.Q4/2024, xuống còn hơn 82 nghìn tỷ. Số liệu có phần khả quan hơn khi so với cùng kỳ, ghi nhận tăng 14.2%, tuy nhiên nếu so mức độ tương quan với tăng trưởng tín dụng (+19.6% svck), mức tăng trưởng này còn tương đối khiêm tốn. Áp lực cân đối giữa tối ưu lợi ích cổ đông và tuân thủ định hướng hỗ trợ luôn là một vấn đề khó.
 - Nhóm dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận là nhóm ngân hàng vừa và nhỏ, với mức tăng trưởng ấn tượng 48.8% sv.Q4/2024 và 28.3% svck. Kết quả có phần khả quan này đến từ các khoản thu bất thường (+44.3% sv.Q4/2024) như thoái vốn tại các công ty con cũng như thu nhập từ xử lý nợ xấu tăng mạnh. Dù các khoản này bù đắp phần nào cho sự giảm sút của NII (-16.7% sv.Q4/24) và NSI (-24% sv.Q4/24), việc tăng trưởng lợi nhuận không dựa trên các hoạt động chính có thể dẫn đến vấn đề tăng trưởng lợi nhuận thay đổi thất thường.
 - Ngược lại, các ngân hàng trong nhóm theo dõi chỉ ghi nhận mức tăng lợi nhuận khiêm tốn +8.6% svck hay -9.2% sv.Q4/2024, chủ yếu được hỗ trợ bởi thu nhập thu hồi nợ xấu và siết chặt các chi phí. Dù những ngân hàng này cũng đang sở hữu các tài sản đầu tư có khả năng mang lại lợi nhuận cao, nhưng với điều kiện thị trường vốn hiện vẫn chưa quá lạc quan, việc tìm kiếm đối tác/thoái vốn có nhiều trở ngại liên quan vì những khoản đầu tư này có giá trị tương đối lớn.
- Trong bối cảnh các nguồn thu nhập chính như NII và NSI không có nhiều động lực tích cực, tăng trưởng lợi nhuận có thể tiếp tục giảm tốc trong năm 2025.** Kế hoạch kinh doanh của các NH trong năm 2025 cũng tương đối thận trọng hơn, và nhiều khả năng là những khoản thu bất thường lớn cũng sẽ được sử dụng cho việc củng cố chất lượng tài sản. Một điểm cần lưu ý là những mục tiêu tăng trưởng này đa phần được xác lập dựa trên những điều kiện kinh doanh không quá thuận lợi, và từ trước khi bộ máy chính quyền mới của Mỹ công bố mức thuế quan tối đa có thể áp đặt, vào thời điểm đầu tháng 4. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng lợi nhuận cho các NH trong phạm vi theo dõi, từ mức 15–17% trước đó xuống dưới 14%, khi các yếu tố bất lợi ngày càng gia tăng.

Kế hoạch 2025 và thực hiện trong Q1 (tỷ đồng)

	LNTT			Tín dụng			NII	
	1Q25 (nghìn tỷ)	1Q25 (svck)	KH 2025 (svck)	1Q25 (svck)	1Q25 (sv.Q4)	2025 (KH)	1Q25 (sv.Q4)	1Q25 (svck)
ACB	4,597	-6.0%	9.5%	18.3%	3.1%	16.0%	-10.2%	-5.4%
BID	7,413	0.3%		17.3%	2.5%	16.0%	-10.8%	3.0%
CTG	6,823	9.9%		18.8%	4.5%		-5.1%	2.0%
HDB	5,355	33.0%	26.6%	21.0%	1.2%	31.1%	-9.7%	3.5%
MBB	8,386	44.7%	10.0%	27.1%	2.3%	26.0%	4.9%	29.0%
STB	3,674	38.4%	14.5%	11.9%	4.6%	13.9%	12.5%	15.3%
TCB	7,236	-7.2%	14.4%	18.3%	4.1%	16.4%	-3.4%	-2.3%
VCB	10,860	1.3%	5.0%	15.6%	1.2%	16.3%	-1.1%	-2.8%
VIB	2,421	-3.2%	22.4%	24.7%	3.1%	22.2%	-8.3%	-14.2%
VPB	5,015	19.9%	26.3%	21.6%	5.2%	25.0%	1.2%	17.9%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: NII: Thu nhập lãi thuần; NSI: Thu nhập thuần từ dịch vụ; NOI: Thu nhập khác; OPEX: CPHĐ; Prov.: Chi phí dự phòng

Thu nhập và chi phí của các ngân hàng trong nhóm theo dõi (nghìn tỷ)



Các chỉ số chính

MCK	Vốn hóa (tỷ)	EPS 12T	LLR (%)	NPL (%)	NIM (%)	ROE (%)	ROA (%)	TTS/VCSH (x)	P/B (x)	P/E (x)
NHTM quốc doanh										
VCB	476,273	3,726	223.3	1.0	2.9	17.9	1.7	10.9	2.3	14.0
BID	254,173	3,204	131.0	1.4	2.3	18.3	1.0	19.7	1.7	10.0
CTG	209,967	4,720	171.7	1.2	2.8	18.3	1.1	16.2	1.4	8.1
TB			175.3	1.2	2.7	18.2	1.3	15.6	1.8	10.7
NHTM tư nhân Mirae theo dõi										
ACB	113,453	3,669	77.9	1.5	3.5	20.5	2.0	10.3	1.3	6.9
HDB	76,891	3,671	68.7	1.9	5.4	26.1	2.1	13.1	1.3	5.5
MBB	150,116	3,709	92.2	1.6	4.4	22.9	2.4	10.1	1.3	6.1
STB	73,523	5,351	68.4	2.4	3.7	20.6	1.5	14.1	1.3	3.9
TCB	208,413	3,049	113.9	1.1	3.9	14.8	2.3	6.6	1.4	9.8
VIB	53,624	2,385	50.9	3.5	3.7	17.4	1.6	11.3	1.2	7.6
VPB	144,397	1,989	56.2	4.2	5.9	11.3	1.8	6.3	1.0	9.0
TB			75.5	2.3	4.4	19.1	2.0	10.3	1.2	7.0
NHTM khác										
ABB	7,866	566	46.4	2.9	2.1	3.4	0.3	11.0	0.6	13.4
BAB	10,730	1,056	97.4	1.2	2.0	8.9	0.6	14.0	0.9	10.6
BVB	7,636	474	43.6	3.2	2.6	5.2	0.3	16.0	1.3	26.0
EIB	36,044	1,786	42.3	2.5	2.8	14.2	1.5	9.3	1.4	10.4
KLB	4,735	2,455	79.0	2.0	4.2	14.4	1.0	14.5	0.7	5.3
LPB	97,684	3,254	83.3	1.6	3.1	24.2	2.2	11.5	2.1	9.8
MSB	30,290	2,123	64.1	2.7	3.1	15.9	1.9	8.6	0.8	5.4
NAB	23,333	2,702	52.8	2.3	3.8	20.9	1.6	13.2	1.2	6.1
NVB	12,803	-8,394	8.6	19.5	-1.9	-91.7	-4.8	19.2	2.1	
OCB	26,631	1,277	47.1	3.2	3.4	9.5	1.1	8.7	0.8	9.1
PGB	5,922	673	40.1	2.6	2.7	6.8	0.5	12.8	1.4	20.9
SGB	4,337	234	36.3	2.7	2.5	1.9	0.2	7.9	1.1	54.7
SHB	54,271	2,077	58.4	2.9	3.5	17.2	1.4	12.7	0.9	5.6
SSB	53,486	1,648	82.9	1.9	3.6	14.5	1.6	9.1	1.5	7.7
TPB	35,534	2,298	81.3	1.5	3.8	17.1	1.7	11.0	0.9	5.6
VAB	6,642	1,606	69.5	1.4	2.0	10.3	0.7	13.8	0.7	7.7
VBB	7,139	1,262	44.4	2.8	2.0	11.6	0.6	19.3	0.8	7.9
TB			61.0	3.2	3.0	8.5	1.0	11.9	1.2	11.6

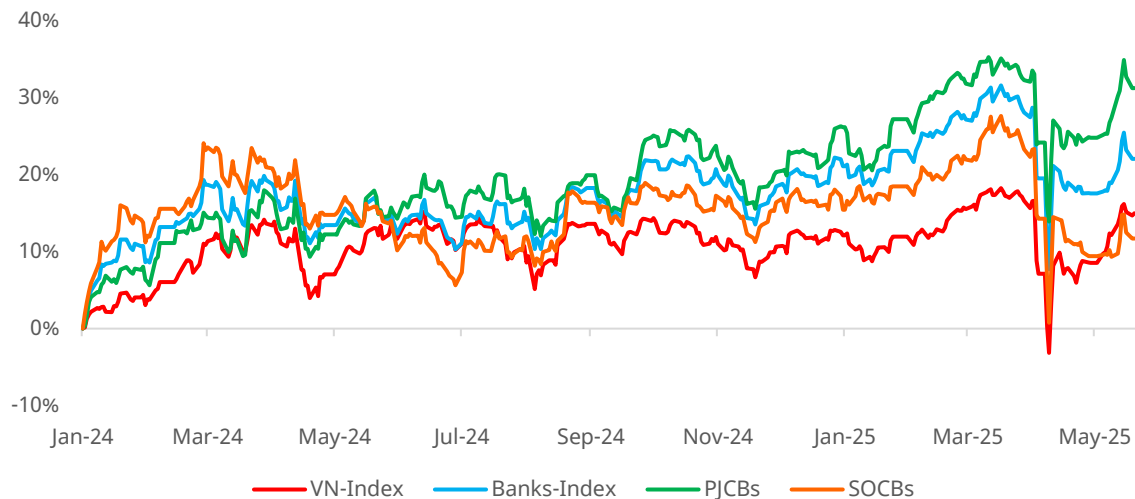
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

Định giá và điểm nhấn đầu tư

Phép thử sức bền

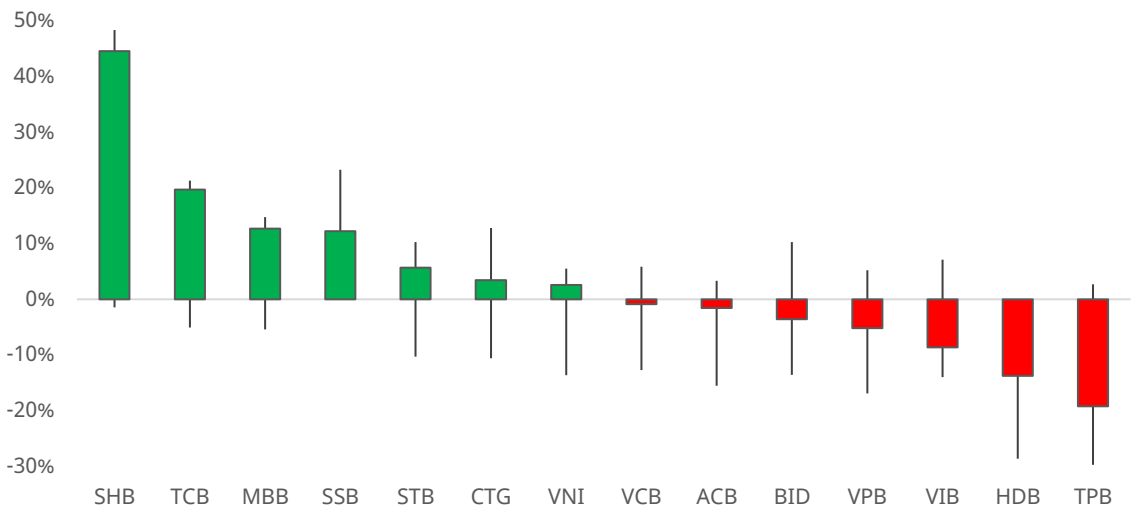
- Triển vọng trong khía cạnh cơ bản lẫn định giá của ngành NH trong thời gian tới được đánh giá là thận trọng hơn so với giai đoạn trước.** Việc đáp ứng các chuẩn an toàn hoạt động cao hơn cùng với môi trường vĩ mô có nhiều bất ổn cả trong và ngoài nước khiến tốc độ tăng trưởng cũng như mức độ ổn định suy giảm. Tâm lý thị trường có phần lạc quan sau thông tin hoãn áp thuế ở mức 46%, tuy nhiên có một thực tế là hiện mức thuế bổ sung 10% đã được áp dụng làm suy giảm triển vọng xuất khẩu, ít nhất là trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, các thay đổi này có thể kéo theo rủi ro xu hướng bảo hộ thương mại quay trở lại. Áp lực thuế quan có thể không chỉ là tạm thời (đặc biệt trong trường hợp kém tích cực khi Việt Nam chịu thuế cao), khi các chính sách của ông Trump trong nhiệm kỳ 1 vẫn được duy trì dưới thời ông Biden. Về khía cạnh định giá, tùy việc tuân thủ các tiêu chuẩn cao hơn sẽ góp phần ổn định hoạt động của các NHTM cũng như giảm rủi ro hệ thống, mặt bằng định giá của các NHTM cũng có thể bị điều chỉnh giảm. Ở mặt tích cực, với việc giảm thiểu rủi ro thì phần bù lợi suất yêu cầu cho huy động vốn chủ cũng sẽ giảm, qua đó hỗ trợ phần nào cho tỷ lệ chiết khấu. Tuy nhiên, giảm chi phí vốn chủ nhưng đi kèm với đó là giảm triển vọng lợi nhuận, nhiều khả năng sẽ kéo giảm mức định giá trung bình của các NH so với quá khứ hay cả mặt bằng chung. Và dù tăng trưởng tín dụng liên tục ghi nhận ở mức cao khoảng 20% hoặc hơn trong 2023-2024, một phần không nhỏ dư nợ tín dụng của các NH đã được tái tục theo biên LS mới cũng hạn chế khả năng NIM phục hồi mạnh, qua đó giảm khả năng tăng định giá trong tương lai gần.
- Dòng tiền hướng đến những ngân hàng có câu chuyện đầu tư.** Đối với nhóm NHQD, mặc dù vẫn là những lựa chọn an toàn, tuy nhiên họ lại đang gặp khó ở nhiều mặt như hỗ trợ nền kinh tế và nhu cầu tăng vốn cấp thiết. Ngược lại, các NH tư nhân lớn có tiềm năng tăng trưởng tốt cũng như câu chuyện đầu tư liên quan đến thu nhập bất thường hay hậu tái cấu trúc, đang và có thể tiếp tục thu hút chú ý của dòng tiền có thể kể đến như STB, MBB, TCB và VPB.
- Tăng trưởng tín dụng cao mới chỉ là điều kiện cần.** Dư nợ tín dụng toàn hệ thống ước đạt 15.5 triệu tỷ (~607 tỷ đô) cuối 2024, tương đương gần 130% GDP – mức không quá rủi ro nhưng cũng không phải mức thận trọng. Trong khi đó, nhu cầu chi tiêu tài khóa đang gia tăng, đặc biệt là qua đầu tư công và có thể là ưu đãi thuế, có khả năng làm suy yếu các chỉ số an toàn tài chính quốc gia hay gia tăng chi phí vay nước ngoài (thông thường chi phí vay thấp nhất của các doanh nghiệp tương đương với chi phí vay của quốc gia sở tại). Qua đó yêu cầu chính sách tài khóa cần thận trọng cũng như tập trung dòng vốn vào các lĩnh vực có hệ số lan tỏa tăng trưởng cao.

Biểu đồ giá các nhóm ngân hàng so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam
Chú thích: PJCBS: NHTM tư nhân; SOCBs: NHTM quốc doanh; Banks-index: chỉ số ngành NH

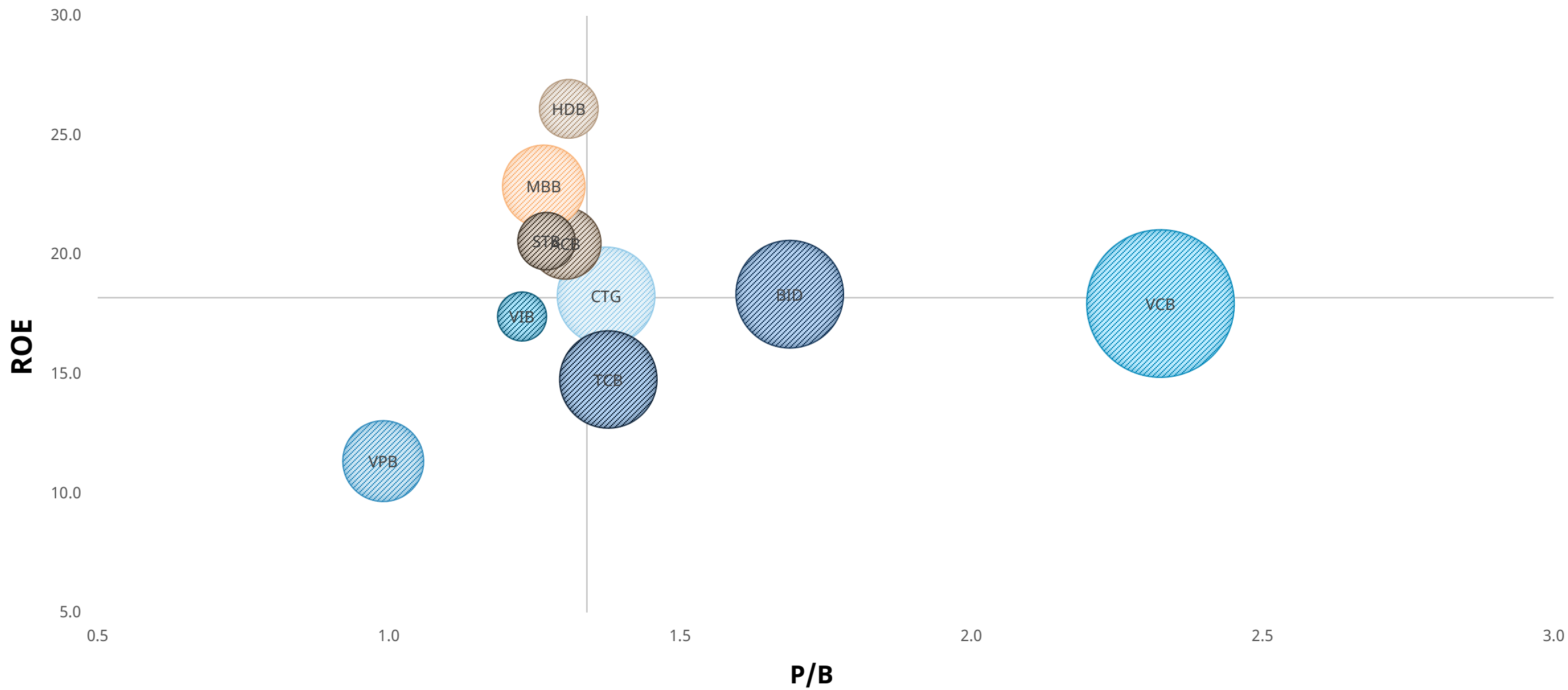
Diễn biến giá của các NHTM (sv đầu năm 2025)



Định giá và điểm nhấn đầu tư (tt.)

Mức định giá hiện tại

Vốn hóa, ROE, và P/B của các ngân hàng lớn (P/B trung bình 12 NHTM lớn là 1.34x)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam

P/B 5 năm của các ngân hàng

BID



CTG



VCB



MBB



VPB



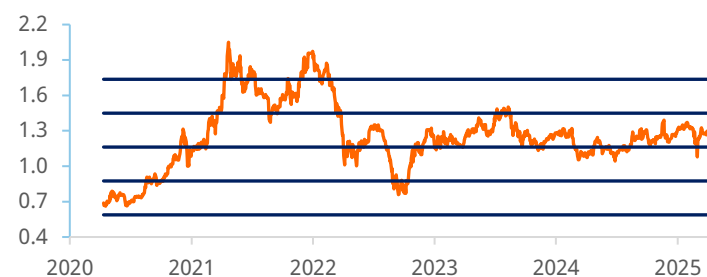
TCB



ACB



STB



HDB



Phụ lục

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
* 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) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán 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 báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách 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 báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của 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 dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài sản 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 bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố 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 các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn 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 diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo 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. 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 và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán 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 hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại 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 (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

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 Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

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

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 Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

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

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)

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)

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