

## NH TM CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB) – CẬP NHẬT

**Giá thị trường**

VND96.500

**Giá mục tiêu**

VND111.400

**Tỷ suất cổ tức**

0,86%

**Khuyến nghị**

KHẢ QUAN

**Ngành**

Tài chính

Ngày 02/02/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực

**Triển vọng dài hạn:** Tích cực

**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:5 Giữ:11 Bán:1

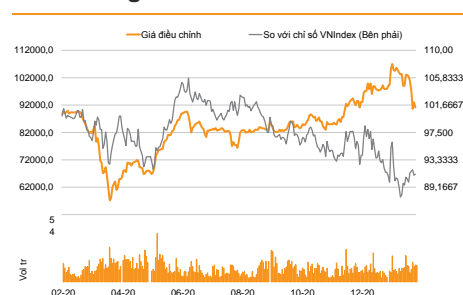
Giá mục tiêu/Consensus: 7,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ EPS 2021-22 giảm 5,3-6,2%

➢ EPS 2023 tăng 8,3%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	107.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	57.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	92.100tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	344.926
Free float (%)	8
P/E trượt (x)	18,3
P/B hiện tại (x)	3,42

### Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	2,6%
Khác	7,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Thanh

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

### Thời điểm tích lũy ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất

- LN Q4/20 tăng 29% svck, 42% sv quý trước nhờ vào tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ.
- LN 2020 tương đương với cùng kỳ do chi phí dự phòng cao.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 111.400 đồng/cp nhằm phản ánh triển vọng tăng trưởng dài hạn tốt hơn.

### LN ròng Q4/20 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ LN ngoài lãi

LN ròng Q4/20 tăng 35% svck đạt 10.390 tỷ đồng nhờ thu nhập lãi thuần tăng 20% svck và thu nhập ngoài lãi tăng gấp đôi nhờ ghi nhận 1.800 tỷ phí trả trước từ hợp đồng bảo hiểm độc quyền với FWD. Chi phí dự phòng tăng gấp đôi khiến lợi nhuận sau thuế Q4/20 chỉ tăng 29% svck, đạt 5.670 tỷ đồng.

### Thu nhập lãi thuần 2020 tăng nhẹ so với cùng kỳ

VCB ghi nhận 36.225 tỷ đồng thu nhập lãi thuần cho cả năm 2020 (+5% svck) nhờ vào dư nợ cho vay tăng 14% svck và NIM giảm. Vào cuối năm 2020, tín dụng của VCB đã tăng 14% so với đầu năm, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 12%. Tuy nhiên, NIM trong 2020 giảm 18 điểm cơ bản svck do các gói tín dụng hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19.

### LN ròng năm 2020 đi ngang do trích lập dự phòng cao

VCB đã rất tích cực trong việc xử lý nợ xấu và trích lập dự phòng. Chi phí dự phòng năm 2020 tăng 46% svck, dẫn đến tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) tăng vọt lên 370% vào cuối 2020, từ mức 180% tại cuối năm 2019, cao nhất trong hệ thống. Tỷ lệ nợ xấu được cắt giảm xuống 0,6%, từ 0,8% vào cuối Q2/19, thấp nhất trong lịch sử của ngân hàng.

### Chúng tôi điều chỉnh giảm 5-6% dự phóng lợi nhuận 2021-22, tăng 8% LN 2023

Chúng tôi điều chỉnh giảm 7,5/9/4% dự phóng thu nhập lãi thuần trong 2021-23 do NIM giảm. Ngân hàng đã mở rộng gói tín dụng hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp. Do đó chúng tôi kỳ vọng NIM 2021-2022 của VCB sẽ duy trì ở mức năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí dự phòng nhờ LLR cao nhất trong hệ thống ngân hàng. Vì vậy chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2021-2022 giảm 5,3-6,2%, còn LN năm 2023 tăng 8,3%.

### Khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 111.400 đồng/cp

Cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng gần đây khi thị trường xảy ra tình trạng bán tháo mạnh. Chúng tôi tin rằng đây là cơ hội để các nhà đầu tư tích lũy một ngân hàng có chất lượng tài sản vững chắc và LN tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 111.400 đồng dựa trên tỷ trọng tương đương giữa định giá thu nhập thặng dư (COE: 13,0%; LTG: 4,0%) và P/BV 3,3 lần cho giá trị sổ sách 2021. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi có được dựa trên kỳ vọng triển vọng tốt hơn từ 2023.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	34.577	36.225	40.125	46.425
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	2,9%	2,9%	3,0%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	45.730	48.999	59.189	71.205
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(6.790)	(9.917)	(9.884)	(12.350)
LN ròng (tỷ)	18.511	18.447	22.411	26.593
Tăng trưởng LN ròng	26,7%	(0,3%)	21,5%	18,7%
EPS điều chỉnh	4.991	4.974	6.042	7.170
BVPS	21.785	26.632	31.844	38.178
ROAE	25,9%	20,5%	20,7%	20,5%

Nguồn: VND RESEARCH

**KQKD 2020 – PHÙ HỢP VỚI DỰ PHÓNG CỦA CHÚNG TÔI**
**Hình 1: Tóm tắt KQKD (tỷ đồng)**

Kết quả kinh doanh	Q4/2020	Q4/2019	sv cùng kỳ %	Q3/2020	sv quý trước %	2020	2019	sv cùng kỳ %	Dự báo năm 2020	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	10.390	8.640	20,3%	8.723	19,1%	36.225	34.577	4,8%	36.281	99,8%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Thu nhập ngoài lãi	4.003	2.025	97,7%	2.863	39,8%	12.774	11.153	14,5%	12.889	99,1%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Tổng thu nhập HĐKD	14.393	10.665	35,0%	11.586	24,2%	48.998	45.730	7,1%	49.170	99,7%	
Chi phí hoạt động	(3.430)	(3.184)	7,7%	(4.579)	-25,1%	(16.037)	(15.818)	1,4%	(17.701)	90,6%	Thấp hơn so với ước tính của chúng tôi do ngân hàng giảm tỷ lệ chi phí/thu nhập về 33% trong năm 2020, thấp hơn so với dự phóng 36% của chúng tôi nhờ cắt giảm chi phí tại các chi nhánh.
Lợi nhuận trước dự phòng	10.963	7.481	46,5%	7.008	56,4%	32.961	29.913	10,2%	31.469	104,7%	
Chi phí dự phòng	(3.884)	(1.971)	97,0%	(2.025)	91,8%	(9.917)	(6.790)	46,0%	(8.062)	123,0%	Cao hơn so với dự phóng của chúng tôi do ngân hàng tăng cường trích lập dự phòng rủi ro, đẩy tỷ lệ bao nợ xấu lên 370%, cao nhất trong hệ thống ngân hàng
Lợi nhuận trước thuế	7.079	5.510	28,5%	4.983	42,1%	23.044	23.122	-0,3%	23.407	98,4%	
Lợi nhuận sau thuế	5.668	4.394	29,0%	3.991	42,0%	18.446	18.511	-0,3%	18.711	98,6%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: Các chỉ số chính của VCB theo quý**

Các chỉ số chính	Q3/18	Q4/18	Q1/19	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20
Thu nhập lãi thuần /Tổng thu nhập HĐKD	78,9%	74,7%	72,2%	75,9%	73,9%	81,0%	73,5%	75,3%	75,3%	72,2%
Thu nhập ngoài lãi/Tổng thu nhập HĐKD	21,1%	25,3%	27,8%	24,1%	26,1%	19,0%	26,5%	24,7%	24,7%	27,8%
NIM (dự phóng cả năm)	2,7%	2,8%	3,0%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	2,9%	2,9%	2,9%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR)	41,7%	34,7%	37,3%	36,6%	36,0%	34,6%	40,0%	29,1%	39,5%	23,8%
Tỷ lệ LDR (theo TT36)	75,6%	70,3%	74,8%	74,7%	71,9%	72,4%	76,4%	73,3%	74,5%	70,9%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	0,6%
Dự phòng/nợ xấu	155,5%	165,4%	169,2%	177,5%	185,2%	182,0%	235,0%	254,5%	215,1%	370,4%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	1,14%	1,26%	0,92%	1,00%	0,96%	0,99%	1,16%	1,07%	1,06%	1,26%
ROA (trượt 12 tháng)	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%
ROE (trượt 12 tháng)	20,9%	25,5%	24,5%	25,4%	27,1%	25,1%	22,8%	22,0%	19,6%	20,5%

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

**NIM giảm mạnh svck nhằm hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi Covid-19**

Trong Q1/20, đợt bùng phát Covid-19 đã ảnh hưởng đến nhiều lĩnh vực khác nhau bao gồm nông nghiệp, dịch vụ, xuất nhập khẩu, du lịch, khách sạn, giáo dục, vận tải và bán lẻ. Tính đến tháng 4/2020, các ngân hàng Việt Nam ghi nhận 2 triệu tỷ đồng dư nợ (~23% tổng tín dụng của hệ thống) đã bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và cần thiết tái cơ cấu khoản vay hoặc giảm lãi suất. Là một trong những ngân hàng thương mại nhà nước hàng đầu, VCB đã thực hiện gói kích cầu tín dụng để hỗ trợ hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. VCB đã mở rộng quy mô gói hỗ trợ tín dụng của họ và cam kết giảm lãi suất lên đến 200 điểm cơ bản, cụ thể:

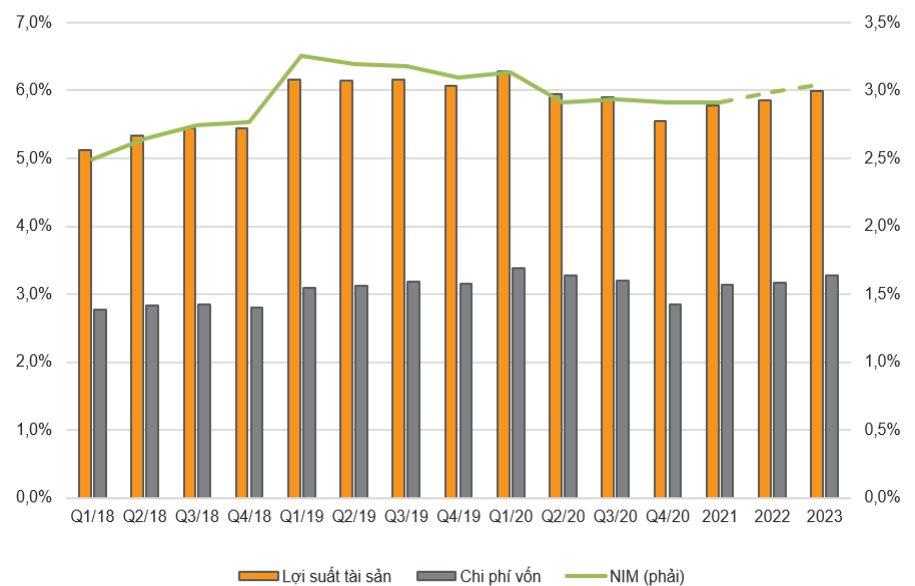
- Giảm tới 10% nghĩa vụ trả lãi cho khách hàng chịu ảnh hưởng trực tiếp của Covid-19, thời gian áp dụng từ ngày 15/04/2020 đến 30/09/2020.
- Giảm tới 5% nghĩa vụ trả lãi cho khách hàng chịu ảnh hưởng gián tiếp bởi Covid-19, thời gian áp dụng từ ngày 15/04/2020 đến 30/09/2020.

- Tái cơ cấu nợ gốc và nghĩa vụ trả lãi đối với khách hàng đáp ứng quy định tại Thông tư 01 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (khách hàng thuộc đối tượng bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và có dư nợ trước ngày 23/01/2020).
- Giảm tới 1% lãi suất cho vay đối với tất cả các khoản vay hiện hữu và cho vay mới của khách hàng doanh nghiệp trong thời hạn 3 tháng từ ngày 15/12/2020 đến ngày 15/03/2021.

Vào cuối năm 2020, tổng các khoản cho vay tái cơ cấu của VCB theo thông tư 01 xấp xỉ 5.500 tỷ đồng, tương đương 0,65% tổng dư nợ. Ngân hàng cũng công bố gói kích cầu tín dụng lên tới 300.000 tỷ đồng để giảm nghĩa vụ trả lãi. Do đó, lợi suất tài sản ngân hàng giảm từ 6,1% xuống 5,6% svck vào cuối năm 2020, làm giảm NIM năm 2020 18 điểm cơ bản svck xuống 2,9%. Chúng tôi kỳ vọng lợi suất tài sản của VCB sẽ duy trì ở mức năm 2020 do ngân hàng kéo dài gói hỗ trợ tín dụng sang năm 2021, nhưng sẽ tăng trở lại trong giai đoạn 2022-2023.

Tuy nhiên, tỷ lệ CASA tăng từ 28% lên 30% vào cuối năm 2020 giúp giảm 30 điểm cơ bản chi phí vốn từ 3,15% trong 2019 xuống 2,84% trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA của ngân hàng sẽ duy trì ở mức hiện tại nhờ nguồn tiền gửi lớn của các doanh nghiệp lớn tại VCB cho mục đích thanh toán. Đây cũng chính là lợi thế vượt trội của VCB so với các ngân hàng thương mại khác do trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng về nguồn vốn chi phí thấp (lưu ý lãi suất tiền gửi không kỳ hạn thường thấp hơn 300-400 điểm cơ bản so với lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng). Bên cạnh đó, do ngân hàng vừa giảm lãi suất trên toàn bộ kỳ hạn, chúng tôi dự báo chi phí vốn của ngân hàng sẽ duy trì ở mức 3,1% trong năm 2021-2022, thấp nhất trong các ngân hàng.

**Hình 3: Chúng tôi dự phóng NIM của VCB sẽ cải thiện trong năm 2022-2023**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

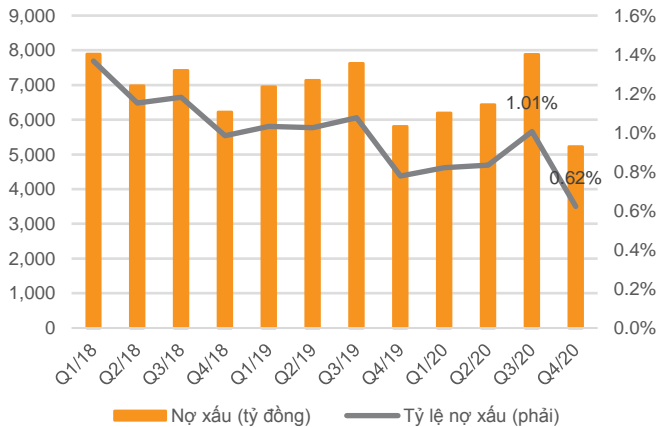
### Chất lượng tài sản duy trì vững chắc

Sau khi đại dịch giảm bớt tác động, nợ xấu là mối lo lớn mà các ngân hàng cần theo dõi chặt chẽ. Bởi khi nợ xấu tăng nhanh có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế và đến LN ngân hàng trong nhiều năm. VCB với phân bổ cho vay cao đối với phân khúc DN phải đối mặt với rủi ro tài sản nhiều hơn sv những ngân hàng tập trung nhiều vào cho vay cá nhân.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, VCB hoàn toàn đáp ứng được các rủi ro khi nợ xấu gia tăng. Giá trị nợ xấu của ngân hàng đạt đỉnh 7.900 tỷ đồng vào cuối Q3/20 trước khi giảm mạnh xuống 5.230 tỷ đồng vào cuối năm 2020 nhờ thực hiện xóa nợ mạnh tay. Bên cạnh đó, VCB liên tục tăng chi phí dự phòng khi mà tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay của ngân hàng tăng từ 180% vào

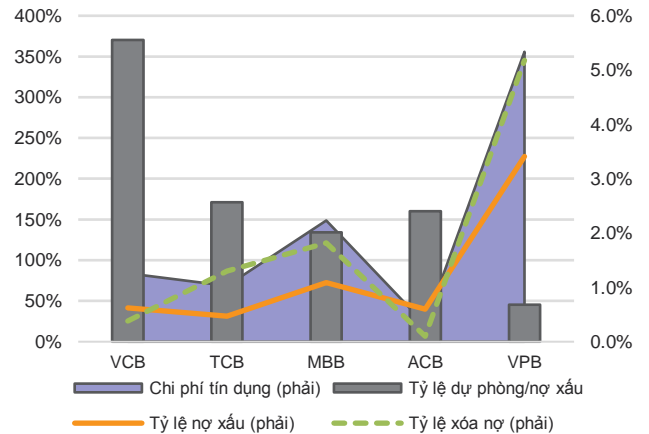
c cuối năm 2019 lên 370% vào cuối năm 2020, cao nhất trong lịch sử ngân hàng. Nhờ đó chi phí tín dụng của VCB thuộc mức thấp nhất trong các ngân hàng thương mại có vốn hóa vừa và lớn. Sang năm 2021, chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng của ngân hàng sẽ giảm xuống còn 1,1% nhờ vào mức trích lập dự phòng cao kỷ lục ngân hàng.

Hình 4: Nợ xấu của VCB đạt đỉnh tại cuối Q3/20 trước khi sụt giảm



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Hơn nữa, dự phòng rủi ro cho vay cao giúp ngân hàng giảm thiểu chi phí tín dụng so với các ngân hàng khác



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**TRIỂN VỌNG: CHÚNG TÔI GIẢM DỰ BÁO LỢI NHUẬN 2021-2022 5,3-6,2% VÀ TĂNG DỰ BÁO LỢI NHUẬN 2023 8,3%**

**CHÚNG TÔI THỰC HIỆN ĐIỀU CHỈNH GIẢM 5.3-6.2% VỚI LỢI NHUẬN NĂM 2021-2022 VÀ ĐIỀU CHỈNH TĂNG 8,3% VỚI LỢI NHUẬN NĂM 2023**

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2021-2023 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Thu nhập lãi thuần	43.372	51.017	55.098	40.125	46.425	52.886	-7,5%	-9,0%	-4,0%	Chúng tôi giảm dự phóng thu nhập lãi do NIM thấp hơn. Ngân hàng đã kéo dài gói tín dụng hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh sang năm 2021. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM 2021 của ngân hàng sẽ duy trì ở mức 2,9% của năm 2020, và cải thiện nhẹ lên 3% sang năm 2022.
Thu nhập ngoài lãi	19.924	27.038	29.742	19.063	24.780	30.028	-4,3%	-8,3%	1,0%	Chúng tôi giảm dự phóng cho thu nhập ngoài lãi do những ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid-19 lên thu nhập khách hàng. Chúng tôi giảm giả định tăng trưởng thu nhập phí dịch vụ của ngân hàng từ 40% về 30% cho năm 2021.
Tổng thu nhập HKKD	63.296	78.055	84.840	59.189	71.205	82.914	-6,5%	-8,8%	-2,3%	
Chi phí hoạt động	(22.787)	(28.100)	(30.542)	(21.308)	(25.634)	(29.020)	-6,5%	-8,8%	-5,0%	
Lợi nhuận trước dự phòng	40.509	49.955	54.297	37.881	45.571	53.894	-6,5%	-8,8%	-0,7%	
Chi phí dự phòng	(9.854)	(13.249)	(15.245)	(9.884)	(12.350)	(11.615)	0,3%	-6,8%	-23,8%	Chúng tôi giảm dự báo cho chi phí dự phòng dựa trên chất lượng tài sản vượt trội và tỷ lệ trích lập dự phòng cao nhất trong ngành của ngân hàng. Tại cuối 2020, tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng chạm đến mức thấp kỷ lục mới là 0,6% trong khi tỷ lệ bao nợ xấu đạt mức cao mới là 370%.
Lợi nhuận trước thuế	30.655	36.706	39.052	27.996	33.221	42.279	-8,7%	-9,5%	8,3%	
Lợi nhuận sau thuế	24.504	29.341	31.242	22.411	26.593	33.843	-8,5%	-9,4%	8,3%	
Trung bình số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.709	3.709	3.709	3.709	3.709	3.709	0,0%	0,0%	0,0%	
EPS (VND/cổ phiếu)	5.426	6.497	7.160	5.136	6.095	7.756	-5,3%	-6,2%	8,3%	Chúng tôi giảm dự phóng thu nhập cho năm 2021-22 chủ yếu do thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi thấp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2023 của ngân hàng sẽ cao hơn do chi phí dự phòng thấp hơn dự phóng trước đây.



NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

## ĐỊNH GIÁ

Hình 7: Giả định chính trong định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phân bù rủi ro	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	11,0%
Tăng trưởng dài hạn						4,0%
(tỷ VND)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	98.774					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	49.496					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	288.606					
Giá trị vốn chủ sở hữu	436.876					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.709					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	117.792					

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Giá mục tiêu theo ước tính của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	117.792	58.896
Hệ số P/B (3,3 lần cho năm 2021)	50%	105.085	52.543
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			111.439
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			111.400

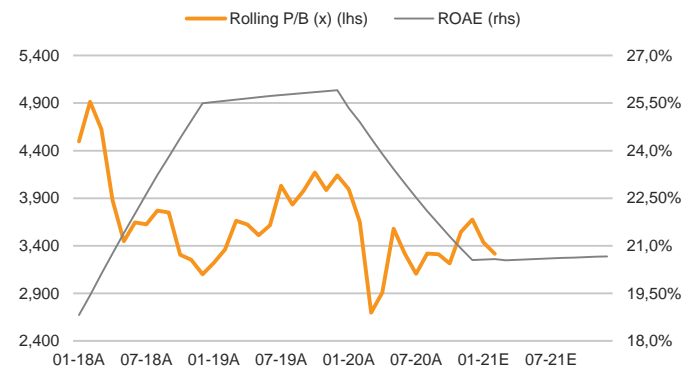
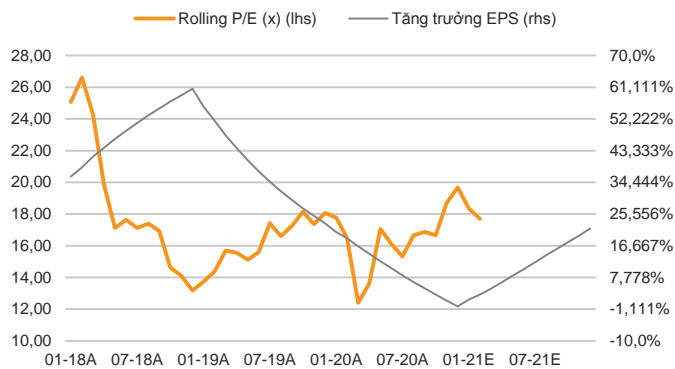
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (giá ngày 02/02/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (triệu đô)	P/B (x)	P/E (x)	Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE %	ROA %
						2021	2022	2021	2022	
Bank Central Asia	BBCA IJ	na	na	na	59.733	4,6	4,1	33,7	27,3	10,0%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	na	na	na	38.553	2,5	2,3	17,6	13,7	6,5%
Public Bank Bhd	PBK MK	na	na	na	20.131	1,8	1,7	19,0	16,4	0,4%
Bank Mandiri	BMRI IJ	na	na	na	22.214	1,5	1,4	12,7	10,1	8,4%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	34.000	40.400	5.172	1,3	1,1	8,7	7,5	13,6%
VP Bank	VPB VN	Khả quan	33.150	44.300	3.534	1,2	1,0	7,1	6,4	17,8%
MB Bank	MBB VN	Khả quan	23.350	35.900	2.835	1,1	0,9	6,6	5,4	13,3%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	27.350	35.400	2.565	1,4	1,2	7,3	6,6	7,1%
<b>Trung bình</b>						<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>14,1</b>	<b>11,7</b>	<b>9,6%</b>
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	96.500	111.400	15.529	3,0	2,5	18,8	15,8	14,7%

NGUỒN: VNDIRECT, BLOOMBERG

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần	36.225	40.125	46.425
Thu nhập lãi suất ròng	12.774	19.063	24.780
Tổng lợi nhuận hoạt động	48.999	59.189	71.205
Tổng chi phí hoạt động	(16.037)	(21.308)	(25.634)
LN trước dự phòng	32.961	37.881	45.571
Tổng trích lập dự phòng	(9.917)	(9.884)	(12.350)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	23.045	27.996	33.221
Thuế	(4.577)	(5.560)	(6.598)
Lợi nhuận sau thuế	18.468	22.436	26.623
Lợi ích cổ đông thiểu số	(21)	(26)	(31)
LN ròng	18.447	22.411	26.593

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tổng cho vay khách hàng	839.788	957.359	1.100.962
Cho vay các ngân hàng khác	267.774	283.841	300.871
Tổng cho vay	1.107.563	1.241.199	1.401.834
Chứng khoán - Tổng cộng	159.485	180.219	203.647
Các tài sản sinh lãi khác	33.139	37.447	42.316
Tổng các tài sản sinh lãi	1.300.187	1.458.866	1.647.796
Tổng dự phòng	(19.968)	(22.750)	(25.927)
Tổng cho vay khách hàng	820.420	935.295	1.075.811
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.280.219	1.436.115	1.621.869
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	15.095	15.653	16.232
Tổng đầu tư	2.236	2.318	2.404
Các tài sản khác	29.987	31.095	32.245
Tổng tài sản không sinh lãi	47.318	49.067	50.880
Tổng tài sản	1.327.537	1.485.182	1.672.749
Nợ khách hàng	1.032.114	1.155.967	1.306.243
Dư nợ tín dụng	21.240	22.302	23.640
Tài sản nợ chịu lãi	1.053.354	1.178.269	1.329.883
Tiền gửi	144.761	150.764	158.302
Tổng tiền gửi	1.198.115	1.329.033	1.488.185
Các khoản nợ lãi suất khác	67	68	69
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.198.181	1.329.101	1.488.254
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	30.496	37.890	42.811
Tổng nợ không lãi suất	30.496	37.890	42.811
Tổng nợ	1.228.678	1.366.991	1.531.066
Vốn điều lệ và	37.089	37.089	37.089
Thặng dư vốn cổ phần	4.995	4.995	4.995
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	44.118	60.200	79.837
Các quỹ thuộc VCSH	12.572	15.821	19.677
Vốn chủ sở hữu	98.774	118.106	141.599
Lợi ích cổ đông thiểu số	85	85	85
Tổng vốn chủ sở hữu	98.859	118.191	141.684
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.327.537	1.485.182	1.672.749

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	11,2%	12,0%	13,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	14,3%	14,0%	15,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	4,8%	10,8%	15,7%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	10,2%	14,9%	20,3%
Tăng trưởng LN ròng	(0,3%)	21,5%	18,7%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	8,7%	12,2%	12,9%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.974	6.042	7.170
BVPS (VND)	26.632	31.844	38.178
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	(0,3%)	21,5%	18,7%

### Các chỉ số chính

	12-20A	12-21E	12-22E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2,9%	2,9%	3,0%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,7%)	(36,0%)	(36,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	1,0%	1,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,8%	1,0%	1,1%
LN/ TB cho vay	1,3%	1,1%	1,2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	79,7%	81,3%	82,8%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	5,6%	5,8%	5,9%
Chi phí cho các quỹ	2,8%	3,1%	3,2%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,8%	2,9%	2,9%
ROAE	20,5%	20,7%	20,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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**

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

### **Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### **Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích**

Email: [thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto: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.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>