

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

Giá thị trường

VND79.100

Giá mục tiêu

VND95.600

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 17/06/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

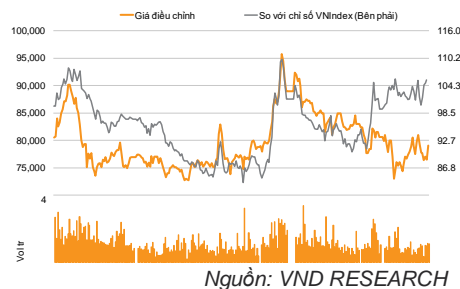
Consensus\*: Mua:12 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,7%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng giá mục tiêu 2,8%
- Điều chỉnh EPS 2022-2024 -0,1%/0,8%/-0,5%

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	95.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	72.775
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	81.605
Thị giá vốn (tỷ VND)	362.038
Free float (%)	8
P/E trượt (x)	15,9
P/B hiện tại (x)	3,12

### 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:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

## Tích lũy cho ngày mưa bão

- VCB đặt kế hoạch năm 2022 là tăng trưởng tín dụng 15% svck và lợi nhuận trước thuế đạt 30.675 tỷ đồng (+12% svck).
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sẽ cao hơn so với kế hoạch, đạt 21,4%/20,4% svck trong 2022-2023, do chi phí trích lập dự phòng giảm.
- Khuyến nghị Khả quan với mức giá mục tiêu cao hơn là 95.600 đồng/cp.

### Cải thiện CASA giúp bù đắp chi phí huy động vốn tăng

Nhờ các chính sách miễn phí, tiền gửi không kỳ hạn của VCB đã tăng 27,6% svck; 7,3% sv đầu năm để đưa tỷ lệ tài khoản tiền gửi không kỳ hạn (CASA) lên mức cao lịch sử 33,4% vào cuối Q1/22; cao thứ 4 trong số các ngân hàng thương mại. Chúng tôi ước tính VCB hiện đang nắm giữ 8,5% thị phần tiền gửi trong nước, có vị thế tốt nhất để quản trị chi phí huy động ngày càng tăng. Vì vậy, VCB là một trong số ít ngân hàng có tỷ lệ NIM tăng trong Q1/22 (tăng 24 điểm cơ bản svck, lên 3,4%). Chúng tôi kỳ vọng NIM năm 2022 sẽ ở mức 3,2% nhờ tỷ lệ CASA cao (~ 35% vào cuối năm 2022) và tỷ lệ cho vay trên huy động thấp (~ 82% vào cuối năm 2022).

### VCB sẽ tiếp nhận một tổ chức tài chính

Theo lộ trình được Chính phủ phê duyệt, VCB và MBB sẽ nhận lại 1 tổ chức tín dụng đang chịu sự giám sát đặc biệt của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam với chi phí bằng không. Trong trường hợp này, VCB sẽ được tăng trưởng tín dụng không giới hạn nhưng vẫn phải duy trì tỷ lệ an toàn vốn bắt buộc (CAR). Báo cáo tài chính của ngân hàng này sẽ không được hợp nhất vào VCB trong giai đoạn tái cơ cấu và NHNN sẽ cung cấp gói cho vay lãi suất 0% nhằm giải quyết một phần lỗ lũy kế. Sau khi tái cơ cấu, VCB được phép sáp nhập ngân hàng này, hoặc chuyển nhượng cho các nhà đầu tư, hoặc chào bán ra công chúng (IPO).

### LN ròng tăng trưởng mạnh mẽ với chất lượng tài sản tốt nhất 2022-2023

Chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần (NII) tăng 9,5%/14,8% svck trong 2022-2023, cùng với tăng trưởng cho vay đạt 14,5%/13,0% và tỷ lệ NIM ổn định là 3,2%. Thu nhập ngoài lãi dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ đạt 28,7%/21,3% svck trong năm 2022-2023 nhờ thu nhập từ phí và hoạt động ngoại hối. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao đạt 424,4% cùng với tỷ lệ nợ xấu thấp 0,64% vào cuối năm 2021, giúp VCB giảm chi phí trích lập dự phòng trong 2 năm tới.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với mức giá mục tiêu mới là 95.600 đồng

Giá mục tiêu 1 năm được điều chỉnh tăng 2,8%, sau khi lợi nhuận năm 2022-2024 được điều chỉnh. Theo quan điểm của chúng tôi, tâm lý thị trường tiêu cực từ các quy định chặt chẽ về thị trường vốn đã làm giảm giá cổ phiếu của VCB, nhưng tạo cơ hội tích lũy cổ phiếu này trong dài hạn. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát cao hơn dự kiến có thể cản trở tăng trưởng tín dụng và nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	36,285	42,387	46,407	53,292
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2.9%	3.2%	3.2%	3.2%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	49,063	56,711	64,847	75,667
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(9,975)	(11,761)	(9,995)	(10,544)
LN ròng (tỷ)	18,451	21,908	26,512	32,133
Tăng trưởng LN ròng	(6.7%)	18.7%	21.0%	21.2%
EPS điều chỉnh	4,975	5,907	6,281	6,790
BVPS	25,347	29,951	31,105	35,910
ROAE	21.1%	21.4%	20.5%	20.3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## TÍCH LŨY CHO NGÀY MƯA BÃO

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 1 năm là 95.600 đồng/cp**

Giá cổ phiếu của VCB đã giảm mạnh 21% so với mức đỉnh vào tháng 1 năm 2022, do sự điều chỉnh của thị trường trong Q1/22. Ở mức giá cổ phiếu hiện tại, VCB đang giao dịch ở mức P/BV 2,5 lần, thấp hơn 16,7% so với mức -2 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm là 3,0 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá hiện tại là hấp dẫn, do VCB có lợi thế để vượt qua các khó khăn trong ngắn hạn từ chất lượng tài sản vững chắc đã tích lũy trong quá khứ nhờ hoạt động cho vay thận trọng, bộ đệm vốn mạnh và chất lượng tài sản luôn ở mức tốt.

Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra dựa trên kết hợp phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 14,6%; LTG: 3%) và mức P/BV mục tiêu bằng 3 lần với tỷ trọng bằng nhau. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát cao hơn dự kiến có thể gây cản trở mức tăng trưởng tín dụng và nợ xấu cao hơn dự kiến.

**Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư**

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
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%	13,0%
Tăng trưởng dài hạn						4,0%
(tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	111.084					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	53.784					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	298.430					
Giá trị vốn chủ sở hữu	463.298					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4.733					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>97.897</b>					

Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 2: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	97.897	48.948
Hệ số P/B (3 lần cho năm 2022)	50%	93.314	46.657
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			95.605

<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu làm tròn)</b>	<b>95.600</b>
---	---------------

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 16/06/2022)**

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa					Tăng trưởng					
						P/B (x)		P/E (x)		EPS	ROE (%)		ROA (%)		
						2022	2023	2022	2023	3 năm	2022	2023	2022	2023	
			Nội tệ	Nội tệ	tỷ USD	2022	2023	2022	2023	3 năm	2022	2023	2022	2023	
VietinBank	CTG VN	Khả quan	24.700	41.700	7,0	1,63	1,40	16,89	14,07	17,3%	15,0%	15,8%	1,0%	1,1%	
Techcombank	TCB VN	Trung lập	36.050	66.400	7,7	1,60	1,30	8,30	6,90	23,3%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%	
VPBank	VPB VN	Trung lập	29.000	44.800	7,4	1,60	1,36	10,90	8,50	22,7%	16,1%	17,0%	3,0%	3,2%	
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Trung lập	24.900	34.500	5,6	1,80	1,49	10,90	8,60	24,2%	23,0%	23,0%	2,3%	2,4%	
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	26.800	41.100	3,0	1,90	1,59	11,00	9,00	24,8%	20,8%	21,1%	2,0%	2,1%	
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.100	41.700	4,0	1,62	1,32	7,96	6,95	21,3%	23,6%	22,5%	2,2%	2,2%	
Trung bình						1,7	1,4	11,0	9,0	22,3%	20,1%	20,2%	2,4%	2,5%	
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	79.100	95.600	17,6	2,5	2,2	12,6	11,7	20,6%	20,5%	20,3%	1,8%	1,7%	

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

## Q1/22: Phù hợp với dự báo của chúng tôi

**Hình 4: Kết quả kinh doanh Q1/22 (tỷ VND)**

Kết quả kinh doanh	Q1/22	Q1/21	svck %	Q4/21	sv quý trước %	Dự báo 2022 VNDIRECT	% dự báo VND	Nhận xét
Thu nhập lãi	11.976	10.082	18,8%	10.781	11,1%	46.425	25,8%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	4.758	5.604	-15,1%	4.088	16,4%	21.472	22,2%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do thu nhập từ phí thuần thấp hơn dự kiến.
Tổng thu nhập HĐKD	16.734	15.686	6,7%	14.869	12,5%	67.897	24,6%	
Chi phí hoạt động	(4.509)	(4.779)	-5,6%	(3.057)	47,5%	(24.443)	18,4%	Quản lý chi phí hiệu quả hơn so với chúng tôi dự kiến.
Lợi nhuận trước dự phòng	12.224	10.906	12,1%	11.813	3,5%	43.454	28,1%	
Chi phí dự phòng	(2.274)	(2.275)	0,0%	(3.748)	-39,3%	(10.292)	22,1%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận trước thuế	9.950	8.631	15,3%	8.064	23,4%	33.162	30,0%	
Lợi nhuận sau thuế	7.962	6.903	15,4%	6.451	23,4%	26.545	30,0%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

**Hình 5: Các chỉ số chính của VCB theo quý**

Các chỉ số chính	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	75,9%	73,9%	81,0%	73,5%	75,3%	75,3%	72,2%	64,3%	86,0%	78,7%	72,5%	71,6%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	24,1%	26,1%	19,0%	26,5%	24,7%	24,7%	27,8%	35,7%	14,0%	21,3%	27,5%	28,4%
NIM (dự phóng cả năm)	3,2%	3,2%	3,1%	3,13%	2,91%	2,93%	2,91%	3,16%	3,50%	3,15%	3,14%	3,40%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	36,6%	36,0%	34,6%	39,97%	29,05%	39,52%	23,83%	30,47%	36,69%	37,75%	20,56%	26,95%
Cho vay / Huy động (thông tư 36)	74,7%	71,9%	72,4%	76,4%	73,3%	74,5%	72,9%	77,3%	79,8%	75,7%	76,3%	80,2%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,0%	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	0,6%	0,9%	0,7%	1,2%	0,6%	0,8%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	177,5%	185,2%	182,0%	235,0%	254,5%	215,1%	367,3%	279,0%	351,8%	242,9%	424,4%	372,6%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,1%	1,1%	1,3%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	25,0%	19,2%	35,4%	29,2%	24,4%	28,9%	35,4%	20,9%	39,5%	30,5%	31,7%	18,6%

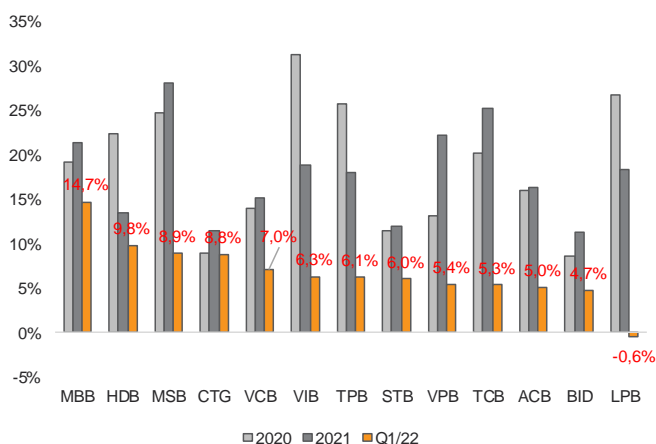
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

### Cho vay tăng trưởng mạnh nhờ tăng trưởng cho vay doanh nghiệp

Q1/22 cho vay của VCB tăng 7,1% từ đầu năm (cao hơn 3,8% từ đầu năm trong Q1/21 và 5,97% trong ngành), trong đó cho vay doanh nghiệp tăng 7,6% từ đầu năm, bán lẻ tăng 6,6% và SME tăng 4,8%. VCB là một trong những ngân hàng vẫn còn dư địa tăng trưởng tín dụng trước khi chạm ngưỡng giới hạn tín dụng được cấp bởi Ngân hàng Nhà nước (NHNN), vì vậy chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp ngân hàng đạt được mức tăng trưởng ổn định trong các quý tiếp theo.

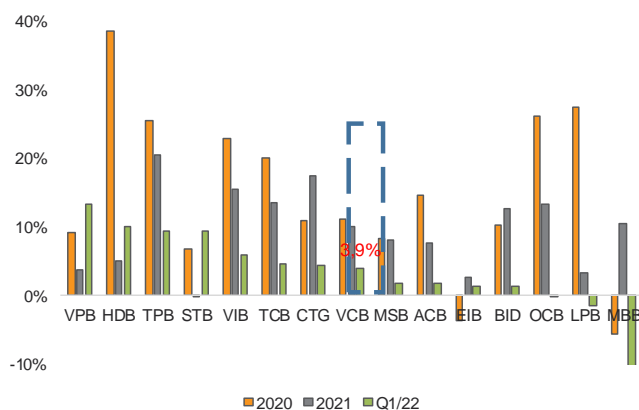
Về mặt huy động tiền gửi, lượng tiền gửi của khách hàng VCB tăng 3,9% so với đầu năm trong Q1/22 lên 1.180 tỷ đồng, trong khi Q1/21 ghi nhận mức giảm 0,64% so với đầu năm, dẫn đến tỷ lệ LDR tăng lên 87%. Ngân hàng đạt mục tiêu kiểm soát tỷ lệ LDR từ 80-85% trong 2022.

**Hình 6: Tăng trưởng tín dụng VCB đạt 7% sv đầu năm trong Q1/22**



Nguồn: VNDIRECT Research, Commercial banks

**Hình 7: Tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt 3,9% sv đầu năm trong Q1/22**



Nguồn: VNDIRECT Research, Commercial banks

### VCB là một trong số ít ngân hàng NIM cải thiện trong Q1/22

Nhờ những chính sách miễn phí trong quản lý tài khoản, phí chuyển tiền... tiền gửi không kỳ hạn của VCB đã tăng 27,6% svck, 7,3% sv đầu năm giúp CASA đạt mức cao nhất trong lịch sử 33,4% vào cuối Q1/22; cao thứ 4 trong số các ngân hàng thương mại. Do đó, chi phí sử dụng vốn giảm 15 điểm cơ bản svck xuống còn 2,28% trong Q1/22. Mặt khác, lợi suất tài sản nhích nhẹ 10 điểm cơ bản svck lên 5,48%, giúp NIM đạt 3,4% trong Q1/22, cao hơn 24 điểm cơ bản so với Q1/21 và 26 điểm cơ bản so với Q4/21.

Trong 6 tháng cuối năm 2022, chúng tôi cho rằng rất khó để tăng trưởng NIM trong bối cảnh lãi suất huy động đang tăng dần. Kể từ Q2/22, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động khó có thể duy trì ở mức thấp do các lý do sau (1) nhu cầu huy động vốn cao hơn, (2) lạm phát cao hơn, (3) cạnh tranh gay gắt hơn với các kênh đầu tư khác để thu hút dòng vốn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ 30-50 điểm cơ bản svck trong năm 2022.

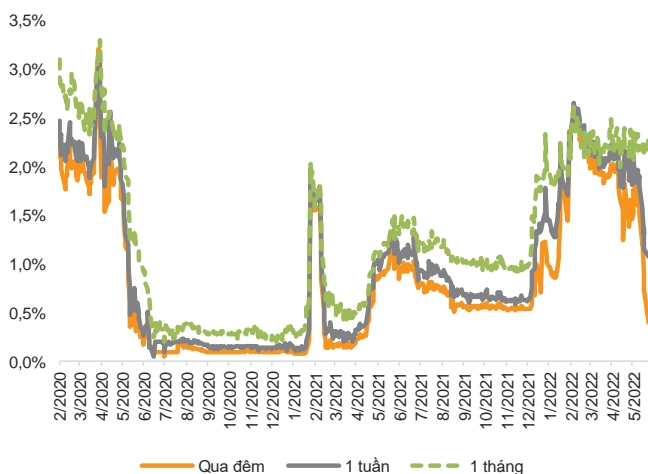
Chúng tôi ước tính rằng VCB hiện đang nắm giữ khoảng 8,5% thị phần tiền gửi trong nước và duy trì tỷ lệ CASA là 35% vào cuối năm 2022. Cả hai sẽ mang lại cho ngân hàng vị trí tốt nhất để giảm thiểu rủi ro khi chi phí vốn ngày càng tăng.

Hình 8: VCB cải thiện được NIM trong Q1/22

+/- %	IAE	COF	NIM
EIB	24	-77	94
LPB	(17)	-75	61
MSB	8	-44	34
MBB	(25)	-61	27
VCB	9	-15	24
HDB	(14)	-40	19
OCB	(17)	-35	13
TCB	-	-9	6
VIB	(30)	-40	2
BID	(35)	-36	0
ACB	(66)	-59	-7
STB	(80)	-17	-48
TPB	(110)	-56	-53
CTG	(80)	-14	-66
VPB	(228)	-82	-143

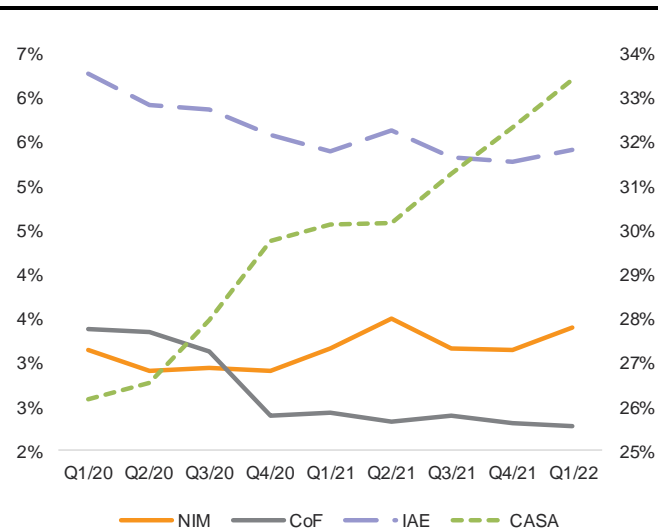
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo các ngân hàng

Hình 10: Lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại từ mức thấp



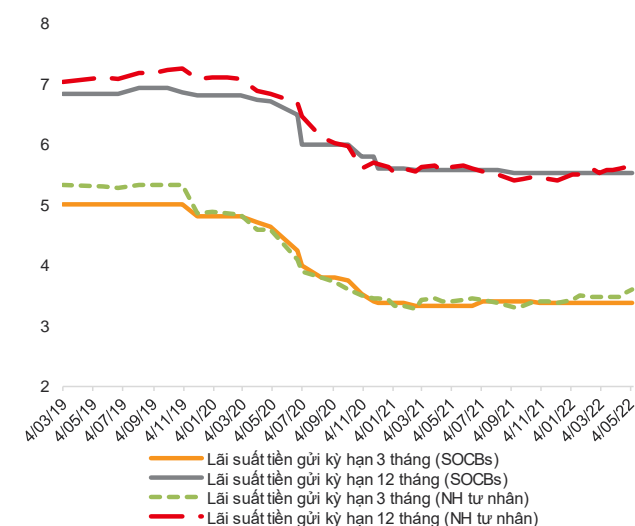
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Hình 9: CASA cao giúp NIM tăng nhẹ trong Q1/22



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 11: Lãi suất huy động bắt đầu tăng từ tháng 5



Nguồn: VNDIRECT Research

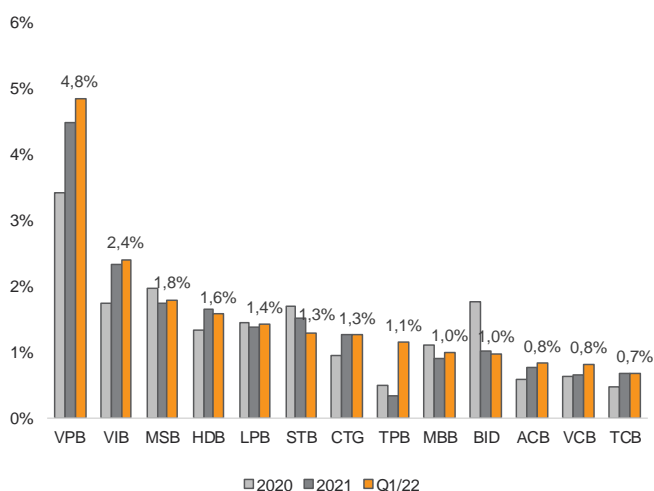


### Chất lượng tài sản vững chắc

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tại thời điểm cuối Q1/22 là 0,8%, cao hơn so với cuối Q4/21 (0,64%) nhưng vẫn thấp hơn so với cuối Q1/21 (0,9%). Các khoản cho vay tái cơ cấu giảm xuống 8 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/22 từ 10,9 nghìn tỷ đồng vào cuối Q4/21. Chi phí dự phòng trong Q1/22 gần như không đổi ở mức 2.274 tỷ đồng, dẫn đến chi phí tín dụng giảm 0,91% trong Q1/22 (1,3% trong 4Q/21; 1,06% trong 1Q/21). Lưu ý rằng ngân hàng thường trích lập dự phòng nhiều hơn trong quý cuối cùng của năm.

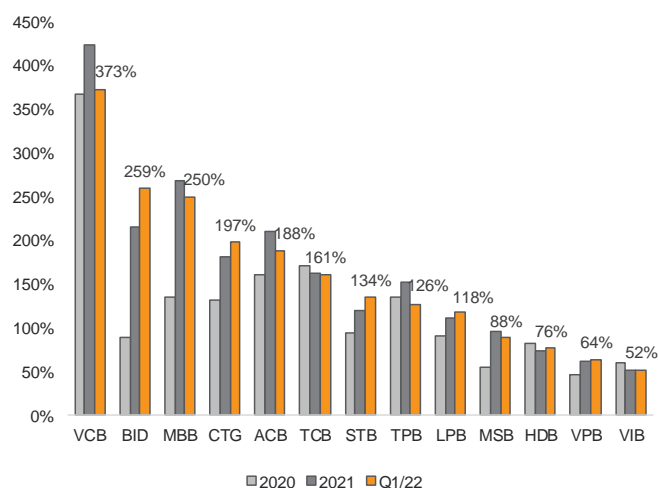
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống 372,6% vào cuối Q1/22 từ mức 424,4% vào cuối Q4/21, nhưng vẫn là mức cao nhất trong số các ngân hàng. Tỷ lệ CAR theo chúng tôi ước tính là khoảng 9,3% trong Q1/21 (so với 9,47% vào năm 2021). Do ngân hàng có chất lượng tài sản vững chắc và tất cả các khoản vay tái cơ cấu đều đã được trích lập dự phòng trong năm 2021, chúng tôi cho rằng việc Thông tư 14 hết hiệu lực vào cuối Q2/22 sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến ngân hàng trong năm 2022.

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của VCB ở mức rất thấp



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo các ngân hàng

Hình 13: Trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức cao nhất



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo các ngân hàng

### Triển vọng năm 2022-2023

Chúng tôi dự báo VCB sẽ khó đạt được mức tăng trưởng tín dụng cao từ Ngân hàng Nhà nước trong giai đoạn 2022-2023 khi hệ số LDR khá cao ở mức 87% trong Q1/22 và hệ số CAR ở mức trung bình (chúng tôi ước tính khoảng 9,3% trong Q1/22). Do đó, chúng tôi cho rằng VCB sẽ duy trì tỷ lệ cho vay ở mức 14,5%/13% svck trong năm 2022-2023.

Chúng tôi ước tính NIM của VCB sẽ giảm nhẹ 10 điểm cơ bản xuống 3,15% trong năm 2022 (từ 3,16% năm 2021) do ngân hàng đã hạn chế dư địa tín dụng để giảm thiểu rủi ro tăng lãi suất huy động do lạm phát cao hơn và cạnh tranh huy động vốn. Mặc dù ngân hàng đang tích cực cải thiện CASA, nhưng chúng tôi tin rằng nó không giúp giảm đáng kể chi phí sử dụng vốn trong năm 2022.

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi tăng 28,7%/21,3% svck chủ yếu nhờ thu nhập phí thuần và lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối. Đặc biệt, chúng tôi dự báo thu nhập phí thuần sẽ tăng trưởng mạnh 25% trong năm 2022-2023, nhờ vào dịch vụ thanh toán và bancassurance. Chúng tôi cũng cho rằng khi nền kinh tế phục hồi, hoạt động xuất nhập khẩu sẽ trở lại mức trước đại dịch sẽ giúp VCB tận dụng lợi thế này, do đó chúng tôi dự báo lãi

thuần từ hoạt động ngoại hối của ngân hàng sẽ tăng trưởng mạnh 23,5%/24,8% svck trong năm 2022-2023.

Chúng tôi kỳ vọng hệ số CIR sẽ đạt 33,5%/33,0% trong năm 2022-2023 (cao hơn mức 31% năm 2021) do VCB vẫn có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào chuyển đổi kỹ thuật số để cạnh tranh với các đối thủ khác.

Dựa trên chất lượng tài sản vững chắc đã được xây dựng trong quá khứ và tất cả các khoản vay tái cơ cấu đã được trích lập dự phòng, chúng tôi dự báo chi phí tín dụng sẽ giảm xuống 0,97%/0,9% trong năm 2022-2023 - thấp hơn 1,3% năm 2021). Điều này dẫn đến chi phí dự phòng giảm/tăng -15%/5,5% svck với tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 471%/366% trong năm 2022-2023.

Kết luận, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của VCB sẽ tăng trưởng 21%/21,2% svck với ROE là 20,5%/20,3% trong năm 2022-2023.

**Hình 14: Các chỉ tiêu chính trên kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2022-2024 theo dự báo của chúng tôi**

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019-2021	CAGR 2022-2024
Thu nhập từ lãi	36.328	36.285	42.387	46.407	53.292	61.459	8,0%	15,1%
Thu nhập từ phí thuần	6.492	6.607	7.407	9.711	12.253	15.303	6,8%	25,5%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	3.479	3.906	4.375	5.401	6.742	7.955	12,1%	21,4%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	407	463	149	174	191	211	-39,5%	10,0%
Thu nhập khác	2.753	1.800	2.393	3.154	3.189	4.652	-6,8%	21,5%
Tổng thu nhập hoạt động	49.459	49.063	56.711	64.847	75.667	89.580	7,1%	17,5%
% tăng trưởng	25,9%	-0,8%	15,6%	14,3%	16,7%	18,4%		
Chi phí hoạt động	16.064	16.038	17.575	21.724	24.970	29.562	4,6%	16,7%
% tăng trưởng	18,0%	-0,2%	9,6%	23,6%	14,9%	18,4%		
Lợi nhuận trước dự phòng	33.395	33.024	39.136	43.123	50.697	60.019	8,3%	18,0%
% tăng trưởng	30,1%	-1,1%	18,5%	10,2%	17,6%	18,4%		
Chi phí dự phòng	8.703	9.975	11.761	9.995	10.544	11.831	16,2%	8,8%
% tăng trưởng	17,6%	14,6%	17,9%	-15,0%	5,5%	12,2%		
Lợi nhuận trước thuế	24.692	23.050	27.376	33.128	40.153	48.188	5,3%	20,6%
% tăng trưởng	35,2%	-6,7%	18,8%	21,0%	21,2%	20,0%		
Lợi nhuận sau thuế	19.784	18.451	21.908	26.512	32.133	38.564	5,2%	20,6%
% tăng trưởng	35,5%	-6,7%	18,7%	21,0%	21,2%	20,0%		

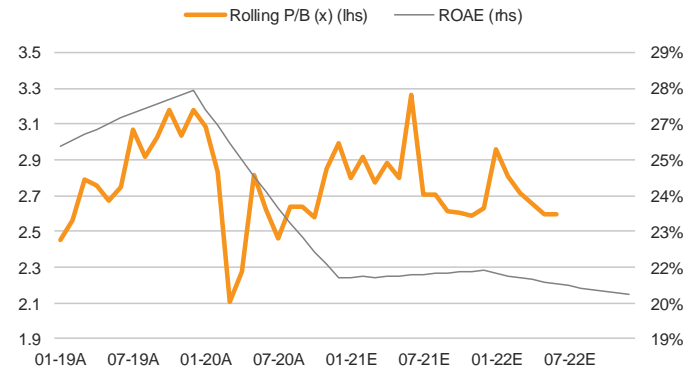
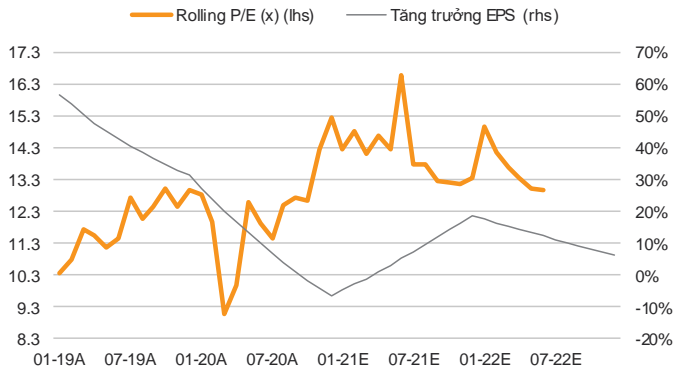
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

**Hình 15: Các chỉ tiêu chính trên bảng cân đối kế toán giai đoạn 2022-2024 theo dự báo của chúng tôi**

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019-2021	CAGR 2022-2024
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	1.188.731	1.300.383	1.382.501	1.563.985	1.743.148	1.925.490	7,8%	11,0%
% tăng trưởng	13,7%	9,4%	6,3%	13,1%	11,5%	10,5%		
Dư nợ cho vay	734.707	839.788	960.750	1.100.059	1.243.066	1.386.019	14,4%	12,2%
% tăng trưởng	16,3%	14,3%	14,4%	14,5%	13,0%	11,5%		
Cho vay liên ngân hàng	249.470	267.970	225.395	247.934	260.331	273.347	-4,9%	5,0%
% tăng trưởng	-0,3%	7,4%	-15,9%	10,0%	5,0%	5,0%		
Đầu tư chứng khoán	169.772	159.485	173.546	190.901	211.900	235.209	1,1%	11,0%
% tăng trưởng	11,5%	-6,1%	8,8%	10,0%	11,0%	11,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	1.115.838	1.198.181	1.271.945	1.426.811	1.562.182	1.695.222	6,8%	9,0%
% tăng trưởng	12,6%	7,4%	6,2%	12,2%	9,5%	8,5%		
Tiền gửi khách hàng	928.451	1.032.114	1.135.324	1.282.916	1.411.208	1.538.216	10,6%	9,5%
% tăng trưởng	15,8%	11,2%	10,0%	13,0%	10,0%	9,0%		
Giấy tờ có giá	21.384	21.240	17.388	18.605	19.721	20.707	-9,8%	5,5%
% tăng trưởng	-0,4%	-0,7%	-18,1%	7,0%	6,0%	5,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	73.617	103.584	109.758	115.246	121.008	125.848	22,1%	4,5%
% tăng trưởng	-3,8%	40,7%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%		
Tiền vay NHNN	92.366	41.177	9.468	10.036	10.237	10.442	-68,0%	2,0%
% tăng trưởng		-55,4%	-77,0%	6,0%	2,0%	2,0%		
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	20	67	8	8	8	8	-38,6%	2,0%
% tăng trưởng	-23,1%	226,5%	-88,4%	2,0%	2,0%	2,0%		

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

## Định giá



### Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	42,387	46,407	53,292
Thu nhập lãi suất ròng	14,324	18,440	22,375
Tổng lợi nhuận hoạt động	56,711	64,847	75,667
Tổng chi phí hoạt động	(17,575)	(21,724)	(24,970)
LN trước dự phòng	39,136	43,123	50,697
Tổng trích lập dự phòng	(11,761)	(9,995)	(10,544)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	27,376	33,128	40,153
Thuế	(5,447)	(6,592)	(7,990)
Lợi nhuận sau thuế	21,928	26,536	32,163
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20)	(24)	(30)
LN ròng	21,908	26,512	32,133

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	960,750	1,100,059	1,243,066
Cho vay các ngân hàng khác	225,395	247,934	260,331
Tổng cho vay	1,186,145	1,347,993	1,503,397
Chứng khoán - Tổng cộng	173,546	190,901	211,900
Các tài sản sinh lãi khác	22,810	25,091	27,851
Tổng các tài sản sinh lãi	1,382,501	1,563,985	1,743,148
Tổng dự phòng	(26,151)	(31,015)	(33,379)
Tổng cho vay khách hàng	934,774	1,069,240	1,209,905
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1,356,350	1,532,970	1,709,769
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	18,012	18,788	19,597
Tổng đầu tư	2,346	2,447	2,553
Các tài sản khác	38,058	39,697	41,407
Tổng tài sản không sinh lãi	58,416	60,932	63,556
Tổng tài sản	1,414,765	1,593,902	1,773,325
Nợ khách hàng	1,135,324	1,282,916	1,411,208
Dư nợ tín dụng	17,388	18,605	19,721
Tài sản nợ chịu lãi	1,152,712	1,301,521	1,430,929
Tiền gửi	119,226	125,282	131,245
Tổng tiền gửi	1,271,938	1,426,803	1,562,174
Các khoản nợ lãi suất khác	8	8	8
Tổng các khoản nợ lãi suất	1,271,945	1,426,811	1,562,182
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	31,650	19,777	41,085
Tổng nợ không lãi suất	31,650	19,777	41,085
Tổng nợ	1,303,595	1,446,587	1,603,267
Vốn điều lệ và	37,089	47,325	47,325
Thặng dư vốn cổ phần	4,995	4,995	4,995
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	53,683	75,722	93,805
Các quỹ thuộc VCSH	15,317	19,161	23,820
Vốn chủ sở hữu	111,084	147,203	169,946
Lợi ích cổ đông thiểu số	87	111	111
Tổng vốn chủ sở hữu	111,171	147,314	170,058
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1,414,765	1,593,902	1,773,325

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	10.0%	13.0%	10.0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	14.4%	14.5%	13.0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	16.8%	9.5%	14.8%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	18.5%	10.2%	17.6%
Tăng trưởng LN ròng	18.7%	21.0%	21.2%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	5.9%	13.0%	11.5%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	5,907	6,281	6,790
BVPS (VND)	29,951	31,105	35,910
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	18.7%	6.3%	8.1%

### Các chỉ số chính

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3.2%	3.2%	3.2%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(31.0%)	(33.5%)	(33.0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0.6%	0.6%	0.7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0.7%	0.6%	0.7%
LN/ TB cho vay	1.3%	1.0%	0.9%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0.0%	0.0%	0.0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	83.3%	84.5%	86.9%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	5.3%	5.4%	5.5%
Chi phí cho các quỹ	2.3%	2.5%	2.5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3.1%	3.1%	3.2%
ROAE	21.4%	20.5%	20.3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## 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.

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Lê Quốc Việt – Chuyên viên phân tích

Email: [Viet.lequoc2@vndirect.com.vn](mailto:Viet.lequoc2@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>