

## NH TM CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND29.100	VND36.200	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 18/08/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

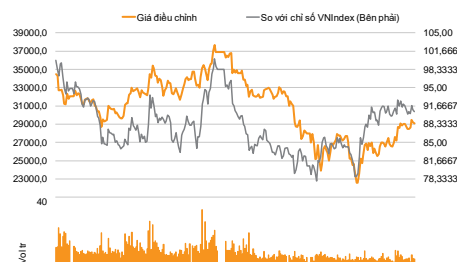
Consensus\*: Mua:8 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 10,8%.
- Thay đổi EPS 1,6%/-0,4%/-0,3% giai đoạn 2022-2024.

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	37.650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	111.991
Thị giá vốn (tỷ VND)	140.328
Free float (%)	15
P/E trượt (x)	9,93
P/B hiện tại (x)	1,50

### Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64,5%
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BTMU)	19,7%
Khác	15,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

## Bình sáng Q2/22

- Dự phòng thấp giúp lợi nhuận ròng Q2/22 tăng trưởng đột biến, góp phần giúp lợi nhuận ròng 6T22 tăng 6,9% svck, đạt 57,8% dự báo cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng 16,1% svck đạt 16.355 tỷ đồng năm 2022.
- Giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 36.200 đồng/cp khi thay đổi P/B mục tiêu và điều chỉnh EPS giai đoạn 2022-2024.

### Dự phòng thấp đẩy lợi nhuận Q2/22 tăng vọt

Thu nhập từ lãi (NII) tăng 10,1% svck nhờ cho vay tăng 15% svck và NIM đạt 2,94% (giảm 26 điểm cơ bản svck), trong khi thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng 23,8% svck chủ yếu nhờ thu nhập từ phí tăng 15% svck và thu nhập từ hoạt động kinh doanh chứng khoán tăng 985% svck. Chi phí hoạt động tăng nhẹ 2% svck trong khi dự phòng giảm 17,2% svck, giúp lợi nhuận (LN) ròng tăng 111% svck đạt 4.465 tỷ đồng trong Q2/22.

Trong 6T22, LN ròng tăng nhẹ 6,9% svck đạt 9.039 tỷ đồng chủ yếu do chi phí dự phòng tăng 21,9% svck. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1,35% cuối Q2/22 từ mức 1,25% cuối Q1/22, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm về 189,7% cuối Q2 từ mức 197,2% cuối Q1/22.

### Chúng tôi dự báo cho vay năm nay đạt 11%

Tăng trưởng tín dụng của CTG đạt mức 9,6% sv đầu năm, gần với hạn mức được cấp 10%. Trong nửa cuối năm 2022, với việc ưu tiên kiểm soát và ổn định nền kinh tế, Ngân hàng nhà nước sẽ lựa chọn các ngân hàng để tăng hạn mức tín dụng cao hơn phần còn lại. Các ngân hàng có chất lượng tài sản, quy mô hoạt động tốt và tham gia xử lý các tổ chức tài chính yếu kém sẽ có thuận lợi hơn trong việc nâng cao hạn mức tín dụng. Do đó, với hệ số an toàn vốn thấp (~9%) và LDR cao (~83%) vào cuối Q2/22, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay năm 2022 đạt 11% svck (gần với mức 11,1% svck năm 2021).

### Chất lượng tài sản giảm nhẹ cuối Q2/22

NPL tăng lên 1,35% vào cuối Q2/22 từ mức 1,25% cuối Q1/22 và 1,27% cuối Q4/21. Trong đó, nợ nhóm 3 và 4 tăng mạnh 243% và 22% svck. CTG cũng đã tăng cường trích lập dự phòng (21,9% svck), giúp LLR đạt 189% cuối Q2/22, thấp hơn mức 197,2% cuối Q1/22 nhưng cao hơn mức 180,4% cuối Q4/21. Tỷ lệ xóa nợ đạt 0,4% trong 6T22, tương đương 6T21, thấp hơn 0,5% năm 2021.

### Giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 36.200 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên định giá thu nhập thẳng dư (Chi phí vốn: 13%, tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/B năm 2022 là 1,6x với tỷ trọng bằng nhau. Tiềm năng tăng giá là NIM và phí độc quyền cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát và nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	35.580	41.788	44.049	48.901
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2,8%	3,1%	2,8%	2,8%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	45.357	53.157	59.147	66.571
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(12.168)	(18.382)	(18.545)	(19.658)
LN ròng (tỷ)	13.720	14.089	16.361	18.840
Tăng trưởng LN ròng	45,0%	2,7%	16,1%	15,2%
EPS điều chỉnh	2.112	2.189	2.542	2.927
BVPS	17.645	19.343	21.879	24.875
ROAE	17,0%	15,9%	16,5%	16,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## BỪNG SÁNG Q2/22

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 36.200 đồng/cp

Giá cổ phiếu của ngân hàng CTG đã giảm hơn 40% từ đỉnh trong tháng 1 năm 2022 do sự điều chỉnh của thị trường. Hiện tại, CTG đang giao dịch ở mức 1,3 P/B 2022, thấp hơn so với mức trung bình 1,4 lần trong 3 năm. Chúng tôi cho rằng, với mức giá hiện tại, CTG là cổ phiếu phù hợp để nắm giữ dài hạn với tỷ suất sinh lời ổn định ROE đạt 16,5%/16,8%/16,9% giai đoạn 2022-2024.

Giá mục tiêu dựa trên định giá thu nhập thặng dư (Chi phí vốn: 13%, tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/B năm 2022 là 1,6x với tỷ trọng bằng nhau – chúng tôi giảm P/B mục tiêu từ mức cũ là 1,8x nhằm phản ánh bối cảnh tín dụng bị thắt chặt và chi phí vốn tăng.

Tiềm năng tăng giá là NIM và phí độc quyền cao hơn dự kiến – Phí độc quyền bảo hiểm từ thương vụ hợp tác giữa CTG và Manulife. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát và nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2022A	2023A	2024A	2025A	2026A	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 VND)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	92.958					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	20.650					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	66.299					
Giá trị vốn chủ sở hữu	179.907					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4.806					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>37.436</b>					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Tính toán giá mục tiêu của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/ cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	37.436	18.718
Hệ số P/B (1,6 lần cho năm 2022)	50%	35.006	17.503
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			36.221

Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu làm tròn)

**36.200**

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 17/8/2022)

	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		2021	2022	2021	2022
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	81.500	95.600	16.349	2,4	2,1	11,9	11,0	20,8%	20,5%	20,3%	1,8%	1,9%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	39.300	66.400	5.877	1,2	1,0	5,9	4,9	20,6%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%
VPBank	VPB VN	Khả quan	30.150	44.900	5.750	1,3	1,1	5,7	6,4	24,5%	23,8%	18,7%	3,6%	2,9%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.950	33.400	3.603	1,2	1,0	5,6	4,8	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	26.150	34.400	2.347	1,6	1,4	6,4	6,1	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	28.700	38.500	1.934	1,3	1,1	7,0	5,6	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NHTMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Khả quan	15.850	21.300	1.000	1,1	0,9	6,2	5,7	26,8%	19,1%	18,8%	1,1%	1,2%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	27.750	40.800	4.418	1,3	1,1	6,3	5,2	21,7%	24,5%	23,8%	2,5%	2,6%
<b>Trung bình</b>						<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>21,5%</b>	<b>22,8%</b>	<b>21,5%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,3%</b>
Vietinbank	CTG VN	Khả quan	29.100	36.200	7.262	1,3	1,2	11,4	9,9	15,2%	16,5%	16,8%	1,0%	1,4%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

## Q2/22 nhìn lại: Dự phòng thấp giúp lợi nhuận tăng vọt

Hình 4: So sánh Kết quả kinh doanh Q2/22 và 6T22 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q2/22	% svck	Q1/22	% sv quý trước	6T22	% svck	Dự báo năm 2022 VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	11.972	10,1%	10.146	18,0%	22.118	2,8%	45.026	49,1%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi. Cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi khi thu nhập từ nợ xấu đã xử lý cao hơn so với chúng tôi kỳ vọng.
Thu nhập ngoài lãi	3.968	23,8%	3.924	1,1%	7.893	43,9%	14.291	55,2%	
Tổng thu nhập HĐKD	15.941	13,2%	14.070	13,3%	30.011	11,1%	59.318	50,6%	
Chi phí hoạt động	(4.272)	2,0%	(3.821)	11,8%	(8.093)	5,1%	(20.465)	39,5%	Ngân hàng đã kiểm soát chi phí hiệu quả hơn, với CIR đạt 27% trong 6T22, thấp hơn mức dự báo 34,5% của chúng tôi.
Lợi nhuận trước dự phòng	11.668	17,9%	10.249	13,8%	21.918	13,5%	38.853	56,4%	
Chi phí dự phòng	(5.883)	-17,2%	(4.427)	32,9%	(10.310)	21,9%	(18.105)	56,9%	Cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận trước thuế	5.785	107,3%	5.822	-0,6%	11.608	7,0%	20.748	55,9%	
Lợi nhuận ròng	4.645	110,5%	4.664	-0,4%	9.309	6,9%	16.100	57,8%	Cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CTG

Hình 5: Các chỉ số chính của CTG theo quý

Các chỉ số chính	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	78,8%	78,2%	78,9%	78,5%	82,4%	77,2%	80,6%	74,9%	72,1%	75,1%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	21,2%	21,8%	21,1%	21,5%	17,6%	22,8%	19,4%	25,1%	27,9%	24,9%
NIM (dự phóng cả năm)	2,8%	2,6%	3,0%	3,3%	3,3%	3,2%	2,8%	2,9%	2,6%	2,9%
Cho vay/Huy động (Thông tư 36)	88,4%	87,3%	84,9%	86,5%	85,5%	84,6%	83,0%	83,1%	83,2%	83,5%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,8%	1,7%	1,9%	0,9%	0,9%	1,3%	1,7%	1,3%	1,2%	1,3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	77,3%	80,9%	84,2%	132,2%	155,4%	129,0%	118,6%	180,4%	197,2%	189,7%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	31,0%	32,9%	32,6%	43,6%	27,2%	29,7%	29,8%	42,0%	27,2%	26,8%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	1,9%	1,4%	1,6%	1,5%	0,5%	1,6%	2,4%	1,8%	1,5%	1,7%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	59,6%	33,0%	62,6%	9,3%	14,3%	71,8%	64,4%	54,3%	43,2%	50,4%

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

## Giai đoạn 2022 - 2023

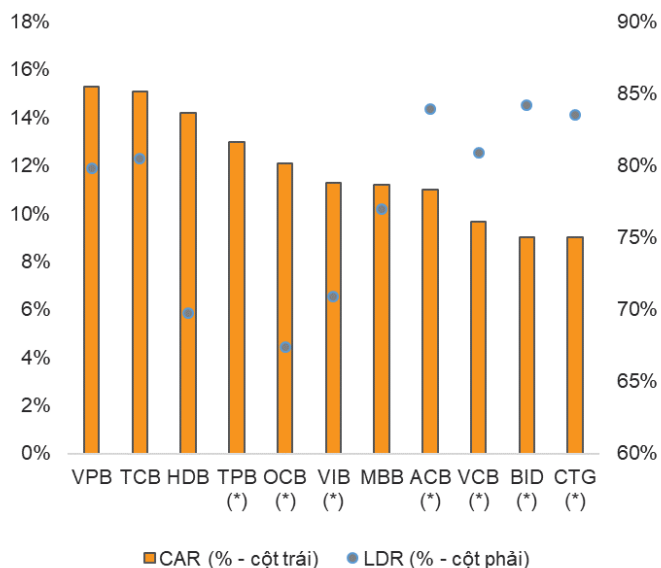
### Tăng trưởng cho vay sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm 2022

Cho vay tăng trưởng 9,5% svck đầu năm vào cuối Q2/22, cao hơn mức 3% sv đầu năm vào cuối Q2/21. Trong đó, cho vay bán lẻ tăng trưởng 22,4% sv đầu năm, đóng góp 36% trong tổng cho vay cuối Q2/22, một sự tăng trưởng mạnh mẽ khi cuối 2021 tỷ lệ này là 30%.

Tuy nhiên, cho vay đã tăng 8,7% sv đầu năm vào cuối Q1/22, nhưng chỉ đạt 9,5% sv đầu năm vào cuối Q2/22, gần với hạn mức tín dụng được cấp 10% từ Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Trong nửa cuối năm 2022, với việc ưu tiên kiểm soát và ổn định nền kinh tế, Ngân hàng nhà nước sẽ lựa chọn các ngân hàng để tăng hạn mức tín dụng cao hơn phần còn lại. Các ngân hàng có chất lượng tài sản, quy mô hoạt động tốt và tham gia xử lý các tổ chức tài chính yếu kém sẽ có thuận lợi hơn trong việc nâng cao hạn mức tín dụng. Do đó, với hệ số an toàn vốn thấp (~9%) và LDR cao (~83%) vào cuối Q2/22, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay đạt 11,0%/10,5% svck giai đoạn 2022-2023 (gần với mức 11,1% svck năm 2021.)

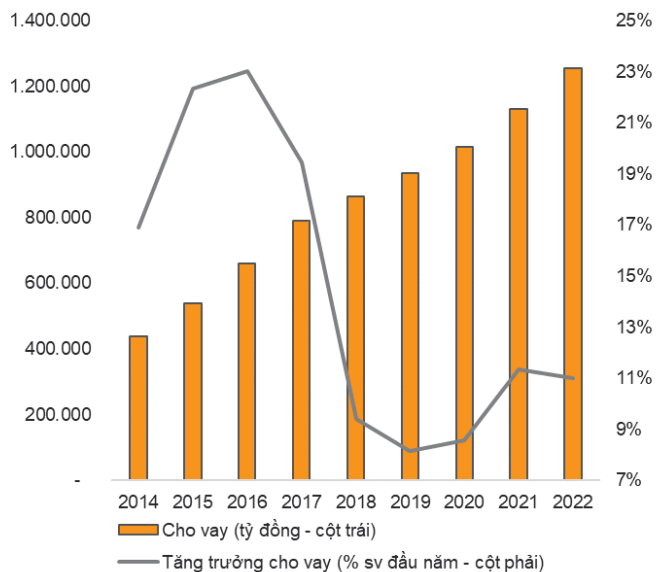
**Hình 6: CAR và LDR của CTG so với các ngân hàng khác**

(\*) VNDIRECT ước tính



Nguồn: VNDIRECT Research, Các NHTM

**Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay của CTG đạt 11% năm 2022**



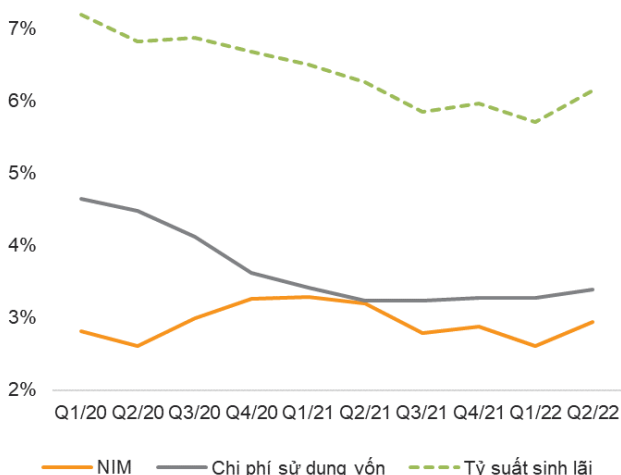
Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

### NIM khó tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022

Trong 6T22, NIM đã giảm 26 điểm cơ bản svck khi tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi giảm 12 điểm cơ bản svck do ngân hàng đã hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, trong khi chi phí sử dụng vốn tăng 14 điểm cơ bản so với cùng kỳ do các khoản tiền gửi có kỳ hạn từ 3 đến 12 tháng chiếm tỷ trọng cao hơn.

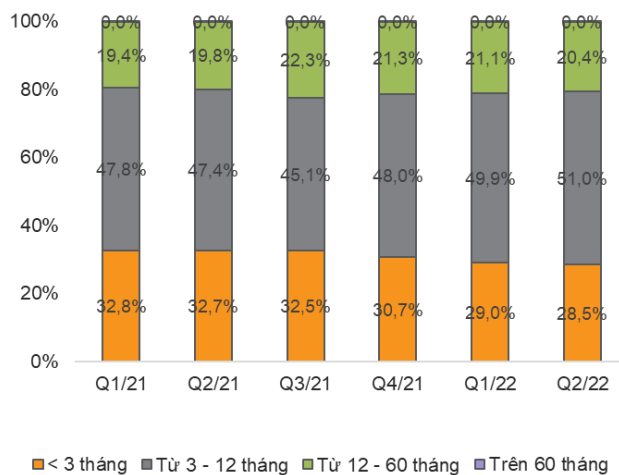
Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi có thể cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm khi các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp đã hết hiệu lực vào 30/6/2022. Về mặt huy động, mặc dù CTG đã giữ ổn định lãi suất tiền gửi từ đầu năm 2022, tuy nhiên chúng tôi thấy sự thay đổi tỷ trọng cơ cấu tiền gửi có kỳ hạn đã làm tăng chi phí sử dụng vốn. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM sẽ giảm 20 điểm cơ bản svck trong năm 2022 (từ mức 3% năm 2021).

**Hình 8: NIM CTG từ năm 2020**



Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

**Hình 9: Cấu trúc tiền gửi (%)**



Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

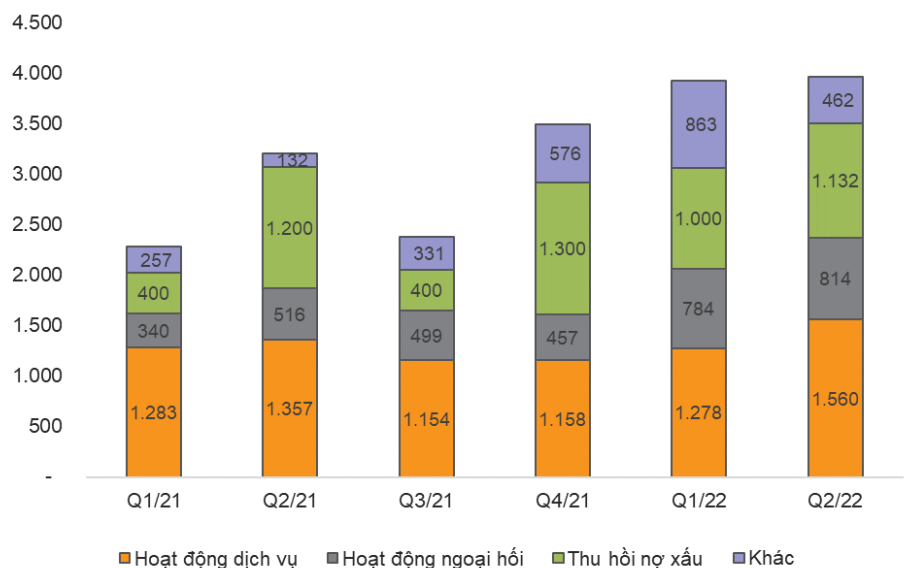


### Non-II sẽ giúp tăng trưởng thu nhập

Nửa đầu năm 2022, thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng mạnh 43,9% svck nhờ tăng trưởng từ thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối (86,5% svck) và thu hồi nợ xấu đã xử lý (38,7% svck). Trong đó, thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối tăng trưởng mạnh mẽ khi nhu cầu dịch vụ thanh toán xuất nhập tăng cao sau đại dịch Covid-19 cùng với sự chuyển dịch của dòng vốn FDI vào Việt Nam. Với khoản phí độc quyền bảo hiểm, chúng tôi ước tính tổng giá trị của khoản phí độc quyền bảo hiểm lên đến 6.500 tỷ đồng và được ngân hàng phân bổ đều trong 5 năm kể từ năm 2022. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy CTG chưa ghi nhận hết phần phí năm 2022 (khoảng 1.300 tỷ đồng) trong nửa đầu năm, chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ ghi nhận phần còn lại trong nửa cuối năm 2022.

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng 32,8%/17% svck trong giai đoạn 2022-2023, nhờ sự tăng trưởng của thu nhập từ hoạt động dịch vụ, thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và thu hồi nợ xấu đã xử lý. Cụ thể, chúng tôi dự báo thu nhập từ hoạt động dịch vụ sẽ tăng 56%/20% svck giai đoạn này, nhờ dịch vụ thanh toán và bảo hiểm. Chúng tôi cho rằng, khi nền kinh tế phục hồi, hoạt động xuất nhập khẩu sẽ quay trở về mức trước đại dịch, điều này sẽ giúp CTG tận dụng được lợi thế cạnh tranh của mình. Chúng tôi dự báo thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối tăng trưởng 20% svck giai đoạn này. Chúng tôi cũng cho rằng nền kinh tế phục hồi trở lại sẽ giúp các khách hàng của CTG quay trở lại quỹ đạo hoạt động, do đó, chúng tôi dự báo thu nhập từ hoạt động thu hồi nợ xấu sẽ tăng ít nhất 10% svck giai đoạn 2022-2023.

**Hình 10: Thu nhập ngoài lãi của CTG (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

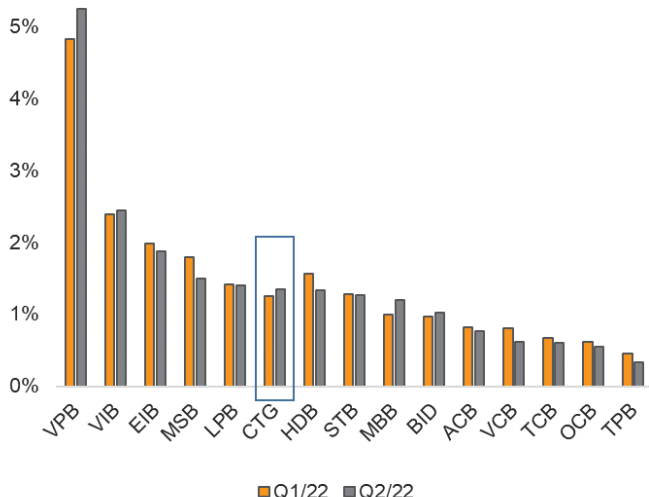
### Chất lượng tài sản giảm nhẹ cuối Q2/22

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1,35% vào cuối Q2/22 từ mức 1,25% cuối Q1/22 và 1,27% cuối Q4/21. Ngân hàng cũng đã xóa nợ 4.484 tỷ đồng trong 6T22, giúp tỷ lệ xóa nợ đạt 0,4%, tương đương mức 6T21 nhưng thấp hơn mức 0,5% năm 2021. Chúng tôi nhận thấy nợ nhóm 3 và 4 tăng trưởng mạnh 243% và 22% svck vào cuối Q2/22. Ngân hàng cũng đã chủ động tăng cường trích lập dự phòng với chi phí dự phòng tăng 21,9% svck, giúp nâng tỷ lệ nợ xấu lên 189,7% vào cuối Q2/22, thấp hơn mức 197,2% vào cuối Q1/22 nhưng cao hơn mức 180,4% cuối Q4/21.

Một điểm sáng ở đây là nợ tái cơ cấu đã giảm 29% sv quý trước về mức 6.500 tỷ đồng vào cuối Q2/22 từ mức 8.400 tỷ đồng vào cuối Q1/22. Bên cạnh đó,

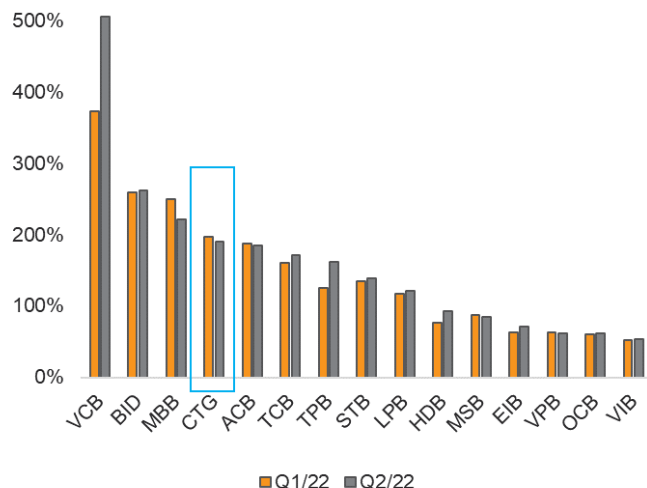
trong buổi trao đổi với chuyên viên phân tích ngày 12/08/2022, ngân hàng cho biết đã trích lập 100% dự phòng đối với những khoản nợ tái cơ cấu này, và tốc độ thanh toán của những khách hàng được tái cơ cấu đang rất khả quan trong nửa đầu năm 2022.

Hình 11: NPL của CTG ở mức trung bình (%)...



Nguồn: VNDIRECT Research, Các NHTM

Hình 12: ...nhưng LLR ở mức cao (%)



Nguồn: VNDIRECT Research, Các NHTM

## Triển vọng giai đoạn 2022 - 2023

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, chúng tôi dự báo thu nhập từ lãi (NII) tăng 5,4%/11% svck giai đoạn 2022-2023, nhờ cho vay tăng trưởng 11,0%/10,5% svck và NIM ở mức 2,8%.

Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng trưởng 32,8%/17% svck nhờ thu nhập từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối. Trong đó, thu nhập từ hoạt động dịch vụ tăng 56,3%/20% svck nhờ thu nhập từ hoạt động thanh toán và bảo hiểm. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối tăng trưởng 20% svck giai đoạn này khi các hoạt động xuất nhập khẩu tăng trưởng trở lại.

Chúng tôi cũng dự báo CIR đạt 33%/34% giai đoạn này (cao hơn mức 32,6% năm 2021) khi ngân hàng đang có kế hoạch thuê đơn vị tư vấn thực hiện việc tư vấn chuyển đổi số từ năm 2022. Ngân hàng đã hoàn tất việc gửi yêu cầu công việc đến các đơn vị tư vấn, hiện tại CTG đang trong quá trình xét duyệt hồ sơ. Việc tư vấn chuyển đổi số nhằm giúp ngân hàng xây dựng chiến lược kinh doanh, kênh phân phối, gia tăng tiện ích nhằm nâng cao trải nghiệm của khách hàng trên ứng dụng iPay và eFast. Chúng tôi ước tính mức phí này lên tới 50 triệu USD mỗi năm.

Mặc dù chất lượng tài sản giảm nhẹ trong Q2/22, chúng tôi vẫn cho rằng chi phí tín dụng sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn này nhờ tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao (189,7%) và ngân hàng đã trích lập dự phòng toàn bộ đối với các khoản nợ tái cơ cấu. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí tín dụng giảm về mức 1,6%/1,5% giai đoạn 2022-2023 (thấp hơn mức 1,7% năm 2021), giúp chi phí dự phòng chỉ tăng 0,9%/6,0% svck cùng với LLR đạt 215%/267% giai đoạn này.

Kết quả, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng trưởng 16,1%/15,1% svck cùng với ROE đạt 16,5%/16,8% giai đoạn 2022-2023.

**Hình 13: 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 2019-21	CAGR 2022-24
Thu nhập từ lãi	33.199	35.580	41.788	44.049	48.901	54.141	12,2%	10,9%
Thu nhập từ phí thuần	4.055	4.362	4.961	7.749	9.296	11.535	10,6%	22,0%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	1.564	2.000	1.812	2.175	2.610	2.871	7,6%	14,9%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	203	1.486	1.197	1.437	1.652	1.900	142,7%	15,0%
Thu nhập khác	1.497	1.929	3.398	3.738	4.112	4.523	50,6%	10,0%
Tổng thu nhập hoạt động	40.519	45.357	53.157	59.147	66.571	74.970	14,5%	12,6%
% tăng trưởng	42,4%	11,9%	17,2%	11,3%	12,6%	12,6%		
Chi phí hoạt động	15.735	16.069	17.186	19.519	22.634	25.490	4,5%	14,3%
% tăng trưởng	11,7%	2,1%	6,9%	13,6%	16,0%	12,6%		
Lợi nhuận trước dự phòng	24.785	29.288	35.971	39.629	43.937	49.480	20,5%	11,7%
% tăng trưởng	72,6%	18,2%	22,8%	10,2%	10,9%	12,6%		
Chi phí dự phòng	13.004	12.168	18.382	18.545	19.658	21.511	18,9%	7,7%
% tăng trưởng	66,7%	-6,4%	51,1%	0,9%	6,0%	9,4%		
Lợi nhuận trước thuế	11.781	17.120	17.589	21.084	24.279	27.969	22,2%	15,2%
% tăng trưởng	79,6%	45,3%	2,7%	19,9%	15,2%	15,2%		
Lợi nhuận sau thuế	9.461	13.720	14.089	16.361	18.840	21.704	22,0%	15,2%
% tăng trưởng	79,4%	45,0%	2,7%	16,1%	15,2%	15,2%		

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

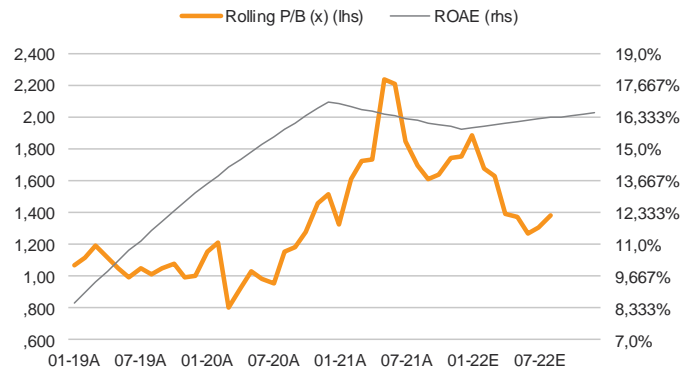
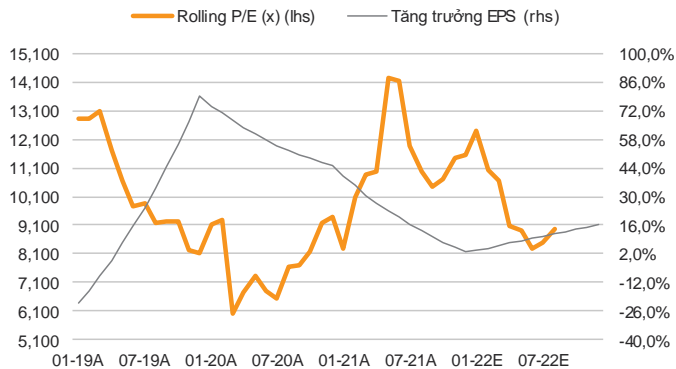
**Hình 14: Các chỉ tiêu chính trên Bảng cân đối kế toán giai đoạn 2022-2024 theo dự báo của chúng tôi**

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019-21	CAGR 2022-24
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	1.206.328	1.296.516	1.484.917	1.665.910	1.848.961	2.052.504	10,9%	11,0%
% tăng trưởng	7,1%	7,5%	14,5%	12,2%	11,0%	11,0%		
Dư nợ cho vay	935.271	1.015.333	1.130.668	1.255.041	1.386.821	1.532.437	10,0%	10,5%
% tăng trưởng	8,1%	8,6%	11,4%	11,0%	10,5%	10,5%		
Cho vay liên ngân hàng	129.389	102.533	149.265	174.640	200.837	230.962	7,4%	15,0%
% tăng trưởng	-0,9%	-20,8%	45,6%	17,0%	15,0%	15,0%		
Đầu tư chứng khoán	116.325	120.896	180.146	207.167	227.884	250.673	24,4%	10,0%
% tăng trưởng	7,8%	3,9%	49,0%	15,0%	10,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	1.135.713	1.226.057	1.400.950	1.538.980	1.675.130	1.824.642	11,1%	8,9%
% tăng trưởng	8,0%	8,0%	14,3%	9,9%	8,8%	8,9%		
Tiền gửi khách hàng	892.785	990.331	1.161.797	1.283.785	1.412.164	1.553.380	14,1%	10,0%
% tăng trưởng	8,1%	10,9%	17,3%	10,5%	10,0%	10,0%		
Giấy tờ có giá	57.066	59.876	64.497	70.946	73.075	75.267	6,3%	3,0%
% tăng trưởng	23,5%	4,9%	7,7%	10,0%	3,0%	3,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	109.483	128.519	138.834	148.552	155.980	163.779	12,6%	5,0%
% tăng trưởng	-1,7%	17,4%	8,0%	7,0%	5,0%	5,0%		
Tiền vay NHNN	70.603	44.597	33.294	33.294	31.630	30.048	-31,3%	-5,0%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	5.776	2.733	2.528	2.402	2.281	2.167	-33,8%	-5,0%

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG



## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	41.788	44.049	48.901
Thu nhập lãi suất ròng	11.368	15.098	17.670
Tổng lợi nhuận hoạt động	53.157	59.147	66.571
Tổng chi phí hoạt động	(17.186)	(19.519)	(22.634)
LN trước dự phòng	35.971	39.629	43.937
Tổng trích lập dự phòng	(18.382)	(18.545)	(19.658)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	17.589	21.084	24.279
Thuế	(3.374)	(4.217)	(4.856)
Lợi nhuận sau thuế	14.215	16.867	19.423
Lợi ích cổ đông thiểu số	(127)	(506)	(583)
LN ròng	14.089	16.361	18.840

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	1.130.668	1.255.041	1.386.821
Cho vay các ngân hàng khác	149.265	174.640	200.837
Tổng cho vay	1.279.933	1.429.682	1.587.657
Chứng khoán - Tổng cộng	180.146	207.167	227.884
Các tài sản sinh lãi khác	24.838	29.061	33.420
Tổng các tài sản sinh lãi	1.484.917	1.665.910	1.848.961
Tổng dự phòng	(25.921)	(39.838)	(45.744)
Tổng cho vay khách hàng	1.104.873	1.219.290	1.345.571
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.458.996	1.626.072	1.803.217
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	11.331	11.897	12.492
Tổng đầu tư	3.290	3.455	3.627
Các tài sản khác	57.851	60.744	63.781
Tổng tài sản không sinh lãi	72.472	76.096	79.901
Tổng tài sản	1.531.468	1.702.168	1.883.117
Nợ khách hàng	1.161.797	1.283.785	1.412.164
Dư nợ tín dụng	64.497	70.946	73.075
Tài sản nợ chịu lãi	1.226.294	1.354.732	1.485.239
Tiền gửi	172.128	181.847	187.610
Tổng tiền gửi	1.398.422	1.536.579	1.672.848
Các khoản nợ lãi suất khác	2.528	2.402	2.281
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.400.950	1.538.980	1.675.130
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	36.865	56.843	86.663
Tổng nợ không lãi suất	36.865	56.843	86.663
Tổng nợ	1.437.815	1.595.823	1.761.793
Vốn điều lệ và	48.058	48.058	48.058
Thặng dư vốn cổ phần	9.491	9.491	9.491
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	21.494	31.308	42.973
Các quỹ thuộc VCSH	13.916	16.288	19.020
Vốn chủ sở hữu	92.958	105.144	119.541
Lợi ích cổ đông thiểu số	695	1.201	1.784
Tổng vốn chủ sở hữu	93.653	106.345	121.325
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.531.468	1.702.168	1.883.117

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	17,3%	10,5%	10,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	11,4%	11,0%	10,5%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	17,5%	5,4%	11,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	22,8%	10,2%	10,9%
Tăng trưởng LN ròng	2,7%	16,1%	15,2%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	13,7%	11,5%	10,9%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.932	3.404	3.920
BVPS (VND)	19.343	21.879	24.875
Cổ tức / cp (VND)	0	500	500
Tăng trưởng EPS	2,7%	16,1%	15,2%

### Các chỉ số chính

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	2,8%	2,8%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,3%)	(33,0%)	(34,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,3%	1,3%	1,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,3%	1,4%	1,1%
LN/ TB cho vay	1,7%	1,6%	1,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	8,2%	8,7%	9,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	92,2%	92,6%	93,4%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,4%	6,0%	6,2%
Chi phí cho các quỹ	3,3%	3,4%	3,7%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,9%	2,7%	2,7%
ROAE	15,9%	16,5%	16,8%

Nguồn: VND 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

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>