

NHTM CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Đánh giá	Ngành
VND72.600	VND84.600	1,1%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 10/11/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Trung lập
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

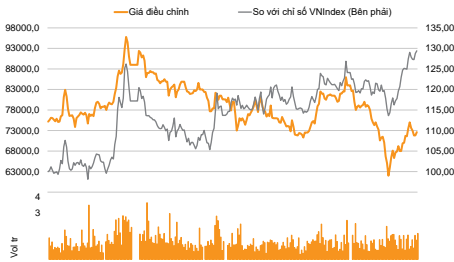
Consensus*: Mua:12 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -11,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS năm 2023-24 lần lượt 15%/22%
- Giảm giá mục tiêu 11,5%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	95.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	81.006tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	339.795
Free float (%)	8
P/E trượt (x)	14,6
P/B hiện tại (x)	2,68

Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng nhà nước	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	2,6%
Khác	7,60%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Vũ Thế Quân

quan.vuthe@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Thương hiệu và chất lượng tài sản hàng đầu

- LN Q3/22 tăng trưởng mạnh 32,0% svck, đưa mức tăng trưởng 9T22 lên 29,1% svck và hoàn thành 79% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng LN năm 2023 của VCB sẽ giảm xuống ~13% svck do NIM giảm và chi phí dự phòng duy trì ở mức cao.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 84.600 đồng/cp.

Tóm tắt Q3/22: NIM cải thiện và chi phí dự phòng chỉ tăng nhẹ

LN ròng Q3/22 của VCB tăng 32,0% svck lên 6,1 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi NIM cải thiện và tăng trưởng cho vay mạnh mẽ. Trong 9T22, dư nợ cho vay tăng 17,6% so với đầu năm (+20,7% svck), đưa VCB vào top 3 ngân hàng có tăng trưởng cao nhất. NIM 9T22 đạt 3,40% (+16 điểm cơ bản svck) do lợi suất sinh lời trên tài sản tăng (+14 điểm cơ bản svck) và chi phí vốn giảm (-3 điểm cơ bản svck). Đáng chú ý, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức kỷ lục 504% vào cuối Q2/22 đã cho phép VCB nói lỏng chi phí dự phòng trong Q3/22, đưa dự phòng 9T22 giảm 2,8% svck. Do đó, LN 9T22 đạt 20,0 nghìn tỷ đồng (+29,1% svck). LLR cũng giảm xuống 402% vào cuối Q3/22.

Triển vọng khó khăn phía trước cho ngành Ngân hàng

Sau khi NHNN tăng lãi suất điều hành thêm 200 điểm cơ bản để đối phó với áp lực tỷ giá, các NHTM trong đó có VCB đã nhanh chóng tăng mạnh lãi suất huy động ở cả kỳ ngắn và dài hạn. Động thái này chắc chắn sẽ dẫn đến việc chi phí vốn tăng và tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng. Ngoài ra, rủi ro “đứt gãy thanh khoản” ở các doanh nghiệp và sự hạ nhiệt của thị trường bất động sản cũng có thể ảnh hưởng không tốt đến chất lượng tài sản của các ngân hàng. Nhìn chung, việc thắt chặt chính sách tiền tệ đã đẩy cao các rủi ro liên quan đến tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp, và chi phí dự phòng tăng.

Tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-24

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay sẽ giảm từ 18,0% trong 2022 xuống 12,0% trong 2023-24, ít nhiều ngang với kỳ vọng của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống. Chúng tôi dự phóng NIM sẽ giảm về mức 3,10% trong 2023-24 từ mức 3,25% trong 2022. Với chất lượng tài sản tốt (LLR 402%, cao nhất trong hệ thống), chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng sẽ giảm nhẹ 1,6%/2,0% svck trong 2023-24. Theo giả định của chúng tôi, LN ròng của VCB sẽ tăng trung bình 13,5% trong 2023-24, giảm từ mức 16,0% trong 2022.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 84.600 đồng/cp

Chúng tôi hạ P/B mục tiêu xuống từ mức 3,0 lần xuống 2,5 lần để phản ánh những khó khăn sắp tới của ngành. Cùng với với phương pháp thu nhập thặng dư, giá mục tiêu cho VCB sẽ là 84.600 đồng/cp (-11,5% từ giá mục tiêu trước). Rủi ro giảm giá bao gồm (i) tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến và (ii) nợ xấu cao hơn dự kiến do thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	42.387	49.711	53.198	57.336
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,3%	3,1%	3,1%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	56.711	66.778	72.283	78.787
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(11.761)	(14.661)	(14.420)	(14.132)
LN ròng (tỷ)	21.908	25.409	28.663	32.700
Tăng trưởng LN ròng	18,7%	16,0%	12,8%	14,1%
EPS điều chỉnh	5.907	6.020	6.057	6.910
BVPS	29.951	28.837	33.888	39.692
ROAE	21,4%	20,5%	19,3%	18,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

THƯƠNG HIỆU VÀ CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN HÀNG ĐẦU

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 84.600 đồng/cp

VCB đang sở hữu chất lượng tài sản tốt và nguồn thu nhập hoạt động hết sức đa dạng. Do đó, chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ dễ dàng vượt qua những khó khăn của ngành trong thời gian tới. Giá cổ phiếu VCB chỉ giảm 7,9% so với đầu năm, thấp hơn đáng kể so với mức giảm 34,5% của VN-INDEX. Với giá cổ phiếu hiện tại, VCB đang giao dịch ở mức P/B hiện tại là 2,68 lần, thấp hơn 22% hoặc khoảng 2 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 3 năm ở 3,44 lần.

Giá mục tiêu của chúng tôi được tính dựa trên trung bình của định giá từ thu nhập thặng dư và P/B mục tiêu ở mức 2,5 lần nhân với giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu năm 2023. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến và (ii) nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

S						
Giá định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
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	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Tăng trưởng dài hạn						4.0%
<i>(tỷ đồng)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	136,471					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	40,394					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	222,984					
Giá trị vốn chủ sở hữu	399,849					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4,733					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	84,489					

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%	84,489	42,245
Hệ số P/B (2,5 lần cho năm 2023)	50%	84,721	42,360
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			84,605
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			84,600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 08/11/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE (%)		ROA (%)	
						2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
VietinBank	CTG VN	Khả quan	23.850	36.200	4,6	1,1	1,0	9,2	7,8	16,3%	16,7%	17,5%	1,0%	1,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	24.150	62.300	3,4	0,8	0,6	3,8	3,2	17,9%	22,0%	21,0%	3,7%	3,8%
VPBank	VPB VN	Khả quan	17.200	26.300	4,6	1,2	1,0	4,6	5,7	24,5%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.200	30.600	3,1	1,0	0,8	4,3	4,1	21,7%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	20.500	38.500	1,3	1,0	0,8	5,4	4,4	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	21.300	30.000	2,9	1,2	1,0	4,7	4,9	17,1%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
Trung bình						1,0	0,9	5,4	5,0	20,0%	22,4%	20,6%	2,5%	2,5%
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	72.600	84.600	15,0	2,5	2,1	12,1	12,0	20,8%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

Q3/22: Hầu hết phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q3/22 – 9T22 (tỷ VND)

Kết quả kinh doanh	Q3/22	Q3/21	svck %	Q2/22	sv quý trước %	9T22	9T21	svck % năm 2022	Dự báo % năm 2022	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	13,664	10,428	31.0%	12,797	6.8%	38,437	31,606	21.6%	49,711	77%	Cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ tăng trưởng cho vay / NIM cao hơn
Thu nhập ngoài lãi	3,050	2,825	8.0%	3,175	-3.9%	10,983	10,236	7.3%	17,068	64%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do phí dịch vụ thấp hơn
Tổng thu nhập HĐKD	16,714	13,253	26.1%	15,972	4.6%	49,420	41,842	18.1%	66,778	74%	
Chi phí hoạt động	(6,370)	(5,002)	27.3%	(5,816)	9.5%	(16,695)	(14,518)	15.0%	(20,367)	82%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước dự phòng	10,344	8,250	25.4%	10,157	1.8%	32,725	27,324	19.8%	46,411	71%	
Chi phí dự phòng	(2,778)	(2,513)	10.6%	(2,734)	1.6%	(7,786)	(8,013)	-2.8%	(14,661)	53%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước thuế	7,566	5,738	31.9%	7,423	1.9%	24,940	19,311	29.1%	31,750	79%	
Lợi nhuận sau thuế	6,065	4,594	32.0%	5,937	2.2%	19,964	15,457	29.2%	25,409	79%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

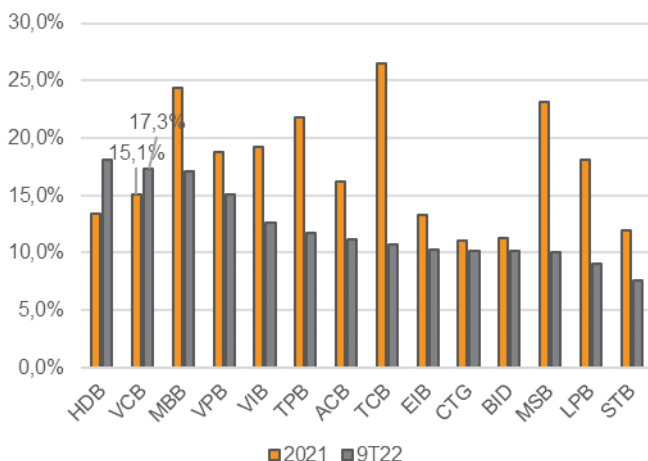
Hình 5: Các chỉ số chính của VCB theo quý

Các chỉ số chính	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	73,5%	75,3%	75,3%	72,2%	64,3%	86,0%	78,7%	72,5%	71,6%	80,1%	81,7%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	26,5%	24,7%	24,7%	27,8%	35,7%	14,0%	21,3%	27,5%	28,4%	19,9%	18,3%
NIM (dự phóng cả năm)	3,13%	2,84%	3,01%	3,38%	3,16%	3,50%	3,15%	3,14%	3,40%	3,39%	3,41%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	40,0%	29,0%	39,5%	23,8%	30,5%	36,7%	37,7%	20,6%	26,9%	36,4%	38,1%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	76,4%	73,3%	74,5%	72,9%	77,3%	79,8%	75,7%	76,3%	80,2%	78,4%	80,0%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,82%	0,83%	1,01%	0,62%	0,88%	0,74%	1,16%	0,64%	0,81%	0,61%	0,80%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	235%	254%	215%	367%	279%	352%	243%	424%	373%	504%	402%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	1,16%	1,07%	1,06%	1,26%	1,06%	1,25%	1,20%	1,31%	1,24%	1,11%	1,12%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	29,2%	24,4%	28,9%	35,4%	20,9%	39,5%	30,5%	31,7%	18,6%	26,9%	26,9%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,57%	1,56%	1,46%	1,52%	1,73%	1,63%	1,63%	1,63%	1,68%	1,74%	1,76%
ROAE (trượt 12 tháng)	22,7%	22,1%	19,9%	20,8%	22,8%	21,2%	21,0%	21,0%	21,1%	22,0%	22,4%

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

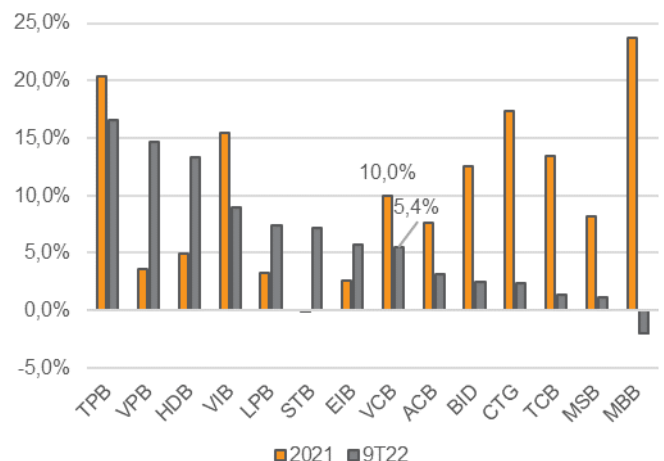
Tăng trưởng cho vay mạnh mẽ giúp cải thiện NIM

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng VCB đạt 17,3% sv đầu năm – top 2 ngân hàng có tăng trưởng cao nhất



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: Tăng trưởng tiền gửi khách hàng đạt 5,4% sv đầu năm – nằm ở nhóm giữa



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Cuối Q3/22, dư nợ cho vay của VCB đã tăng 2,7% so với quý trước và 17,6% kể từ đầu năm, cao hơn mức trung bình ngành là 13,0%. Trong năm nay, VCB được cấp hạn mức tín dụng 18,6%, một trong những mức cao nhất hệ thống cùng với VPB, MBB, HDB. Dự kiến mỗi ngân hàng trong nhóm 4 ngân hàng này sẽ tiếp nhận 1 tổ chức tín dụng đang chịu sự giám sát đặc biệt của NHNN.

Tiền gửi khách hàng của VCB tăng 0,1% sv quý trước và 5,4% kể từ đầu năm, ở mức trung bình của ngành trong bối cảnh thanh khoản đang gặp căng thẳng. Chúng tôi nhận thấy rằng khoản nợ Chính phủ và NHNN cũng như là tiền gửi và tiền vay từ các tổ chức tín dụng khác đã tăng đáng kể từ đầu năm ở mức 892% và 64%, giúp cân đối tăng trưởng tín dụng vượt bậc của VCB.

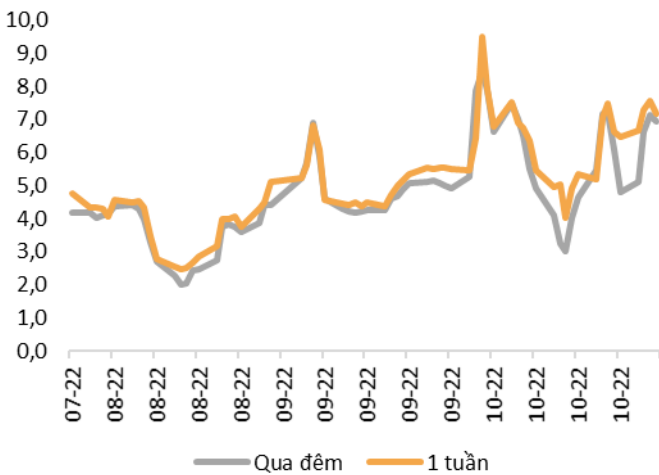
VCB là một trong những ngân hàng cải thiện được NIM tính từ đầu năm

VCB đã tăng NIM 9T22 thêm 16 điểm cơ bản lên 3,40% svck, nhờ một số yếu tố sau: (i) nền NIM thấp do ngân hàng đã hỗ trợ lãi suất cho nhiều khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID trong năm 2021, (ii) tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao kể từ khi VCB triển khai chiến dịch “zero fee”, (iii) giống như các ngân hàng quốc doanh khác, VCB không tăng lãi suất huy động cho đến sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành.

VCB tiếp tục gây ấn tượng với tỷ lệ CASA khi ngân hàng này đã thành công trong việc cải thiện chỉ số này lên 16 điểm cơ bản kể từ đầu năm so với mức giảm ở nhiều ngân hàng khác. Kết hợp với việc lãi suất huy động tăng muộn, chi phí vốn (COF) trong 9T22 đã giảm 3 điểm cơ bản svck. Trong khi đó, lợi suất sinh lời trên tài sản 9T22 đã cải thiện 14 điểm cơ bản svck, do VCB không còn phải hỗ trợ lãi suất nhiều cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID như năm 2021 và ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh tỷ trọng cho vay bán lẻ.

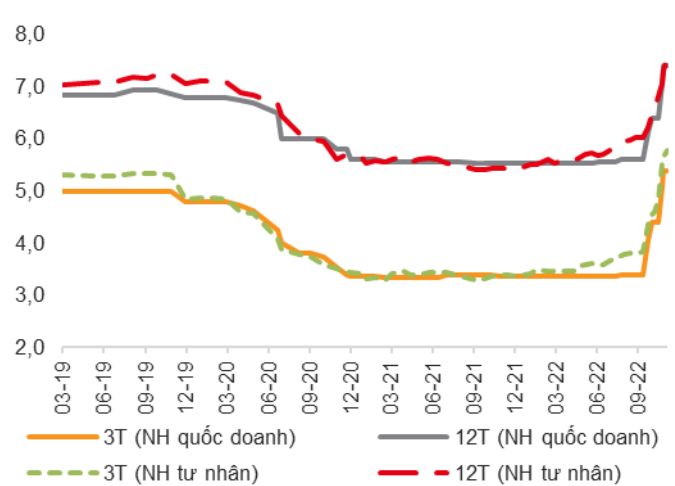
Như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng năm tới sẽ là một năm khó khăn với VCB (và ngành ngân hàng nói chung) từ góc độ NIM. Việc lãi suất huy động tăng nóng sẽ gây áp lực tăng đối với COF và áp lực giảm đối với NIM khi lãi suất cho vay sẽ khó có thể tăng đủ cao để bù đắp. Dù vậy, chúng đánh giá VCB sẽ ở một vị thế tốt hơn hầu hết các ngân hàng khác để vượt qua khó khăn này nhờ tỷ lệ CASA cao và tăng trưởng ổn định của tiền gửi từ khách hàng.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng tăng đã tăng lên khoảng 5-6% – phản ánh căng thẳng thanh khoản (đơn vị: %)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Hình 9: Lãi suất huy động đã tăng mạnh sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành 200 điểm cơ bản trong 2 tháng vừa qua (đơn vị: %)



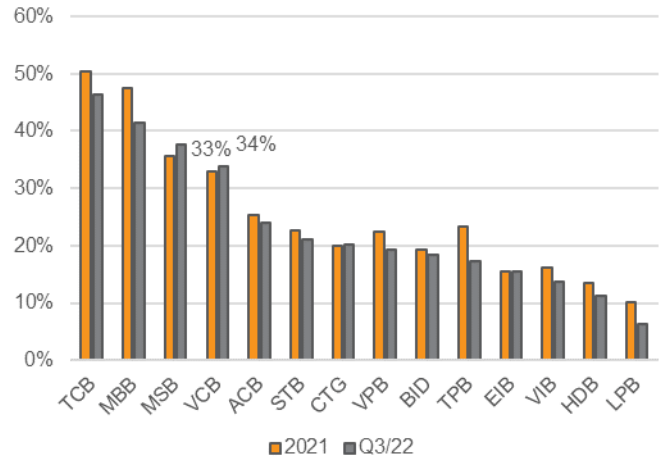
Nguồn: VNDIRECT Research, Websites các ngân hàng

Hình 10: VCB cải thiện đáng kể NIM trong 9T22 (đơn vị: điểm cơ bản)

Ngân hàng	Asset yield	CoF	NIM
EIB	53	-64	113
MSB	64	-2	84
LPB	3	-62	72
HDB	52	-10	57
MBB	42	-16	57
VIB	28	4	24
VCB	14	-3	16
ACB	-23	-33	11
STB	-21	-16	10
BID	-32	-21	-12
CTG	-29	14	-18
TCB	0	19	-20
TPB	-47	-6	-39
VPB	-96	-22	-63

Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo các ngân hàng

Hình 11: VCB tiếp tục duy trì tỷ lệ CASA ở top đầu hệ thống

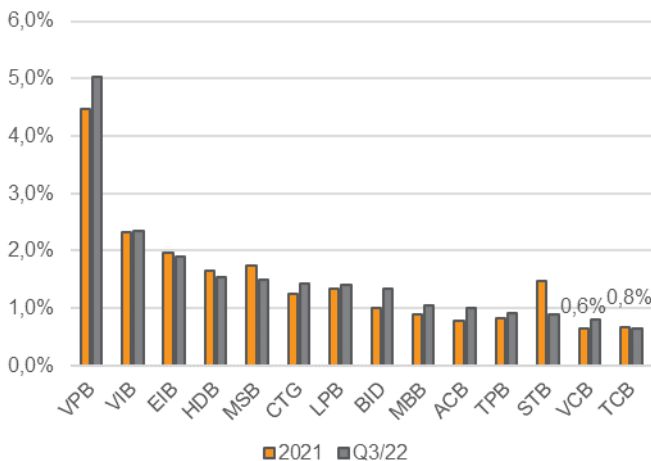


Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống với LLR dồi dào

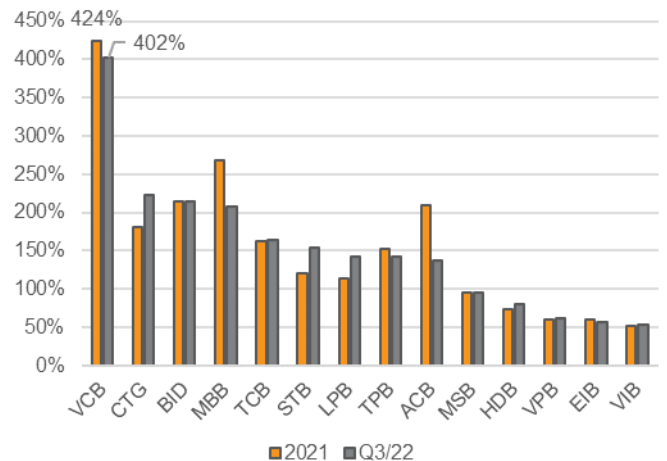
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của VCB vẫn đang được kiểm soát tốt ở mức 0,80% vào cuối Q3/22 (+19 điểm cơ bản sv quý trước và +16 điểm cơ bản kể từ đầu năm). Tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ được cải thiện về mức 0,36% (-18 điểm cơ bản sv quý trước và ngang bằng sv đầu năm). Chi phí dự phòng 9T22 giảm nhẹ svck về mức 7,8 nghìn tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ chi phí dự phòng trên dư nợ cho vay là 0,98% (giảm so với mức 1,20% trong 9T21). Chúng tôi lưu ý rằng VCB thường trích lập dự phòng nhiều nhất vào quý cuối năm. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đã giảm từ mức cao kỷ lục là 504% vào Q2/22 xuống 402% trong Q3/22. Tuy nhiên, đây vẫn là mức cao nhất trong hệ thống. Trong năm 2023, chúng tôi tin rằng VCB sẽ tiếp tục thận trọng trong việc trích lập dự phòng khi tình hình chất lượng tài sản ngày càng khó lường.

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu của VCB tiếp tục ở mức thấp nhất hệ thống



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

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



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Triển vọng giai đoạn 2023-2024: Tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại do tăng trưởng tín dụng giảm và NIM suy yếu

Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ đạt được tăng trưởng tín dụng ổn định trong giai đoạn 2023-24 ở mức 12%, ngang với mức chúng tôi kỳ vọng cho toàn hệ thống. Chúng tôi lưu ý việc LDR tăng và CAR ở mức trung bình (9,56% cuối Q2/22) sẽ là những hạn chế nhất định lên khả năng tăng trưởng tín dụng của VCB.

Chúng tôi dự phòng NIM của VCB sẽ giảm từ 3,25% trong năm 2022 xuống 3,10% trong giai đoạn 2023-24 do chúng tôi cho rằng VCB không có quá nhiều dư địa để bù đắp áp lực từ lãi suất huy động và chi phí vốn tăng đều cho ngân hàng vẫn đang duy trì được tỷ lệ CASA ở mức tốt.

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi sẽ tăng 11,8%/12,4% svck trong giai đoạn 2023-24, giảm từ 19,2% trong năm 2022 chủ yếu do kỳ vọng thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối sẽ tăng trưởng chậm lại do nền cao. Phí dịch vụ quay về tăng trưởng dương sẽ là một điểm cộng cho thu nhập ngoài lãi.

Chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ được giữ ở mức ổn định 30,5%/30,2% trong giai đoạn 2023-24 so với mức 30,5% trong năm 2022 khi VCB cân bằng giữa việc đầu tư vào chuyển đổi số để cạnh tranh với các ngân hàng khác và việc cải thiện đòn bẩy hoạt động kinh doanh.

Về trích lập dự phòng, chúng tôi cho rằng VCB sẽ tiếp tục thận trọng tại thời điểm này. Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi kỳ vọng VCB vẫn sẽ duy trì mức trích lập dự phòng trên tỷ lệ cho vay ở mức cao là 1,20%/1,05% so với 1,40% trong năm 2022. Chi phí dự phòng sẽ giảm nhẹ 1,6% / 2,0% svck xuống còn 14,4/14,1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2023-24 từ mức 14,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2022.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính LN ròng của VCB sẽ tăng trưởng 12,8%/14,1% svck với ROE là 19,3%/18,8% trong giai đoạn 2023-24.

Hình 14: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2022-2024 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Thu nhập lãi thuần	47.535	56.866	67.803	49.711	53.198	57.336	4,6%	-6,5%	-15,4%	Chúng tôi giảm NIM về 3,10% trong 2 năm 2023-24, phản ánh COF / lãi suất huy động tăng cao
Thu nhập ngoài lãi	18.440	22.391	28.193	17.068	19.085	21.451	-7,4%	-14,8%	-23,9%	Chúng tôi giảm phí dịch vụ do kết quả trong 9T22 thấp hơn dự kiến
Tổng thu nhập HDKD	65.975	79.258	95.996	66.778	72.283	78.787	1,2%	-8,8%	-17,9%	
Chi phí hoạt động	(22.102)	(26.155)	(31.679)	(20.367)	(22.046)	(23.794)	-7,8%	-15,7%	-24,9%	Chúng tôi giảm CIR do kết quả trong 9T22 tốt hơn dự kiến
Lợi nhuận trước dự phòng	43.874	53.103	64.317	46.411	50.237	54.993	5,8%	-5,4%	-14,5%	
Chi phí dự phòng	(10.158)	(10.866)	(12.193)	(14.661)	(14.420)	(14.132)	44,3%	32,7%	15,9%	Chúng tôi tăng chi phí dự phòng để phản ánh rủi ro liên quan đến chất lượng tài sản tăng cao và xu hướng dự phòng thận trọng của VCB
Lợi nhuận trước thuế	33.716	42.236	52.125	31.750	35.816	40.861	-5,8%	-15,2%	-21,6%	
Lợi nhuận sau thuế	26.982	33.801	41.714	25.409	28.663	32.700	-5,8%	-15,2%	-21,6%	

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 158: 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	34.577	36.285	42.387	49.711	53.198	57.336	10,7%	7,4%
Thu nhập phí thuần	4.309	6.607	7.407	7.637	9.000	10.500	31,1%	17,3%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	3.378	3.906	4.375	6.125	6.431	6.753	13,8%	5,0%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	398	463	149	152	160	168	-38,9%	5,0%
Thu nhập khác	3.070	1.800	2.393	3.154	3.494	4.031	-11,7%	13,0%
Tổng thu nhập hoạt động	45.733	49.063	56.711	66.778	72.283	78.787	11,4%	8,6%
% tăng trưởng	16,4%	7,3%	15,6%	17,8%	8,2%	9,0%		
Chi phí hoạt động	15.820	16.038	17.575	20.367	22.046	23.794	5,4%	8,1%
% tăng trưởng	16,2%	1,4%	9,6%	15,9%	8,2%	7,9%		
Lợi nhuận trước dự phòng	29.913	33.024	39.136	46.411	50.237	54.993	14,4%	8,9%
% tăng trưởng	16,5%	10,4%	18,5%	18,6%	8,2%	9,5%		
Chi phí dự phòng	6.790	9.975	11.761	14.661	14.420	14.132	31,6%	-1,8%
% tăng trưởng	-8,2%	46,9%	17,9%	24,7%	-1,6%	-2,0%		
Lợi nhuận trước thuế	23.123	23.050	27.376	31.750	35.816	40.861	8,8%	13,4%
% tăng trưởng	26,6%	-0,3%	18,8%	16,0%	12,8%	14,1%		
Lợi nhuận sau thuế	18.514	18.451	21.908	25.409	28.663	32.700	8,8%	13,4%
% tăng trưởng	26,8%	-0,3%	18,7%	16,0%	12,8%	14,1%		

*CAGR = tăng trưởng kép

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 16: 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 gồm dự phòng) "IEAs"	1.188.731	1.300.383	1.382.501	1.676.499	1.752.435	1.940.817	7,8%	7,6%
% tăng trưởng	13,7%	9,4%	6,3%	21,3%	4,5%	10,7%		
Dự nợ cho vay	734.707	839.788	960.750	1.133.685	1.269.727	1.422.094	14,4%	12,0%
% tăng trưởng	16,3%	14,3%	14,4%	18,0%	12,0%	12,0%		
Cho vay liên ngân hàng	249.470	267.970	225.395	326.822	245.117	257.373	-4,9%	-11,3%
% tăng trưởng	-0,3%	7,4%	-15,9%	45,0%	-25,0%	5,0%		
Đầu tư chứng khoán	169.772	159.485	173.546	190.901	209.991	230.990	1,1%	10,0%
% tăng trưởng	11,5%	-6,1%	8,8%	10,0%	10,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBL"	1.115.838	1.198.181	1.271.945	1.531.157	1.573.843	1.749.074	6,8%	6,9%
% tăng trưởng	12,6%	7,4%	6,2%	20,4%	2,8%	11,1%		
Tiền gửi khách hàng	928.451	1.032.114	1.135.324	1.220.473	1.379.135	1.544.631	10,6%	12,5%
% tăng trưởng	15,8%	11,2%	10,0%	7,5%	13,0%	12,0%		
Giấy tờ có giá	21.384	21.240	17.388	18.431	19.353	20.320	-9,8%	5,0%
% tăng trưởng	-0,4%	-0,7%	-18,1%	6,0%	5,0%	5,0%		
Tiền gửi từ các ngân hàng khác	73.617	103.584	109.758	197.564	118.538	124.465	22,1%	-20,6%
% tăng trưởng	-3,8%	40,7%	6,0%	80,0%	-40,0%	5,0%		
Tiền vay NHNN	92.366	41.177	9.468	94.681	56.809	59.649	-68,0%	-20,6%
% tăng trưởng		-55,4%	-77,0%	900,0%	-40,0%	5,0%		
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	20	67	8	8	9	9	-38,6%	5,0%
% tăng trưởng	-23,1%	226,5%	-88,5%	6,0%	5,0%	5,0%		

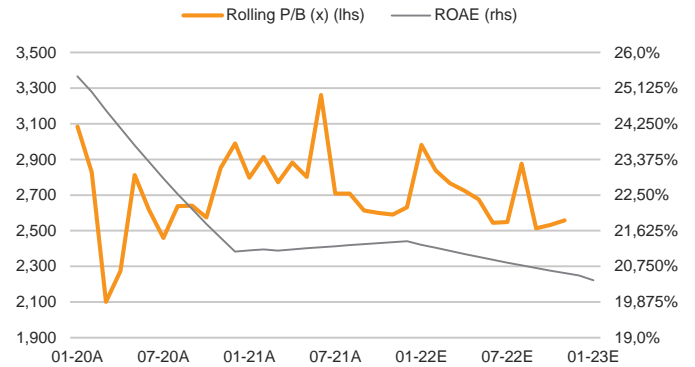
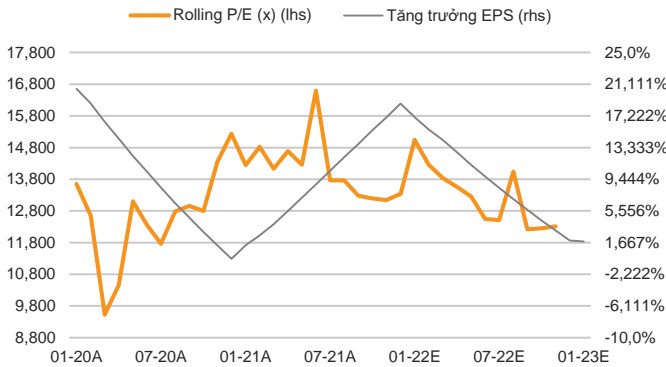
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 17: Dự báo các chỉ số chính

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng cho vay	16,3%	14,3%	14,4%	18,0%	12,0%	12,0%
Tăng trưởng tiền gửi	15,8%	11,2%	10,0%	7,5%	13,0%	12,0%
NIM	3,10%	2,92%	3,16%	3,25%	3,10%	3,10%
LDR	72%	73%	76%	79%	84%	84%
CAR	9,5%	9,6%	9,6%	9,8%	9,7%	10,1%
NPL	0,79%	0,62%	0,64%	0,80%	0,75%	0,81%
LLR	179%	367%	424%	415%	450%	421%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VCB

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	49.711	53.198	57.336
Thu nhập lãi suất ròng	17.068	19.085	21.451
Tổng lợi nhuận hoạt động	66.778	72.283	78.787
Tổng chi phí hoạt động	(20.367)	(22.046)	(23.794)
LN trước dự phòng	46.411	50.237	54.993
Tổng trích lập dự phòng	(14.661)	(14.420)	(14.132)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	31.750	35.816	40.861
Thuế	(6.318)	(7.127)	(8.131)
Lợi nhuận sau thuế	25.432	28.689	32.730
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23)	(26)	(30)
LN ròng	25.409	28.663	32.700

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	1.133.685	1.269.727	1.422.094
Cho vay các ngân hàng khác	326.822	245.117	257.373
Tổng cho vay	1.460.507	1.514.844	1.679.467
Chứng khoán - Tổng cộng	190.901	209.991	230.990
Các tài sản sinh lãi khác	25.091	27.600	30.360
Tổng các tài sản sinh lãi	1.676.499	1.752.435	1.940.817
Tổng dự phòng	(37.691)	(43.118)	(48.524)
Tổng cho vay khách hàng	1.096.190	1.226.824	1.373.808
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.638.808	1.709.316	1.892.293
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	21.763	22.699	25.129
Tổng đầu tư	2.835	2.957	3.273
Các tài sản khác	45.983	47.962	53.096
Tổng tài sản không sinh lãi	70.581	73.618	81.498
Tổng tài sản	1.709.389	1.782.934	1.973.791
Nợ khách hàng	1.220.473	1.379.135	1.544.631
Dư nợ tín dụng	18.431	19.353	20.320
Tài sản nợ chịu lãi	1.238.904	1.398.487	1.564.951
Tiền gửi	292.245	175.347	184.114
Tổng tiền gửi	1.531.149	1.573.834	1.749.065
Các khoản nợ lãi suất khác	8	9	9
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.531.157	1.573.843	1.749.074
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	41.649	48.602	36.761
Tổng nợ không lãi suất	41.649	48.602	36.761
Tổng nợ	1.572.806	1.622.445	1.785.836
Vốn điều lệ và	47.325	47.325	47.325
Thặng dư vốn cổ phần	4.995	4.995	4.995
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	68.833	92.740	120.207
Các quỹ thuộc VCSH	15.317	15.317	15.317
Vốn chủ sở hữu	136.471	160.377	187.845
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	111	111
Tổng vốn chủ sở hữu	136.582	160.489	187.956
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.709.389	1.782.934	1.973.791

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	7,5%	13,0%	12,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	18,0%	12,0%	12,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	17,3%	7,0%	7,8%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	18,6%	8,2%	9,5%
Tăng trưởng LN ròng	16,0%	12,8%	14,1%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	20,8%	4,3%	10,7%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	6.020	6.057	6.910
BVPS (VND)	28.837	33.888	39.692
Cổ tức / cp (VND)	0	1.000	1.100
Tăng trưởng EPS	1,9%	0,6%	14,1%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,3%	3,1%	3,1%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(30,5%)	(30,5%)	(30,2%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	0,8%	0,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,8%	0,8%	0,8%
LN/ TB cho vay	1,4%	1,2%	1,1%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	91,5%	90,8%	90,9%
Biên lợi và độ đàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	5,4%	6,0%	6,3%
Chi phí cho các quỹ	2,4%	3,2%	3,6%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,2%	3,0%	3,1%
ROAE	20,5%	19,3%	18,8%

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

Vũ Thế Quân – Chuyên viên Phân tích

Email: quan.vuthe@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

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