

# NH TMCP Ngoại thương Việt Nam

(HOSE: VCB)

## Tăng trưởng bền bỉ

**Năm Giữ**

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

**94,100VNĐ**

LNKV: +4.6%

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

### KQKD 2022

#### Tiết giảm chi phí và thu nhập ổn định hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

- Kết thúc năm 2022, tổng tài sản của NH TMCP Ngoại Thương VN (VCB) đạt xấp xỉ 1.8 triệu tỷ, tăng 28.2% sv. ck. và là mức tăng cao nhất trong vòng nửa thập kỷ. Cho vay khách hàng đạt 1.1 triệu tỷ (+19.2% sv.ck.). Động lực tăng trưởng chính cho danh mục cho vay khách hàng của VCB bao gồm cho vay nhóm khách hàng cá nhân (+19.6% sv.ck.) và khách hàng doanh nghiệp lớn (+18.3% sv.ck.). Cho vay và tiền gửi tại các TCTD khác tăng 38.9% sv. ck. lên mức 313.6 nghìn tỷ.
- Chất lượng danh mục cho vay có phần suy giảm. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu mở rộng (bao gồm nợ nhóm 2) tăng 4 điểm cơ bản lên mức 0.68% và 1.04%. Đồng thời, tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm từ mức 424.4% xuống mức 317.4%. Tuy nhiên so với chỉ số trung bình ngành thì VCB vẫn tỏ ra vượt trội.
- LNTT năm 2022 đạt 37.4 nghìn tỷ, tăng 36.4% sv. ck. nhờ tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) (+25.6% sv. ck.) và giảm chi phí dự phòng (-19.5% sv.ck.).

### Điểm nhấn đầu tư

#### Điều kiện thuận lợi

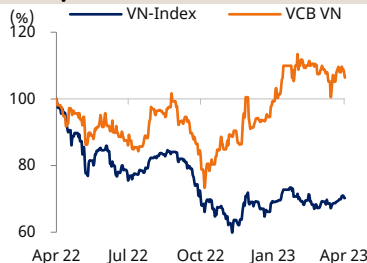
- NII sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ triển vọng tăng trưởng tín dụng cao. VCB là một trong bốn ngân hàng tham gia hỗ trợ các TCTD yếu kém, do đó VCB có khả năng được giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn mặt bằng chung cũng như các đối thủ riêng. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng VCB sẽ tiếp tục ghi nhận ở mức cao (+15% sv. ck.), ổn định nguồn thu nhập từ lãi. Bên cạnh đó, các khoản cho vay liên ngân hàng cũng có thể cơ cấu sang các loại tài sản có mức lợi suất tốt hơn khi cần thiết. Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) được duy trì ở mức 10.1%, tăng nhẹ 78bps so với 2021 và cao hơn quy định là 8%.
- Sức mạnh thương hiệu cũng giúp cho nhóm ngân hàng quốc doanh có nhiều lợi thế trong vấn đề huy động, đặc biệt là VCB. Mặc dù lãi suất huy động của VCB thấp hơn so với các NHTM khác khoảng 2-3%, tuy nhiên huy động của VCB vẫn tăng 9.5% trong năm 2022, cao hơn 1.4x lần so với tăng trưởng huy động toàn ngành. Trong bối cảnh chi phí huy động thấp, lãi suất cho vay của VCB sẽ tương đối hấp dẫn hơn, cho phép ngân hàng lựa chọn nhóm khách hàng có rủi ro tín dụng thấp.

### Định giá

#### Hạ khuyến nghị xuống Năm Giữ với giá mục tiêu là 94,100 VNĐ/CP

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho VCB lên mức 94,100 VNĐ (từ mức 90,300 VNĐ), tương đương 2.6 lần GTSS dự phóng 2023. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm khuyến nghị từ Tăng Tỷ Trọng xuống Năm Giữ, do giá chứng khoán đã tăng tốt kể từ lần cập nhật gần đây (+14% từ tháng 12 2022). Rủi ro lớn nhất đối với việc đầu tư cổ phiếu VCB là mức định giá tương đối cao so với các NHTM khác, có thể dẫn đến động thái điều chỉnh, đặc biệt trong bối cảnh tình hình tài chính toàn cầu ẩn chứa nhiều yếu tố bất ổn.

#### Dữ liệu



Giá hiện tại (07/04/2023, VNĐ)	90,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	425,926
Index	1,070	SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)	4,733
Tăng trưởng EPS (23, %)	23.0	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.2
P/E (23F, x)	11.6	Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	62,000
P/E Index (x)	13.8	Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	96,300

#### Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-2.4	34.9	8.4
Tương đối	-4.3	31.7	37.2

#### Lợi nhuận và mức định giá các năm

FY (Dec.)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	36,285	42,400	53,246	61,318	67,983	71,495
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	12,777	14,324	14,836	16,108	17,656	18,907
LNHĐ (tỷ đồng)	23,050	27,389	37,359	45,154	52,693	55,609
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	18,451	21,919	29,892	36,297	42,356	44,700
EPS (VNĐ)	4,975	5,910	6,316	7,670	8,950	9,445
P/E (x)	15.8	12.1	12.5	11.7	12.0	13.0
GTSS (VNĐ)	25,370	29,421	29,158	35,952	43,782	52,083
P/B (x)	3.6	3.1	3.2	2.6	2.1	1.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research Dự phóng

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES AND DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

## NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam (HOSE: VCB)

## Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu từ lãi	70,749	88,113	114,686	119,883
Chi phí lãi vay	28,349	34,866	53,367	51,900
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>42,400</b>	<b>53,246</b>	<b>61,318</b>	<b>67,983</b>
Doanh thu thuần từ dịch vụ	7,407	6,839	8,425	9,383
Doanh thu thuần khác	6,917	7,997	7,683	8,272
<b>Thu nhập từ HĐKD</b>	<b>56,724</b>	<b>68,083</b>	<b>77,426</b>	<b>85,638</b>
Chi phí hoạt động	17,574	21,260	20,465	21,777
Lợi nhuận trước dự phòng	39,149	46,823	56,961	63,862
Tổng chi phí dự phòng	11,761	9,464	11,806	11,168
<b>LNTT</b>	<b>27,389</b>	<b>37,359</b>	<b>45,154</b>	<b>52,693</b>
Thuế TNDN	5,450	7,447	8,966	10,464
<b>LNST</b>	<b>21,939</b>	<b>29,912</b>	<b>36,188</b>	<b>42,230</b>
<b>Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)</b>	<b>21,919</b>	<b>29,892</b>	<b>36,297</b>	<b>42,356</b>

## Phân tích DuPont (%)

	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Thu nhập từ lãi	5.16	5.46	6.00	5.63
Chi phí lãi	2.07	2.16	2.79	2.44
Lợi nhuận từ lãi	3.09	3.30	3.21	3.19
Thu nhập ròng từ dịch vụ	0.54	0.42	0.44	0.44
Thu nhập ròng khác	0.50	0.50	0.40	0.39
Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh	4.14	4.22	4.05	4.02
Tổng chi phí hoạt động kinh doanh	1.28	1.32	1.07	1.02
PPOP	2.86	2.90	2.98	3.00
Tổng chi phí dự phòng	0.86	0.59	0.62	0.52
Lợi nhuận thuần khác	0.00	0.00	0.00	0.00
LNTT	2.00	2.31	2.36	2.48
Thuế thu nhập	0.40	0.46	0.47	0.49
ROA	1.60	1.85	1.89	1.98
Đòn bẩy (x)	13.5	13.1	12.4	11.3
ROE	21.6	24.2	23.5	22.4
Chất lượng tài sản (%)				
Tỷ lệ nợ xấu	0.64	0.68	1.00	0.80
Tỷ lệ nợ xấu rộng	1.00	1.04	1.60	1.30
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	424.36	317.36	218.61	269.22
Dự phòng trên tổng dư nợ	2.70	2.16	2.19	2.15
Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)	0.97	0.23	0.88	0.75
Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)	0.68	0.15	0.60	0.52
<b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>				
EPS (theo báo cáo)	5,910	6,316	7,650	8,928
EPS (trung bình)	5,910	6,316	7,650	8,928
GTSS	29,421	29,158	35,915	43,701
LNTDP/CP	10,556	9,894	12,036	13,494

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

## Cân đối kế toán (tóm tắt)

(tỷ đồng)	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Tiền và các khoản tương đương	18,012	18,349	20,183	22,202
Chứng khoán	173,371	197,671	198,825	208,296
Cho vay	1,160,539	1,433,879	1,626,134	1,837,148
Tài sản cố định hữu hình	5,553	5,170	6,216	6,778
Tài sản khác	57,199	159,120	159,513	171,093
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,414,673</b>	<b>1,814,188</b>	<b>2,010,871</b>	<b>2,245,517</b>
Tiền gửi	1,135,324	1,243,468	1,462,983	1,623,395
Nợ vay	119,234	299,829	237,106	266,059
GTCC	17,388	25,338	27,872	30,659
Khoản nợ khác	33,610	107,564	112,943	118,590
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,305,555</b>	<b>1,676,200</b>	<b>1,840,903</b>	<b>2,038,702</b>
Vốn góp chủ sở hữu	37,089	47,325	47,325	47,325
Thặng dư vốn cổ phần	4,995	4,995	4,995	4,995
<b>Lợi nhuận giữ lại</b>	<b>48,434</b>	<b>67,500</b>	<b>96,769</b>	<b>131,600</b>
Quỹ dự trữ	18,513	18,080	20,771	22,767
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	87	88	106	128
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>109,117</b>	<b>137,988</b>	<b>169,968</b>	<b>206,815</b>

## Các chỉ số chính

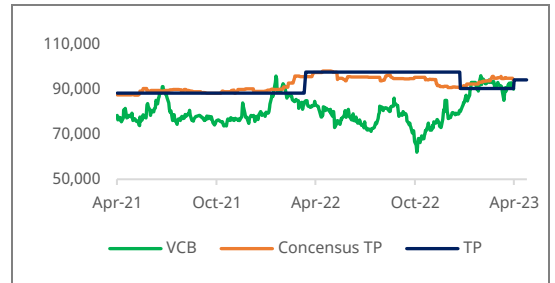
	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
<b>Tăng trưởng (CK)</b>				
Cho vay	13.9	19.8	14.4	14.6
Cho vay và phải thu	6.6	23.6	13.4	13.0
Tiền gửi	10.0	9.5	17.7	11.0
Vốn chủ sở hữu	16.0	26.5	23.2	21.7
Tổng tài sản	6.7	28.2	10.8	11.7
Thu nhập ròng từ lãi	16.9	25.6	15.2	10.9
Thu nhập dịch vụ	12.1	-7.7	23.2	11.4
LNTDP	18.5	19.6	21.7	12.1
Lợi nhuận HĐKD	18.8	36.4	20.9	16.7
LNST	18.8	36.4	21.1	16.7
<b>Tỷ suất sinh lời</b>				
Chênh lệch lãi ròng	3.14	3.50	3.22	3.22
NIM	3.22	3.46	3.37	3.36
Biên LNTDP	55.3	53.1	49.7	53.3
ROA	1.60	1.85	1.89	1.99
ROE	21.57	24.19	23.51	22.43
<b>Thanh khoản</b>				
LDR (loại trừ GTCC)	97.2	93.0	94.0	93.5
Cho vay trên tài sản	76.4	77.4	73.1	72.7
<b>Tỷ Lệ An Toàn Vốn</b>				
CAR	9.31	10.09		
Tier 1				
Tier 2				
<b>Hiệu quả hoạt động kinh doanh</b>				
Chi phí trên thu nhập	31.0	31.2	26.4	25.4
Chi phí trên tài sản	1.2	1.2	1.0	1.0

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
NH TMCP Ngoại Thương VN	24/08/2021	Tăng Tỷ Trọng	88,245
NH TMCP Ngoại Thương VN	01/12/2021	Tăng Tỷ Trọng	88,245
NH TMCP Ngoại Thương VN	21/03/2022	Tăng Tỷ Trọng	97,600
NH TMCP Ngoại Thương VN	30/12/2022	Tăng Tỷ Trọng	90,300
NH TMCP Ngoại Thương VN	07/04/2023	Nằm Giữ	94,100



### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nằm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

### Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

\* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.

\* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.

\* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

### Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ nhân viên và đại diện của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

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

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

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

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

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

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

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

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

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

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336