

**Việt Nam**
**KHẢ QUAN** (trước đây TRUNG LẬP)

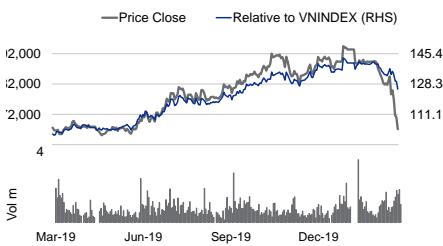
Consensus ratings\*: Mua 5 Giữ 8 Bán 1

Giá hiện tại:	VND67.100
Giá mục tiêu:	VND86.200
Giá mục tiêu trước đây:	VND92.200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	28,5%
CGS-CIMB / Consensus:	-9,7%
Reuters:	VCB.HM
Bloomberg:	VCB VN
Thị giá vốn:	US\$10.714tr VND248.865.680tr
GTGD bình quân:	US\$3,17tr VND73.573tr
SLCP đang lưu hành:	3.709tr
Free float:	7,6%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Giảm dự phóng EPS 2020-21 24,0%-29,4%



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-24,9	-22,0	1,7
Tương đối (%)	-4,7	0,2	27,2

Cổ đông chính	% nắm giữ
NHNN Việt Nam	74,8
Mizuho Corporate Bank	15,0
GIC Private Limited	2,6

**Chuyên viên**

**Lê Minh Thùy**

T (84) 96 784 4629

E thuy.leminh@vndirect.com.vn

# Vietcombank

## Nguồn lực tốt để vượt qua khó khăn ngắn hạn

- LN 2019 tăng mạnh nhưng Covid-19 sẽ tạo ra khó khăn trong năm 2020.
- Giá cổ phiếu đã giảm xuống dưới định giá cơ bản do tâm lý lo sợ của NĐT.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan do thị giá giảm mạnh, nhưng giá mục tiêu giảm xuống VND86.200.

### Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2019

Cả thu nhập lãi và phí đều tăng mạnh, đạt mức 21,7% và 26,6% sv cùng kỳ trong 2019. Dự nợ cho vay tăng 16,3% sv cùng kỳ, cùng với NIM tăng 34 điểm cơ bản nhờ mở rộng cho vay bán lẻ giúp thu nhập lãi tăng mạnh trong 2019. Chi phí hoạt động chỉ tăng 16,2% sv cùng kỳ, trong khi chi phí dự phòng giảm 8,2% sv cùng kỳ. Do đó, LN ròng tăng 26,8% sv cùng kỳ lên 18.514 tỷ đồng.

### Chất lượng tài sản tốt và liên tục được cải thiện

Hiệu quả của công tác quản lý tài sản thể hiện qua việc tỷ lệ nợ xấu giảm và mức độ dự phòng tăng qua mỗi năm. Tỷ lệ nợ xấu giảm từ mức 1,1% cuối 2017 xuống 1,0% cuối 2018 và xuống 0,8% cuối 2019. Tỷ lệ dự phòng/nợ xấu tăng lên 182,0% vào cuối 2019, từ mức 165,4% cuối 2018. Đặc biệt, VCB đã giảm được chi phí dự phòng trong năm 2019, trong khi mức độ dự phòng tiếp tục tăng, cho thấy nợ xấu mới tăng khá chậm.

### Dịch bệnh Covid-19 sẽ ảnh hưởng tới VCB trong ngắn hạn

Do hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp bị gián đoạn, tăng trưởng tín dụng sẽ bị ảnh hưởng và nợ xấu có xu hướng tăng. Chính phủ đã kêu gọi các ngân hàng miễn giảm lãi suất, cơ cấu lại nợ cho các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi Covid-19. Thu nhập lãi sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, do đó gây áp lực tới NIM. Tuy nhiên VCB cho biết ngân hàng sẽ điều chỉnh hoạt động cho vay để duy trì NIM. Chúng tôi hạ dự báo NIM cho năm 2020-21, nhưng kỳ vọng NIM sẽ tăng trở lại trong 2021-22. Chúng tôi cho rằng dịch bệnh sẽ tạo ra khó khăn trong 2020 nhưng VCB sẽ sớm khôi phục lại từ năm 2021.

### Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2020-21

LNST 2019 chỉ đạt 90,4% dự báo của chúng tôi do VCB chưa ghi nhận khoản phí đại lý từ hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền với FWD Insurance (gần 400 triệu đồng). Chúng tôi hạ dự báo EPS 2020-21 xuống 24,0%-29,4% do: 1) giảm dự báo tăng trưởng tín dụng; 2) giảm dự báo NIM; 3) tăng giả định chi phí tín dụng; 4) giả định VCB sẽ ghi nhận phí đại lý trong vòng 5 năm, so với 3 năm như dự báo trước đây.

### Giá mục tiêu giảm 7,0%; Nâng khuyến nghị lên Khả quan

Giá mục tiêu VND86.200/cp dựa trên phương pháp định giá thu nhập thặng dư (chi phí vốn:13,0%; tăng trưởng dài hạn: 4,0%) và P/B mục tiêu 2,8x cho năm 2020. Tâm lý thị trường bất ổn đã khiến giá cổ phiếu VCB giảm xuống dưới định giá cơ bản, do đó tạo cơ hội đầu tư giá trị cho dài hạn. Rủi ro giảm định giá đến từ việc dịch Covid-19 kéo dài hơn 6 tháng, đây là mức giả định trong dự báo hiện tại của chúng tôi. Cơ hội tăng định giá đến từ việc ghi nhận phí đại lý trong thời gian ngắn hơn dự báo, nhờ đó tăng lợi nhuận năm 2020-22.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	28.409	34.577	39.286	44.573	51.576
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10.870	11.156	14.901	19.646	26.524
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	39.278	45.733	54.187	64.219	78.100
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(7.398)	(6.790)	(8.216)	(10.216)	(13.735)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	14.606	18.514	21.155	24.689	28.977
EPS cốt lõi (VND)	3.334	4.100	4.685	5.467	6.417
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	58,5%	23,0%	14,3%	16,7%	17,4%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	20,13	16,37	14,32	12,27	10,46
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800,0	800,0	800,0	800,0	800,0
Tỷ suất cổ tức (%)	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17.264	23.099	27.811	33	40.193
P/B (lần)	3,89	2,90	2,41	2,01	1,67
ROE (%)	20,9%	20,6%	18,4%	17,9%	17,4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Nguồn lực tốt để vượt qua khó khăn ngắn hạn KQKD 2019

Tăng trưởng LN cao, chất lượng tài sản tiếp tục cải thiện ➔

Hình 1: Tóm tắt KQKD 2019 (tỷ VND)

Báo cáo KQKD	Q4/2019	yoy%	qoq%	2018	2019	yoy%	% dự báo 2019	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	8.640	8,3%	-2,5%	28.409	34.577	21,7%	97,4%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Thu nhập ngoài lãi thuần	2.028	-24,9%	-35,3%	10.870	11.156	2,6%	73,8%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do phí đại lý từ hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền với FWD Insurance sẽ được ghi nhận từ năm 2020, muộn hơn dự báo của chúng tôi.
Tổng thu nhập HĐKD	10.667	-0,1%	-11,1%	39.278	45.733	16,4%	90,3%	
Chi phí hoạt động	(3.186)	88,0%	-23,8%	(13.611)	(15.820)	16,2%	86,8%	Việc quản lý chi phí hiệu quả giúp tỷ lệ chi phí/thu nhập thấp hơn dự báo của chúng tôi.
LN trước dự phòng	7.481	-16,7%	-4,2%	25.667	29.913	16,5%	92,3%	
Chi phí dự phòng	(1.971)	-17,9%	31,2%	(7.398)	(6.790)	-8,2%	100,0%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
LN trước thuế	5.510	-16,3%	-12,7%	18.269	23.123	26,6%	90,3%	
LN sau thuế	4.397	-16,1%	-12,9%	14.606	18.514	26,8%	90,4%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do thu nhập ngoài lãi thấp hơn dự phòng.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Các chỉ số chính của VCB theo quý

Chỉ số chính	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019
Thu nhập lãi thuần/Tổng thu nhập HĐKD	62,4%	73,4%	78,9%	74,7%	72,2%	75,9%	73,9%	81,0%
Thu nhập ngoài lãi/Tổng thu nhập HĐKD	37,6%	26,6%	21,1%	25,3%	27,8%	24,1%	26,1%	19,0%
NIM (trượt 12 tháng)	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	3,0%	3,2%	3,2%	3,1%
Chi phí/Thu nhập	41,0%	41,3%	41,7%	34,7%	37,3%	36,6%	36,0%	34,6%
Cho vay/Huy động (Thông tư 36)	73,3%	73,3%	75,6%	70,3%	74,8%	74,7%	71,9%	72,4%
Tỷ lệ nợ xấu	1,4%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	0,8%
Dự phòng/Nợ xấu	121,4%	140,6%	155,5%	165,4%	169,2%	177,5%	185,2%	182,0%
Chi phí tín dụng (dự phóng)	1,1%	1,1%	1,1%	1,3%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
ROA (trượt 12 tháng)	1,2%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,8%	1,6%
ROE (trượt 12 tháng)	19,5%	20,5%	20,9%	25,5%	24,5%	25,4%	27,1%	25,1%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng

### Covid-19 sẽ có ảnh hưởng tiêu cực trong năm 2020 nhưng VCB sẽ nhanh chóng khôi phục từ năm 2021 ►

Hình 3: Các thay đổi trong dự báo (tỷ VND)

Báo cáo KQKD	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	
Thu nhập lãi thuần	41.975	48.472	39.286	44.573	-6,4%	-8,0%	Chúng tôi giảm dự báo thu nhập lãi do giảm giả định tăng trưởng cho vay và NIM. Dịch bệnh Covid-19 đã làm gián đoạn các hoạt động kinh tế, do đó ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng. Chính sách hỗ trợ cơ cấu lại nợ, miễn giảm lãi suất của VCB sẽ làm giảm thu nhập lãi, do đó tạo áp lực với NIM. Ngân hàng sẽ điều tiết hoạt động cho vay, tăng cho vay với các phân khúc khách hàng có lợi suất cao hơn để hỗ trợ NIM, do đó chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ đi ngang trong năm 2020. Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng cho vay xuống 200 và 100 điểm cơ bản cho năm 2020-21. NIM được điều chỉnh giảm 20-26 điểm cơ bản cho năm 2020-21.
Thu nhập ngoài lãi thuần	23.333	31.620	14.901	19.646	-36,1%	-37,9%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo thu nhập ngoài lãi do giả định VCB sẽ ghi nhận thu nhập bất thường từ phí đại lý của hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền (gần 400 triệu đô) trong 5 năm, thay vì 3 năm như dự báo trước đây.
Tổng thu nhập HĐKD	65.308	80.092	54.187	64.219	-17,0%	-19,8%	
Chi phí hoạt động	(23.511)	(28.833)	(19.507)	(23.119)	-17,0%	-19,8%	
LN trước dự phòng	41.797	51.259	34.680	41.100	-17,0%	-19,8%	
Chi phí dự phòng	(7.421)	(8.085)	(8.216)	(10.216)	10,7%	26,4%	Dự báo chi phí dự phòng cao hơn vì nợ xấu có khả năng tăng do ảnh hưởng của dịch bệnh.
LN trước thuế	34.376	43.174	26.464	30.885	-23,0%	-28,5%	
LN sau thuế	27.483	34.516	21.155	24.689	-23,0%	-28,5%	Dự báo lợi nhuận năm 2020-21 thấp hơn do giảm dự phóng thu nhập lãi, thu nhập phí và tăng dự phóng chi phí dự phòng.
Số cp đang lưu hành (triệu cp)	3.709	3.709	3.709	3.709	0,0%	0,0%	
EPS (VND/cp)	6.165	7.743	4.685	5.467	-24,0%	-29,4%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

### Rủi ro tiềm tàng từ Vietnam Airlines đã được phản ánh trong định giá của chúng tôi ►

Covid-19 có thể khiến nhà đầu tư quan ngại về ảnh hưởng của hoạt động kinh doanh của Vietnam Airlines đối với VCB. VCB và Vietnam Airlines có mối quan hệ đối tác và tín dụng khá chặt chẽ. Bên cạnh việc cấp tín dụng cho Vietnam Airlines, VCB cũng cung cấp các dịch vụ thanh toán, ngoại tệ, phát hành thư tín dụng và bảo lãnh cho Vietnam Airlines. Trong bối cảnh dịch Covid-19 diễn biến phức tạp, Vietnam Airlines bị ảnh hưởng do nhiều chuyến bay quốc tế đang bị tạm dừng. Do đó, doanh thu của Vietnam Airlines có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực, dẫn tới giảm khả năng tài chính.

Tuy nhiên, theo chúng tôi, VCB có đủ nguồn lực để giảm thiểu rủi ro tiềm tàng đến từ Vietnam Airlines. Đến cuối Q2/2019, Vietnam Airlines có VND15.424 tỷ dư nợ cần thanh toán trong vòng 12 tháng. Cũng tại thời điểm này, dư nợ với VCB là 1.267 tỷ đồng nợ ngắn hạn và 5.242 tỷ đồng nợ dài hạn. Vietnam Airlines là hãng hàng không lớn nhất Việt Nam, do đó chúng tôi cho rằng dư nợ của Vietnam Airlines tại các ngân hàng sẽ được cơ cấu lại thời gian trả nợ, vì thế dư nợ tại VCB cũng như các ngân hàng khác sẽ không trở thành nợ xấu trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng dịch Covid-19 có thể chỉ kéo dài trong ngắn hạn do vậy trong trường hợp Vietnam Airlines bị ảnh hưởng nặng bởi dịch bệnh, đối với VCB chỉ có dư nợ ngắn hạn bị ảnh hưởng. Hiện tại VCB có mức dự phòng cao, đạt 182,0% vào cuối 2019, và nguồn dự phòng này đủ để giải quyết nợ xấu có thể phát sinh của Vietnam Airlines. Bên cạnh đó, chúng tôi đã dự phóng tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng tăng trong giai đoạn 2020-22 do ảnh hưởng của Covid-19. Vì những lý do trên, rủi ro tiềm tàng từ Vietnam Airlines đã được phản ánh trong định giá của chúng tôi.

## Định giá

### Nâng khuyến nghị lên Khả quan do thị giá giảm mạnh, tuy nhiên giá mục tiêu giảm 7% ➤

**Hình 4: Giá mục tiêu, theo ước tính của chúng tôi**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cp)	Đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	94.625	47.312
P/B (2,8x năm 2020)	50%	77.870	38.935
Giá mục tiêu (VND/cp)			86.247
<b>Giá mục tiêu (VND/cp, làm tròn)</b>			<b>86.200</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Giá định chính của phương pháp định giá dựa trên thu nhập thặng dư**

Giá định chính	2020	2021	2022	2023	2024
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro thị trường	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Tăng trưởng dài hạn					4,0%
<i>(tỷ VND)</i>					
Giá trị sổ sách đầu kỳ	85.671				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	42.603				
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	222.677				
Giá trị vốn chủ sở hữu	350.951				
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3.709				
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>94.625</b>				

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

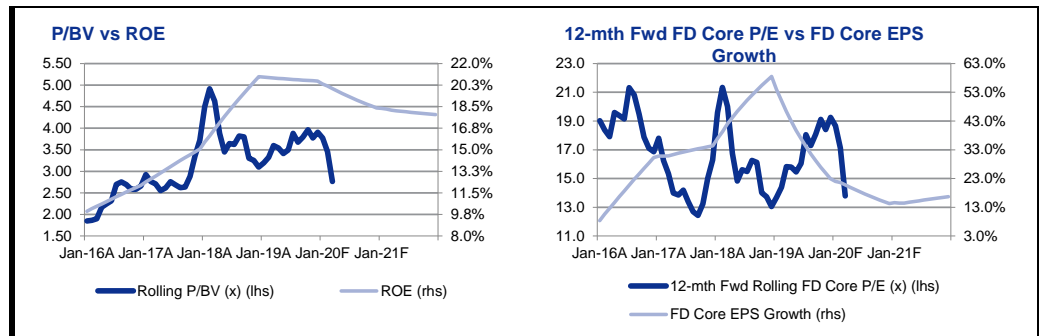
Để so sánh với các ngân hàng trong khu vực, chúng tôi lựa chọn các ngân hàng có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và các chỉ số tài chính tương tự VCB. Giá cổ phiếu VCB đã giảm 25,6% từ cuối năm 2019 tới nay do tâm lý thị trường bất ổn khi dịch Covid-19 bùng phát, dẫn tới lo ngại về giảm tốc kinh tế toàn cầu. Ở mức giá hiện tại, VCB đang giao dịch với P/B 2019 ở mức 2,9 lần, cao hơn 65,6% trung bình các ngân hàng được lựa chọn để so sánh. Chúng tôi đặt P/B mục tiêu 2,8 lần trong năm 2020 cho VCB, do dịch bệnh vẫn đang diễn biến phức tạp, gây thêm ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường. P/B mục tiêu của VCB cao hơn P/B trung bình năm 2020 của các ngân hàng khác do VCB có chất lượng tài sản tốt và được coi là ngân hàng hàng đầu tại Việt Nam. Kết hợp phương pháp định giá dựa trên thu nhập thặng dư và định giá dựa trên chỉ số P/B với tỷ trọng bằng nhau, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu VND86.200/cp, tương đương tỷ lệ tăng giá 28,5%. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho VCB từ Trung lập lên Khả quan do thị giá hiện tại khá thấp so với giá trị của ngân hàng. Chúng tôi dự báo VCB có thể phục hồi hoạt động kinh doanh nhanh chóng sau khi dịch bệnh kết thúc do ngân hàng có nhiều dự án phát triển mảng ngân hàng bán lẻ và bancassurance. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, giá cổ phiếu có thể tiếp tục giảm khi tâm lý thị trường bất ổn hơn.

**Hình 6: So sánh với các ngân hàng trong khu vực**

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu đô)	P/B (x)			P/E (x)			Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)	
			(đơn vị tiền tệ bản địa)	(đơn vị tiền tệ bản địa)		FY19A	FY20F	FY21F	FY19A	FY20F	FY21F	%	FY20F	FY21F
HDFC Bank	HDFCB IN	MUA	1.000	1.450	73.771	2,7	2,8	2,4	14,5	15,8	13,8	-1,5%	17,9%	18,6%
Bank Central Asia	BBCA IJ	MUA	27.525	34.400	45.445	3,9	3,6	3,2	24,2	21,3	19,1	12,8%	17,6%	17,7%
ICICI Bank	ICICIBC IN	MUA	403	625	35.108	2,3	2,0	1,8	27,5	15,3	12,0	88,7%	14,0%	15,9%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	NĂM GIỮ	3.500	4.100	28.910	2,1	2,0	1,8	12,6	11,3	10,2	11,2%	18,2%	18,8%
Bank Mandiri	BMRI IJ	MUA	5.925	9.000	18.516	1,4	1,4	1,2	10,1	8,9	7,7	14,9%	15,3%	16,8%
Public Bank Bhd	PBK MK	MUA	15	23	13.068	1,3	1,2	1,1	10,2	10,1	9,7	4,0%	12,3%	12,0%
Indusind Bank	IIB IN	MUA	663	1.800	6.194	1,3	1,1	0,9	8,2	6,3	4,9	37,2%	19,5%	20,6%
Techcombank	TCB VN	MUA	17.450	27.400	2.630	1,0	0,8	0,7	6,5	5,7	4,8	14,6%	16,1%	16,2%
VPBank	VPB VN	MUA	20.950	25.800	2.199	1,2	1,0	0,8	6,6	5,1	4,3	17,1%	21,2%	20,1%
MB Bank	MBB VN	MUA	16.450	34.300	1.708	1,0	0,8	0,7	4,9	4,2	3,5	21,3%	20,3%	20,2%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	MUA	20.900	30.400	1.491	1,3	1,1	0,9	5,7	4,9	4,3	15,7%	22,9%	22,1%
<b>Trung bình</b>						<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>11,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,6</b>	<b>21,5%</b>	<b>17,8%</b>	<b>18,1%</b>
<b>Vietcombank</b>	<b>VCB VN</b>	<b>MUA</b>	<b>67.100</b>	<b>86.200</b>	<b>10.714</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>12,2</b>	<b>9,1</b>	<b>7,2</b>	<b>16,1%</b>	<b>18,4%</b>	<b>17,9%</b>

GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 16/03/2020

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VNDIRECT RESEARCH

**THÔNG TIN TÀI CHÍNH**

**Kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	28.409	34.577	39.286	44.573	51.576
Thu nhập ngoài lãi thuần	10.870	11.156	14.901	19.646	26.524
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>39.278</b>	<b>45.733</b>	<b>54.187</b>	<b>64.219</b>	<b>78.100</b>
Tổng chi phí hoạt động	(13.611)	(15.820)	(19.507)	(23.119)	(28.116)
<b>Lợi nhuận HDKD trước dự phòng</b>	<b>25.667</b>	<b>29.913</b>	<b>34.680</b>	<b>41.100</b>	<b>49.984</b>
Tổng chi phí dự phòng	(7.398)	(6.790)	(8.216)	(10.216)	(13.735)
<b>Lợi nhuận HDKD sau dự phòng</b>	<b>18.269</b>	<b>23.123</b>	<b>26.464</b>	<b>30.885</b>	<b>36.248</b>
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận HDKD trước thuế</b>	<b>18.269</b>	<b>23.123</b>	<b>26.464</b>	<b>30.885</b>	<b>36.248</b>
Chi phí/thu nhập ngoài HDKD	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>18.269</b>	<b>23.123</b>	<b>26.464</b>	<b>30.885</b>	<b>36.248</b>
Các khoản đặc biệt	-	-	-	-	-
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>18.269</b>	<b>23.123</b>	<b>26.464</b>	<b>30.885</b>	<b>36.248</b>
Chi phí thuế	(3.647)	(4.595)	(5.293)	(6.177)	(7.250)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>14.622</b>	<b>18.528</b>	<b>21.171</b>	<b>24.708</b>	<b>28.999</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(16)	(14)	(16)	(18)	(22)
Cổ tức	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng sau thuế</b>	<b>14.606</b>	<b>18.514</b>	<b>21.155</b>	<b>24.689</b>	<b>28.977</b>
Lợi nhuận thường xuyên	11.995	15.205	17.375	20.277	23.799

**Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán**

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	78,8%	79,1%	79,8%	80,5%	81,3%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	77,8%	79,0%	79,5%	80,2%	80,9%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	42,8%	38,8%	37,8%	37,0%	36,0%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	43,9%	40,0%	38,9%	37,9%	36,8%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	57,9%	59,2%	60,0%	61,1%	62,3%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	69,1%	70,8%	71,8%	72,9%	74,0%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	11,5%	13,1%	14,0%	14,8%	15,6%
Hệ số rủi ro của tài sản	67,8%	77,0%	81,2%	83,2%	85,1%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	1,26%	0,99%	1,05%	1,15%	1,35%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	0,70%	0,59%	0,64%	0,71%	0,85%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	0,49%	0,58%	0,42%	0,49%	0,57%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b>					
<b>(tỷ đồng)</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tổng cho vay khách hàng	882.095	983.436	1.096.359	1.228.558	1.387.452
Tài sản thanh khoản và đầu tư	163.073	204.113	230.643	260.626	294.508
Tài sản sinh lãi khác	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản sinh lãi</b>	<b>1.045.168</b>	<b>1.187.550</b>	<b>1.327.002</b>	<b>1.489.185</b>	<b>1.681.960</b>
Tổng dự phòng	(10.294)	(10.417)	(13.155)	(16.265)	(20.843)
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>1.034.874</b>	<b>1.177.133</b>	<b>1.313.847</b>	<b>1.472.920</b>	<b>1.661.117</b>
Tài sản vô hình	2.068	2.261	2.351	2.445	2.542
Các tài sản không sinh lãi khác	24.292	30.808	32.035	33.309	34.635
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>26.360</b>	<b>33.070</b>	<b>34.386</b>	<b>35.754</b>	<b>37.177</b>
<b>Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch</b>	<b>12.792</b>	<b>13.778</b>	<b>14.327</b>	<b>14.897</b>	<b>15.490</b>
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.074.027</b>	<b>1.223.981</b>	<b>1.362.559</b>	<b>1.523.571</b>	<b>1.713.784</b>
Tiền gửi của khách hàng	823.390	949.798	1.060.138	1.194.299	1.357.834
Tiền gửi của ngân hàng	76.524	73.622	77.303	81.168	85.226
Các khoản nợ chịu lãi khác	90.711	92.386	94.234	96.119	98.041
<b>Tổng các khoản nợ chịu lãi</b>	<b>990.625</b>	<b>1.115.806</b>	<b>1.231.675</b>	<b>1.371.586</b>	<b>1.541.102</b>
Tổng các khoản nợ không có lãi	21.222	22.422	27.656	27.867	23.531
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.011.847</b>	<b>1.138.228</b>	<b>1.259.331</b>	<b>1.399.453</b>	<b>1.564.632</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>62.110</b>	<b>85.671</b>	<b>103.146</b>	<b>124.036</b>	<b>149.070</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(69)	(82)	(82)	(82)	(82)
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>62.041</b>	<b>85.589</b>	<b>103.064</b>	<b>123.954</b>	<b>148.988</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>					
	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng doanh thu	33,6%	16,4%	18,5%	18,5%	21,6%
Tăng trưởng lợi nhuận HDKD	46,3%	16,5%	15,9%	18,5%	21,6%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	61,1%	26,6%	14,4%	16,7%	17,4%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	72,3%	75,6%	72,5%	69,4%	66,0%
Chi phí vốn	2,81%	3,15%	3,06%	3,12%	3,19%
Lợi tức tài sản sinh lãi	5,44%	6,07%	5,98%	6,05%	6,18%
Chênh lệch lãi suất	2,63%	2,92%	2,92%	2,93%	2,99%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	3,76%	4,00%	3,99%	4,02%	4,10%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	4,24%	4,14%	3,83%	3,75%	3,78%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HDKD trước dự phòng	28,8%	22,7%	23,7%	24,9%	27,5%
Lợi suất trên tài sản trung bình	2,69%	3,01%	3,04%	3,09%	3,19%
Thuế suất	20,0%	19,9%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	20,3%	16,0%	14,0%	12,0%	10,2%
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	1,38%	1,61%	1,64%	1,71%	1,79%

<b>Các chỉ số chính</b>					
	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng cho vay (%)	16,3%	16,3%	13,0%	14,0%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	2,8%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	45,5%	2,6%	33,6%	31,8%	35,0%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	34,7%	34,6%	36,0%	36,0%	36,0%
Tỉ lệ nợ xấu ròng (%)	-3,9%	-4,3%	-4,5%	-4,7%	-5,1%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	165,4%	182,0%	157,3%	138,8%	142,5%
Dự phòng chung/Dư nợ ròng (%)	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	8,2%	8,1%	8,4%	9,0%	9,5%
CAR (%)	10,2%	9,6%	9,9%	10,5%	11,0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	13,2%	15,8%	12,0%	13,0%	14,0%
Cho vay/Huy động (%)	77,5%	78,0%	78,6%	79,2%	79,7%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,0%	0,8%	1,0%	1,2%	1,3%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	34,1%	26,6%	81,8%	49,0%	45,4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## 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 – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

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

**Lê Minh Thùy – Chuyên viên Phân tích Cao cấp**

Email: [thuy.leminh@vndirect.com.vn](mailto:thuy.leminh@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>