

**Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam - VIB**

**Khả quan**

**Chất lượng tài sản suy yếu**

Giá mục tiêu (12T)

VND27.000

Tài chính | CẬP NHẬT

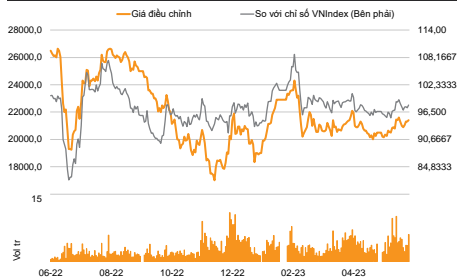
Consensus\*: Mua:8 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: -6,2%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

Previous rating	Khả quan
Previous TP	VND27.000
Giá thị trường	VND21.400
Cao nhất 52 tuần (VND)	26.650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.000
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	82.804
Thị giá vốn (tỷ VND)	44,893
Free float	20%
Tỷ suất cổ tức	12,1%
P/E trượt (x)	5,2
P/B hiện tại (x)	1,4

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Chủ tịch & người thân	14,9%
Commonwealth Bank of Australia	20,0%
Thành viên HĐQT và những người liên quan	12,9%
Khác	52,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/23 của VIB tăng 18,2% svck lên 2.155 tỷ đồng (hoàn thành 23% dự phóng 2023 của chúng tôi).
- Tăng trưởng LN ròng của VIB dự kiến sẽ chậm lại còn 13%/18% svck trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép 2020-22 là 35%).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 27.000đ/cp.

**Chi phí dự phòng cản trở tăng trưởng LN trong Q1/23**

VIB ghi nhận thu nhập lãi thuần tăng 22,4% svck trong Q1/23, nhờ NIM cải thiện 30 điểm cơ bản và tài sản sinh lời tăng 9,6% svck. VIB đã duy trì NIM ở mức cao cho đến Q1/23 nhờ cho vay cá nhân và thanh khoản dồi dào (chi tiết bên dưới). Tỷ lệ chi phí/thu nhập vẫn trong tầm kiểm soát, đạt 33,4% trong Q1/23 (so với 34,7% trong Q1/22), theo đó LN trước dự phòng tăng 26% svck. Tuy nhiên, chi phí dự phòng tăng vọt 68,2% svck (dự phòng/LN trước dự phòng là 20% - cao hơn mức trung bình các quý trước - hình 5), khiến tăng trưởng LN ròng Q1/23 chỉ còn 18,2% svck (2.155 tỷ đồng – hoàn thành 23% dự phóng năm 2023 của chúng tôi).

**Một trong số ít các ngân hàng có khả năng giảm thiểu rủi ro NIM thu hẹp**

Chúng tôi nhận thấy cho vay DN và tiền gửi cá nhân tăng đang là xu hướng chính trong ngành hiện nay, từ đó gây áp lực lên NIM (xem báo cáo tại [đây](#)). Tuy nhiên, các NH có (1) dư nợ cho vay bán lẻ cao và đặc biệt là (2) thanh khoản dồi dào có thể hạn chế rủi ro trong giai đoạn khó khăn này; và VIB là một trong số đó. VIB vẫn có thể quản lý tốt chi phí vốn nhờ thanh khoản ổn định với (1) tỷ lệ LDR tương đối thấp 71% và (2) cơ cấu vốn huy động đa dạng khi có nguồn vay liên ngân hàng bên cạnh nguồn tiền gửi khách hàng (hình 6). Chúng tôi ước tính NIM của VIB sẽ chỉ giảm khoảng 6 điểm cơ bản xuống 4,7% trong 2023.

**Tuy nhiên cần lưu ý đến chất lượng tài sản**

Môi trường lãi suất cao đã làm giảm chi tiêu của người tiêu dùng và khả năng trả nợ, từ đó làm giảm nhu cầu vay vốn. Mặt khác, các NH vẫn sẽ thận trọng hơn khi cho nhóm này vay để giảm thiểu nợ xấu trong hoàn cảnh hiện tại. Là một NH bán lẻ tập trung vào cho vay mua nhà và ô tô (lần lượt chiếm ~50% và 40% cơ cấu cho vay), dư nợ cho vay của VIB đã giảm 1,2% so với đầu năm (+7% svck - hình 6). Chất lượng tài sản cũng vì thế mà suy giảm: tỷ lệ nợ xấu tăng vọt lên 2,6% (so với 1,8% vào cuối 2022) và tỷ lệ LLR giảm xuống 38% (so với 54% vào cuối 2022). Chúng tôi kỳ vọng mọi thứ sẽ tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2023 nhờ (1) hiệu lực của các chính sách hỗ trợ (xem báo cáo tại [đây](#)) và (2) NHNN đã giảm lãi suất điều hành ba lần, đánh dấu sự đảo ngược trong chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ nền kinh tế.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 27.000 đ/cp**

Chúng tôi ước tính LN ròng của VIB sẽ tăng trưởng chậm lại còn 13%/18% svck trong 2023-24 (tăng trưởng kép 2020-22 35%), do áp lực trích lập dự phòng vẫn còn cho dù NIM không đổi. Hiện tại, định giá của VIB chỉ ở mức 1,17x P/B 2023 (trung bình ngành là 1,2x); thấp hơn mức -1 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa P/B năm 2023 là 1,5x và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 16,7%, LTG: 3%). Rủi ro giảm giá gồm (1) lãi suất giảm chậm hơn dự kiến, (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến và (3) tác động của các chính sách chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	11.816	14.963	16.702	19.480
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,4%	4,7%	4,7%	4,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	14.891	18.058	20.267	23.565
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1.598)	(1.280)	(1.853)	(1.954)
LN ròng (tỷ)	6.410	8.469	9.544	11.258
Tăng trưởng LN ròng	38,1%	32,1%	12,7%	18,0%
EPS điều chỉnh	4.088	4.583	4.079	4.412
BVPS	15.640	15.491	15.472	19.925
ROAE	30,3%	29,7%	26,6%	25,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Chất lượng tài sản suy yếu

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 27.000 đồng/cp**

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho VIB là 27.000 đồng/cp, dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của hệ số P/B (1,5 lần P/B năm 2023) và phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 16,7%, LTG: 3%).

Hiện tại, định giá của VIB chỉ ở mức 1,17x P/B 2023 (trung bình ngành là 1,2x); thấp hơn mức -1 độ lệch chuẩn của P/B trung bình 3 năm, đây là mức định giá hấp dẫn. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất giảm chậm hơn dự kiến, (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến và (3) tác động của các chính sách chậm hơn dự kiến.

**Hình 1: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư**

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Tăng trưởng dài hạn (tỷ đồng)						3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	32.651					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	15.689					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	10.659					
Giá trị vốn chủ sở hữu	58.999					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.108					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)						<b>27.991</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Giá mục tiêu theo ước tính của chúng tôi**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	27.991	13.996
Hệ số P/BV (1,5 lần cho năm 2023)	50%	25.986	12.993
Giá mục tiêu (đ/cp)			26.989
<b>Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)</b>			<b>27.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 29/05/2023)**

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)			Tăng trưởng kép EPS 3 năm		ROE %		ROA %	
		đóng cửa	Giá mục tiêu			Tỷ USD	Hiện tại	2023	12T	2023	Hiện tại	2023	Hiện tại	2023
Vietcombank	VCB VN	93.900	108.700	Khả quan	18,9	3,1	2,6	14,4	13,2	11,4%	23,6%	19,3%	1,9%	1,6%
VPBank	VPB VN	19.400	24.800	Khả quan	5,5	1,3	1,2	10,8	7,6	13,3%	12,9%	16,3%	1,9%	2,5%
Techcombank	TCB VN	30.000	42.000	Khả quan	4,5	0,9	0,8	5,5	4,8	12,3%	17,8%	17,9%	2,9%	3,0%
Vietinbank	CTG VN	27.900	35.900	Khả quan	5,7	1,2	1,1	7,9	9,6	13,3%	16,1%	16,8%	1,0%	1,1%
NH TMCP Quân Đội	MBB VN	18.700	29.300	Khả quan	3,6	1,0	0,9	4,7	4,5	16,5%	24,8%	23,1%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	25.100	30.000	Khả quan	3,6	1,4	1,2	5,8	5,8	15,4%	26,3%	22,5%	2,6%	2,4%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	21.400	27.000	Khả quan	1,9	1,4	1,2	5,2	4,6	15,5%	29,7%	26,6%	2,5%	2,5%
HDBank	HDB VN	18.450	25.000	Khả quan	2,0	1,2	1,1	5,9	7,6	17,9%	22,6%	23,2%	1,9%	2,2%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	24.350	31.000	Khả quan	1,6	1,1	1,0	6,0	5,2	16,0%	20,9%	20,2%	2,0%	2,1%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	14.600	17.400	Khả quan	1,1	1,0	0,9	5,3	5,8	6,8%	19,9%	17,5%	1,4%	1,3%

Trung bình 1,4 1,2 7,2 6,9 13,8% 21,5% 20,3% 2,1% 2,1%  
Trung vị 1,2 1,1 5,9 5,8 13,8% 21,5% 20,2% 2,0% 2,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**KQKD Q1/23: sát với kỳ vọng của chúng tôi**

**Hình 4: So sánh KQKD (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)**

(Đơn vị: tỷ đồng)	Q1/23	Q1/22	% svck	Dự phóng 2023	2022	% svck	% dự phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần (NII)	4.304	3.516	22,4%	16.702	14.963	11,6%	25,8%	Phù hợp với dự phóng
Thu nhập ngoài lãi (non-II)	626	620	0,9%	3.564	3.095	15,2%	17,5%	Thấp hơn dự phóng do lãi từ chứng khoán đầu tư giảm mạnh
Tổng thu nhập HĐ (TOI)	4.930	4.136	19,2%	20.267	18.058	12,2%	24,3%	
Chi phí HĐ	(1.568)	(1.460)	7,4%	(6.485)	(6.197)	4,7%	24,2%	
LN trước dự phòng (PPOP)	3.362	2.676	25,6%	13.781	11.861	16,2%	24,4%	
Chi phí dự phòng	(668)	(397)	68,2%	(1.853)	(1.280)	44,8%	36,1%	Cao hơn so với dự phóng
LNTT	2.694	2.279	18,2%	11.928	10.581	12,7%	22,6%	
LN ròng	2.155	1.823	18,2%	9.544	8.469	12,7%	22,6%	Phù hợp với dự phóng

Nguồn: VIB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Các chỉ số tài chính của VIB theo quý**

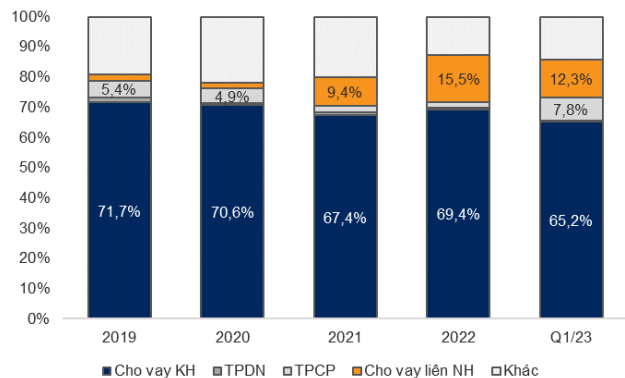
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
NII/TOI	79,6%	74,5%	73,7%	76,0%	79,3%	77,7%	87,0%	75,5%	85,0%	80,3%	82,9%	83,5%	87,3%
Non-II/TOI	20,4%	25,5%	26,3%	24,0%	20,7%	22,3%	13,0%	24,5%	15,0%	19,7%	17,1%	16,5%	12,7%
NIM	3,9%	3,9%	4,1%	4,0%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	5,0%
CIR	45,5%	39,5%	37,1%	38,7%	38,9%	35,4%	46,4%	25,5%	35,3%	32,6%	36,1%	33,4%	31,8%
NPL	2,2%	2,4%	2,1%	1,7%	1,7%	1,7%	2,1%	2,3%	2,4%	2,4%	2,3%	2,5%	3,6%
LLR	47,3%	49,8%	48,3%	59,1%	62,0%	63,8%	54,1%	51,4%	51,8%	54,1%	54,0%	53,9%	38,0%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,8%	0,7%	0,7%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	1,2%
Dự phòng/PPOP	12,7%	17,2%	12,5%	14,0%	15,6%	12,8%	16,2%	20,4%	14,8%	11,7%	5,6%	11,3%	19,9%
ROA	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%	2,4%	2,5%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,6%	2,5%	2,6%
ROE	27,6%	27,6%	28,9%	30,0%	31,4%	32,8%	29,3%	30,6%	30,1%	29,8%	32,0%	29,9%	29,3%

Nguồn: VIB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Phân tích những chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán của VIB**

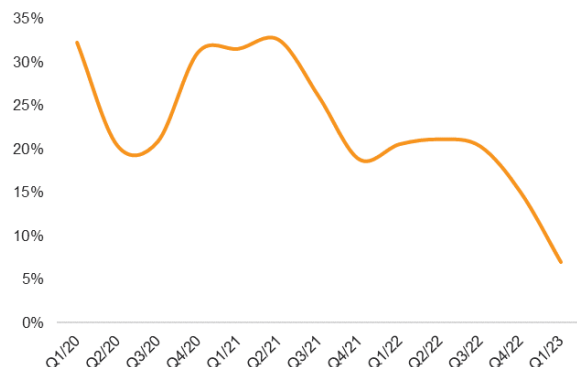
**Cơ cấu tài sản sinh lời (IEA) của VIB**

- Tài sản sinh lời của VIB tăng 9,6% sv đầu năm tính đến cuối Q1/23 (+20% svck). Cho vay khách hàng giảm 1,2% sv đầu năm, chiếm 65% tổng IEA. Ngân hàng đã đa dạng hóa nguồn thu, không tập trung nhiều vào cho vay khách hàng mà mở rộng sang cho vay liên ngân hàng và trái phiếu chính phủ (TPCP).
- Trong bối cảnh nhu cầu tín dụng yếu và thanh khoản dồi dào, dư nợ TPCP tăng gấp 5 lần so với cuối năm 2022, nâng tỷ trọng cơ cấu tài sản lên mức 7,8% từ mức 1,8% vào cuối năm 2022.
- Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) giảm 20,5% sv đầu năm. Tuy nhiên, VIB có tỷ trọng TPDN thấp chỉ 0,4% trong tổng IEA.



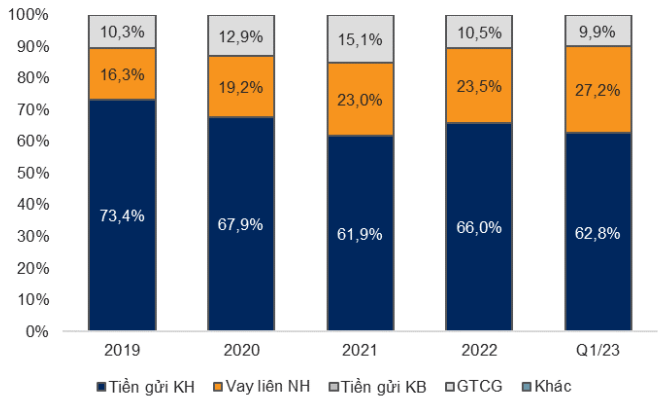
**Cơ cấu và tăng trưởng cho vay**

- Môi trường lãi suất cao đã làm giảm chi tiêu và khả năng thanh toán của người tiêu dùng, từ đó làm giảm nhu cầu vay vốn. Mặt khác, các ngân hàng sẽ thận trọng hơn khi cho vay nhóm khách hàng này để giảm thiểu nợ xấu.
- Là một ngân hàng bán lẻ tiêu biểu (cho vay bán lẻ chiếm khoảng 90% cơ cấu cho vay) tập trung vào cho vay mua nhà và mua ô tô (lần lượt chiếm 50% và 40% cơ cấu cho vay), tổng dư nợ của VIB đã bị thu hẹp 1,2% so với đầu năm (+7% svck – biểu đồ bên phải).



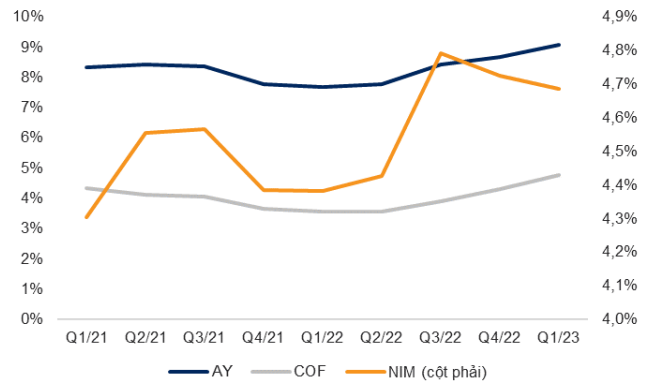
**Cơ cấu huy động, thanh khoản và CASA**

- Tăng trưởng tiền gửi của VIB giảm 0,4% sv đầu năm (sv mức tăng 4,6% svck của tổng huy động). Thay vì chỉ phụ thuộc vào kênh tiền gửi của khách hàng, VIB đã đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn của mình như tăng huy động trên thị trường liên ngân hàng.
- Hệ số LDR duy trì ở mức hợp lý 71% vào cuối Q1/23 (sv mức 76% vào cuối năm 2022; ngưỡng tối đa cho phép là 85%). VIB đã thành công trong việc duy trì tỷ lệ LDR trong khoảng 70-75% trong 5 năm gần đây, cho thấy khả năng quản lý thanh khoản tốt.
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn/cho vay trung và dài hạn của VIB là 28% vào cuối Q1/23 (so với mức 30% vào cuối năm 2022), tương đối cao trong hệ thống do tỷ trọng cho vay mua nhà lớn (là các khoản vay dài hạn). Tuy nhiên, mức này vẫn dưới mức quy định tối đa là 34%.
- Tỷ lệ CASA giảm xuống 12,4% (từ mức 13,7% vào cuối năm 2022), do khách hàng tiếp tục rút tiền nhàn rỗi để đáp ứng nhu cầu tài chính của họ và/hoặc chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất cao.



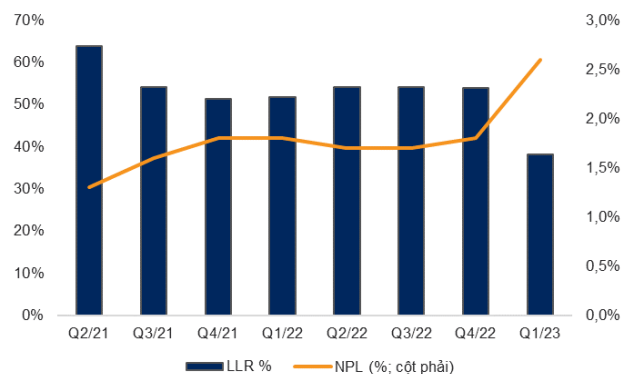
**Diễn biến NIM**

- NIM của VIB đi ngang trong Q1/23. Đây là một trong số ít ngân hàng có khả năng duy trì NIM trong giai đoạn khó khăn này.
- Như đã đề cập trước đây, chúng tôi nhận thấy các ngân hàng có (1) dư nợ cho vay bán lẻ cao và đặc biệt là (2) thanh khoản dồi dào sẽ có thể duy trì NIM cao trong thời gian này; và VIB là cái tên nổi bật.
- Chi phí vốn tăng nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát nhờ vị thế thanh khoản tốt với (1) hệ số LDR tương đối thấp và (2) nguồn vốn đa dạng khi bao gồm cả vay liên ngân hàng khá lớn bên cạnh tiền gửi của khách hàng.



**Chất lượng tài sản**

- Nợ xấu của VIB tăng mạnh 46,7% so với đầu năm, trong đó nợ nhóm 3 tăng 142% so với mức cuối năm 2022.
- Tỷ lệ nợ xấu là 2,6% (so với 1,8% vào cuối 2022). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống chỉ còn 38% (so với 54% vào cuối 2022). Chất lượng tài sản của NH đã suy giảm do những biến động mà chúng tôi đã đề cập trước đó.
- Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mọi thứ sẽ tốt hơn kể từ nửa cuối năm 2023 do (1) NHNN có sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ với ba lần cắt giảm lãi suất điều hành; và (2) tác động của các chính sách hỗ trợ.



Nguồn: VIB, VNDIRECT RESEARCH

### Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD thận trọng cho VIB giai đoạn 2023-24

Do những khó khăn chung của ngành đã đề cập ở trên, tăng trưởng lợi nhuận VIB sẽ chậm lại và đạt 13/18% svck trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép 2020-22 là 35%), trong đó

- Tăng trưởng tín dụng sẽ giảm xuống 13/18% trong giai đoạn 2023-24.
- NIM sẽ gần như không đổi với khoảng 4,7% trong giai đoạn 2023-24.
- VIB sẽ phải tăng cường trích lập dự phòng để đề phòng nợ xấu có thể tăng đột biến, dẫn đến chi phí trích lập dự phòng tăng 45%svck.

**Hình 6: Dự phóng các chỉ số chính trong báo cáo kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020-22)	Tăng trưởng kép (2022-24)
Thu nhập lãi	6.213	8.496	11.816	14.963	16.702	19.480	32,7%	14,1%
% svck	28,8%	36,7%	39,1%	26,6%	11,6%	16,6%		
Thu nhập từ phí	1.939	2.719	3.075	3.095	3.564	4.085	6,7%	14,9%
% svck	53,8%	40,3%	13,1%	0,7%	15,2%	14,6%		
Tổng thu nhập hoạt động	8.152	11.216	14.891	18.058	20.267	23.565	26,9%	14,2%
% svck	34,0%	37,6%	32,8%	21,3%	12,2%	16,3%		
Chi phí hoạt động	3.437	4.465	5.282	6.197	6.485	7.541	17,8%	10,3%
% svck	27,8%	29,9%	18,3%	17,3%	4,7%	16,3%		
LN trước dự phòng	4.715	6.751	9.609	11.861	13.781	16.024	32,6%	16,2%
% svck	38,8%	43,2%	42,3%	23,4%	16,2%	16,3%		
Chi phí dự phòng	633	948	1.598	1.280	1.853	1.954	16,2%	23,6%
% svck	-3,2%	49,8%	68,6%	-19,9%	44,8%	5,4%		
LNTT	4.082	5.803	8.011	10.581	11.928	14.070	35,0%	15,3%
% svck	48,8%	42,2%	38,0%	32,1%	12,7%	18,0%		
LN ròng	3.266	4.642	6.410	8.469	9.544	11.258	35,1%	15,3%
% svck	48,9%	42,1%	38,1%	32,1%	12,7%	18,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

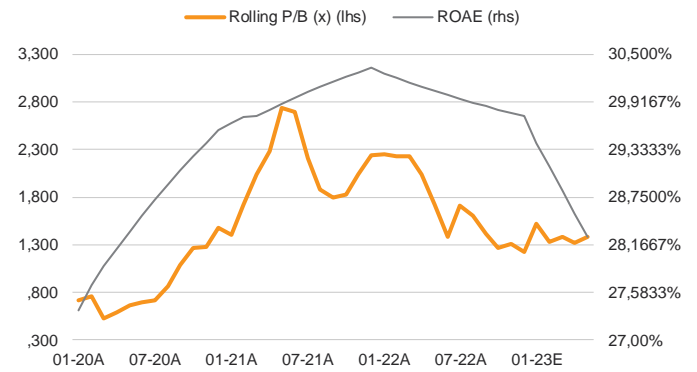
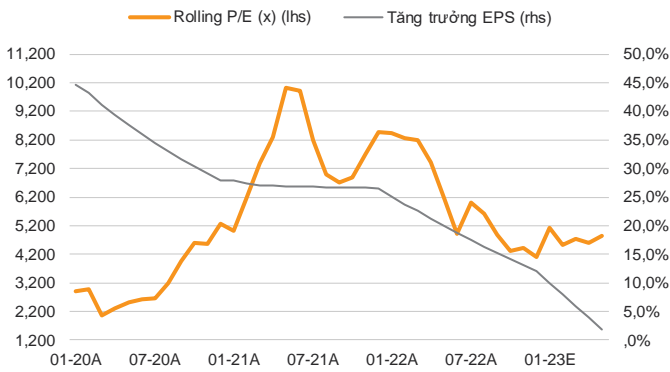
**Hình 7: Dự phóng các chỉ số chính trong bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020-22)	Tăng trưởng kép (2022-24)
Tài sản sinh lãi	180.177	239.970	299.149	334.220	381.802	449.491	18,0%	16,0%
% svck	32,7%	33,2%	24,7%	11,7%	14,2%	17,7%		
Cho vay KH	129.200	169.520	201.517	231.944	262.097	309.274	17,0%	15,5%
% svck	34,4%	31,2%	18,9%	15,1%	13,0%	18,0%		
Cho vay liên NH	4.012	4.369	27.985	51.900	62.280	74.736	244,7%	20,0%
% svck	-52,3%	8,9%	540,5%	85,5%	20,0%	20,0%		
Chứng khoán đầu tư	27.925	41.466	44.757	40.293	46.332	53.278	-1,4%	15,0%
% svck	-2,8%	48,5%	7,9%	-10,0%	15,0%	15,0%		
Tổng huy động	166.750	221.406	280.392	303.073	337.763	390.668	17,0%	13,5%
% svck	33,1%	32,8%	26,6%	8,1%	11,4%	15,7%		
Huy động từ khách hàng	122.357	150.349	173.565	200.124	224.139	260.001	15,4%	14,0%
% svck	44,2%	22,9%	15,4%	15,3%	12,0%	16,0%		
Giấy tờ có giá	17.155	28.559	42.298	31.775	31.775	36.541	5,5%	7,2%
% svck	69,0%	66,5%	48,1%	-24,9%	0,0%	15,0%		
Vay từ liên NH	27.225	42.488	64.456	71.166	81.841	94.118	29,4%	15,0%
% svck	-7,4%	56,1%	51,7%	10,4%	15,0%	15,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>14.963</b>	<b>16.702</b>	<b>19.480</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>3.095</b>	<b>3.564</b>	<b>4.085</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>18.058</b>	<b>20.267</b>	<b>23.565</b>
Tổng chi phí hoạt động	(6.197)	(6.485)	(7.541)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>11.861</b>	<b>13.781</b>	<b>16.024</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(1.280)</b>	<b>(1.853)</b>	<b>(1.954)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>10.581</b>	<b>11.928</b>	<b>14.070</b>
Thuế	(2.112)	(2.384)	(2.812)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.469</b>	<b>9.544</b>	<b>11.258</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>8.469</b>	<b>9.544</b>	<b>11.258</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>231.944</b>	<b>262.097</b>	<b>309.274</b>
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>231.944</b>	<b>262.097</b>	<b>309.274</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	40.293	46.332	53.278
Các tài sản sinh lãi khác	61.983	73.373	86.939
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>334.220</b>	<b>381.802</b>	<b>449.491</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(3.079)</b>	<b>(4.335)</b>	<b>(5.180)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>228.879</b>	<b>257.994</b>	<b>304.360</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>331.141</b>	<b>377.467</b>	<b>444.311</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	1.618	1.683	1.750
Tổng đầu tư	72	75	78
Các tài sản khác	9.968	10.366	10.781
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>11.658</b>	<b>12.124</b>	<b>12.609</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>342.799</b>	<b>389.591</b>	<b>456.920</b>
Nợ khách hàng	200.124	224.139	260.001
Dư nợ tín dụng	31.775	31.775	36.541
Tài sản nợ chịu lãi	231.899	255.914	296.542
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	231.899	255.914	296.542
Các khoản nợ lãi suất khác	71.175	81.849	94.126
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>303.073</b>	<b>337.763</b>	<b>390.668</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7.075	12.718	15.884
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>7.075</b>	<b>12.718</b>	<b>15.884</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>310.148</b>	<b>350.481</b>	<b>406.551</b>
Vốn điều lệ và	21.077	25.278	25.278
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	9.055	11.312	22.570
Các quỹ thuộc VCSH	2.519	2.520	2.520
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>32.651</b>	<b>39.110</b>	<b>50.368</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>32.651</b>	<b>39.110</b>	<b>50.368</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>342.799</b>	<b>389.591</b>	<b>456.920</b>

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,3%	12,0%	16,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	15,1%	13,0%	18,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	26,6%	11,6%	16,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	23,4%	16,2%	16,3%
Tăng trưởng LN ròng	32,1%	12,7%	18,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	11,6%	14,0%	17,7%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.627	4.118	4.454
BVPS (VND)	15.491	15.472	19.925
Cổ tức / cp (VND)	2.579	1.251	0
Tăng trưởng EPS	12,1%	(11,0%)	8,2%

**Các chỉ số chính**

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,7%	4,7%	4,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(34,3%)	(32,0%)	(32,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	2,5%	2,7%	2,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	2,5%	2,7%	2,6%
LN/ TB cho vay	0,6%	0,8%	0,7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,4%	13,7%	14,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	100,0%	102,4%	104,3%
<b>Biên lợi và độ đàn trải</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,7%	9,7%	9,4%
Chi phí cho các quỹ	4,3%	5,7%	5,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,6%	4,6%	4,6%
ROAE	29,7%	26,6%	25,2%

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 Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@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>