

**NH TM Cổ phần Ngoại thương Việt Nam - VCB**

**Trung lập**

**Nơi trú ẩn trong những ngày giông bão**

Giá mục tiêu (12 tháng)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND91,000

Consensus\*: Mua:10 Giữ:7 Bán:0

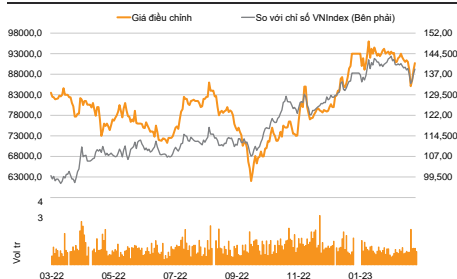
Giá mục tiêu / Consensus: -4.3%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Tăng EPS 2023/24/25 thêm 18%/14%/8%
- Tăng giá mục tiêu thêm 6%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND86.400
Giá thị trường	VND90.700
Cao nhất 52 tuần (VND)	96.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	83.303
Thị giá vốn (tỷ VND)	421.194
Free float	8%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	14,4
P/B hiện tại (x)	3,11

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

NHNN Việt Nam	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	2,6%
Khác	7,6%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Thị Phương Thanh**

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

- LN ròng của VCB đạt 29.892 tỷ đồng trong năm 2022 (+36% svck), đạt 118% dự báo cả năm, chủ yếu nhờ chi phí tín dụng suy giảm.
- Chất lượng tài sản tiếp tục duy trì ở mức tốt nhất với tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất hệ thống.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 91.000đ/cp do kỳ vọng mức NIM cao hơn và chi phí tín dụng thấp hơn trong thời gian tới.

**LN ròng 2022 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mức chi phí tín dụng thấp hơn**

Tổng thu nhập HĐKD (TOI) 2022 tăng 20% svck lên 68.083 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tăng trưởng đồng đều từ thu nhập lãi và ngoài lãi. Tín dụng của ngân hàng tăng 19% svck, đóng vai trò quan trọng để tín dụng toàn hệ thống đạt mức tăng trưởng cả năm 15,4% khi tăng trưởng tín dụng các NH quốc doanh khác chỉ đạt xấp xỉ 14%. Thêm vào đó, VCB là một trong số ít ngân hàng có thể tăng NIM thêm 24 điểm cơ bản nhờ chi phí vốn giảm 42 điểm cơ bản. Chúng tôi cho rằng NH đã dịch chuyển cơ cấu vốn từ tiền gửi KH sang tiền gửi liên NH để đạt được mức chi phí vốn thấp hơn. Tại cuối 2022, tiền gửi KH chiếm 79% tổng tài sản chịu lãi của NH, giảm mạnh từ mức 89% cuối 2021. Đây có thể là một chiến lược trong ngắn hạn của NH để làm giảm áp lực lãi suất tăng cao trong nửa cuối 2022. Về mặt chi phí, chi phí tín dụng 2022 giảm 0,41% svck về 0,9%, thúc đẩy tăng trưởng LN ròng cả năm đạt 36%.

**Chất lượng tài sản duy trì mức đầu**

Tại cuối 2022, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của NH đạt 317% - giảm mạnh từ mức 424% tại cuối 2021 - nhưng vẫn ở mức cao nhất hệ thống. Chúng tôi lưu ý rằng NH thường xuyên duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 170-180% giai đoạn trước Covid nhưng đã tăng mạnh lên hơn 300% giai đoạn sau Covid. Thêm vào đó, tỷ lệ nợ xấu của VCB đứng ở mức 0,7% tại cuối 2022 - thấp nhất so với các NH cùng quy mô. Về cơ cấu tài sản, TPDN tiếp tục chiếm tỷ trọng thấp nhất trong tổng TS sinh lời của NH (<1%). Một điểm đáng lưu ý nữa là tỷ trọng giá trị TS thế chấp/tổng giá trị cho vay của NH đạt 1,8x tại cuối 2022, phù hợp với chiến lược thận trọng của NH.

**Kế hoạch kinh doanh 2023 phù hợp với dự báo của chúng tôi**

Cho năm 2023, NH đặt kế hoạch LNTT tăng ít nhất 12% svck - một phần ba mức tăng trưởng 2022, và cũng phù hợp với dự đoán hiện tại của chúng tôi ở mức 12,6%. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là hoàn toàn có thể đạt được nhờ chất lượng TS hàng đầu của NH và cơ cấu cho vay lành mạnh. Về tăng trưởng tín dụng 2023, HS NH được nhận hạn mức ban đầu là 9,6% nhưng chúng tôi cho rằng NH hoàn toàn có thể đạt được 12% vào thời điểm cuối năm nhờ chất lượng tài sản ưu việt và NHNN thường nâng hạn mức tín dụng cho các NH vào nửa cuối năm.

**Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với mức định giá cao hơn 91.000đ/cp**

Chúng tôi tăng định giá 7,5% do chúng tôi nâng dự báo EPS 18%/14%/8% trong 2023-25 do chi phí vốn và tín dụng thấp hơn. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập khi mức giá thị trường đã tăng 13,4% từ đầu năm và tiếp cận mức định giá hợp lý. Rủi ro tăng giá là mức định giá cao hơn từ thương vụ phát hành riêng lẻ. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn do thị trường BĐS trầm lắng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	42.387	53.247	59.776	67.451
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,4%	3,3%	3,4%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	56.711	68.083	77.930	87.779
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(11.761)	(9.464)	(11.531)	(14.274)
LN ròng (tỷ)	21.908	29.892	33.657	37.093
Tăng trưởng LN ròng	18,7%	36,4%	12,6%	10,2%
EPS điều chỉnh	4.629	6.316	7.112	7.838
BVPS	23.472	29.139	35.246	41.980
ROAE	21,4%	24,0%	22,1%	20,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Nơi trú ẩn trong những ngày giông bão

### Định giá: hạ xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 91.000đ/cp

Chúng tôi nâng mức định giá dựa trên dự báo EPS cao hơn trong 2023-25 do chúng tôi điều chỉnh mức NIM và chi phí tín dụng của NH. Do đó, định giá của chúng tôi tăng lên mức 91.000đ/cp (trước đây là 84.600đ/cp), vẫn dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp thu nhập thẳng dư và 2,5 lần P/B mục tiêu cho năm 2023.

VCB đã tăng giá 13% từ đầu năm, vượt trội hơn hẳn so với mức tăng của VNINDEX (4,2%) và toàn hệ thống NH (6,4%). VCB hiện đang giao dịch ở dưới mức trung bình P/B 5 năm (3,4x). Tại mức giá hiện tại, VCB đang giao dịch ở mức 2,6 lần giá trị sổ sách năm 2023, cao hơn so với trung bình các NH quy mô ở Việt Nam. NH luôn giao dịch ở mức cao hơn so với các NH khác, nhờ vị thế hàng đầu và chất lượng tài sản tốt nhất hệ thống, cũng như tỷ lệ free float thấp. Chúng tôi hạ đánh giá xuống Trung lập khi giá cổ phiếu đã tăng mạnh từ đầu năm và đã chạm gần mức định giá hợp lý. Rủi ro tăng giá là mức định giá cao hơn kỳ vọng từ thương vụ bán vốn cổ phần riêng lẻ. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn kỳ vọng do tình hình thị trường BĐS trầm lắng.

**Hình 1: Định giá thu nhập thẳng dư**

Giả 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	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Tăng trưởng dài hạn (tỷ đồng)						4.0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	137,900					
Giá trị hiện tại của thu nhập thẳng dư (5 năm)	61,189					
Giá trị hiện tại của thu nhập thẳng dư (năm cuối)	228,189					
Giá trị vốn chủ sở hữu	427,279					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4,733					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	90,286					

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 thẳng dư	50%	90.286	45.143
Hệ số P/B (2,5 lần cho năm 2023)	50%	91.641	45.820
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			90.963
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>91.000</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 23/03/2023)

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 (%)	
						2023	2024	2023	2024		2023	2024	2023	2024
VietinBank	CTG VN	Khả quan	28.700	36.200	8,2	1,1	1,0	7,5	6,4	15,2%	16,4%	15,5%	1,0%	1,0%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	26.200	44.000	4,6	0,7	0,6	3,7	3,3	16,4%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%
VPBank	VPB VN	Khả quan	21.050	25.700	7,7	1,2	1,0	8,2	6,6	21,5%	16,3%	17,0%	2,8%	3,0%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.400	29.300	4,5	0,8	0,7	4,1	3,6	20,6%	22,5%	21,0%	2,4%	2,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	22.050	31.000	5,6	0,9	0,7	5,0	4,2	19,0%	19,4%	18,9%	2,0%	2,2%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.500	30.000	6,0	1,1	0,9	5,6	5,0	19,3%	22,5%	20,1%	2,4%	2,3%
HD Bank	HDB VN	Khả quan	17.650	25.000	5,7	1,0	0,8	4,9	4,1	21,7%	23,2%	22,4%	2,2%	2,2%
NH Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	20.650	27.000	5,1	1,2	0,9	4,6	3,9	20,8%	29,3%	26,2%	2,6%	2,7%
<i>Trung bình</i>														
<i>Vietcombank</i>														
	<b>VCB VN</b>	<b>Nắm giữ</b>	<b>90.700</b>	<b>91.000</b>	<b>18,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>12,8</b>	<b>11,6</b>	<b>16,9%</b>	<b>22,1%</b>	<b>20,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

### Tóm tắt KQKD Q4/22 và năm 2022: dự phòng vững chắc giúp tăng trưởng LNST

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q4/22 và cả năm 2022 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q4/22	Q4/21	svck %	Q3/22	sv quý trước %	2022	2021	svck %	Dự báo năm 2022	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	14,810	10,781	37.4%	13,664	8.4%	53,247	42,387	25.6%	49,711	107.1%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi vì VCB có thể nâng NIM lên mức 3,4% so với mức dự báo ban đầu 3,25%
Thu nhập ngoài lãi	3,853	4,088	-5.7%	3,050	26.3%	14,836	14,324	3.6%	17,067	86.9%	Thấp hơn so với dự báo do NH thực hiện chính sách miễn phí giao dịch trong năm 2022
Tổng thu nhập HĐKD	18,663	14,869	25.5%	16,714	11.7%	68,083	56,711	20.1%	66,778	102.0%	
Chi phí hoạt động	(4,565)	(3,057)	49.3%	(6,370)	-28.3%	(21,260)	(17,575)	21.0%	(20,367)	104.4%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước dự phòng	14,098	11,813	19.3%	10,344	36.3%	46,823	39,137	19.6%	46,411	100.9%	
Chi phí dự phòng	(1,679)	(3,748)	-55.2%	(2,778)	-39.6%	(9,464)	(11,761)	-19.5%	(14,661)	64.6%	Thấp hơn so với dự báo của chúng tôi vì NH đã giảm chi phí tín dụng về mức 0,9% so với dự báo ban đầu 1,4%
Lợi nhuận trước thuế	12,419	8,064	54.0%	7,566	64.1%	37,359	27,376	36.5%	31,750	117.7%	
LN ròng	9,928	6,451	53.9%	6,065	63.7%	29,892	21,908	36.4%	25,409	117.6%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 5: Các chỉ số tài chính của VCB theo quý

Các chỉ số chính	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	75,3%	72,2%	64,3%	86,0%	78,7%	72,5%	72,3%	80,1%	81,7%	79,4%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	24,7%	27,8%	35,7%	14,0%	21,3%	27,5%	27,7%	19,9%	18,3%	20,6%
NIM (dự phóng cả năm)	3,01%	3,38%	3,16%	3,50%	3,15%	3,14%	3,40%	3,39%	3,41%	3,51%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	39,5%	23,8%	30,5%	36,7%	37,7%	20,6%	27,2%	36,4%	38,1%	24,5%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	74,7%	73,1%	77,8%	80,3%	76,2%	76,6%	81,0%	80,2%	81,6%	76,3%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,0%	0,6%	0,9%	0,7%	1,2%	0,6%	0,8%	0,6%	0,8%	0,7%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	215,1%	370,4%	279,0%	351,8%	242,9%	424,4%	372,6%	505,9%	401,8%	317,4%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	1,06%	1,28%	1,06%	1,25%	1,20%	1,30%	0,91%	0,97%	0,98%	0,88%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,5%	1,5%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,9%
ROAE (trượt 12 tháng)	19,7%	20,4%	22,6%	21,0%	20,8%	20,9%	21,1%	22,1%	22,4%	24,2%

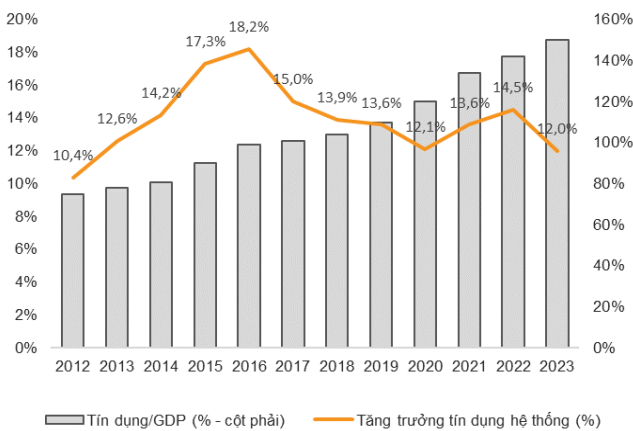
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

## Ngành Ngân hàng trong năm 2023: chất lượng tài sản là điều kiện tiên quyết

### Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 12% trong 2023

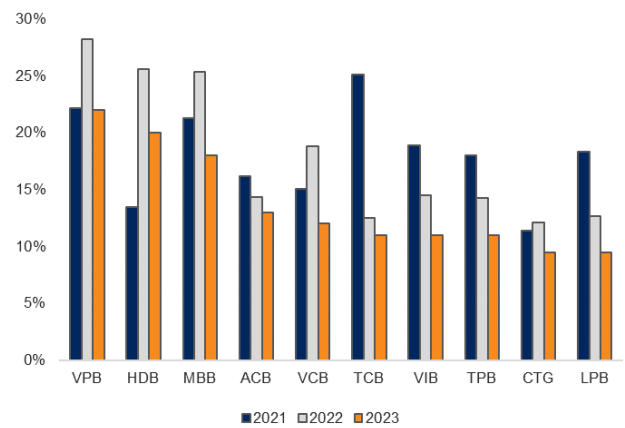
Tăng trưởng tín dụng sẽ chậm lại và đạt khoảng 12% năm 2023 do thị trường BĐS kém khả quan, tăng trưởng xuất khẩu giảm tốc và lãi suất cao. Ngoài ra, lạm phát dự kiến vẫn sẽ ở mức cao do (1) mức tăng tiền lương 20,8%, có hiệu lực từ tháng 7/2023 và (2) sự tăng giá ở các dịch vụ như y tế, vận tải công cộng... Cuối cùng, thanh khoản hạn hẹp (dù đã có phần cải thiện) cũng là một nguyên nhân làm chậm lại đà tăng trưởng tín dụng trong năm nay.

Hình 6: Dự phóng tăng trưởng tín dụng hệ thống



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Dự phóng tăng trưởng tín dụng từng ngân hàng

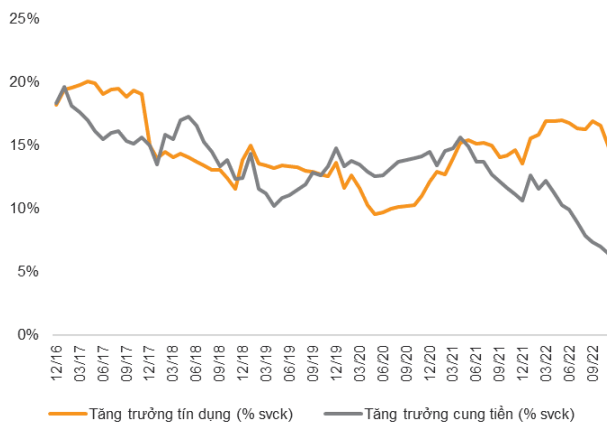


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Căng thẳng thanh khoản hệ thống đã diễn ra từ Q3/22...

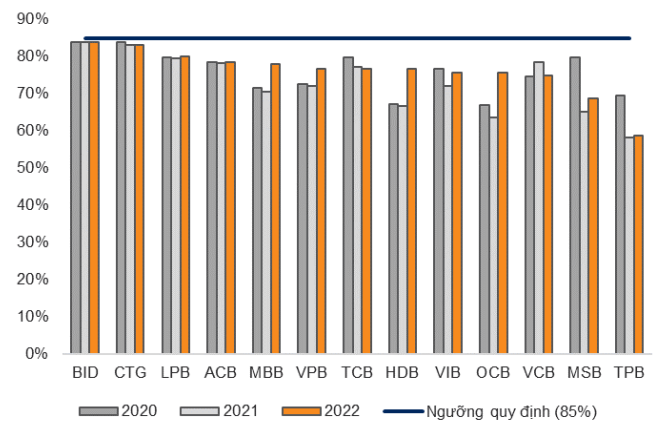
Quay lại bối cảnh năm 2022, cung tiền M2 chỉ tăng 3,6% so với đầu năm (tính đến cuối tháng 11/2022); thấp hơn rất nhiều so với tăng trưởng tín dụng 14,8%; cho thấy áp lực về thanh khoản hiện hữu và hệ số LDR của các ngân hàng đều tăng đáng kể so với 2021.

Hình 8: Khoảng cách ngày một nới rộng giữa cung tiền và tín dụng đã tạo áp lực lên thanh khoản hệ thống



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

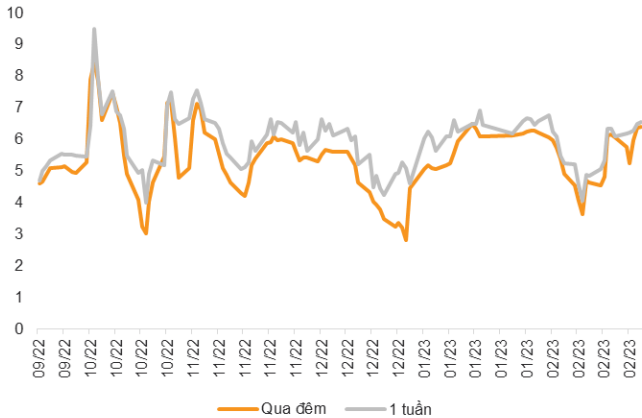
Hình 9: LDR các ngân hàng đều tăng lên đáng kể so với 2021



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

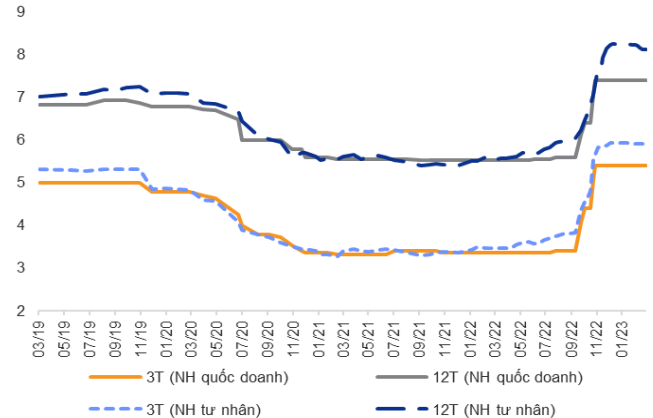
...tuy nhiên đã phần nào dịu bớt kể từ đầu năm 2023. Áp lực tỷ giá hạ nhiệt đã tạo dư địa cho NHNN hỗ trợ thanh khoản qua việc tích cực mua vào ngoại tệ (NHNN đã mua vào 3,6 tỷ USD từ đầu năm 2023 đến giữa tháng 2, theo ước tính của chúng tôi). Nhờ vậy, mặt bằng lãi suất đã giảm đáng kể so với mức đỉnh (hình 15 & 16).

**Hình 10: Lãi suất liên ngân hàng neo ở vùng 4-6% (đơn vị %)**



Nguồn: NHNN

**Hình 11: Lãi tiền gửi cũng cho thấy dấu hiệu hạ nhiệt (đơn vị %)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

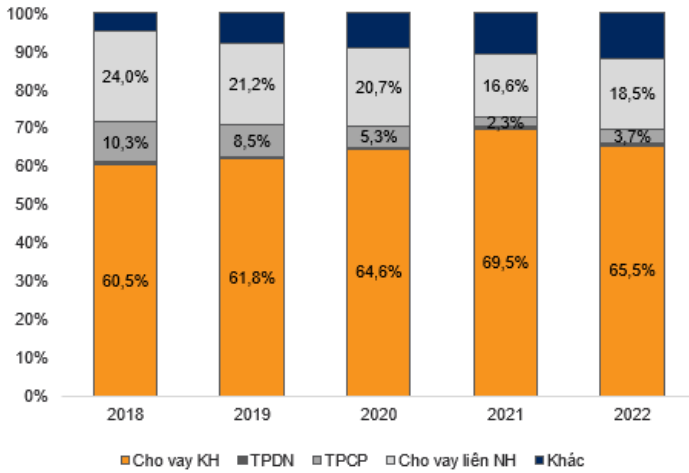
Ngoài ra, Thông tư 26/2022 cũng là một yếu tố quan trọng giúp hỗ trợ thanh khoản hệ thống, khi có ~50% tiền gửi KBNN có kỳ hạn tại các NHTM (ước tính khoảng hơn 150 nghìn tỷ đồng, dựa trên số liệu BCTC Q4/22), sẽ được tính vào phần dư địa cho vay.

### Dự báo KQKD VCB trong năm 2023: tăng trưởng bền vững nhờ chất lượng tài sản hàng đầu

#### Chất lượng tài sản đứng đầu trong toàn hệ thống

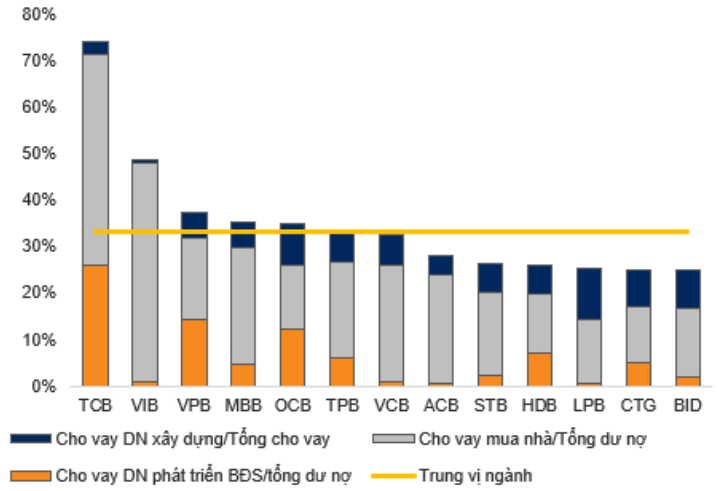
Trong khoảng thời gian Covid, VCB đã nâng tỷ trọng tổng dư nợ cho vay trong tổng tài sản sinh lãi (TS sinh lãi) của NH từ mức ổn định 60% lên 70% tại cuối 2021 để hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh dưới Nghị định 01 và 03. Tại cuối 2022, tỷ trọng các khoản nợ được tái cơ cấu của NH giảm mạnh xuống còn 0,1% tổng danh mục cho vay, kéo tỷ trọng cho vay khách hàng xuống 65,5%/ trong khi đó, % giá trị trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục duy trì ở mức thấp nhất trong tổng TS sinh lãi của ngân hàng (<1%). Tổng giá trị cho vay BĐS của NH (bao gồm cho vay mua nhà, cho vay DN phát triển BĐS và xây dựng) duy trì ổn định ở mức 30%, thấp hơn so với trung vị ngành (~33%). Cho giai đoạn 2023-25, chúng tôi cho rằng NH tiếp tục duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức xấp xỉ 350% - cao nhất trong hệ thống, thay vì mức 420% ở dự báo trước kia của chúng tôi.

**Hình 12: VCB sở hữu chất lượng TS hàng đầu với tỷ trọng cho vay liên NH cao**



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

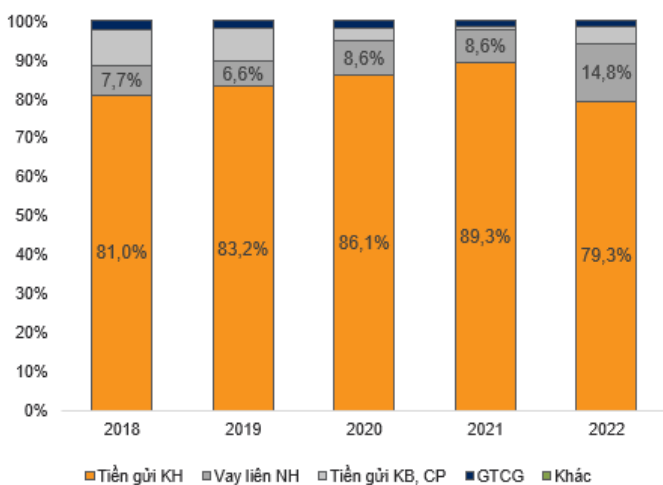
**Hình 13: Tỷ trọng cho vay BĐS duy trì ở dưới mức trung vị của hệ thống tại cuối 2022**



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

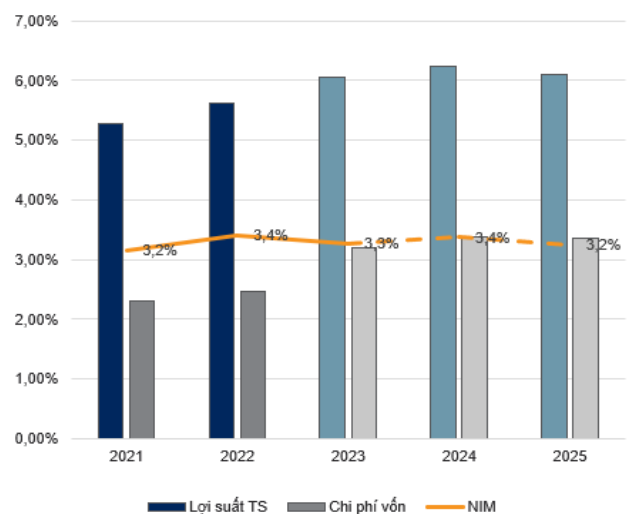
Tại cuối 2022, tổng TS chịu lãi của NH tăng 23% svck, chủ yếu nhờ tăng trưởng tiền gửi liên NH (+112% svck) và tiền gửi Kho bạc (+611% svck). Tại cuối 2022, tiền gửi KH đóng góp 79% tổng vốn của NH, giảm mạnh từ mức 89% tại cuối 2021. Chúng tôi cho rằng đây có thể là chiến lược trong ngắn hạn của NH để làm giảm áp lực tăng chi phí vốn trong nửa cuối năm 2022. Lưu ý là VCB đã đi sau trong các NH cùng quy mô trong việc tăng lãi suất tiền gửi. Cả năm 2022 chi phí vốn của VCB chỉ tăng nhẹ lên 16 điểm cb lên 2,45% - thấp nhất trong số các NH cùng quy mô. Chúng tôi tin rằng NH hoàn toàn đủ khả năng để duy trì mức chi phí vốn ở mức 3,2%/3,4%/3,4% trong giai đoạn 2023 – 25 nhờ nguồn vốn CASA dồi dào và chi phí vốn ở mức thấp.

**Hình 14: Giảm tỷ trọng tiền gửi KH để làm giảm áp lực môi trường tăng lãi suất**



\*GTTCG: giấy tờ có giá  
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

**Hình 15: Chúng tôi kỳ vọng NH có thể duy trì NIM ở mức 3,2% - 3,4% trong giai đoạn 2023-25**



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Tổng kết lại, chúng tôi dự báo VCB có thể đạt được mức tăng trưởng EPS bền vững ở 13%/10%/10% nhờ chi phí vốn và dự phòng thấp hơn trong tương lai.

### Kế hoạch tăng vốn trong năm 2023 tạo dư địa tăng trưởng cho vay

VCB công bố kế hoạch phát hành thêm 6,5% vốn điều lệ cho các NĐT tài chính trong năm 2023. Mức giá phát hành dự kiến sẽ không thấp hơn mức định giá hoặc mức giá đóng cửa trung bình 10 phiên giao dịch. NH dự kiến tỷ lệ CAR có thể cải thiện 2 – 2,5%, giúp NH đạt được mức tăng trưởng tín dụng cũng như thị phần cao hơn.

Hình 16: Điều chỉnh dự phóng thu nhập 2023-25 (tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
Thu nhập lãi thuần	53.198	57.336	64.019	59.776	67.451	71.926	12,4%	17,6%	12,4%	Chúng tôi điều chỉnh NIM từ 3,1% lên 3,3% trong 3 năm tới dựa trên nguồn vốn CASA dồi dào và chi phí thấp của NH
Thu nhập ngoài lãi	19.085	21.451	23.835	18.154	20.329	22.558	-4,9%	-5,2%	-5,4%	Thu nhập phí bị giảm phản ánh triển vọng bán hàng bancassurance thấp hơn trong tương lai
Tổng thu nhập HĐKD	72.283	78.787	87.853	77.930	87.779	94.484	7,8%	11,4%	7,5%	
Chi phí hoạt động	(22.046)	(23.794)	(26.268)	(24.335)	(27.147)	(28.937)	10,4%	14,1%	10,2%	Chi phí hoạt động tăng lên do chúng tôi cho rằng VCB sẽ duy trì tỷ lệ CIR ở mức hiện tại (31,2% so với 30,5% trước đó) và tăng trưởng từ tổng thu nhập HĐKD
Lợi nhuận trước dự phòng	50.237	54.993	61.585	53.595	60.632	65.547	6,7%	10,3%	6,4%	
Chi phí dự phòng	(14.420)	(14.132)	(14.388)	(11.531)	(14.274)	(14.532)	-20,0%	1,0%	1,0%	Chúng tôi cho rằng NH sẽ tiếp tục duy trì LLR ở mức xấp xỉ 350% - cao nhất trong hệ thống
Lợi nhuận trước thuế	35.816	40.861	47.197	42.064	46.358	51.014	17,4%	13,5%	8,1%	
Lợi nhuận sau thuế	28.663	32.700	37.771	33.657	37.093	40.819	17,4%	13,4%	8,1%	Thay đổi LNST dựa trên các điều chỉnh phía trên

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 17: Tóm tắt các chỉ tiêu trong báo cáo KQKD (dự phóng)

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng kép 2020-22	Tăng trưởng kép 2023-25
Thu nhập từ lãi	36.285	42.387	53.247	59.776	67.451	71.926	21,14%	9,69%
Thu nhập phí thuần	6.607	7.407	6.839	8.123	9.535	11.089	1,74%	16,84%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	3.906	4.375	5.768	6.057	6.360	6.678	21,52%	5,00%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	463	149	175	184	193	202	-38,56%	5,00%
Thu nhập khác	1.800	2.393	2.054	3.791	4.241	4.589	6,81%	10,02%
Tổng thu nhập hoạt động	49.063	56.711	68.083	77.930	87.779	94.484	17,80%	10,11%
% tăng trưởng	7,29%	15,59%	20,05%	14,46%	12,64%	7,64%		
Chi phí hoạt động	16.038	17.575	21.260	24.335	27.147	28.937	15,13%	9,05%
% tăng trưởng	1,40%	9,58%	20,97%	14,46%	11,56%	6,59%		
Lợi nhuận trước dự phòng	33.024	39.137	46.823	53.595	60.632	65.547	19,07%	10,59%
% tăng trưởng	10,40%	18,51%	19,64%	14,46%	13,13%	8,11%		
Chi phí dự phòng	9.975	11.761	9.464	11.531	14.274	14.532	-2,59%	12,26%
% tăng trưởng	46,89%	17,91%	-19,53%	21,84%	23,79%	1,81%		
Lợi nhuận trước thuế	23.050	27.376	37.359	42.064	46.358	51.014	27,31%	10,13%
% tăng trưởng	-0,32%	18,77%	36,47%	12,60%	10,21%	10,04%		
Lợi nhuận sau thuế	18.451	21.908	29.892	33.657	37.093	40.819	27,28%	10,13%
% tăng trưởng	-0,32%	18,74%	36,44%	12,60%	10,21%	10,04%		

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

**Hình 18: Một số các chỉ tiêu trong bảng cân đối kế toán (Dự phóng)**

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng kép 2020-22	Tăng trưởng kép 2023-25
Tài sản sinh lãi (không gồm dự phòng) "IEAs"	1.300.383	1.382.501	1.749.125	1.899.900	2.100.644	2.338.159	16,0%	10,9%
% tăng trưởng		6,3%	26,5%	8,6%	10,6%	11,3%		
Dự nợ cho vay	839.788	960.750	1.145.066	1.282.474	1.436.371	1.623.099	16,8%	12,5%
% tăng trưởng		14,4%	19,2%	12,0%	12,0%	13,0%		
Cho vay liên ngân hàng	267.970	225.395	313.592	297.912	312.808	328.448	8,2%	5,0%
% tăng trưởng		-15,9%	39,1%	-5,0%	5,0%	5,0%		
Đầu tư chứng khoán	159.485	173.546	197.753	217.528	239.281	263.209	11,4%	10,0%
% tăng trưởng		8,8%	13,9%	10,0%	10,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBL"	1.198.181	1.271.945	1.568.635	1.611.623	1.790.563	1.990.252	14,4%	11,1%
% tăng trưởng		6,2%	23,3%	2,7%	11,1%	11,2%		
Tiền gửi khách hàng	1.032.114	1.135.324	1.243.469	1.405.119	1.573.734	1.762.582	9,8%	12,0%
% tăng trưởng		10,0%	9,5%	13,0%	12,0%	12,0%		
Giấy tờ có giá	21.240	17.388	25.338	26.605	27.935	29.332	9,2%	5,0%
% tăng trưởng		-18,1%	45,7%	5,0%	5,0%	5,0%		
Tiền gửi từ các ngân hàng khác	103.584	109.758	232.511	139.507	146.482	153.806	49,8%	5,0%
% tăng trưởng		6,0%	111,8%	-40,0%	5,0%	5,0%		
Tiền vay NHNN	41.177	9.468	67.315	40.389	42.408	44.529	27,9%	5,0%
% tăng trưởng		-77,0%	611,0%	-40,0%	5,0%	5,0%		
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	67	8	3	3	4	4	-77,8%	5,0%
% tăng trưởng		-88,5%	-57,1%	5,0%	5,0%	5,0%		

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

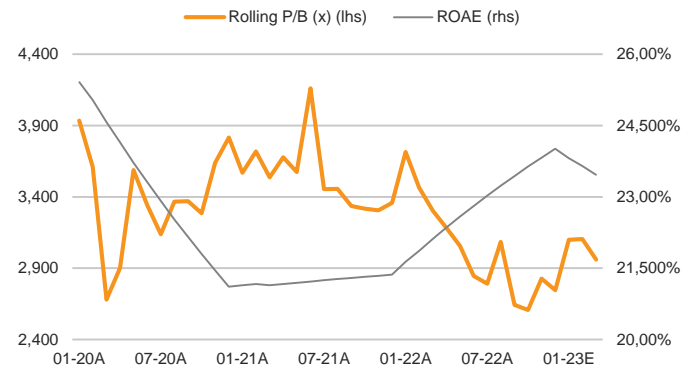
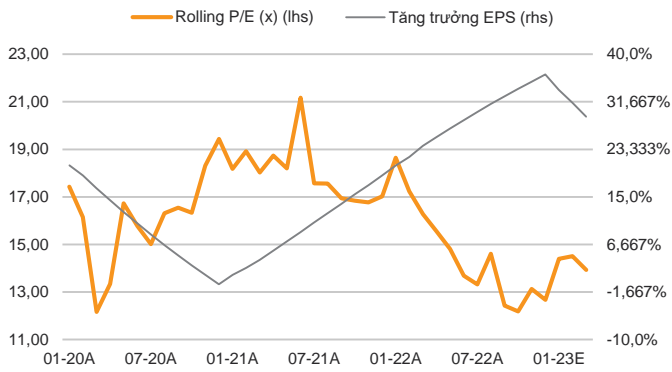
**Hình 19: Các chỉ tiêu dự báo chính trong 2023-25**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng cho vay	14,3%	14,4%	19,2%	12,0%	12,0%	13,0%
Tăng trưởng tiền gửi	11,2%	10,0%	9,5%	13,0%	12,0%	12,0%
NIM	2,92%	3,16%	3,40%	3,28%	3,37%	3,24%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	81,62%	79,74%	76,27%	81,62%	82,16%	83,42%
Tỷ lệ CAR	9,6%	9,6%	10,1%	9,9%	10,2%	10,3%
Tỷ lệ nợ xấu	0,74%	0,72%	0,62%	0,60%	0,67%	0,67%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	310%	374%	347%	356%	341%	343%
ROAA	1,45%	1,60%	1,85%	1,78%	1,79%	1,78%
ROAE	21,1%	21,4%	24,0%	22,1%	20,3%	18,9%

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>53.247</b>	<b>59.776</b>	<b>67.451</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>14.836</b>	<b>18.154</b>	<b>20.329</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>68.083</b>	<b>77.930</b>	<b>87.779</b>
Tổng chi phí hoạt động	(21.260)	(24.335)	(27.147)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>46.823</b>	<b>53.595</b>	<b>60.632</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(9.464)</b>	<b>(11.531)</b>	<b>(14.274)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>37.359</b>	<b>42.064</b>	<b>46.358</b>
Thuế	(7.446)	(8.384)	(9.240)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>29.912</b>	<b>33.680</b>	<b>37.118</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20)	(23)	(25)
<b>LN ròng</b>	<b>29.892</b>	<b>33.657</b>	<b>37.093</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>1.145.066</b>	<b>1.282.474</b>	<b>1.436.371</b>
Cho vay các ngân hàng khác	313.592	297.912	312.808
<b>Tổng cho vay</b>	<b>1.458.658</b>	<b>1.580.386</b>	<b>1.749.179</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	197.753	217.528	239.281
Các tài sản sinh lãi khác	92.714	101.986	112.184
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>1.749.125</b>	<b>1.899.900</b>	<b>2.100.644</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(24.861)</b>	<b>(27.298)</b>	<b>(32.744)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>1.120.287</b>	<b>1.255.267</b>	<b>1.403.726</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>1.724.264</b>	<b>1.872.603</b>	<b>2.067.900</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	18.349	19.927	22.005
Tổng đầu tư	2.194	2.382	2.631
Các tài sản khác	69.382	75.351	83.210
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>89.924</b>	<b>97.660</b>	<b>107.846</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.814.188</b>	<b>1.970.263</b>	<b>2.175.745</b>
Nợ khách hàng	1.243.469	1.405.119	1.573.734
Dư nợ tín dụng	25.338	26.605	27.935
Tài sản nợ chịu lãi	1.268.806	1.431.724	1.601.669
Tiền gửi	299.826	179.895	188.890
Tổng tiền gửi	1.568.632	1.611.620	1.790.559
Các khoản nợ lãi suất khác	3	3	4
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>1.568.635</b>	<b>1.611.623</b>	<b>1.790.563</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	107.564	191.747	186.425
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>107.564</b>	<b>191.747</b>	<b>186.425</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.676.200</b>	<b>1.803.370</b>	<b>1.976.988</b>
Vốn điều lệ và	47.325	47.325	47.325
Thặng dư vốn cổ phần	5.805	5.805	5.805
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	67.500	96.404	128.269
Các quỹ thuộc VCSH	17.270	17.270	17.270
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>137.900</b>	<b>166.804</b>	<b>198.669</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	89	89	89
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>137.989</b>	<b>166.893</b>	<b>198.758</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.814.188</b>	<b>1.970.263</b>	<b>2.175.745</b>

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	9,5%	13,0%	12,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	19,2%	12,0%	12,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	25,6%	12,3%	12,8%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	19,6%	14,5%	13,1%
Tăng trưởng LN ròng	36,4%	12,6%	10,2%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	27,1%	8,6%	10,4%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	6.316	7.112	7.838
BVPS (VND)	29.139	35.246	41.980
Cổ tức / cp (VND)	0	1.000	1.100
Tăng trưởng EPS	36,4%	12,6%	10,2%

**Các chỉ số chính**

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,4%	3,3%	3,4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(31,2%)	(31,2%)	(30,9%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,6%	0,6%	0,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,6%	0,6%	0,7%
LN/ TB cho vay	0,9%	1,0%	1,1%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	90,2%	89,6%	89,7%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	5,6%	6,1%	6,2%
Chi phí cho các quỹ	2,5%	3,2%	3,4%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,3%	3,2%	3,3%
ROAE	24,0%	22,1%	20,3%

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)

### Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: [thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn](mailto:thanh.nguyenphuong@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>