

NH TM Cổ phần Ngoại thương Việt Nam - VCB

Khả quan

Dự phòng vững chắc là động lực tăng trưởng

Giá mục tiêu (12T)
VND108.700

Tài chính | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:8 Giữ:9 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: 11,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng EPS 2023/24/25 thêm 3,1%/5,8%/4,1%
- Tăng giá mục tiêu thêm 19%

Khuyến nghị cũ	Trung lập
Giá mục tiêu cũ	VND91.000
Giá thị trường	VND93.300
Cao nhất 52 tuần (VND)	96.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62.000
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	59.622
Thị giá vốn (tỷ VND)	441.071
Free float	8%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	14,6
P/B hiện tại (x)	3,21

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Thanh

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

- Trong Q1/23, tổng thu nhập HĐKD của VCB đạt 18.517 tỷ đồng (+10,7% svck) chủ yếu nhờ tín dụng tăng 14% svck.
- Tuy nhiên, LN ròng Q1/23 ghi nhận mức tăng 13% svck, chủ yếu nhờ chi phí tín dụng thấp hơn, đóng góp 27% dự phòng cả năm của chúng tôi.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan do giảm giả định chi phí tín dụng từ 1-1,1% xuống 0,7-0,8% trong 2023-25.

LN ròng Q1/23 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ chi phí dự phòng thấp hơn

Trong Q1/23, tổng thu nhập HĐKD của VCB đạt ~18,5 nghìn tỷ đồng (+11% svck) trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 14% và NIM giảm 22 điểm cơ bản svck. Tại cuối Q1/23, tín dụng của VCB tăng 2,5% sv đầu năm – hơi nhỉnh hơn sv mức tăng 2,1% của cả ngành, phù hợp với hạn mức tín dụng được nhận (9,6%). NIM giảm 22 điểm cơ bản khi NH liên tục giảm lãi suất cho vay để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Về mặt chi phí, chi phí tín dụng của VCB giảm 22 điểm svck xuống 0,7%, giúp LN ròng của NH đạt ~9 nghìn tỷ đồng (+13% svck), vượt trội hơn sv mức tăng 6% tổng của 25 NH niêm yết.

Hầu hết các chỉ số tài chính đều vượt trội so với ngành

Tỷ lệ nợ xấu của VCB giữ nguyên ở mức 0,8% tại cuối Q1/23, trong khi tỷ lệ nợ xấu của toàn ngành tăng lên 1,9% tại cuối Q1/23 từ mức 1,4% tại cuối Q1/22. Nợ nhóm 2 của NH tăng mạnh 66,5% svck trước tình hình kinh tế tăng trưởng chậm lại, nhưng vẫn thấp hơn sv mức tăng của cả ngành (110%). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VCB đi ngược xu thế ngành khi cải thiện nhẹ từ 317% tại cuối năm 2022 lên mức 321% cuối Q1/23. Trong khi đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của top 15 NH niêm yết giảm xuống 130% từ 150% tại cuối 2022. Trong Q1/23, CIR của NH tăng nhẹ lên 28,5% từ 27% trong Q1/22, nhưng vẫn thấp hơn nhiều sv mức trung bình ngành (33%).

Chúng tôi nâng dự phóng EPS lên 3,1%/5,8%/4,1% trong 2023-25

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép LN ròng của VCB đạt mức 13,3% trong 2023-25. Chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng tín dụng từ 12% xuống 10% để phản ánh nhu cầu tín dụng yếu hơn. Tại cuối T4/23 tăng trưởng tín dụng toàn ngành chỉ đạt 3% svck, thấp hơn nhiều sv mức tăng 6% tại cuối Q1/22. Chúng tôi hạ dự phóng chi phí tín dụng từ 1%/1,1%/1,1% xuống 0,8%/0,8%/0,7% trong 2023-25 do NH đã quản lý chặt chẽ chất lượng tài sản, kể cả trong tình hình khó khăn tại thời điểm hiện tại và TT02/23 mới được ban hành sẽ giúp giảm bớt áp lực chi phí dự phòng cho các NHTM. Tóm lại, chúng tôi dự báo EPS của VCB sẽ tăng 16,1%/13,0%/8,3% trong 2023-25.

Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 108.700đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 108.700đ/cp và khuyến nghị lên Khả quan do chúng tôi nâng dự báo EPS 3-6% trong 2023-25, chủ yếu từ điều chỉnh chi phí tín dụng thấp hơn và P/B mục tiêu 3,3 lần từ 3,0 lần trước đây – cũng là mức trung bình 5 năm nhờ kết quả kinh doanh vượt trội sv ngành và chất lượng tài sản hàng đầu. Rủi ro tăng giá là mức giá phát hành riêng lẻ cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do hoạt động ngành BĐS tăng trưởng chậm lại.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	42.400	53.246	58.883	65.534
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,4%	3,2%	3,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	56.724	68.083	77.037	85.465
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(11.761)	(9.464)	(9.619)	(10.014)
LN ròng (tỷ)	21.919	29.899	34.704	39.231
Tăng trưởng LN ròng	18,8%	36,4%	16,1%	13,0%
EPS điều chỉnh	4.632	6.318	7.333	8.290
BVPS	23.038	28.644	34.972	42.157
ROAE	21,6%	24,4%	23,1%	21,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự phòng vững chắc là động lực tăng trưởng

Định giá: nâng định giá lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 108.700đ/cp

Chúng tôi nâng định giá mục tiêu dựa trên dự phóng EPS cao hơn cho 2023-25 chủ yếu do điều chỉnh chi phí dự phòng và mức P/B mục tiêu cao hơn đạt 3,3 lần. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi tăng lên 108.700đ/cp (trước đó là 91.000đ/cp), vẫn dựa trên tỷ trọng ngang nhau giữa hai phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 12%; tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/B mục tiêu 3,3 lần cho giá trị sổ sách năm 2023. Chúng tôi nâng P/B mục tiêu từ 3,0 lần trước đó lên mức trung bình 5 năm là 3,3 lần khi VCB cho thấy kết quả vượt trội so với các NH khác trong bối cảnh khó khăn vĩ mô hiện tại về cả tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng tài sản.

Tại giá hiện tại, VCB đang giao dịch tại mức P/B 2,7 lần cho giá trị sổ sách 2023, cao hơn so với mức trung bình P/B 2023 của ngành ngân hàng. VCB luôn giao dịch ở mức cao hơn so với các NH trong khu vực, với lợi thế đầu ngành, kết quả kinh doanh vượt trội và tỷ lệ free float giới hạn. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan do chúng tôi ưa thích chất lượng tài sản hàng đầu của VCB và danh mục cho vay lành mạnh. Rủi ro tăng giá là mức giá phát hành riêng lẻ cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do hoạt động ngành BĐS tăng trưởng chậm lại.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng 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%
Phản bù rủi ro	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Chi phí vốn chủ sở hữu	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Tăng trưởng dài hạn (tỷ đồng)						4,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	135.558					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	68.803					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	286.715					
Giá trị vốn chủ sở hữu	491.075					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4.733					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	103.766					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	103.766	51.883
Hệ số P/B (3,3 lần cho năm 2023)	50%	113.661	56.830
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			108.713

Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn) 108.700

Nguồn: VNDIRECT Research

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

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	28.100	36.200	8,0	1,1	0,9	7,2	6,0	16,7%	16,2%	16,9%	1,0%	1,2%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	30.000	42.000	5,5	0,8	0,6	4,2	3,7	17,0%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%
VPBank	VPB VN	Khả quan	19.350	25.700	10,8	1,2	1,0	7,5	6,1	25,4%	16,3%	17,0%	2,5%	2,7%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	18.600	29.300	4,7	0,9	0,7	4,4	3,8	19,5%	22,5%	21,0%	2,4%	2,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	23.900	31.000	5,9	1,0	0,8	5,2	4,4	16,7%	20,2%	19,6%	2,1%	2,2%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.100	30.000	5,8	1,5	1,2	5,5	4,8	2,3%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
HD Bank	HDB VN	Khả quan	18.650	25.000	5,9	1,3	1,0	5,4	5,2	11,9%	24,5%	23,2%	2,1%	2,2%
NH Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	21.100	27.000	5,1	1,4	1,2	4,7	4,7	8,4%	32,0%	29,3%	2,5%	2,6%
Trung bình						1,1	0,9	5,5	4,8	14,7%	22,2%	21,0%	2,3%	2,4%
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	93.300	108.700	18,4	2,7	2,2	12,7	11,3	19,2%	23,1%	21,5%	1,8%	1,9%

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

KQKD Q1/23: chi phí dự phòng thấp hơn là động lực tăng chính

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q1/23 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q1/23	Q1/22	svck %	Q4/22	sv quý trước %	Dự báo cũ năm 2022	% dự báo cũ VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	14.203	11.976	18,6%	14.809	-4,1%	59.776	23,8%	
Thu nhập ngoài lãi	4.314	4.758	-9,3%	3.853	12,0%	18.154	23,8%	
Tổng thu nhập HKKD	18.517	16.733	10,7%	18.663	-0,8%	77.930	23,8%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Chi phí hoạt động	(5.274)	(4.509)	17,0%	(4.565)	15,5%	(24.335)	21,7%	Thấp hơn một chút sv dự báo của chúng tôi khi NH đã thành công trong việc điều chỉnh tỷ lệ CIR xuống 28,5% so với mức dự phóng 31%.
Lợi nhuận trước dự phòng	13.243	12.224	8,3%	14.098	-6,1%	53.595	24,7%	
Chi phí dự phòng	(2.022)	(2.274)	-11,1%	(1.679)	20,4%	(11.531)	17,5%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi do NH giảm chi phí tín dụng về mức 0,7% sv mức dự phóng 1%.
Lợi nhuận trước thuế	11.221	9.950	12,8%	12.419	-9,6%	42.064	26,7%	
LN ròng	8.986	7.962	12,9%	9.928	-9,5%	33.680	26,7%	Phù hợp 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	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HKKD	75,3%	72,2%	64,3%	86,0%	78,7%	72,5%	71,6%	80,1%	81,7%	79,4%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HKKD	24,7%	27,8%	35,7%	14,0%	21,3%	27,5%	28,4%	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%	26,9%	36,4%	38,1%	24,5%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	76,1%	74,6%	79,3%	82,0%	77,9%	78,5%	82,7%	80,9%	82,6%	77,3%
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%	504,4%	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%

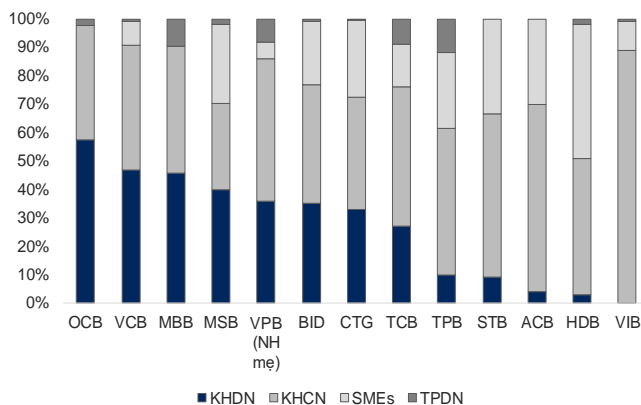
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Dự phóng KQKD VCB 2023-25: chúng tôi tăng dự phóng EPS 3,1%/5,8%/4,1% trong 3 năm tới

Tăng trưởng tín dụng thấp hơn nhưng vẫn vượt trội hơn so với ngành

Cuối Q1/23, VCB đạt mức tăng trưởng tín dụng 2,5% sv đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng 9,1% trong Q1/22 nhưng vẫn cao hơn so với mức tăng 2,1% của cả ngành. Chúng tôi nhận thấy các NH với tỷ trọng cho vay doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn sv các NH khác về tăng trưởng cho vay (BID, MBB). Trong khi đó, các NH với tỷ trọng cho vay bán lẻ cao (ACB, VIB) ghi nhận mức tăng trưởng cho vay chậm chạp hơn, thậm chí là âm, như đã được đề cập trong báo cáo của chúng tôi [KQKD Q1/23: khó khăn dần hiện hữu](#). Chúng tôi tin rằng xu hướng này được tạo bởi doanh nghiệp đang trong tình thế cần thanh khoản để tiếp tục duy trì vốn lưu động và tái cấp tài chính. Trong khi đó, lãi cho vay neo tại thời điểm hiện tại vẫn chưa đủ hấp dẫn khách hàng cá nhân mở khoản vay, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng chậm lại. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng trưởng tín dụng 2023 của VCB từ 12% về 10% để phản ánh nhu cầu tín dụng suy yếu. Tại cuối T4/23, tăng trưởng tín dụng toàn ngành chỉ đạt mức ~3% sv đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng 6% tại cuối Q1/22.

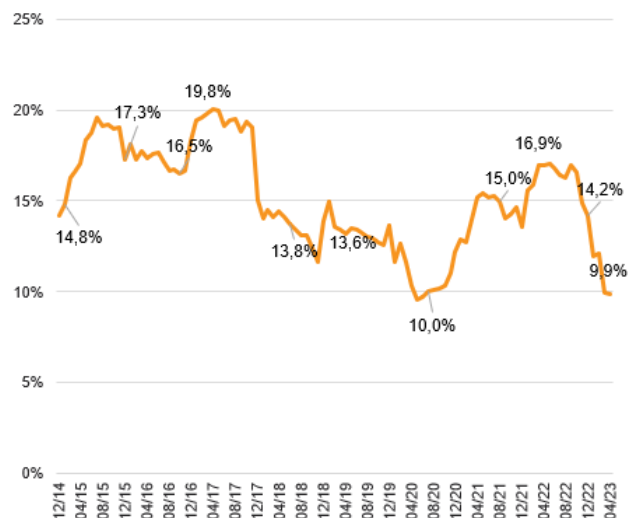
Hình 6: Cơ cấu tín dụng theo khách hàng tại cuối năm 2022



SMEs: Doanh nghiệp vừa và nhỏ

Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng tiếp tục duy trì ở mức thấp



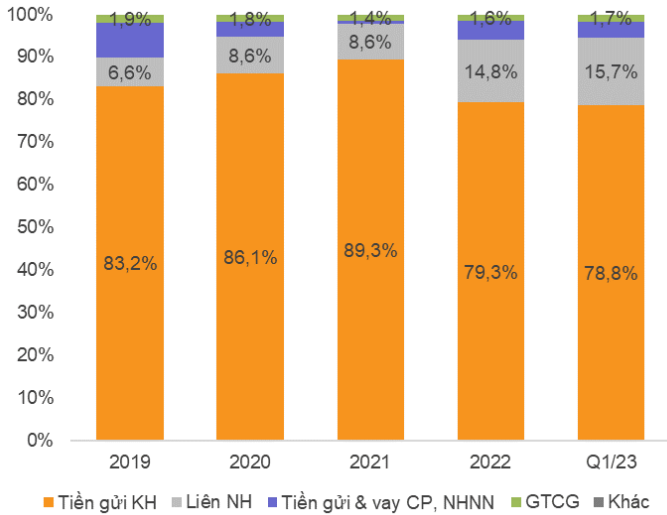
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

NIM suy giảm svck chủ yếu do các chính sách hỗ trợ lãi vay

Trong Q1/23, chi phí tín dụng của VCB tăng 1,1% svck dưới áp lực môi trường lãi suất tăng. Trong khi đó, lợi suất tài sản chỉ tăng 0,7% do VCB liên tục thực hiện các chính sách giảm lãi hỗ trợ khách hàng bắt đầu từ 2023. Cụ thể, NH đã triển khai chương trình lãi suất ưu đãi với mức giảm 0,5% hàng năm cho các khoản vay hiện hữu và vay mới trong giai đoạn từ đầu T1/23 đến cuối T4/23. Theo đó, NIM giảm 22 điểm cơ bản svck xuống 3,2% trong Q1/23. Đối với dự phóng 2023, chúng tôi kỳ vọng NH có thể duy trì NIM ở mức hiện tại nhờ (1) 2 lần giảm lãi suất điều hành trong 2 tháng gần đây của NHNN, (2) tỷ trọng cao hơn từ tiền gửi liên NH trong cơ cấu vốn và (3) giảm áp lực căng thẳng LDR nhờ điều chỉnh cách tính từ TT26/22 giúp làm giảm chi phí vốn, giảm bớt tác

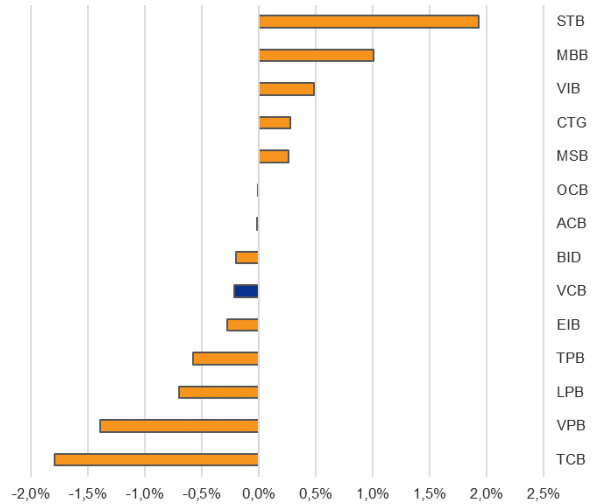
động từ việc giảm lãi cho vay để hỗ trợ khách hàng khó khăn. VCB cũng là một trong 4 NHTM chính yếu tham gia gói cho vay nhà ở xã hội quy mô 120 nghìn tỷ đồng. Về mặt CASA, tại cuối Q1/23, CASA của NH suy giảm nhẹ 6% svck về mức 30% - chung bối cảnh với ngành.

Hình 8: NH tăng tỷ trọng tiền gửi liên NH trong cơ cấu vốn để giảm bớt áp lực từ môi trường lãi suất tiền gửi tăng cao



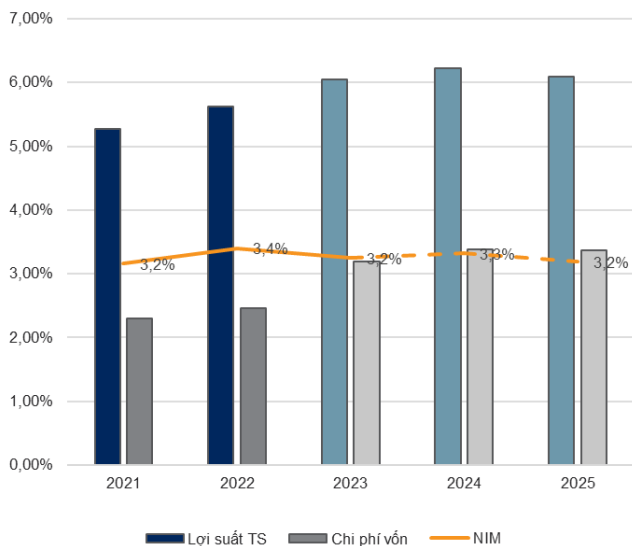
Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: VCB ghi nhận mức giảm 22 điểm cơ bản NIM trong Q1/23, chủ yếu do việc giảm lãi vay để hỗ trợ khách hàng



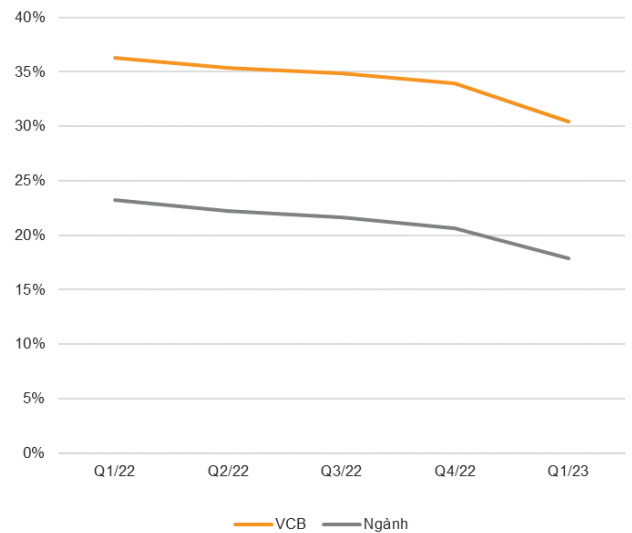
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Chúng tôi tin rằng NIM của NH suy giảm nhẹ xuống 3,2% do các chính sách giảm lãi liên tục gần đây



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: CASA của NH giảm nhẹ svck, chung bối cảnh với cả ngành



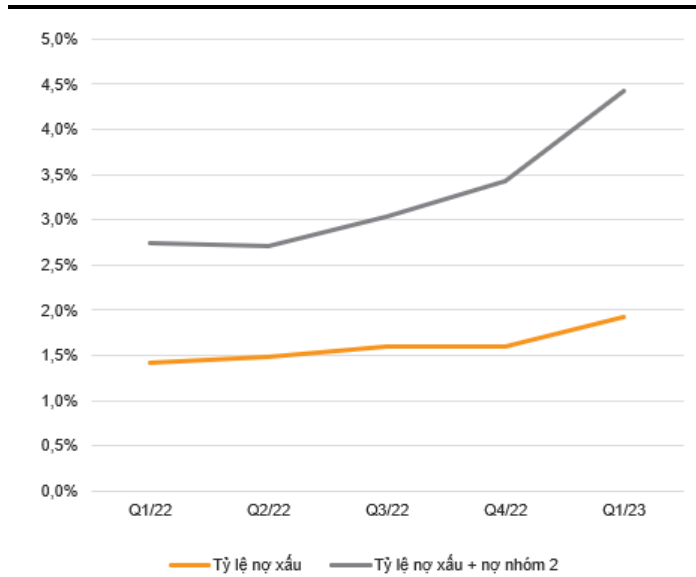
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Bộ đệm dự phòng vững chắc để thúc đẩy tăng trưởng LN ròng

Chúng tôi dự phóng LN ròng đạt mức tăng trưởng kép 13,3% trong giai đoạn 2023-25. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí tín dụng từ 1,0%/1,1%/1,0% xuống 0,8%/0,8%/0,7% trong 2023-25 khi NH đã thành công trong việc quản lý chất lượng dư nợ, kể cả trong tình hình vĩ mô khó khăn hiện tại. Tỷ lệ nợ xấu của VCB duy trì svck ở mức 0,8% tại cuối Q1/23, trong khi tổng nợ xấu 25 NH

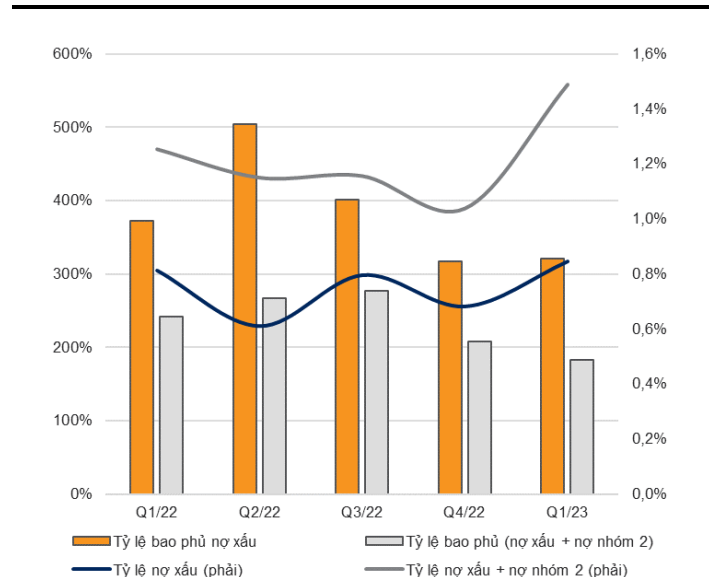
niêm yết lớn nhất tăng lên 1,9% tại cuối Q1/23 từ 1,4% tại cuối Q1/22. Nợ nhóm 2 của VCB tăng mạnh 66,5% svck trước tác động bối cảnh kinh tế khó khăn chung, nhưng vẫn thấp hơn sv mức tăng của 25 NH niêm yết lớn nhất (110%). Về tỷ lệ bao phủ nợ xấu, VCB đi ngược dòng khi nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu lên 321% từ 317% cuối năm 2022. Bên cạnh đó, TT02/23 mới được ban hành hướng dẫn các tổ chức tín dụng (TCTD) xem xét và tái cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ cho các khách hàng gặp khó khăn đã giúp làm giảm áp lực dự phòng cho các NHTM. Áp lực này sẽ được giảm bớt khi các NH có thể sắp xếp chi phí dự phòng của mình trong thời hạn 2 năm hiệu lực (2023 & 2024).

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của 25 NHTM niêm yết lớn nhất tăng mạnh trong Q1/23



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu của VCB tại cuối Q1/23 duy trì svck, nợ nhóm 2 của NH cũng chỉ tăng 66,5% svck (sv mức tăng 110% của ngành)



Nguồn: VCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Thông tư 02/2023 hướng dẫn các TCTD xem xét và tái cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ cho các khách hàng gặp khó khăn

Thông tư 02/2023 hướng dẫn TCTD xem xét và tái cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ cho khách hàng gặp khó khăn

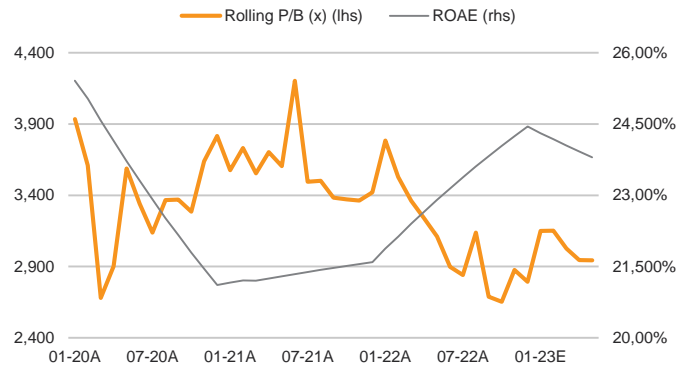
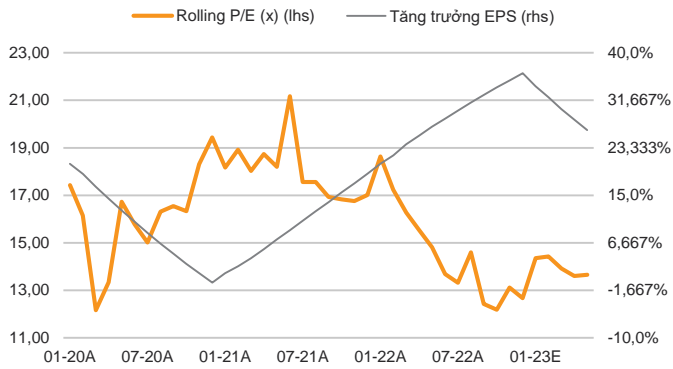
- Khoản nợ có số dư nợ gốc và lãi từ ngày Thông tư có hiệu lực đến hết 30/06/2024
 - Khách hàng được xác định không có khả năng trả nợ đúng hạn do doanh thu sụt giảm nhưng có khả năng trả nợ đầy đủ theo lịch được cơ cấu lại
 - Số dư khoản nợ được cơ cấu lại không quá hạn đến 10 ngày
 - Mục đích của khoản vay được tái cơ cấu không bị giới hạn
- 1. Điều kiện**
- (1) Duy trì phân loại nhóm nợ cho cả các khoản nợ gốc/lãi tái cơ cấu trong thời gian hiệu lực.
 - (2) Trích lập dự phòng rủi ro:
 - A: nếu trích lập thông thường
 - B: nếu trích lập theo cách giữ nguyên nhóm nợ
 - C: Số tiền trích lập bổ sung = A - B
 - Số cần trích lập thêm được chia ra
- 2. Phương pháp ghi nhận**
- Tới 31/12/2023: cần trích tối thiểu 50% C
 - Tới 31/12/2024: trích hết 100% C

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng 2023-25 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
Thu nhập lãi thuần	59.776	67.451	71.926	58.883	65.534	69.848	-1,5%	-2,8%	-2,9%	Thu nhập lãi thuần thấp hơn chủ yếu do điều chỉnh tăng trưởng cho vay của VCB từ 12% xuống 10% để phản ánh nhu cầu tín dụng yếu hơn
Thu nhập ngoài lãi	18.154	20.329	22.558	18.154	19.931	21.843	0,0%	-2,0%	-3,2%	Thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ để phản ánh hoạt động thu hồi nợ xấu yếu hơn trước tình hình kinh tế tăng trưởng chậm lại
Tổng thu nhập HĐKD	77.930	87.779	94.484	77.037	85.465	91.692	-1,1%	-2,6%	-3,0%	
Chi phí hoạt động	(24.335)	(27.147)	(28.937)	(24.045)	(26.420)	(28.069)	-1,2%	-2,7%	-3,0%	
Lợi nhuận trước dự phòng	53.595	60.632	65.547	52.992	59.045	63.623	-1,1%	-2,6%	-2,9%	
Chi phí dự phòng	(11.531)	(14.274)	(14.532)	(9.619)	(10.014)	(10.517)	-16,6%	-29,8%	-27,6%	Chúng tôi điều chỉnh chi phí tín dụng từ 1-1,1% xuống 0,7%-0,8% trước kỳ vọng VCB sẽ duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức ~300% trong 2023-25
Lợi nhuận trước thuế	42.064	46.358	51.014	43.373	49.032	53.106	3,1%	5,8%	4,1%	
Lợi nhuận ròng	33.657	37.093	40.819	34.704	39.231	42.491	3,1%	5,8%	4,1%	Thay đổi LN ròng dựa trên các điều chỉnh phía trên

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	53.246	58.883	65.534
Thu nhập lãi suất ròng	14.836	18.154	19.931
Tổng lợi nhuận hoạt động	68.083	77.037	85.465
Tổng chi phí hoạt động	(21.251)	(24.045)	(26.420)
LN trước dự phòng	46.832	52.992	59.045
Tổng trích lập dự phòng	(9.464)	(9.619)	(10.014)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	37.368	43.373	49.032
Thuế	(7.449)	(8.646)	(9.774)
Lợi nhuận sau thuế	29.919	34.727	39.258
Lợi ích cổ đông thiểu số	(20)	(23)	(26)
LN ròng	29.899	34.704	39.231

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	1.145.066	1.259.573	1.410.722
Cho vay các ngân hàng khác	313.637	297.956	312.853
Tổng cho vay	1.458.704	1.557.528	1.723.575
Chứng khoán - Tổng cộng	197.753	217.528	239.281
Các tài sản sinh lãi khác	92.714	101.986	112.184
Tổng các tài sản sinh lãi	1.749.171	1.877.042	2.075.040
Tổng dự phòng	(24.861)	(27.275)	(30.622)
Tổng cho vay khách hàng	1.120.287	1.232.389	1.380.200
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.724.310	1.849.767	2.044.418
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	18.349	19.684	21.755
Tổng đầu tư	2.194	2.353	2.601
Các tài sản khác	68.964	73.981	81.766
Tổng tài sản không sinh lãi	89.506	96.018	106.122
Tổng tài sản	1.813.815	1.945.785	2.150.540
Nợ khách hàng	1.243.468	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
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.568.635	1.611.623	1.790.563
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	109.534	168.566	160.380
Tổng nợ không lãi suất	109.534	168.566	160.380
Tổng nợ	1.678.169	1.780.189	1.950.942
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	60.733	90.684	124.685
Các quỹ thuộc VCSH	21.694	21.694	21.694
Vốn chủ sở hữu	135.558	165.508	199.510
Lợi ích cổ đông thiểu số	88	88	88
Tổng vốn chủ sở hữu	135.646	165.596	199.598
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.813.815	1.945.785	2.150.540

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	9,5%	13,0%	12,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	19,2%	10,0%	12,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	25,6%	10,6%	11,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	19,6%	13,2%	11,4%
Tăng trưởng LN ròng	36,4%	16,1%	13,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	27,1%	7,3%	10,5%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	6.318	7.333	8.290
BVPS (VND)	28.644	34.972	42.157
Cổ tức / cp (VND)	0	1.000	1.100
Tăng trưởng EPS	36,4%	16,1%	13,0%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,4%	3,2%	3,3%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(31,2%)	(31,2%)	(30,9%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,6%	0,6%	0,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,6%	0,6%	0,6%
LN/ TB cho vay	0,9%	0,8%	0,8%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	90,2%	88,0%	88,1%
Biên lợi và độ đàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	5,6%	6,0%	6,2%
Chi phí cho các quỹ	2,5%	3,2%	3,4%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,3%	3,1%	3,2%
ROAE	24,4%	23,1%	21,5%

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.

Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: 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

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