

## NGÂN HÀNG TMCP QUỐC TẾ (VIB) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND49.900	<b>Giá mục tiêu</b> VND45.300	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 0,00%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Tài chính
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	---------------------------------	---------------------------

Ngày 02/04/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung Lập

Consensus\*: Mua:2 Giữ:0 Bán:2

Giá mục tiêu/Consensus: 25,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng giá mục tiêu 29,4% lên 45.300đ/cp

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	49.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.250
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	28.585tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	53.694
Free float (%)	77,8%
P/E trượt (x)	10,9
P/B hiện tại (x)	3,08

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Đặng Bảo Ngọc**

ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Giá tiệm cận mức hợp lý

- Ngân hàng đặt mục tiêu LNTT đạt 7.510 tỉ đồng (+29,4% svck) và tăng trưởng tín dụng đạt 31% năm 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng CAGR EPS đạt 18,9% trong 2021-23 nhờ mở rộng mảng bán lẻ thúc đẩy tăng NII, CIR và chi phí tín dụng cải thiện.
- Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 1 năm là 45.300đồng.

### Kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021

Theo ĐHCĐ thường niên ngày 24/03, VIB đặt kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2021 là 7.510 tỷ đồng (+29,4% svck) và tăng trưởng tín dụng là 31% svck. Ngân hàng kế hoạch tăng vốn chủ điều lệ bằng (i) chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 40% chủ yếu từ nguồn lợi nhuận giữ lại, và hoàn thành trước cuối Q3/21; và (ii) phát hành thêm 3% cổ phiếu theo hình thức công khai hoặc riêng lẻ sau đó. Phần vốn tăng thêm này được sử dụng tăng cường cấp tín dụng. VIB đặt mục tiêu kiểm soát tỷ lệ nợ xấu (NPL) dưới 3% trong năm 2021.

### Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 18,9% trong giai đoạn 2021-23F

Chúng tôi kỳ vọng CAGR NII đạt 26,3% dựa trên 23,5% tăng trưởng kép dư nợ cho vay và NIM tăng 15 điểm cơ bản (đcb); đồng thời CAGR thu nhập ngoài lãi đạt 17,6% nhờ CAGR NFI đạt 19%. Chúng tôi dự báo CIR ở mức 40% (so với 39,8% năm 2020). Chi phí tín dụng ở mức 0,67-1% (sv mức 0,56-0,64% năm 2019/20), giúp duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 2%. Năm 2021, chúng tôi dự báo tín dụng ngân hàng VIB sẽ tăng 26% svck cùng với NIM tăng 10đcb sẽ giúp NII tăng 31,8% svck; NFI được kỳ vọng tăng 22% svck sẽ giúp non-Il tăng 20,1% svck; cùng với ở mức 40% và chi phí tín dụng ở mức 0,67%, lợi nhuận ròng dự báo tăng 27,6% svck trong năm 2021.

### Chúng tôi vẫn ưa thích VIB vì triển vọng đầu tư dài hạn

VIB là một trong những ngân hàng có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn cao nhất ngành mặc dù thị phần cho vay khiêm tốn là 2,8% và thị phần huy động là 2,4% vào cuối năm 2020. Ngân hàng có khả năng đạt tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ qua các năm (31,2% svck trong 2020 và 31% svck trong 2021), nhờ các sản phẩm cho vay chuyên về bán lẻ, đặc biệt là cho vay thế chấp và mua ô tô. Chúng tôi thấy bancassurance là động lực chính giúp Non-Il tăng trưởng kép 17,6% trong giai đoạn 2021-23. Cuối cùng, chúng tôi tin rằng ngân hàng có mức vốn tự duy trì, dựa trên sự kết hợp giữa ROE và tăng trưởng.

### Duy trì khuyến nghị Trung Lập, nâng mức giá mục tiêu lên 45.300đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương giữa định giá thu nhập thặng dư (COE:14%; LTG:3%) và P/BV mục tiêu 2021 đạt 2,0 lần. VIB đang giao dịch ở mức P/BV 2021 2,2 lần nhờ ngân hàng có mức tăng trưởng lợi nhuận và ROE/ROA cao hơn sv các ngân hàng khác. Vì vậy, chúng tôi áp dụng P/BV mục tiêu 2021 đạt 2,0 lần cho VIB. Tiềm năng tăng giá là tín dụng và NIM tăng cao hơn dự báo. Rủi ro giảm giá là mức nợ xấu cao hơn dự báo.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	6.213	8.496	11.202	14.464
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,9%	4,0%	4,1%	4,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	8.152	11.216	14.469	18.335
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(633)	(950)	(1.281)	(1.839)
LN ròng (tỷ)	3.266	4.641	5.920	7.329
Tăng trưởng LN ròng	48,9%	42,1%	27,6%	23,8%
EPS điều chỉnh	3.473	4.572	5.286	6.545
BVPS	14.527	16.200	21.536	28.143
ROAE	27,1%	29,6%	28,3%	26,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## GIÁ TIỆM CẬN MỨC HỢP LÝ

### Luận điểm đầu tư: Chúng tôi vẫn thích VIB vì triển vọng đầu tư dài hạn

- VIB là một trong những ngân hàng có lợi nhuận trên vốn cao nhất ngành mặc dù thị phần cho vay khiêm tốn là 2,8% và thị phần huy động là 2,4% vào cuối năm 2020.
- Ngân hàng có khả năng đạt tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ qua các năm (31,2% svck trong 2020 và 31% svck trong 2021), nhờ các sản phẩm cho vay chuyên về bán lẻ, đặc biệt cho vay thế chấp và mua ô tô.
- Chúng tôi thấy bancassurance là động lực chính giúp Non-Il tăng trưởng kép 17,6% trong giai đoạn 2021-23F.
- Chúng tôi tin rằng ngân hàng có mức vốn tự duy trì, dựa trên sự kết hợp giữa ROE và tăng trưởng.

Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 45.300 đồng. Định giá của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư (COE: 14%; LTG: 3,0%) và P/BV mục tiêu 2021 đạt 2,0 lần, tỷ trọng tương đương.

So sánh giữa các ngân hàng, chúng tôi chọn các ngân hàng có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận cao, khả năng sinh lời cao và các chỉ số tài chính tương tự như VIB. Chúng tôi dự báo VIB đạt ROE 28%/27% trong năm 2021/22, cao hơn mức trung bình ROE của các ngân hàng trong cùng ngành là 18%/19%. VIB đang giao dịch ở mức P/BV 2021 2,2 lần, cao hơn mức trung bình P/BV 2021 của các ngân hàng cùng ngành là 1,7 lần. Chúng tôi cho rằng VIB xứng đáng giao dịch ở mức P/BV 2021 2,0 lần do khả năng sinh lời cao hơn. Do đó, chúng tôi áp dụng P/BV mục tiêu 2021 đạt 2,0 lần đối với định giá P/BV của chúng tôi.

Hình 1: Giá mục tiêu của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cp)	Đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	47.580	23.790
Hệ số P/B (2,0 lần cho năm 2021)	50%	43.072	21.536
Giá mục tiêu (VND/cp)			45.326
<b>Giá mục tiêu (VND/cp, làm tròn)</b>			<b>45.300</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Các giả định của phương pháp thu nhập thặng dư

Giả định chính	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%

(tỷ VND)

Giá trị sổ sách đầu kỳ	17.972
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	12.665
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	22.149
Giá trị vốn chủ sở hữu	52.785
Số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)	1.109,4
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	<b>47.580</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam

Ngân hàng	Mã CK	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
			(VND)	(VND)	(US\$m)	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F	%	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F
Vietcombank	VCB VN	KHẢ QUAN	94.800	111.400	14.962	3,18	2,65	19,72	16,62	22,9%	20,7%	20,5%	1,6%	1,7%
Techcombank	TCB VN	KHẢ QUAN	40.400	40.400	6.025	1,59	1,36	10,73	9,20	18,5%	16,0%	15,9%	2,8%	2,8%
VPBank	VPB VN	KHẢ QUAN	44.650	44.300	4.664	1,60	1,30	8,70	7,40	19,5%	19,3%	19,0%	2,5%	2,6%
MBBank	MBB VN	KHẢ QUAN	28.150	35.900	3.353	1,40	1,10	7,60	6,30	21,4%	19,4%	20,6%	1,9%	2,1%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	KHẢ QUAN	33.300	35.400	3.063	1,59	1,33	8,48	7,13	17,2%	20,5%	19,8%	1,8%	1,8%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	TRUNG LẬP	17.350	15.900	793	1,0	0,8	7,4	6,0	19,0%	13,80%	14,90%	0,8%	0,9%
<b>Trung bình</b>						<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>10,4</b>	<b>8,8</b>	<b>19,8%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,0%</b>
<b>NH TMCP Quốc tế Việt Nam</b>	<b>VIB VN</b>	<b>TRUNG LẬP</b>	<b>48.400</b>	<b>45.300</b>	<b>2.285</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>9,2</b>	<b>7,4</b>	<b>18,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>26,6%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,8%</b>

GIÁ TẠI NGÀY 31 THÁNG 03 2021

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Kết quả kinh doanh 2020 tốt hơn dự báo của chúng tôi

Hình 4: Tóm tắt KQKD 2020 (tỷ đồng)

FYE (Tỷ đồng)	Q4/20	Q4/19	%svck	Q3/20	%sv quý trước	FY20	FY19	%svck	% dự báo 2020 của VND	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	2.561	1.677	52,7%	2.233	14,7%	8.496	6.213	36,7%	106,0%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	808	605	33,6%	798	1,3%	2.719	1.939	40,3%	120,2%	Cao hơn dự báo của chúng tôi, do thu nhập phí ròng đạt mức tăng trưởng cao hơn và năm 2020, VIB ghi nhận lãi thuần về thu nhập từ ngoại hối so với mức ghi nhận lỗ trong năm 2019.
Tổng thu nhập HĐ	3.370	2.282	47,6%	3.031	11,2%	11.216	8.152	37,6%	109,2%	
Chi phí HĐ	(1.303)	(1.002)	30,1%	(1.125)	15,9%	(4.465)	(3.437)	29,9%	102,2%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
LN trước dự phòng	2.066	1.281	61,3%	1.906	8,4%	6.751	4.715	43,2%	114,3%	
Chi phí dự phòng	(290)	(114)	155,0%	(238)	21,7%	(950)	(633)	50,1%	101,7%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
LN trước thuế	1.776	1.167	52,2%	1.668	6,5%	5.801	4.082	42,1%	116,6%	
LN ròng	1.421	934	52,1%	1.335	6,4%	4.641	3.266	42,1%	116,6%	Cao hơn dự báo của chúng tôi do tổng thu nhập hoạt động đạt mức tăng trưởng cao hơn kỳ vọng.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Các chỉ số tài chính theo quý

Các chỉ số chính	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
TN lãi thuần/Tổng thu nhập HĐ	84,1%	83,1%	85,7%	68,2%	80,8%	78,6%	73,3%	73,5%	79,6%	74,5%	73,7%	76,0%
TN ngoài lãi/Tổng thu nhập HĐ	15,9%	16,9%	14,3%	31,8%	19,2%	21,4%	26,7%	26,5%	20,4%	25,5%	26,3%	24,0%
NIM (dự phóng cả năm)	3,3%	3,7%	3,8%	3,8%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,1%	4,0%
Tỷ lệ chi phí thu nhập (CIR)	51,0%	48,7%	47,7%	44,2%	43,6%	41,6%	41,5%	42,2%	45,5%	42,3%	40,3%	38,4%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	2,5%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,0%	2,0%	2,2%	2,4%	2,1%	0,0%
Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	46,0%	53,2%	46,6%	36,2%	40,3%	42,3%	49,9%	50,7%	47,3%	49,8%	48,3%	0,0%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%
ROA (12 tháng gần nhất)	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%
ROE (12 tháng gần nhất)	15,9%	19,2%	21,5%	22,7%	23,9%	25,6%	28,0%	27,5%	27,6%	27,6%	28,9%	30,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Mảng bán lẻ tiếp tục thúc đẩy mở rộng hoạt động tín dụng của VIB**

Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam (VIB) ghi nhận năm 2020 dư nợ cho vay khách hàng tăng 31,2% svck, tương đương mức tăng năm 2019 là 34,4% svck, nhờ hoạt động cho vay cá nhân tăng 33,7% svck, chiếm 82,8% tổng dư nợ cho vay khách hàng vào cuối năm 2020 (so với mức 81,3% ghi nhận cuối năm 2019). Thị phần tín dụng của VIB đã tiếp tục cải thiện đạt 2,8% tại cuối năm 2020 (cuối 6T20: 2,5%; cuối 2017: 2%). Trước ảnh hưởng của dịch Covid-19, ngân hàng đã chủ động đưa ra các gói kích thích tín dụng áp dụng đối với các khoản vay hiện hành và mới. Cụ thể, khách hàng hiện hữu có thể nhận được ưu đãi với lãi vay giảm lên đến 2%/năm; đối với các khoản giải ngân mới trị giá 140 nghìn tỷ đồng (83% tổng dư nợ cuối năm 2020) lãi suất cho vay có thể giảm thấp hơn mức năm 2019 lên tới 1,2%/năm.

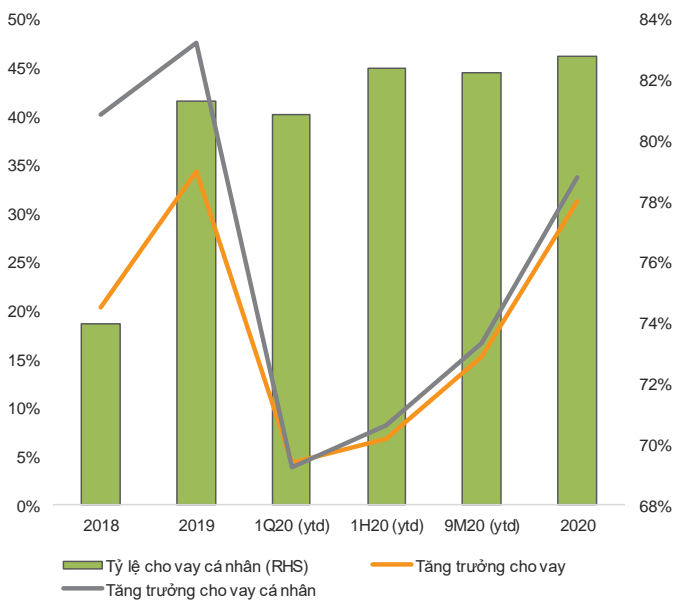
**NIM tăng nhờ chi phí vốn cải thiện**

Biên lãi suất (NIM) tăng 11 điểm cơ bản svck, đạt mức cao nhất là 4,04% năm 2020 nhờ chi phí vốn giảm 63 điểm cơ bản bù vào cho mức lợi suất tài sản giảm 47 điểm cơ bản.

Lợi suất tài sản giảm xuống 8,3% năm 2020 từ mức 8,8% năm 2019 do việc giảm lãi suất cho vay và miễn/giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ các khách hàng chịu ảnh hưởng của dịch Covid-19. Cụ thể, VIB đã tái cơ cấu lại khoản vay giá trị 3.400 tỷ đồng (2% dư nợ cuối năm 2020). Lãi suất cho vay dành cho khách hàng hiện hữu có thể được giảm lên tới 2%/năm và lãi suất cho vay dành cho khoản cho vay mới trị giá 140 nghìn tỷ đồng (83% tổng dư nợ cuối năm 2020) được giảm xuống thấp hơn mức năm 2019 có thể lên tới 1,2%/năm.

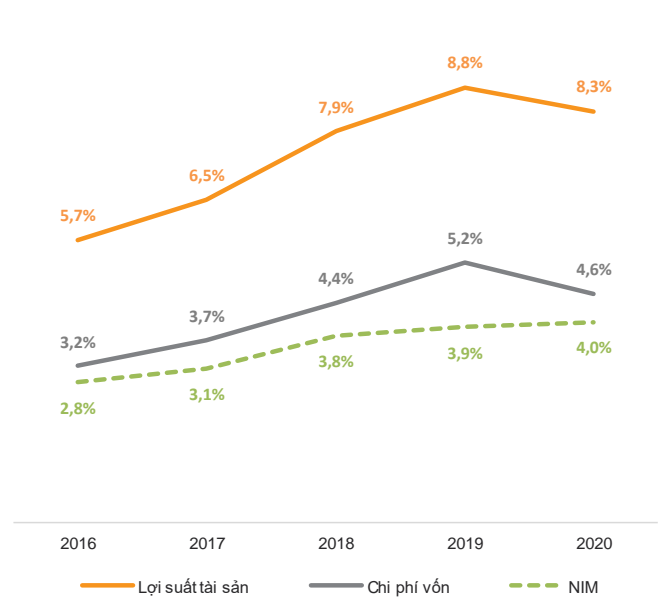
Trong khi đó, chi phí vốn giảm xuống 4,6% năm 2020 từ 5,2% năm 2019 chủ yếu do lãi suất huy động giảm trong bối cảnh lãi suất điều hành giảm 3 lần. Lãi suất huy động ngắn hạn của VIB giảm mạnh lên tới 160 điểm cơ bản vào cuối tháng 12/2020 kể từ đợt cắt giảm lãi suất điều hành đầu tiên vào tháng 3/2020. Trong khi đó, việc tối ưu hóa nguồn vốn liên ngân hàng với chi phí vốn rẻ hơn, chiếm 19,2% nguồn huy động vốn cuối năm 2020 sv mức 16,3% cuối năm 2019 (cuối Q1/20: 19,3%, cuối Q2/20: 18,7%, cuối Q3/20: 13,3%) cũng góp phần giúp chi phí vốn cải thiện năm 2020.

**Hình 6: Tăng trưởng cho vay mạnh mẽ nhờ mở rộng mảng bán lẻ**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 7: NIM tiếp tục cải thiện và đạt mức cao nhất năm 2020**

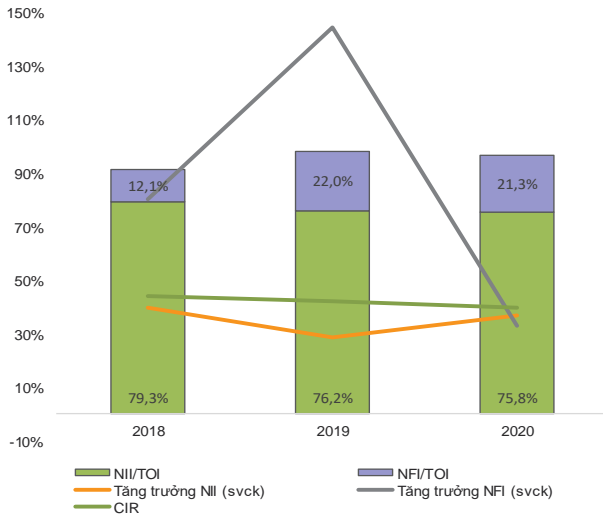


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Thu nhập phí ròng (NFI) duy trì đóng góp lớn cho tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong hai năm qua

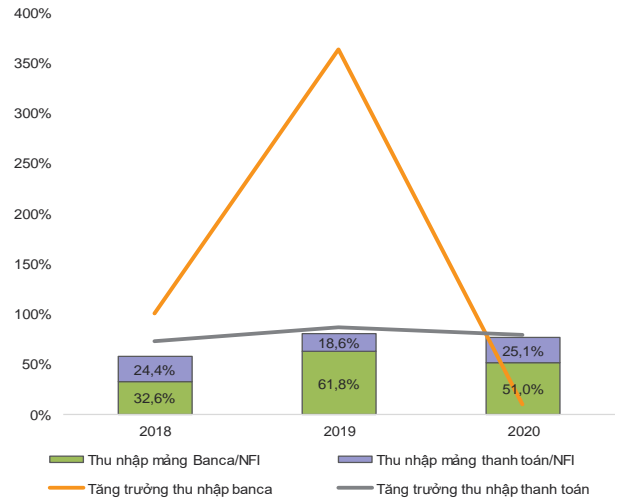
NFI tăng 32,9% svck đạt 2.389 tỷ đồng chủ yếu đến từ thu nhập từ các hoạt động thanh toán (tăng 79,1% svck) và thu nhập từ phí hoa hồng dịch vụ banca (tăng 9,5% svck). Thu nhập từ phí hoa hồng tăng 9,5% svck và đạt 1.217 tỷ đồng, chiếm 51% NFI năm 2020, thấp hơn so với mức tăng 363,4% và mức đóng góp tỷ trọng 61,8% năm 2019. Trong khi đó, thu nhập từ các hoạt động thanh toán tăng 79,1% svck trong năm 2020 (2019: 86,3% svck, 2018: 73% svck), đóng góp 18,6% vào NFI.

Hình 8: Tăng trưởng NFI giảm do...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: ... tăng trưởng thu nhập mảng banca giảm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Nợ xấu có phần cải thiện

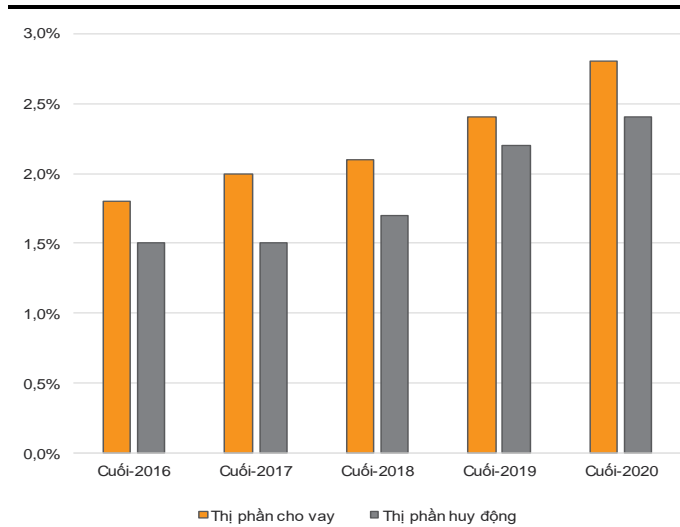
Theo VIB, tỉ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng giảm còn 1,46% cuối năm 2020, so với mức 1,96% cuối năm 2019. VIB tăng chi phí dự phòng 50,1% svck năm 2020 và tỷ lệ xóa nợ lên 0,32%, giúp cải thiện chất lượng tài sản. Đồng thời, VIB đã tái cơ cấu nợ cho hơn 2.500 khách hàng với tổng giá trị là 3.400 tỷ đồng (2% tổng dư nợ khách hàng cuối năm 2020).

### Triển vọng 2021-2022

#### Mục tiêu đầy tự tin cho năm 2021

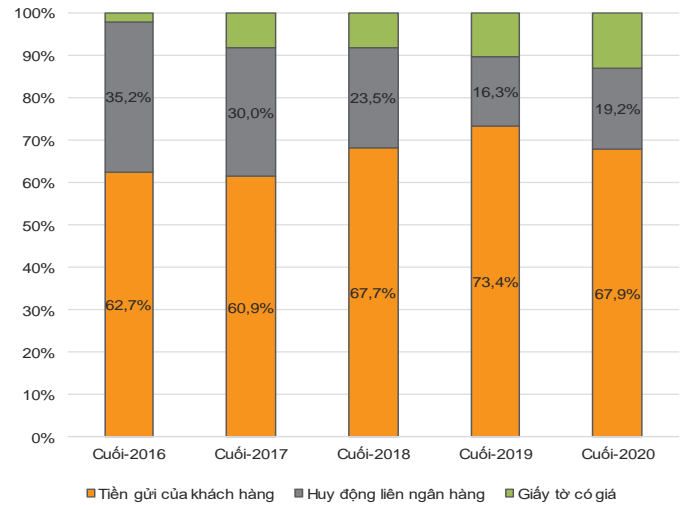
VIB đưa ra kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2021 tăng 29,4% svck (2020: +42,1% svck) dựa trên dự kiến tín dụng tăng 31% svck và tiếp tục tập trung vào mở rộng cho vay hoạt động bán lẻ. Thứ nhất, năng lực của VIB trong việc mở rộng thị phần cho vay đồng thời giữ chất lượng tài sản được kiểm soát ngay cả trong bối cảnh đại dịch năm 2020 khiến kế hoạch thúc đẩy tín dụng trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi vào năm 2021F có thể đạt được. Thị phần tín dụng của VIB đã cải thiện lên 2,8% vào cuối năm 2020 từ 2,4% vào cuối năm 2019 (cuối năm 2018: 2,1%). Thứ hai, lợi suất tài sản tăng nhờ thâm nhập cho vay bán lẻ và cơ cấu chi phí vốn linh hoạt hứa hẹn VIB sẽ duy trì NIM cao. Cho vay bán lẻ chiếm 83% dư nợ cho vay cuối năm 2020 từ 81,3% cuối năm 2019 (cuối năm 2018: 74%). Trong khi VIB nâng tỷ trọng huy động nguồn tiền gửi từ khách hàng trong nguồn vốn lên đến 70%, giúp nguồn vốn duy trì ổn định, đồng thời VIB tiếp tục tận dụng nguồn vốn liên ngân hàng với chi phí vốn rẻ hơn. Cuối cùng, VIB có khả năng huy động đủ nguồn vốn để phục vụ mở rộng tín dụng. VIB đã thành công trong việc huy động tiền gửi từ khách hàng với thị phần tăng lên 2,4% vào cuối năm 2020 từ 2,2% cuối năm 2019 (cuối năm 2018: 1,7%); và VIB kế hoạch tăng vốn điều lệ dựa trên hình thức 40% cổ tức bằng cổ phiếu chủ yếu đến từ lợi nhuận giữ lại và thực hiện trước khi kết thúc Q3/21, nguồn vốn này chủ yếu phục vụ tăng cường cấp tín dụng.

Hình 10: VIB cải thiện thị phần tín dụng và tiền gửi qua các năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Cấu trúc vốn linh hoạt giúp tối đa hóa chi phí sử dụng vốn và duy trì nguồn vốn ổn định



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

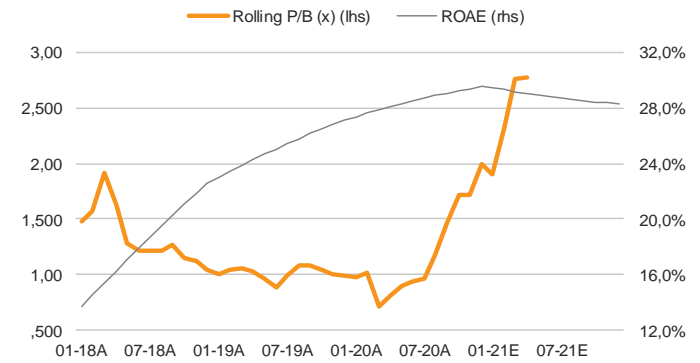
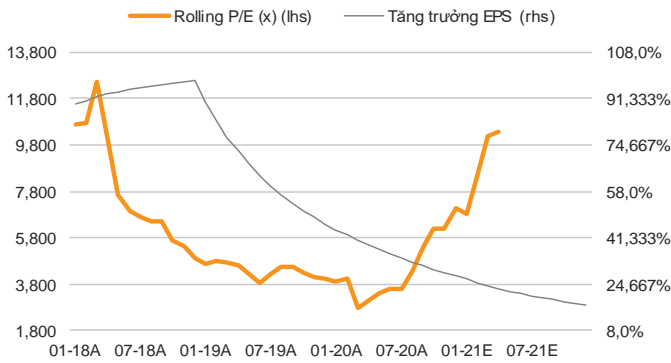
### Dự báo Lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng kép 18,9% trong 2021-23

Hình 12: Dự báo kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F Nhận xét
<b>Thu nhập lãi thuần (NII)</b>	<b>8.496</b>	<b>11.202</b>	<b>14.464</b>	<b>17.876</b>
% tăng trưởng	36,7%	31,8%	29,1%	23,6%
<b>Thu nhập ngoài lãi (Non-II)</b>	<b>2.719</b>	<b>3.267</b>	<b>3.871</b>	<b>4.521</b>
% tăng trưởng	40,3%	20,1%	18,5%	16,8%
<b>Tổng thu nhập hoạt động (TOI)</b>	<b>11.216</b>	<b>14.469</b>	<b>18.335</b>	<b>22.397</b>
% tăng trưởng	37,6%	29,0%	26,7%	22,2%
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(4.465)</b>	<b>(5.787)</b>	<b>(7.334)</b>	<b>(8.959)</b>
% tăng trưởng	29,9%	29,6%	26,7%	22,2%
<b>Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)</b>	<b>6.751</b>	<b>8.681</b>	<b>11.001</b>	<b>13.438</b>
% tăng trưởng	43,2%	28,6%	26,7%	22,2%
<b>Chi phí dự phòng</b>	<b>(950)</b>	<b>(1.281)</b>	<b>(1.839)</b>	<b>(2.968)</b>
% PPOP	14,1%	14,8%	16,7%	22,1%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>5.801</b>	<b>7.400</b>	<b>9.162</b>	<b>10.470</b>
% tăng trưởng	42,1%	27,6%	23,8%	14,3%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>4.641</b>	<b>5.920</b>	<b>7.329</b>	<b>8.376</b>
% tăng trưởng	42,1%	27,6%	23,8%	14,3%
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	1.017	1.109	1.109	1.109
EPS (VND/cp)	4.572	5.286	6.545	7.479

Nguồn: VNDIRECT RESOURCE, BÁO CÁO CÔNG TY

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>8.496</b>	<b>11.202</b>	<b>14.464</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>2.719</b>	<b>3.267</b>	<b>3.871</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>11.216</b>	<b>14.469</b>	<b>18.335</b>
Tổng chi phí hoạt động	(4.465)	(5.787)	(7.334)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>6.751</b>	<b>8.681</b>	<b>11.001</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(950)</b>	<b>(1.281)</b>	<b>(1.839)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.801</b>	<b>7.400</b>	<b>9.162</b>
Thuế	(1.160)	(1.480)	(1.833)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>4.641</b>	<b>5.920</b>	<b>7.329</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>4.641</b>	<b>5.920</b>	<b>7.329</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>169.520</b>	<b>213.595</b>	<b>266.994</b>
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>169.520</b>	<b>213.595</b>	<b>266.994</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	41.466	49.753	58.702
Các tài sản sinh lãi khác	28.984	37.896	49.556
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>239.970</b>	<b>301.244</b>	<b>375.253</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(1.817)</b>	<b>(2.486)</b>	<b>(3.409)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>167.798</b>	<b>211.358</b>	<b>263.879</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>238.154</b>	<b>298.757</b>	<b>371.843</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	1.422	1.507	1.598
Tổng đầu tư	74	78	83
Các tài sản khác	5.052	5.355	5.677
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>6.548</b>	<b>6.941</b>	<b>7.357</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>244.701</b>	<b>305.698</b>	<b>379.201</b>
Nợ khách hàng	150.360	187.951	231.179
Dư nợ tín dụng	28.559	35.699	44.623
Tài sản nợ chịu lãi	178.919	223.649	275.802
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	178.919	223.649	275.802
Các khoản nợ lãi suất khác	42.486	53.105	66.379
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>221.406</b>	<b>276.754</b>	<b>342.182</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	5.324	5.052	5.798
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>5.324</b>	<b>5.052</b>	<b>5.798</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>226.729</b>	<b>281.806</b>	<b>347.979</b>
Vốn điều lệ và	11.094	11.094	11.094
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	5.624	11.544	18.873
Các quỹ thuộc VCSH	1.254	1.254	1.254
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.972</b>	<b>23.892</b>	<b>31.221</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.972</b>	<b>23.892</b>	<b>31.221</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>244.701</b>	<b>305.698</b>	<b>379.201</b>

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	22,9%	25,0%	23,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	31,2%	26,0%	25,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	36,7%	31,8%	29,1%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	43,2%	28,6%	26,7%
Tăng trưởng LN ròng	42,1%	27,6%	23,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	33,2%	25,4%	24,5%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.563	5.336	6.607
BVPS (VND)	16.200	21.536	28.143
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	27,5%	16,9%	23,8%

**Các chỉ số chính**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,3%</b>
<b>Tỷ lệ chi phí thu nhập</b>	<b>(39,8%)</b>	<b>(40,0%)</b>	<b>(40,0%)</b>
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,5%	1,7%	1,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,5%	1,7%	1,7%
LN/ TB cho vay	0,6%	0,7%	0,8%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	10,1%	10,2%	10,4%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	94,7%	95,5%	96,8%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,3%	8,3%	8,4%
Chi phí cho các quỹ	4,6%	4,5%	4,5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,0%	4,1%	4,2%
ROAE	29,6%	28,3%	26,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	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 Phân tích**

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

### **Nguyễn Đặng Bảo Ngọc – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.nguyendang@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>