

**NH TM Cổ phần Công Thương Việt Nam - CTG**

**Khả quan**

**Tài sản vững chắc để vượt qua giai đoạn khó khăn**

Giá mục tiêu (12M)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND35.900

Consensus\*: Mua:5 Giữ:4 Bán:0

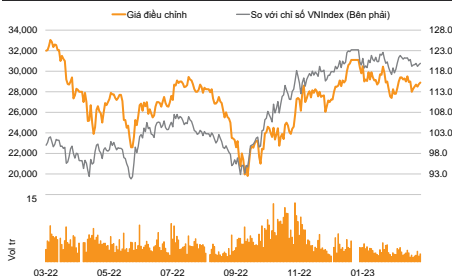
Giá mục tiêu / Consensus: 7.0%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Tăng EPS 2023/24 thêm 2,7%/7,9%
- Tăng giá mục tiêu thêm 4%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND34.400
Giá thị trường	VND28.900
Cao nhất 52 tuần (VND)	33.050
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	73.356
Thị giá vốn (tỷ VND)	138.165
Free float	15%
Tỷ suất cổ tức	0.00%
P/E trượt (x)	8,21
P/B hiện tại (x)	1,29

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

NHNN Việt Nam	64,5%
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BTMU)	19,7%
Khác	15,8%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Thị Phương Thanh**

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

- LN ròng năm 2022 đạt 16.908 tỷ đồng nhờ tăng trưởng mạnh từ thu nhập ngoài lãi, hoàn thành 102% dự báo của chúng tôi
- Chúng tôi kỳ vọng EPS 2023-24 tăng 11%/21% svck, cao hơn so với dự báo trước đó do chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng tín dụng và NIM
- Giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn ở mức 35.900đ/cp do chúng tôi tăng dự báo EPS 2023-24 lần lượt 2,7%/7,9%

**LN ròng 2022 tăng trưởng vững chắc nhờ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi**

LN ròng năm 2022 tăng 20% svck nhờ tăng trưởng cho vay đạt 12,7% svck và tăng trưởng thu nhập ngoài lãi ấn tượng. Tại cuối Q4/22, tăng trưởng tín dụng đạt 12,1% svck, thấp hơn so với mức 15,4% của cả ngành. Thông tư (TT) 26 được ban hành cuối năm giúp hạ tỷ lệ LDR của NH từ 82% (theo TT 22) xuống 79%, tạo tiền đề cho tăng trưởng tín dụng năm 2023. Trong khi đó, NIM 2022 duy trì svck nhờ NH nâng lợi suất tài sản bù cho mức tăng từ chi phí vốn. Thu nhập ngoài lãi tăng mạnh 46,5% svck nhờ bắt đầu ghi nhận khoản phí trả trước từ thương vụ bảo hiểm độc quyền với Manulife và thu hồi nợ xử lý rủi ro (5,4 nghìn tỷ: +65% svck).

**Chất lượng tài sản tiếp tục là ưu tiên hàng đầu trong năm 2023**

CTG công bố một phần kế hoạch kinh doanh 2023 trong buổi Gặp mặt NĐT Q4/22. Mặc dù phần lớn các chỉ tiêu chính vẫn đang chờ phê duyệt từ NHNN, BLE khá tự tin với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 10-12% và tăng trưởng LN ròng 10-15% cho năm 2023. Tuy nhiên, kiểm soát chất lượng tài sản vẫn là ưu tiên hàng đầu của CTG trước những biến đổi khó lường của thị trường vĩ mô trong nước và quốc tế. Theo đó, CTG đã xây dựng các kịch bản chất lượng nợ, chủ động phân loại nợ và trích lập dự phòng một cách phù hợp. Nợ nhóm 2 tăng 2,5 lần svck, khiến tỷ trọng nhóm này trên tổng dư nợ tăng từ 1,1% lên 2,4% tại cuối năm 2022.

**Chúng tôi dự phóng EPS 2023-24 tăng 11%/21% svck nhờ NIM ổn định**

Mặc dù tăng trưởng tín dụng CTG chỉ đạt 1,6% svck tại cuối T2/23, chúng tôi tin rằng NH có thể đạt được mức tăng trưởng tín dụng vững chắc tại 10% cho năm 2023, khi mà các chính sách hạ lãi suất cho vay thời gian gần đây sẽ hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, bắt đầu từ Q2/23. Chúng tôi cũng nâng dự báo NIM giữ nguyên tại mức 3% sv dự báo trước đây là 3,0%/2,8% trong năm 2023-24 nhờ các chiến lược chủ động của NH. Về chi phí, chúng tôi tăng chi phí tín dụng của CTG từ 1,7%/1,45% lên mức 1,8%/1,5% để phản ánh quan điểm thận trọng của NH về chất lượng tài sản. Tổng kết, chúng tôi kỳ vọng EPS của CTG tăng 11%/21% trong 2023-2024, 2,7%/7,9% cao hơn so với dự báo trước đó.

**Giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn ở mức 35.900đ/cp**

Như đã đề cập đến trong BC ngành [Chất lượng tài sản là điều kiện tiên quyết](#), chúng tôi cho rằng chất lượng TS là bức tranh chính cho nửa đầu năm 2023. Do đó, CTG là một trong những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi với danh mục cho vay đa dạng và tỷ trọng tín dụng BĐS ở mức thấp. Chúng tôi giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn ở mức 35.900đ/cp dựa trên dự phóng tăng trưởng cho vay cao hơn và P/B mục tiêu 1,3 lần cho năm 2023.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	41,788	47,930	51,836	53,858
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	53,157	64,580	69,334	72,986
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(18,382)	(24,163)	(24,094)	(22,086)
LN ròng (tỷ)	14,089	16,908	18,743	22,647
Tăng trưởng LN ròng	2.7%	20.0%	10.9%	20.8%
EPS điều chỉnh	2,189	2,627	2,912	3,519
BVPS	19,343	22,382	25,782	29,894
ROAE	15.9%	16.9%	16.2%	16.9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tài sản vững chắc để vượt qua giai đoạn khó khăn

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư và P/B để định giá CTG với tỷ trọng ngang nhau. Chúng tôi tăng giá mục tiêu từ 34.400đ lên 35.900đ dựa trên dự phóng cho vay cao hơn và P/B mục tiêu 1,3 lần cho giá trị sổ sách năm 2023. Tại mức giá hiện tại, CTG đang giao dịch tại mức P/B dự phóng 1,1 lần cho năm 2023, thấp hơn so với trung bình 5 năm của NH là 1,3 lần. Rủi ro giảm giá tiềm ẩn bao gồm chi phí tín dụng cao hơn so với dự kiến. Tăng trưởng mạnh từ thu nhập phí vượt quá dự báo của chúng tôi là một yếu tố đánh giá lại cổ phiếu.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

Giá 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	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						4,0%
(tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	107.561					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	22.410					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	47.540					
Giá trị vốn chủ sở hữu	177.511					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	4.806					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	36.937					

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%	36.937	18.469
Hệ số P/B (1,2 lần cho năm 2023)	50%	34.805	17.403
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			35.871
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)</b>			<b>35.900</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 27/03/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đ)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm (%)	ROE (%)		ROA (%)	
						2023	2024	2023	2024		2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Trung lập	91.000	91.000	17,4	2,6	2,2	12,8	11,6	10,1%	22,1%	20,3%	1,8%	1,8%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	26.500	44.000	4,1	0,7	0,6	3,7	3,3	17,0%	19,9%	18,7%	3,5%	3,5%
VPBank	VPB VN	Khả quan	21.250	25.700	5,1	1,3	1,1	8,2	6,7	25,4%	16,3%	17,0%	2,5%	2,7%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.950	29.300	3,4	0,9	0,7	4,2	3,7	19,5%	22,5%	21,0%	2,4%	2,4%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	21.900	31.000	1,6	0,9	0,7	4,8	4,0	16,7%	20,2%	19,6%	2,1%	2,2%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.450	30.000	3,6	1,4	1,1	5,6	5,7	4,6%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
Trung bình						1,3	1,1	6,6	5,8	15,6%	21,2%	19,8%	2,5%	2,5%
<b>VietinBank</b>	<b>CTG VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>28.750</b>	<b>35.900</b>	<b>4,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,1</b>	<b>21,7%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

**Tóm tắt KQKD năm 2022: phù hợp với dự báo của chúng tôi**

**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	2023	% svck	Dự báo		Nhận xét
									năm 2022	% dự báo VNDIRECT	
Thu nhập lãi	12.848	10.396	23,6%	12.924	-0,6%	47.930	41.788	14,7%	47.439	101%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi Cao hơn so với dự báo của chúng tôi nhờ hoạt động thu từ nợ xấu đạt kết quả tốt
Thu nhập ngoài lãi	4.398	3.491	26,0%	4.401	-0,1%	16.650	11.360	46,6%	15.334	109%	
Tổng thu nhập HKKD	17.245	13.887	24,2%	17.324	-0,5%	64.580	53.149	21,5%	62.774	103%	
Chi phí hoạt động	(6.363)	(5.832)	9,1%	(4.847)	31,3%	(19.304)	(17.178)	12,4%	(20.088)	96%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước dự phòng	10.882	8.055	35,1%	12.477	-12,8%	45.277	35.970	25,9%	42.686	106%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi khi NH tiếp cận cẩn thận với chi phí dự phòng: chi phí tín dụng tăng lên 2% so với mức dự báo của chúng tôi là 1,85%
Chi phí dự phòng	(5.533)	(4.377)	26,4%	(8.321)	-33,5%	(24.163)	(18.382)	31,5%	(22.016)	110%	
Lợi nhuận trước thuế	5.349	3.678	45,4%	4.157	28,7%	21.113	17.589	20,0%	20.671	102%	
Lợi nhuận ròng	4.260	2.921	45,9%	3.338	27,6%	16.908	14.092	20,0%	16.557	102%	

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

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

Các chỉ số chính	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q2/23	Q4/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HKKD	78,2%	78,9%	78,5%	82,4%	77,2%	80,6%	74,9%	72,1%	75,4%	74,6%	74,5%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HKKD	21,8%	21,1%	21,5%	17,6%	22,8%	19,4%	25,1%	27,9%	24,6%	25,4%	25,5%
NIM (dự phòng cả năm)	2,61%	3,00%	3,27%	3,28%	3,20%	2,79%	2,88%	2,62%	2,95%	3,10%	3,00%
Cho vay / Tiền gửi (Thông tư 36)	87,3%	84,9%	86,5%	85,9%	85,2%	83,5%	83,1%	83,6%	83,5%	83,1%	79,7%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,7%	1,9%	0,9%	0,9%	1,3%	1,7%	1,3%	1,2%	1,3%	1,4%	1,2%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	80,9%	84,2%	132,0%	155,4%	129,0%	118,6%	180,4%	197,2%	189,7%	222,4%	188,4%
Chi phí hoạt động / Tổng thu nhập HKKD (CIR)	32,9%	32,6%	43,6%	27,2%	29,7%	29,8%	42,0%	27,2%	26,8%	28,0%	36,9%
Chi phí tín dụng (dự phòng cả năm)	1,4%	1,6%	1,3%	0,5%	1,6%	1,8%	1,7%	1,5%	1,7%	2,1%	2,0%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	33,0%	62,6%	9,3%	14,3%	71,8%	64,4%	54,3%	43,2%	50,4%	66,7%	50,8%
ROAA (trượt 12 tháng)	0,9%	0,9%	1,1%	1,4%	1,2%	1,2%	1,0%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%
ROAE (trượt 12 tháng)	14,6%	14,0%	17,0%	21,2%	19,0%	18,5%	15,4%	13,1%	15,3%	15,8%	16,7%

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

**Dự báo KQKD CTG năm 2023-24: phát triển bền vững là ưu tiên hàng đầu**

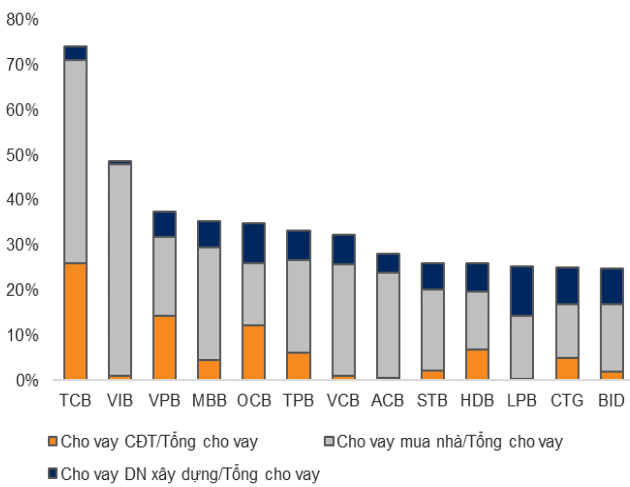
**Kiểm soát chất lượng tài sản là mục tiêu chính cho năm 2023**

Là một trong bốn NH thương mại lớn nhất tại Việt Nam, ưu tiên hàng đầu của CTG không phải là mở rộng quy mô mà là tăng trưởng bền vững để đảm bảo chất lượng tài sản. Định vị bản thân là kênh cung cấp tín dụng chủ yếu cho các DN thương mại và công nghiệp, danh mục cho vay của NH tập trung nhiều vào cho vay lĩnh vực thương mại. Do đó, tổng tín dụng BĐS của NH tại cuối năm 2022 chỉ đạt xấp xỉ 21% tổng cho vay – thuộc mức thấp nhất trong số các NH có cùng quy mô. Hơn nữa, tỷ trọng danh mục đầu tư (TP Chính phủ và TP doanh nghiệp) trong Tổng tài sản sinh lời của NH cũng giảm từ 6,2% tại cuối 2021 về 4,9% tại cuối năm 2022 – hệ quả trong môi trường lãi suất tăng cao. Trong đó, tỷ trọng TP doanh nghiệp tiếp tục duy trì ở mức thấp nhất trong tổng tài sản sinh lãi (<1%)

Về mặt chất lượng tài sản, tỷ trọng nợ xấu của CTG duy trì svck ở mức 1,2% tại cuối năm 2022. Theo chia sẻ của BLĐ, kiểm soát chất lượng tài sản vẫn là ưu tiên hàng đầu của CTG trước những biến đổi khó lường của thị trường vĩ mô trong nước và quốc tế. Theo đó, CTG đã xây dựng các kịch bản chất lượng nợ, chủ động phân loại nợ và trích lập dự phòng một cách phù hợp. Nợ nhóm 2 tăng 2,5 lần svck, lên gần 30 nghìn tỷ đồng. Do đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của NH (cho nợ xấu và nợ nhóm 2) giảm mạnh xuống 65% từ mức 83% svck.

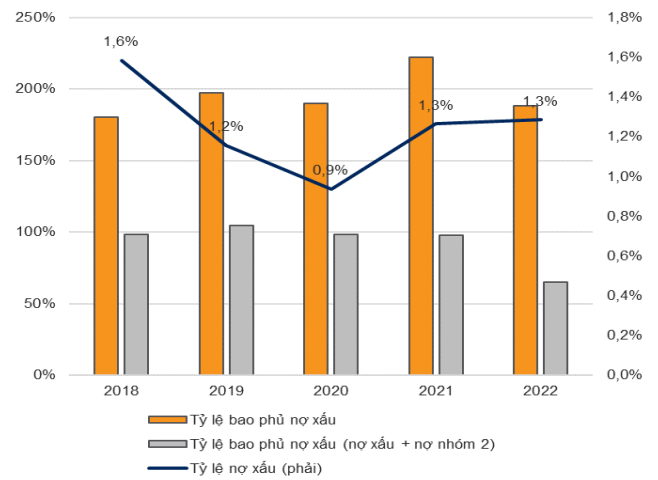
Trong năm 2022, tỷ lệ xóa nợ xấu cũng ghi nhận mức cao nhất trong lịch sử NH (1,7%) do CTG đã chủ động trích lập dự phòng rủi ro và có nguồn lực tài chính, nhưng vẫn đảm bảo hoàn thành kế hoạch kinh doanh theo chỉ tiêu ĐHCĐ giao.

**Hình 6: CTG là một trong số ít NHTM có tỷ trọng tín dụng cho vay BĐS ở mức thấp**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

**Hình 7: Cản trở với việc tăng mạnh từ nợ nhóm 2**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CTG

Do đó, chúng tôi tăng chi phí tín dụng giai đoạn 2023-25 từ mức 1,65%/1,45%/1,2% lên 1,8%/1,5%/1,5% để phản ánh quan điểm thận trọng của NH đối với việc kiểm soát chất lượng tài sản. Chúng tôi cũng kỳ vọng NH sẽ đạt được mức tăng trưởng cho vay 10% cho năm 2023 so với mức tăng 9,5% ở dự báo trước đó khi mà TT26 đã cởi bỏ một phần nút thắt về trần LDR của NH trong nhiều năm.

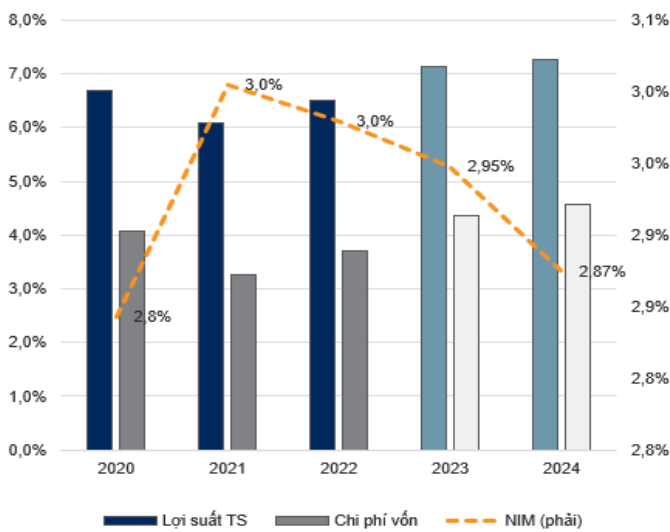
**NIM ổn định và thu nhập ngoài lãi là động lực tăng trưởng chính cho năm 2023-24**

Chúng tôi dự phóng NIM của CTG duy trì ở mức 2,9% - 3% trong giai đoạn này, dựa trên các chiến lược chủ động của NH để duy trì NIM. Trong 2022, chi phí vốn của CTG tăng thêm 45 điểm cơ bản lên 3,67% do hệ quả của môi trường lãi suất cao. Cụ thể, lãi suất của NH đã tăng 0,3 – 1% ở các kỳ hạn từ nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, NIM của NH vẫn duy trì cùng mức 3% svck do nhà băng đã chủ động cải thiện lợi suất cho vay, bù đắp cho phần tăng từ chi phí vốn.

Trong năm 2022, CTG đã ghi nhận 16.650 tỷ đồng (+46.5% svck) thu nhập ngoài lãi, nhờ có 69% tăng trưởng từ thu hồi nợ XLRR và ghi nhận khoản phí trả trước từ banca. Trong T2/22, NH đã chính thức kích hoạt hợp tác độc quyền bancassurance với Manulife, và bắt đầu ghi nhận khoản phí trả trước này trong vòng 5 năm. Dựa trên tính toán của chúng tôi, chúng tôi ước tính NH đã ghi nhận xấp xỉ 1.200 tỷ đồng trong năm 2022, phù hợp với dự phóng trước đó.

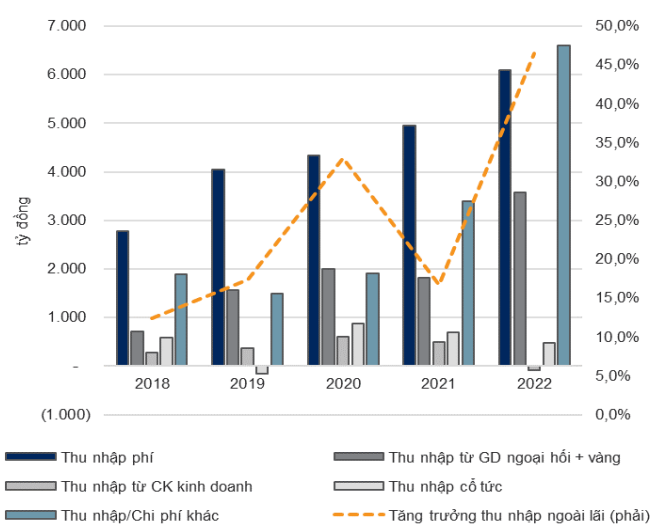
Một điểm sáng nữa là thu nhập phí đạt 6.090 tỷ đồng trong 2022 (+23% svck), trong đó thu từ dịch vụ bảo hiểm và các HĐKD khác (doanh thu của VBI, phí hoa hồng với Manulife, phí từ hoạt động xuất – nhập khẩu) cho thấy tăng trưởng ấn tượng (+35% svck). Trong khi đó, thu nhập từ phí giảm nhẹ (-3,4% svck) khi CTG áp dụng miễn phí chuyển khoản cho các khách hàng từ đầu năm 2022. Tóm lại, chúng tôi nâng dự báo thu nhập ngoài lãi do thu nhập từ hoạt động bảo hiểm với Manulife cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi tin rằng CTG có thể khai thác lợi thế của mình là tệp khách hàng doanh nghiệp lớn để thúc đẩy hoạt động bancassurance trong khi tỷ trọng thâm nhập của bảo hiểm nhân thọ ở Việt Nam vẫn còn thấp.

**Hình 8: Chúng tôi kỳ vọng NIM 2023-24 duy trì ở mức 2,9 – 3% nhờ có các chính sách chủ động của NH**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CTG

**Hình 9: Tăng mạnh từ thu nhập ngoài lãi nhờ ghi nhận phí bảo hiểm trả trước và tăng từ thu hồi nợ xử lý rủi ro (XLRR)**

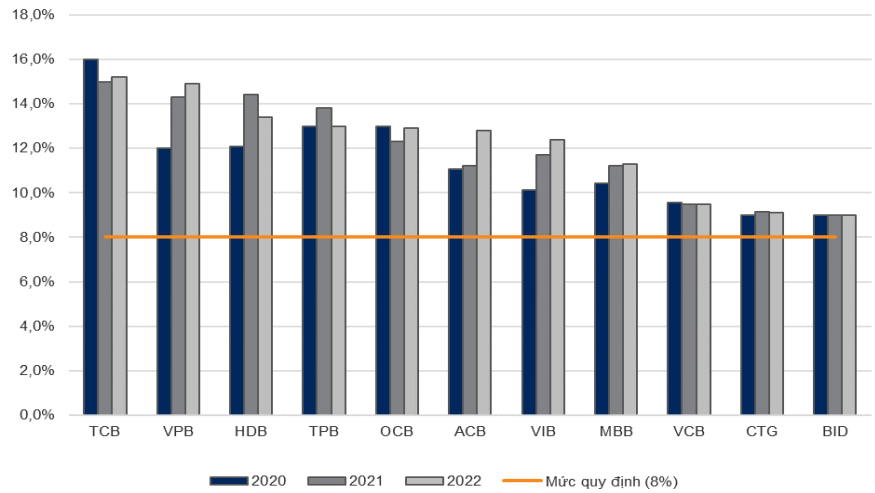


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CTG

### Tăng vốn vẫn là nhu cầu cấp bách

Mặc dù CTG đã có kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu nhưng vẫn chưa hoàn thành do quá trình phê duyệt của các Cơ quan Nhà nước có thẩm quyền còn chậm. Chúng tôi nhận thấy thanh khoản vẫn là vấn đề lớn của NH trong năm 2023 khi mà tỷ lệ CAR của NH vẫn duy trì ở mức thấp trong nhóm các NH cùng quy mô. Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng CTG có thể thực hiện kế hoạch phát hành cổ phiếu để trả cổ tức trước đó, nếu không nguồn vốn cũng như thị phần của NH sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng do cạnh tranh gay gắt từ nhóm NH tư nhân.

**Hình 10: CTG vẫn là một trong những NHTM có tỷ lệ CAR thấp nhất trong ngành**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi kỳ vọng LN ròng CTG tăng 11%/21% trong 2023-24**

**Hình 11: 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
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Thu nhập lãi thuần	48.853	51.728	57.506	51.836	53.858	59.878	6,1%	4,1%	4,1%	Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng cho vay từ 9,5% lên 10% trong 2023. Chúng tôi cũng dự đoán NIM của CTG sẽ duy trì ổn định ở mức 3% trong 2023-24, nhờ có những chiến lược chủ động của NH trong việc duy trì NIM
Thu nhập ngoài lãi	15.932	16.425	18.067	17.498	19.128	20.920	9,8%	16,5%	15,8%	Chúng tôi cũng nâng dự báo thu nhập ngoài lãi dựa trên nguồn thu nhập cao hơn kỳ vọng từ mảng kinh doanh bảo hiểm với Manulife. Chúng tôi tin rằng CTG có thể khai thác điểm mạnh của mình là tệp KHDN lớn, để thúc đẩy hoạt động bancassurance
Tổng thu nhập HĐKD	64.785	68.153	75.573	69.334	72.985	80.799	7,0%	7,1%	6,9%	
Chi phí hoạt động	(20.407)	(21.127)	(23.050)	(21.840)	(22.626)	(24.644)	7,0%	7,1%	6,9%	Chi phí hoạt động tăng do tổng thu nhập HĐKD tăng
Lợi nhuận trước dự phòng	44.377	47.025	52.524	47.494	50.360	56.155	7,0%	7,1%	6,9%	
Chi phí dự phòng	(21.594)	(20.829)	(18.962)	(24.094)	(22.086)	(24.295)	11,6%	6,0%	28,1%	Chúng tôi tiếp tục tăng chi phí dự phòng dựa trên quan điểm thận trọng của NH về duy trì chất lượng TS
Lợi nhuận trước thuế	22.783	26.196	33.562	23.400	28.274	31.860	2,7%	7,9%	-5,1%	
Lợi nhuận sau thuế	18.249	20.983	26.882	18.742	22.647	25.519	2,7%	7,9%	-5,1%	
Chi phí thuế	4.806	4.806	4.806	4.806	4.806	4.806	0,0%	0,0%	0,0%	
Lợi nhuận sau thuế	2.835	3.260	4.177	2.912	3.519	3.965	2,7%	7,9%	-5,1%	

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

**Hình 12: Tóm tắt các chỉ tiêu trong báo cáo KQKD (dự phóng)**

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TT kép 2020-22	TT kép 2023-25F
Thu nhập từ lãi	22.212	33.199	35.581	41.788	47.930	51.836	53.858	59.878	16,1%	7,5%
Thu nhập từ phí thuần	2.771	4.055	4.341	4.961	6.089	6.698	7.368	8.105	18,4%	10,0%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	710	1.564	2.000	1.812	3.570	3.570	3.927	4.320	33,6%	10,0%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	864	203	1.486	1.197	386	425	467	514	-49,0%	10,0%
Thu nhập khác	1.889	1.497	1.910	3.398	6.605	6.805	7.365	7.982	86,0%	8,3%
Tổng thu nhập hoạt động	28.446	40.519	45.317	53.157	64.580	69.334	72.985	80.799	19,4%	8,0%
% tăng trưởng		42,4%	11,8%	17,3%	21,5%	7,4%	5,3%	10,7%		
Chi phí hoạt động	14.084	15.735	16.085	17.186	19.304	21.840	22.626	24.644	9,5%	6,2%
% tăng trưởng		11,7%	2,2%	6,8%	12,3%	13,1%	3,6%	8,9%		
Lợi nhuận trước dự phòng	14.361	24.785	29.232	35.971	45.277	47.494	50.360	56.155	24,5%	8,7%
% tăng trưởng		72,6%	17,9%	23,1%	25,9%	4,9%	6,0%	11,5%		
Chi phí dự phòng	7.803	13.004	12.147	18.382	24.163	24.094	22.086	24.295	41,0%	0,4%
% tăng trưởng		66,7%	-6,6%	51,3%	31,5%	-0,3%	-8,3%	10,0%		
Lợi nhuận trước thuế	6.559	11.781	17.085	17.589	21.113	23.400	28.274	31.860	11,2%	16,7%
% tăng trưởng		79,6%	45,0%	3,0%	20,0%	10,8%	20,8%	12,7%		
Lợi nhuận sau thuế	5.275	9.461	13.694	14.089	16.908	18.742	22.647	25.519	11,1%	16,7%
% tăng trưởng		79,4%	44,7%	2,9%	20,0%	10,8%	20,8%	12,7%		

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

**Hình 13: Một số các chỉ tiêu trong bảng cân đối kế toán (Dự phóng)**

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TT kép 2020-22	TT kép 2023-25F
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	1.126.827	1.206.328	1.296.516	1.484.968	1.732.527	1.784.231	1.962.654	2.158.919	15,6%	10,0%
% tăng trưởng		7,1%	7,5%	14,5%	16,7%	3,0%	10,0%	10,0%		
Dư nợ cho vay	864.926	935.271	1.015.333	1.130.668	1.274.822	1.402.304	1.542.534	1.696.788	12,1%	10,0%
% tăng trưởng		8,1%	8,6%	11,4%	12,7%	10,0%	10,0%	10,0%		
Cho vay liên ngân hàng	130.512	129.389	102.533	149.317	243.099	145.859	160.445	176.490	54,0%	10,0%
% tăng trưởng		-0,9%	-20,8%	45,6%	62,8%	-40,0%	10,0%	10,0%		
Đầu tư chứng khoán	107.926	116.325	120.896	180.146	181.802	199.982	219.980	241.978	22,6%	10,0%
% tăng trưởng		7,8%	3,9%	49,0%	0,9%	10,0%	10,0%	10,0%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	1.051.966	1.135.713	1.226.056	1.401.001	1.657.883	1.718.532	1.880.829	2.051.793	16,3%	9,3%
% tăng trưởng		8,0%	8,0%	14,3%	18,3%	3,7%	9,4%	9,1%		
Tiền gửi khách hàng	825.816	892.785	990.331	1.161.848	1.249.181	1.374.099	1.511.509	1.655.102	12,3%	9,7%
% tăng trưởng		8,1%	10,9%	17,3%	7,5%	10,0%	10,0%	9,5%		
Giấy tờ có giá	46.216	57.066	59.876	64.497	91.370	100.507	110.558	121.614	23,5%	10,0%
% tăng trưởng		23,5%	4,9%	7,7%	41,7%	10,0%	10,0%	10,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	111.400	109.483	128.519	138.834	210.160	147.112	161.823	178.005	27,9%	10,0%
% tăng trưởng		-1,7%	17,4%	8,0%	51,4%	-30,0%	10,0%	10,0%		
Tiền vay NHNN	62.600	70.603	44.597	33.294	104.779	94.301	94.301	94.301	53,3%	0,0%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	5.934	5.776	2.733	2.528	2.392	2.512	2.637	2.769	-6,4%	5,0%

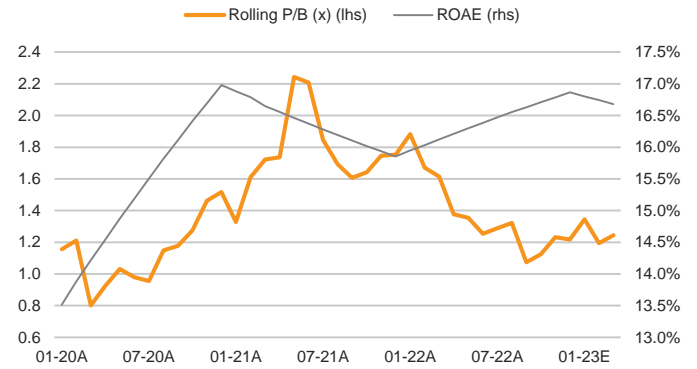
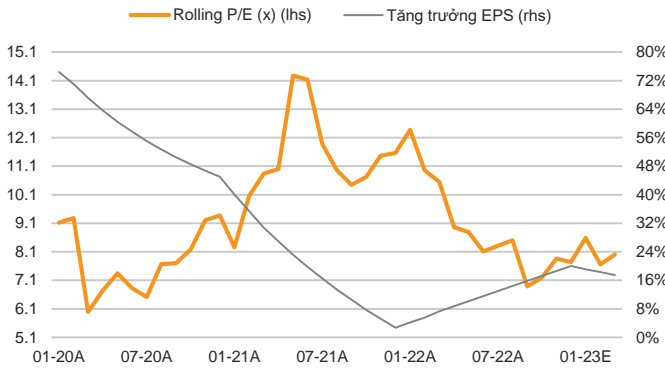
Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

**Hình 14: Các chỉ tiêu dự báo chính trong 2023-25**

	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng cho vay	11,4%	12,7%	10,0%	10,0%	10,0%
Tăng trưởng tiền gửi	17,3%	7,5%	10,0%	10,0%	9,5%
NIM	3,00%	2,98%	2,95%	2,87%	2,91%
Tỷ lệ nợ xấu	1,26%	1,24%	1,64%	1,77%	1,71%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	180%	228%	215%	216%	245%
ROAA	0,98%	1,01%	1,03%	1,17%	1,20%
ROAE	15,85%	16,86%	16,19%	16,93%	16,72%

Nguồn: VNDIRECT Research, CTG

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>47,930</b>	<b>51,836</b>	<b>53,858</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>16,650</b>	<b>17,498</b>	<b>19,128</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>64,580</b>	<b>69,334</b>	<b>72,986</b>
Tổng chi phí hoạt động	(19,304)	(21,840)	(22,626)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>45,277</b>	<b>47,494</b>	<b>50,360</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(24,163)</b>	<b>(24,094)</b>	<b>(22,086)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>21,113</b>	<b>23,400</b>	<b>28,274</b>
Thuế	(4,141)	(4,563)	(5,513)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>16,972</b>	<b>18,837</b>	<b>22,760</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(64)	(94)	(114)
<b>LN ròng</b>	<b>16,908</b>	<b>18,743</b>	<b>22,647</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>1,274,822</b>	<b>1,402,304</b>	<b>1,542,534</b>
Cho vay các ngân hàng khác	243,099	145,859	160,445
<b>Tổng cho vay</b>	<b>1,517,921</b>	<b>1,548,163</b>	<b>1,702,980</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	181,802	199,982	219,980
Các tài sản sinh lãi khác	32,805	36,085	39,694
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>1,732,527</b>	<b>1,784,231</b>	<b>1,962,654</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(29,833)</b>	<b>(49,543)</b>	<b>(59,127)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>1,245,058</b>	<b>1,352,900</b>	<b>1,483,560</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>1,702,695</b>	<b>1,734,688</b>	<b>1,903,526</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	11,067	11,275	12,372
Tổng đầu tư	3,586	3,654	4,009
Các tài sản khác	91,841	93,566	102,673
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>106,494</b>	<b>108,495</b>	<b>119,055</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1,809,189</b>	<b>1,843,183</b>	<b>2,022,581</b>
Nợ khách hàng	1,249,181	1,374,099	1,511,509
Dư nợ tín dụng	91,370	100,507	110,558
Tài sản nợ chịu lãi	1,340,551	1,474,607	1,622,067
Tiền gửi	314,939	241,413	256,125
Tổng tiền gửi	1,655,491	1,716,020	1,878,192
Các khoản nợ lãi suất khác	2,392	2,512	2,637
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>1,657,883</b>	<b>1,718,532</b>	<b>1,880,829</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	43,001	(88)	(2,864)
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>43,001</b>	<b>(88)</b>	<b>(2,864)</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,700,884</b>	<b>1,718,444</b>	<b>1,877,965</b>
Vốn điều lệ và	48,058	48,058	48,058
Thặng dư vốn cổ phần	9,811	9,811	9,811
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	33,487	45,080	59,106
Các quỹ thuộc VCSH	16,206	20,953	26,690
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>107,561</b>	<b>123,901</b>	<b>143,664</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	743	838	951
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>108,305</b>	<b>124,739</b>	<b>144,616</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,809,189</b>	<b>1,843,183</b>	<b>2,022,581</b>

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	7.5%	10.0%	10.0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	12.7%	10.0%	10.0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	14.7%	8.1%	3.9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25.9%	4.9%	6.0%
Tăng trưởng LN ròng	20.0%	10.9%	20.8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	16.7%	1.9%	9.7%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3,518	3,900	4,712
BVPS (VND)	22,382	25,782	29,894
Cổ tức / cp (VND)	0	500	600
Tăng trưởng EPS	20.0%	10.9%	20.8%

**Các chỉ số chính**

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3.0%	2.9%	2.9%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(29.9%)	(31.5%)	(31.0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1.2%	1.6%	1.8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1.3%	1.7%	1.8%
LN/ TB cho vay	2.0%	1.8%	1.5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn			
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	95.1%	95.1%	95.1%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6.5%	7.1%	7.3%
Chi phí cho các quỹ	3.7%	4.4%	4.6%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2.9%	2.8%	2.8%
ROAE	16.9%	16.2%	16.9%

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>