

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG (HSX: VCB)

Tăng trưởng bền vững

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
Tổng thu nhập HĐ	18.663	16.714	11,7	14.869	25,5
LN trước thuế và DP	14.098	10.344	36,3	11.813	19,3
LN trước thuế	12.419	7.566	64,1	8.064	54,0
LN sau thuế	9.928	6.065	63,7	6.451	53,9

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Quý 4/2022 và 2022: Tăng trưởng mạnh nhờ nguồn thu nhập cốt lõi và chính sách dự phòng thận trọng

- VCB là một trong số ít ngân hàng duy trì được đà tăng trưởng đến quý cuối cùng của năm. Tăng trưởng lợi nhuận quý và năm đều được thúc đẩy bởi thu nhập lãi (+25,6% YoY) và chi phí tín dụng (-19,5% YoY). Trên cơ sở quý, tăng trưởng tín dụng đạt 1,5% cùng biên NIM tăng 10 điểm cơ bản, dẫn đến thu nhập lãi tăng ở mức một con số (8% QoQ). Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi tăng 26% nhờ tài trợ thương mại và kinh doanh ngoại hối. Nhìn chung, tổng thu nhập hoạt động chứng kiến mức tăng trưởng khiêm tốn 12%, nhưng chi phí dự phòng giảm 40% đã thúc đẩy lợi nhuận (+64% QoQ).
- Năm 2022, VCB ghi nhận kết quả kinh doanh 68,1 nghìn tỷ đồng (+20%YoY), trong đó thu nhập lãi và thu nhập phí lần lượt đạt 53,2 nghìn tỷ đồng (+26%YoY) và 6,8 nghìn tỷ (-7,7% YoY). Thu nhập lãi đạt tỷ trọng cao nhất trong 5 năm nhờ tăng trưởng tín dụng cao và NIM mở rộng. Chiến dịch thanh toán không mất phí đã kéo giảm thu nhập ngoài lãi 8% YoY. Phương pháp thận trọng trong việc xây dựng bộ đệm dự phòng tốt nhất ngành đã hái quả ngọt vào năm 2022, một lượng lớn hoàn nhập dự phòng đã giúp giảm bớt chi phí tín dụng. Tổng thể, LNTT đạt 37,4 nghìn tỷ đồng vào năm 2022 (+36,5% YoY).

Năm 2023: Bộ đệm dự phòng cao nhất ngành sẽ là động lực tăng trưởng chính

Sang năm 2023, chúng tôi dự báo điều kiện vĩ mô khó khăn hơn, VCB sẽ chú trọng kiểm soát rủi ro hơn là mở rộng. Qua đó, dự báo tăng trưởng tín dụng ở mức 13,5% trong khi NIM dự kiến sẽ không đổi. Về mặt huy động vốn, CASA sẽ giảm nhẹ so với năm 2022 và tăng trưởng huy động khoảng 11%. Do đó, thu nhập lãi thuần dự kiến đạt 61 nghìn tỷ đồng (14% YoY) vào năm 2023. Thu nhập phí sẽ được hỗ trợ bởi mảng tài trợ thương mại để tăng trưởng 18% vào năm 2023. Tổng thu nhập hoạt động sẽ tăng khoảng 13% YoY trong năm nay. Bộ đệm dự phòng dày sẽ đảm bảo tăng trưởng LNTT trong giai đoạn khó khăn năm 2023. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LNTT năm 2023 đạt 44,5 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với năm 2022.

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp đang dần được tháo gỡ một số điểm nghẽn nhằm giảm căng thẳng cho hệ thống ngân hàng, nhưng chúng tôi vẫn cho rằng vĩ mô vẫn còn nhiều rủi ro tiềm ẩn trong năm 2023. Trong những cơn gió ngược đó, chúng tôi kỳ vọng VCB có thể vượt qua cơn bão trong bối cảnh tương đối bất ổn này và duy trì tăng trưởng lợi nhuận bền vững. Trong trung hạn, Thông tư 26 có xu hướng mang lại lợi ích cho các NH quốc doanh về mặt huy động, đây cũng là chất xúc tác ngắn hạn. Ngoài ra, đợt phát hành riêng lẻ được thực hiện vào năm 2024, trong đó CAR dự kiến tăng khoảng 200 đến 250 điểm cơ bản, sẽ là bệ phóng giúp VCB duy trì tăng trưởng thu nhập trong tương lai.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về dự địa dự phòng của VCB và lợi thế huy động. Trong bối cảnh bất ổn gia tăng, chúng tôi cho rằng VCB sẽ là ngân hàng cuối cùng bị tổn thương nhờ bộ đệm dự phòng hàng đầu và bảng cân đối lành mạnh. Cùng với đà tăng của thu nhập lãi thuần và ngoài lãi, VCB sẽ tăng trưởng bền vững trong trung hạn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu lên **107.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng PBR năm 2023 là 3 lần. Điều này tương đương với khuyến nghị **MUA** với mức tăng **22%** so với giá đóng cửa ngày 12/04/2023.

MUA +22%

Giá thị trường (VND)	88.300
Giá mục tiêu (VND)	107.000

Cổ tức tiền mặt (VND)* -

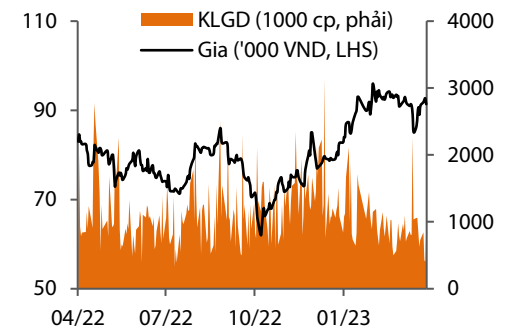
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	433.971,8
SLCPDLH	4.732,5
KLGD bình quân 20 phiên	866,4
Free Float (%)	23
Giá cao nhất 52 tuần	96.000
Giá thấp nhất 52 tuần	62.000
Beta	0,7

	FY2021	FY2022
EPS	3.039	3.216
Tăng trưởng EPS (%)	14%	30%
EPS điều chỉnh	3.039	3.216
P/E	10,1	7,2
P/B	2,1	1,5
Tỷ suất cổ tức	0%	0%
ROE (%)	21,8%	23,08%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

State Bank of Vietnam	74,8%
Mizuho Bank Limited	15,0%
GIC Private Limited	2,6%
Vietnam Enterprise Investments Limited	0,3%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	1,0

Nguyễn Ngọc Thảo

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1524

thao.nn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q4/2022

(tỷ đồng)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoq)
Thu nhập lãi	25.534	22.569	13,1%	18.067	41,3%
Chi phí lãi	-10.725	-8.905	20,4%	-7.285	47,2%
Thu nhập lãi thuần	14.809	13.664	8,4%	10.781	37,4%
Thu nhập ngoài lãi	3.853	3.050	26,3%	4.088	-5,7%
Từ HĐ Dịch vụ	2.331	1.102	111,5%	2.414	-3,4%
Từ HĐKD ngoài hối, vàng	1.188	1.587	-25,2%	1.173	1,3%
Từ mua-bán CK kinh doanh	4	-154	N/A	-14	N/A
Từ mua-bán CK đầu tư	-2	-1	70,1%	-85	-
Từ hoạt động khác	300	389	-23,1%	570	-47,4%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	32	127	-74,6%	31	4,2%
Tổng thu nhập hoạt động	18.663	16.714	11,7%	14.869	25,5%
Tổng chi phí hoạt động	-4.565	-6.370	-28,3%	-3.057	49,3%
LN trước trích lập DP	14.098	10.344	36,3%	11.813	19,3%
Chi phí DPRR	-1.679	-2.778	-39,6%	-3.748	-55,2%
Lợi nhuận trước thuế	12.419	7.566	64,1%	8.064	54,0%
Thuế TNDN	-2.486	-1.497	66,1%	-1.608	54,6%
Lợi nhuận sau thuế	9.934	6.069	63,7%	6.457	53,8%
LNST thuộc về CĐ mẹ	9.928	6.065	63,7%	6.451	53,9%

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2022

(%)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoq)
Khả năng sinh lời (TTM)					
NIM	3,4	3,3	11 bps	3,2	24 bps
CIR	31,2	30,7	50 bps	31,0	24 bps
ROAE	24,0	22,2	179 bps	20,9	314 bps
ROAA	1,9	1,7	11 bps	1,6	25 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	0,7	0,8	-11 bps	0,6	4 bps
Dự phòng/Nợ xấu	317,4	401,8	-8440 bps	424,4	-10700 bps
VCSH/Tổng tài sản	7,6	7,8	-18 bps	7,9	-25 bps
Tỷ lệ an toàn hoạt động					
(Cho vay KH +TCTC)/TTS	79,0	84,7	-564 bps	82,0	-297 bps
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	97,1	101,5	-430 bps	93,2	397 bps
LDR điều chỉnh (CVKH+TPDN)/(HĐKH+GTCCG)	91,1	94,2	-307 bps	84,4	673 bps

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Kết quả dự phóng Q1 2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	1Q-FY23	+/- (QoQ)	+/- (YoY)	Nhận định
Thu nhập lãi thuần	18.747	0,5%	12,0%	Trong bối cảnh lãi suất cao và nền kinh tế âm ảm, VCB với chính sách chọn lọc khách hàng nghiêm ngặt, chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tăng trưởng tương đối khoảng 12% YoY, giúp thu nhập lãi tăng 21%. Thu nhập ngoài lãi dự kiến sẽ chậm lại và tổng thu nhập hoạt động dự báo tăng 12%. Tiết kiệm chi phí và tốc độ tăng chi phí dự phòng chậm hơn sẽ hỗ trợ LNNT.
Tổng thu nhập hoạt động	14.012	-0,6%	14,6%	
LN trước chi phí DPRR	11.512	-7,3%	15,7%	
Lợi nhuận sau thuế	9.203	-7,3%	15,6%	

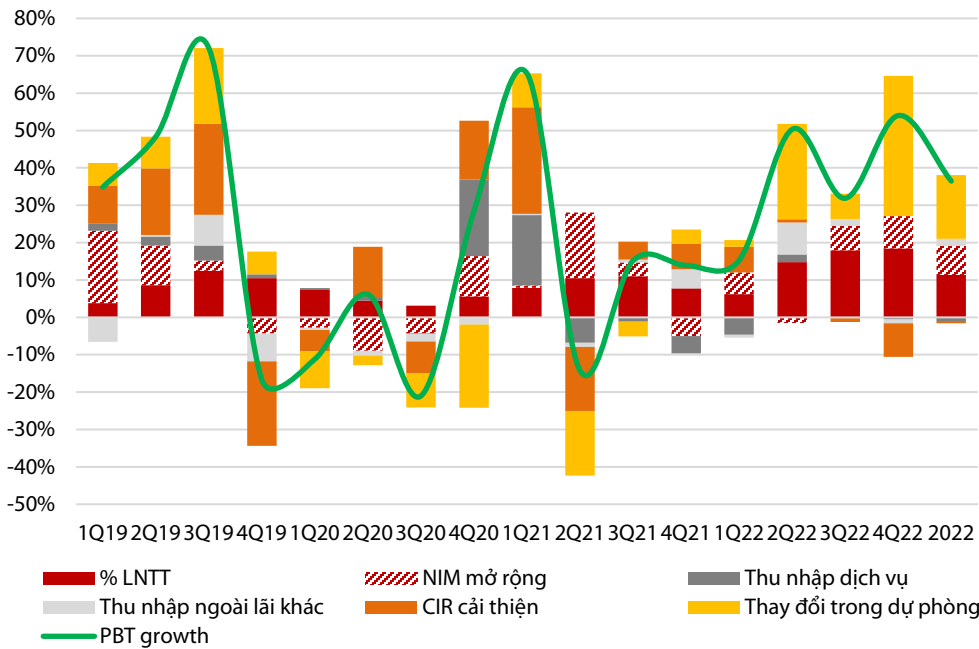
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Cập nhật

LNTT Q4/2022 và cả năm tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nguồn thu nhập cốt lõi và chính sách trích lập dự phòng thận trọng

LNTT của ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng cao ấn tượng trong Q4/2022 và 2022, lần lượt là 54% YoY và 36,5% YoY, cao hơn mức trung bình ngành là 17,2% YoY và 30,6% YoY (tính trên 27 ngân hàng niêm yết, loại trừ phí Banca VPB trong quý 1 năm 2022). VCB là một trong số ít ngân hàng có thể duy trì đà tăng trưởng cho đến quý cuối cùng của năm trong khi hiệu quả hoạt động của toàn hệ thống có xu hướng hạ nhiệt do điều kiện kinh tế xã hội khó khăn. Tăng trưởng lợi nhuận theo quý và năm được thúc đẩy bởi thu nhập lãi và chi phí tín dụng trong khi bị kéo giảm bởi thu nhập phí và chi phí hoạt động. Theo đó, thu nhập lãi thuần tăng 25,6% YoY và chi phí dự phòng giảm 19,5% YoY trong năm 2022 là những yếu tố thuận lợi góp phần cải thiện LNTT. Mặt khác, thu nhập phí thuần giảm mạnh 7,7% YoY và chi phí hoạt động tăng 21% YoY, cả hai đều kéo giảm tăng trưởng LNTT.

Hình 1. Các yếu tố tăng trưởng LNTT hàng quý (% , so với cùng kỳ năm trước)



Các yếu tố giúp tăng trưởng LNTT Q4/2022

- Bảng cân đối mở rộng giúp LNTT tăng 18% YoY trong Q4/2022 so với 8% trong Q4/2021 do tăng trưởng tín dụng cao
- NIM tiếp tục là yếu tố tích cực trong Q4/2022 với đóng góp khiếm tốn vào tăng trưởng LNTT (8% YoY).
- Tăng trưởng thu nhập phí âm cả theo quý và theo năm (-3,4% YoY và -7,7% YoY) dẫn đến đóng góp âm vào tăng trưởng LNTT -0,6% và 1%.
- Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng 25% YoY trong Q4/2022, giúp LNTT tăng 26% YoY.
- Biên LNTT mở rộng đã đẩy tăng trưởng LNTT Q4/2022 lên 54% YoY.
- Sự cải thiện này là do chi phí dự phòng giảm 55% YoY, giúp LNTT tăng 38% YoY.
- Tỷ lệ đóng góp CIR giảm so với ba quý vừa qua đã cản trở tăng trưởng 9% của LNTT.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Cụ thể, VCB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 18,6 nghìn tỷ đồng (+26%YoY) cho quý 4 năm 2022 và 68,1 nghìn tỷ đồng (+20%YoY) cho năm 2022, trong đó thu nhập lãi thuần (NII) đạt 14,8 nghìn tỷ đồng/53,2 nghìn tỷ đồng trong quý 4/2022 và thu nhập phí thuần (NFI) lần lượt đạt 2,3 nghìn tỷ đồng/6,8 nghìn tỷ đồng trong quý 4/2022 và năm 2022. Thu nhập lãi đạt tỷ trọng cao nhất trong 5 năm, chiếm 78% tổng thu nhập hoạt động (TOI), nhờ tăng trưởng tín dụng cao nhất trong 5 năm và chênh lệch lãi suất thị trường 1 nới rộng.

Các nguồn thu ngoài lãi dù tăng trưởng âm ở hầu hết các khoản mục cũng như thu hẹp mức đóng góp nhưng vẫn cho thấy một số gam màu tươi sáng nhờ lợi thế cạnh tranh chiến lược của ngân hàng. Về NFI, sự sụt giảm thu nhập từ ngân hàng số do chiến dịch miễn phí đã được bù đắp bằng sự mở rộng trong phân khúc tài trợ thương mại và bảo hiểm. Trong đó, thị phần tài trợ thương mại của ngân hàng tăng từ 15,4% lên 18,5% với doanh số tài trợ xuất nhập khẩu tăng 32% trong khi FYP bancassurance tăng gấp đôi và thị phần tăng từ 5,2% lên 8,2%. Nhờ uy tín rộng khắp, lâu dài và mạng lưới các nhà xuất nhập khẩu trong nước rộng lớn, cùng với điều kiện thị trường thuận lợi vào những tháng cuối năm 2022, VCB được hưởng lợi từ hoạt động bán ngoại hối (+31,9% YoY), hoạt động này đã đóng vai trò hỗ trợ trong thu nhập ngoài lãi suốt nhiều năm.

Nhìn chung, LNTT của ngân hàng đạt khoảng 12,4 nghìn tỷ đồng trong Q4/2022 và 37,4 nghìn tỷ đồng vào năm 2022 (lần lượt là +54% YoY và +36,5% YoY), chủ yếu đến từ việc tăng trưởng tài sản sinh lãi, NIM mở rộng và giảm chi phí tín dụng.

Năm 2022, VCB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng thuộc hàng cao nhất ngành, ngân hàng đã sử dụng gần như tối đa để đạt mức tăng trưởng tín dụng 18,8% YTD trên cơ sở hợp nhất và hơn 19% trên cơ sở riêng lẻ. Đáng chú ý, tăng trưởng cho vay khách hàng là 19,2% YTD và số dư trái phiếu doanh nghiệp liên tục giảm kể từ đầu năm 2022, ở mức -7,3% YTD. Trong các phân khúc, cho vay cá nhân chiếm tỷ trọng lớn nhất chiếm 47,2% dư nợ cho vay khách hàng và tăng 21% so với cùng kỳ. Đồng thời, dư nợ cho vay doanh nghiệp tăng 18,7%

Bảng cân đối lành mạnh trong bối cảnh lo ngại về chất lượng tài sản gia tăng đối với ngành ngân hàng

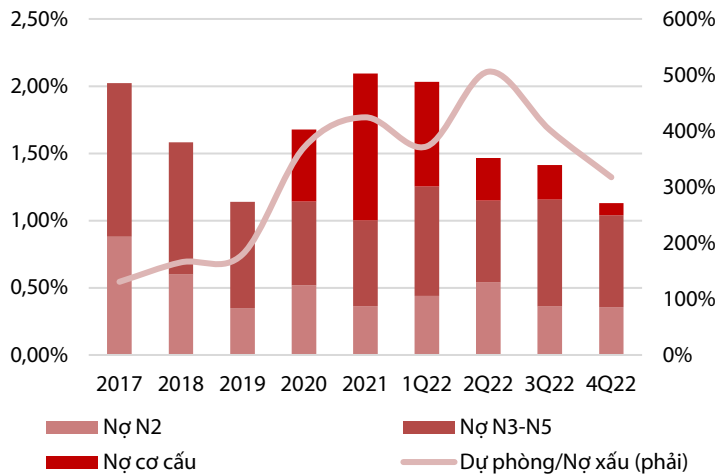
Chất lượng tài sản duy trì khả năng phục hồi trước những bất ổn gia tăng trong Quý 4 năm 2022. Nợ xấu hình thành ròng được cải thiện đáng kể còn 0,4 nghìn tỷ đồng so với mức 2,4 nghìn tỷ đồng của quý trước trong khi hầu hết các Ngân hàng đều cho thấy xu hướng gia tăng trong Quý 4 năm 2022. Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 0,8% trong quý 3 năm 2022 xuống 0,7% trong quý 4 năm 2022 nhờ khoản xóa nợ 3 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên tỷ lệ này vẫn tăng so với năm ngoái (0,6%). Bên cạnh đó, các khoản nợ cơ cấu liên quan đến Covid 19 tiếp tục giảm xuống 1,05 nghìn tỷ so với 2,9 nghìn tỷ trong quý 3 năm 2022, tương đương 0,1% dư nợ.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, mặc dù vẫn ở mức cao nhất trong số các công ty cùng ngành (317,4%), tiếp tục giảm từ mức cao lịch sử 509% trong Quý 2 năm 2022 do khoản hoàn nhập dự phòng đáng chú ý trong Quý 4 năm 2022. Cụ thể, ngân hàng đã hoàn nhập khoảng 8 nghìn tỷ dự phòng cụ thể cho vay khách hàng trong quý cuối năm sau một thời gian chủ động trích lập với chính sách thận trọng. Như vậy, chi phí tín dụng biên (TTM) đối với riêng khoản cho vay khách hàng đã giảm mạnh xuống 0,25% trong quý 4/2022 sau các quý neo giữ ở mức trên 1%. Mặt khác, đáng chú ý trong quý 4 là khoản dự phòng khoảng 10 nghìn tỷ đồng cho các tổ chức tín dụng khác vay để hỗ trợ thanh khoản hệ thống trong thời kỳ khó khăn, như ngân hàng chia sẻ. Theo ước tính của chúng tôi, nếu tính cả khoản dự phòng liên ngân hàng này, tỷ lệ dự phòng cũng xấp xỉ 450% so với con số báo cáo là 317% đối với dự phòng cho vay khách hàng.

VCB đã tận dụng việc giảm chi phí tín dụng để thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong 5 quý liên tiếp trong khi vẫn kiên định với các biện pháp thận trọng liên quan đến chất lượng tài sản. Nỗ lực kéo dài này cuối cùng đã hái quả ngọt trong Quý 4 năm 2022 và dự kiến sẽ tiếp tục mang lại lợi ích cho tăng trưởng thu nhập của ngân hàng như một bàn đạp trong giai đoạn sắp tới. Tín hiệu đầu tiên là khả năng hoàn nhập dự phòng cho các khoản vay liên ngân hàng, khoảng 10 nghìn tỷ vào năm 2023.

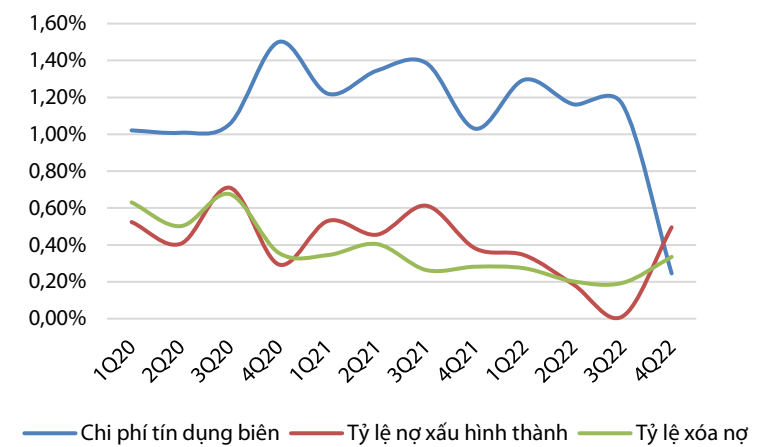
Về những khó khăn gần đây trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản, VCB đã cho thấy triển vọng tăng trưởng tương đối tốt nhờ chính sách phân bổ tài sản nghiêm ngặt. Danh mục trái phiếu doanh nghiệp của ngân hàng đã giảm không ngừng kể từ quý 1 năm 2022 và duy trì ở mức dưới 1% tổng tài sản trong một thời gian dài. Theo Ngân hàng, tỷ lệ cho vay các nhà phát triển bất động sản và cho vay thế chấp trên tổng dư nợ cho vay lần lượt là khoảng 1% và 26% tính đến quý 4 năm 2022.

Hình 4. Các chỉ tiêu chất lượng tài sản (%)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 5. Nợ xấu hình thành, chi phí tín dụng & xóa nợ (TTM, %)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

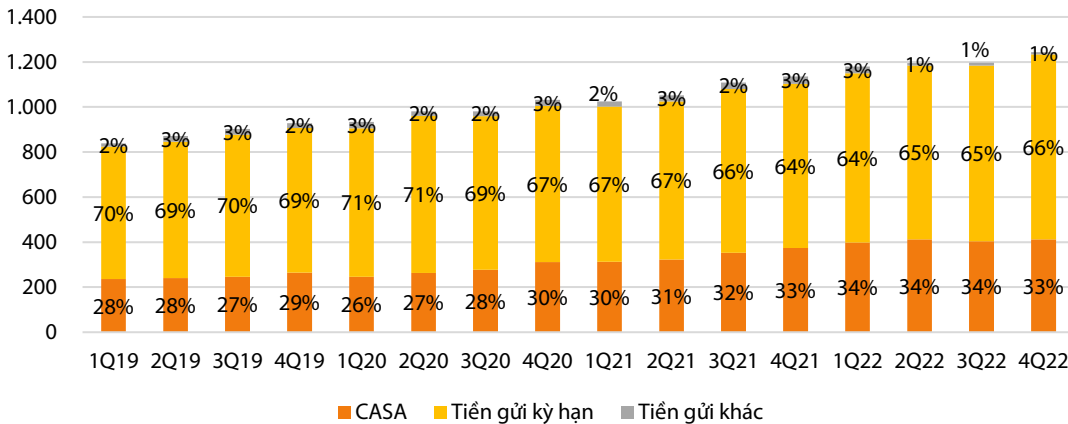
Hưởng lợi từ thông tư 26/2022 và việc phát hành riêng lẻ năm 2024 sẽ là bộ phận thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn

Khi chênh lệch tăng trưởng tín dụng-tiền gửi mở rộng vào năm 2022 và thặng dư thị trường 1 đã đi vào vùng âm kể từ tháng 7, áp lực thanh khoản đã đặt lên toàn ngành. Hệ số LDR thuần tại hầu hết các ngân hàng đã tăng vọt từ 90% lên 100% trong Quý 3 năm 2022 và VCB cũng không ngoại lệ. Trước tình hình đó, ngày 31/12, NHNN đã ban hành Thông tư 26/2022 sửa đổi Thông tư 22/2019, trong đó thay đổi cách tính tỷ lệ LDR. Theo đó, 50% tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước sẽ được tính vào tiền gửi trong năm 2023, 40%/20% sẽ được tính vào cuối năm 2024/2025 và không có khoản nào sẽ được tính vào hệ số LDR kể từ năm 2026.

Chúng tôi tin rằng Bản sửa đổi này được cho là có lợi cho các NH quốc doanh bằng cách giảm thiểu áp lực huy động vốn và phần nào giảm bớt chi phí vốn tăng cao. Tính đến Q4/2022, số dư tiền gửi có kỳ hạn KBNN của VCB là 48,7 nghìn tỷ đồng trong khi đó trong Q3/2022 là 85,1 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, đây có thể không được coi là một lợi thế dài hạn do việc chấm dứt vào đầu năm 2026 và tăng tốc đầu tư công.

Bên cạnh đó, chất xúc tác phát hành riêng lẻ 6,5% vốn điều lệ cho nhà đầu tư nước ngoài sẽ là bệ phóng giúp ngân hàng duy trì tăng trưởng trong những năm tiếp theo. Dự kiến đợt phát hành riêng lẻ sẽ diễn ra vào đầu năm 2024 khi lãi suất trở nên thuận lợi hơn. Theo Ngân hàng, CAR dự kiến sẽ tăng khoảng 200 đến 250 điểm cơ bản, tạo nền tảng cho sự tăng trưởng trong dài hạn.

Hình 6. Huy động khách hàng theo kỳ hạn



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

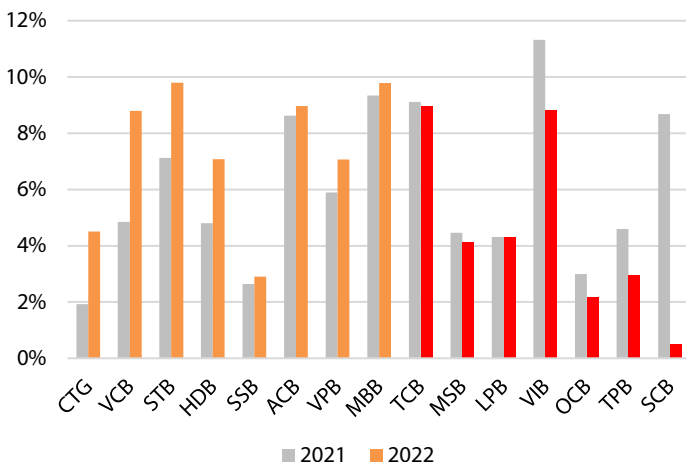
Triển vọng 2023-2024: Tăng trưởng bền vững trong bối cảnh bất ổn gia tăng

Trong giai đoạn 2023-2024, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng của ngân hàng sẽ ổn định. Không những, VCB có thể giảm chi phí vốn bằng cách tăng tỷ lệ CASA, đặc biệt là nguồn vốn thấp từ phát hành riêng lẻ vào năm 2024. Mặt khác, với xu hướng tăng lợi suất cho vay trong suốt ba năm qua nhờ chiến lược định hướng bán lẻ, NIM dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng trong dài hạn.

Năm 2023, chúng tôi dự báo điều kiện vĩ mô khó khăn hơn, VCB chú trọng kiểm soát rủi ro hơn là mở rộng, do đó, tăng trưởng tín dụng thấp hơn. Tăng trưởng tín dụng dự phóng ở mức 13,5% sẽ là động lực tăng trưởng chính trong khi NIM dự kiến sẽ đi ngang. Về mặt huy động vốn, CASA thấp hơn một chút so với năm 2022 và tăng trưởng huy động được dự báo khoảng 11%. Thu nhập lãi thuần dự kiến đạt 61 nghìn tỷ đồng (14% YoY) vào năm 2023. Trong trung hạn, chúng tôi vẫn cho rằng VCB sẽ được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao nhất nhờ hỗ trợ các ngân hàng yếu kém và cho vay đối với các lĩnh vực ưu tiên.

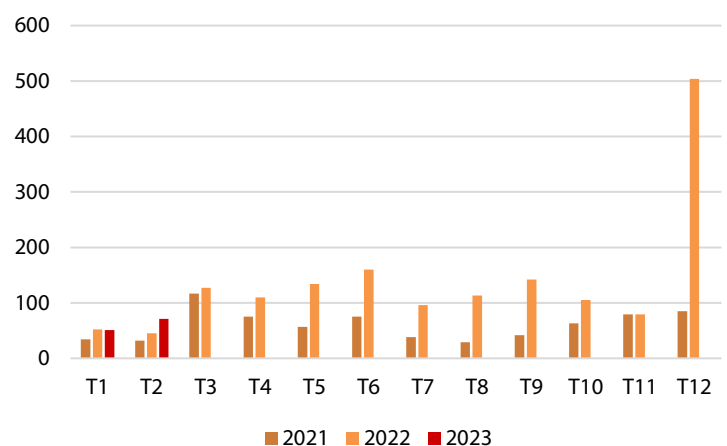
Dự kiến tăng trưởng thu nhập phí sẽ không còn bị ảnh hưởng bởi chương trình miễn phí vào năm 2023 do hiệu ứng nền so sánh và thu nhập từ mảng tài trợ thương mại có thể sẽ sớm đến giai đoạn khởi sắc khi các hoạt động thương mại quốc tế phục hồi cùng với thị phần mở rộng từ nửa cuối năm 2023. Ngoài ra, VCB còn có tiềm năng lớn từ hoạt động Bancassurance khi Ngân hàng hiện vẫn đang vận hành mô hình giới thiệu và gia tăng thị phần qua các năm.

Hình 7: Thị phần Bancassurance (%)



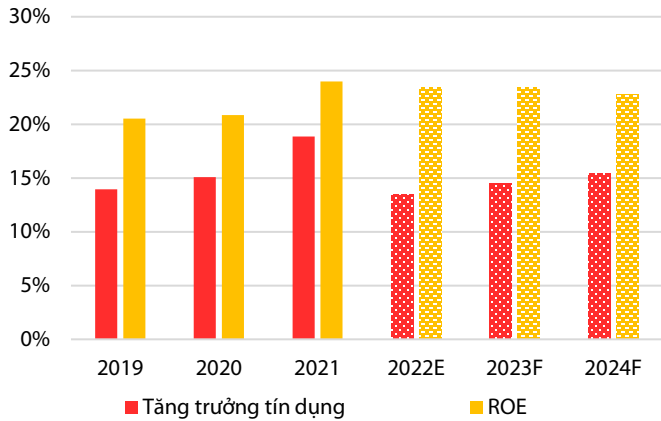
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 8: APE của VCB mỗi tháng (tỷ đồng)



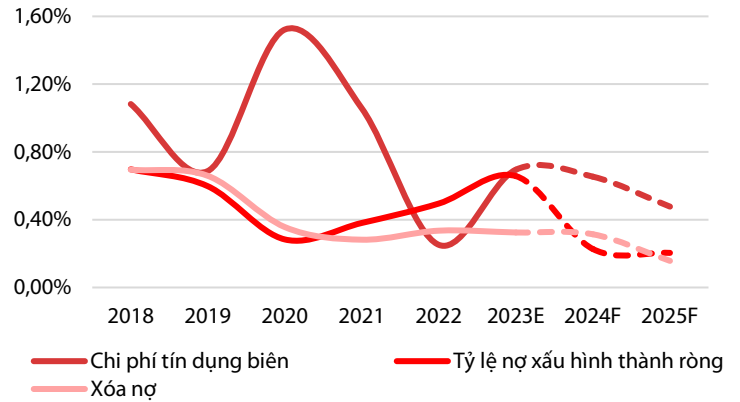
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Tăng trưởng tín dụng và RoE (%)



Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Chi phí tín dụng biên và nợ xấu hình thành ròng (%)

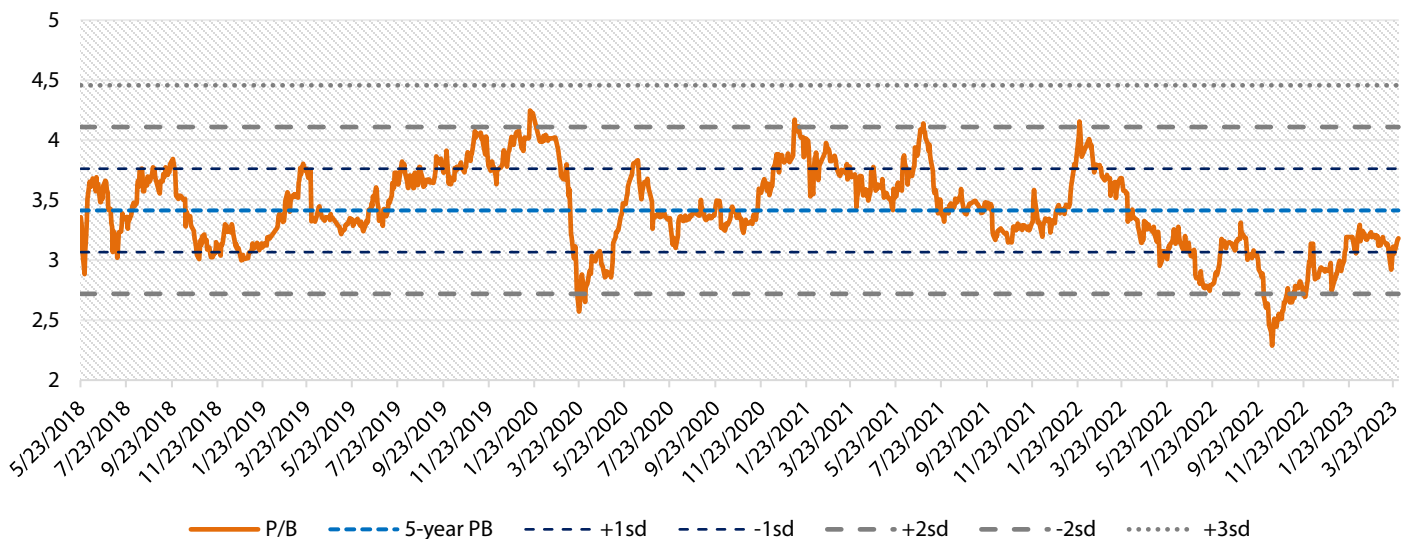


Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi dự báo thu nhập phí sẽ tăng trưởng 18%, đạt 8 nghìn tỷ đồng vào năm 2023. Tổng thu nhập hoạt động sẽ tăng khoảng 13% trong năm nay lên 22 nghìn tỷ đồng. OPEX được dự báo sẽ tăng nhẹ 12%, dẫn đến CIR đạt 31,5%, gần bằng mức năm 2022 (31,2%). Mặc dù kinh tế vĩ mô gặp khó khăn, VCB có bộ đệm dự phòng dày cho các khoản vay khách hàng và tổ chức tín dụng, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ giảm chi phí dự phòng xuống 8,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2023. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LNTT năm 2023 sẽ đạt 44,4 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với năm 2022, nhờ cả thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về dư địa dự phòng của VCB và lợi thế về nguồn vốn. Trong bối cảnh những bất ổn gia tăng, chúng tôi cho rằng VCB sẽ là Ngân hàng cuối cùng bị ảnh hưởng nhờ bộ đệm dự phòng tốt nhất và bảng cân đối lành mạnh. Cùng với đà tăng trưởng của thu nhập lãi thuần và ngoài lãi, VCB sẽ tăng trưởng bền vững trong trung hạn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu xuống 107.000 đồng/cổ phiếu, tương đương PBR 2023 là 3,0 lần, thấp hơn trung bình 5 năm. Điều này tương đương với khuyến nghị **MUA** với mức sinh lời 22% so với giá đóng cửa ngày 12/04/2023.

Hình 11: Chỉ số PB



Nguồn: BB, CTCK Rồng Việt

Đơn vị: tỷ đồng

BÁO CÁO THU NHẬP	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024F
Thu nhập lãi	70.749	88.113	105.482	118.669
Chi phí lãi	-28.371	-34.866	-44.764	-48.968
Thu nhập lãi thuần	42.379	53.246	60.717	69.701
Thu nhập ngoài lãi	14.324	14.836	16.202	19.779
<i>Từ HĐ Dịch vụ</i>	7.407	6.839	8.062	9.578
<i>Từ HĐKD ngoại hối, vàng</i>	4.375	5.768	5.972	7.393
<i>Từ mua-bán CK kinh doanh</i>	104	-115	36	39
<i>Từ mua-bán CK đầu tư</i>	-85	82	85	85
<i>Từ hoạt động khác</i>	2.393	2.054	1.948	2.460
<i>Từ hoạt động góp vốn, mua cổ phần</i>	130	208	100	224
Tổng thu nhập hoạt động	56.703	68.083	76.919	89.480
Tổng chi phí hoạt động	-17.570	-21.260	-24.055	-26.848
LN trước trích lập DP	39.133	46.823	52.864	62.632
Chi phí DPRR	-11.761	-9.464	-8.312	-8.909
Lợi nhuận trước thuế	27.372	37.359	44.552	53.723
Thuế TNDN	-5.448	-7.446	-8.865	-10.697
Lợi nhuận sau thuế	21.924	29.912	35.686	43.025
LNST thuộc về CĐ mẹ	21.903	29.892	35.663	42.997

Đơn vị: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	13,9	19,8	13,4	14,5
Huy động khách hàng	10,0	9,5	11,0	13,0
Thu nhập lãi thuần	17,0	25,6	14,0	14,8
Thu nhập hoạt động	15,7	20,1	13,0	16,3
LNST	18,7	36,5	19,3	20,6
Tổng tài sản	6,6	28,2	7,0	11,2
Vốn CSH	12,5	24,1	20,5	21,0
Khả năng sinh lời				
NIM	3,2	3,4	3,3	3,4
CIR	31,0	31,2	31,3	30,0
ROAE	20,9	24,0	23,4	23,4
ROAA	1,6	1,9	1,9	2,1
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	0,6	0,7	0,9	0,7
Dự phòng/Nợ xấu	424,4	317,4	245,3	315,8
VCSH/Tổng tài sản	7,9	7,6	8,6	9,3
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
(Cho vay KH +TCTC)/TTS	82,0	79,0	82,4	84,2
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	84,6	92,1	94,2	95,4

Đơn vị: tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	18.012	18.349	13.403	-422
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	22.507	92.558	66.349	46.421
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	225.395	313.592	329.271	362.199
Chứng khoán kinh doanh	2.766	1.500	1.718	1.970
Các công cụ tài chính phái sinh và tài sản tài chính khác	303	157	0	0
Cho vay khách hàng	934.774	1.120.287	1.270.526	1.454.442
Chứng khoán đầu tư	170.605	196.171	181.534	210.684
Góp vốn, đầu tư dài hạn	2.346	2.194	2.347	2.610
Tài sản cố định	8.626	7.985	11.648	12.951
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Tài sản Có khác	29.432	61.397	64.467	67.690
Tổng tài sản	1.414.765	1.814.188	1.941.263	2.158.545
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN Việt Nam	9.468	67.315	75.393	84.440
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	109.758	232.511	204.610	184.149
Tiền gửi của khách hàng	1.135.324	1.243.468	1.380.250	1.559.683
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	8	3	4	4
Phát hành giấy tờ có giá	17.388	25.338	28.632	38.653
Các khoản nợ khác	6.900	7.495	8.556	9.897
Tổng nợ phải trả	1.303.595	1.676.200	1.774.940	1.957.282
Vốn chủ sở hữu	111.171	137.988	166.211	201.122
Vốn của tổ chức tín dụng	42.429	53.130	53.130	53.130
Quỹ của tổ chức tín dụng	14.977	18.133	19.626	21.426
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-5	-863	-863	-863
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	53.683	67.500	94.317	127.428
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	87	88	112	141
Tổng cộng nguồn vốn	1.414.765	1.814.188	1.941.263	2.158.545

Đơn vị: tỷ đồng

THUYẾT MINH	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023F
Thu nhập lãi	70.749	88.113	105.482	118.669
Từ cho vay khách hàng	59.308	75.333	91.830	103.668
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	1.781	3.774	4.627	4.641
Từ CK đầu tư	8.139	7.470	6.846	7.900
Từ NV bảo lãnh	0	0	0	0
Thu khác từ HĐTD	1.213	1.180	1.745	1.970
Chi phí lãi	-28.362	-34.866	-44.764	-48.968
Từ tiền gửi KH	-26.601	-33.291	-42.961	-46.935
Từ khoản vay các TCTD	-284	-494	-515	-449
Từ giấy tờ có giá	-1.428	-1.025	-1.204	-1.487
Chi phí khác	-49	-56	-84	-97
Chi phí hoạt động	-17.570	-21.260	-24.055	-26.848
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-11.761	-9.464	-8.312	-8.909

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng
Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hồng Loan
Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân
Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Bernard Lapointe
Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My
Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Hà Trinh
Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh
Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
 ☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
 ☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
 ☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

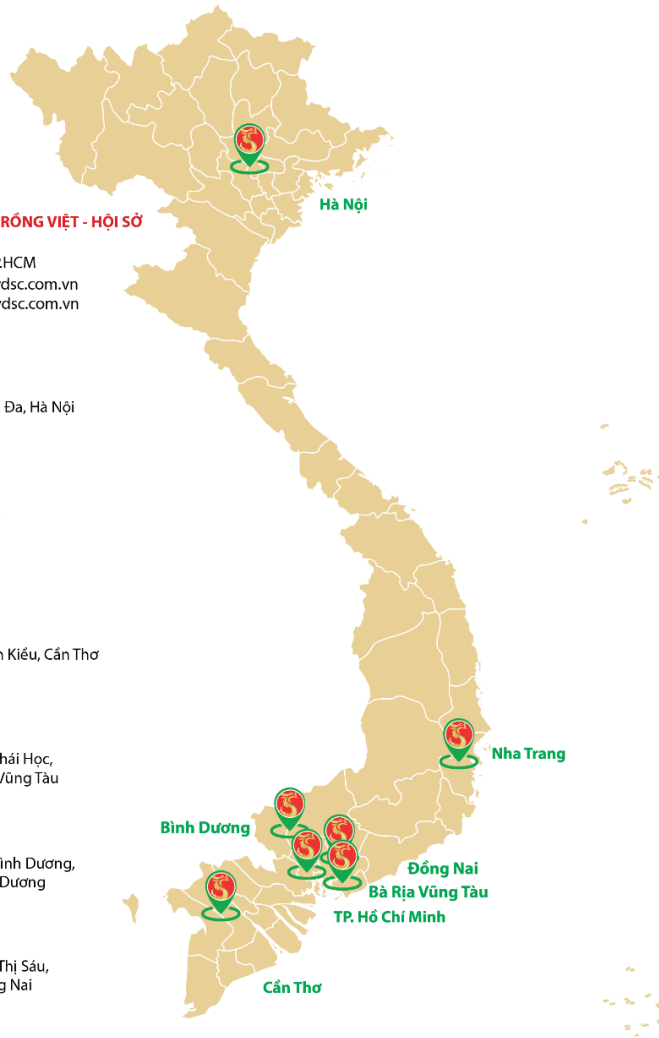
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
 ☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
 ☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
 ☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các tổ chức, cá nhân bao gồm cả Rồng Việt Securities và các tổ chức, cá nhân có liên quan có thể sử dụng Bản báo cáo này như là một tài liệu tham khảo. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này. Bản báo cáo này do Bộ phận Phân tích của Rồng Việt Securities thực hiện một cách độc lập. Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2023.**