

Vietcombank (VCB)

Thận trọng trong việc giải ngân

Chuyên viên phân tích Vũ Thu Uyên

uyenvt@kbsec.com.vn

(+84) 834-848-484

14/06/2024

KQKD 1Q2024: LNTT giảm 4.5% YoY còn 10,718 tỷ đồng, hoàn thành 25.5% mục tiêu được giao

1Q2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) giảm 6.7% YoY do kết quả kém khả quan ở cả thu nhập lãi thuần (-0.9% YoY) và thu nhập ngoài lãi (-25.8% YoY). Chi phí hoạt động và chi phí tín dụng đều được kiểm soát tốt trong quý 1. Theo đó, LNTT giảm 4.5% YoY xuống còn 10,718 tỷ đồng, đạt 25.5% mục tiêu lợi nhuận được giao.

Tín dụng tăng trưởng chậm do sự thận trọng trong việc giải ngân

Tăng trưởng tín dụng kém khả quan trong 1Q2024, ngoài yếu tố mùa vụ và việc tín dụng đã tăng mạnh vào Q4/2023, nguyên nhân còn đến từ sự thận trọng của ngân hàng trong việc giải ngân. VCB cho biết chỉ tập trung vào nhóm khách hàng có năng lực tài chính và khả năng chống đỡ rủi ro. Do đó, KBSV điều chỉnh dự phóng tăng trưởng tín dụng 2024 của VCB từ 14% xuống 12.5% - vượt nhẹ mức kế hoạch mà ngân hàng đề ra và cao hơn kết quả của năm 2023 (10.7%).

NIM cải thiện và dự báo sẽ đi ngang trong những quý còn lại

NIM trong 1Q2024 cải thiện lên 3.15% và dự báo sẽ đi ngang ở vùng này trong 3 quý còn lại. Trong đó, lãi suất bình quân đầu ra khó tăng trở lại do VCB vẫn sẽ duy trì mức lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ. Trong khi đó, lãi suất huy động chịu áp lực tăng trở lại vào cuối năm nhưng cần có độ trễ để phản ánh vào chi phí vốn (COF).

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 105,200 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu VCB là 105,200 VND/cp, cao hơn 19.0% so với giá tại ngày 13/06/2024. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu VCB.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND 105,200
Tăng/giảm (%)	19.0%
Giá hiện tại (13/06/2024)	VND 88,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 110,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	487.9/19.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	131.0/5.2
Sở hữu nước ngoài (%)	23.4%
Cổ đông lớn	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (63.34%)

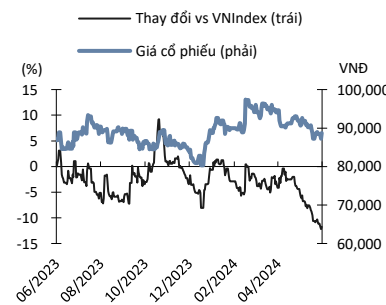
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.5	-7.6	6.0	2.2
Tương đối	-7.4	-9.9	-10.7	-13.6

Dự phóng KQKD & định giá

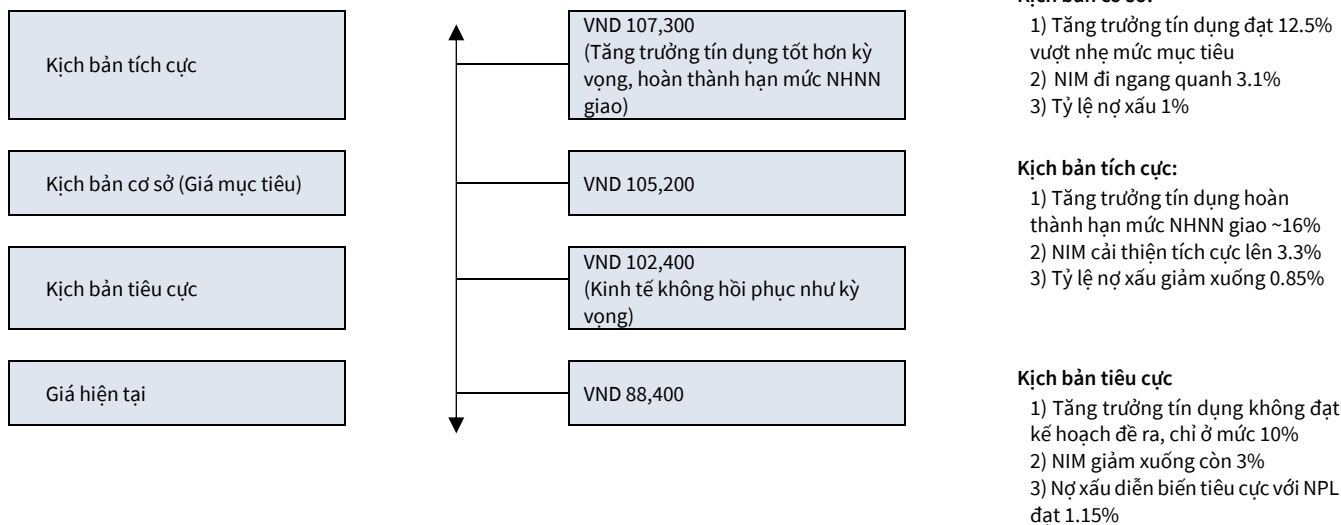
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	53,246	53,621	60,804	71,918
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	46,832	45,809	52,058	60,339
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	29,899	33,033	35,667	42,414
EPS (VND)	6,318	5,910	6,381	7,126
Tăng trưởng EPS (%)	7%	-6%	8%	12%
P/E (x)	14.0	15.0	13.9	12.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	28,663	29,524	35,906	46,120
P/B (x)	3.09	3.00	2.47	1.92
ROE (%)	24.4	22.0	19.5	17.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00	0.00	0.00	0.68

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần	61,592	73,802	60,804	71,918	(1.3)	(2.6)
LN thuần trước CF DPRRTD	53,201	62,772	52,058	60,339	(2.1)	(3.9)
LNST công ty mẹ	36,537	43,282	35,667	42,414	(2.4)	(2.0)

Nguồn: KBSV ước tính

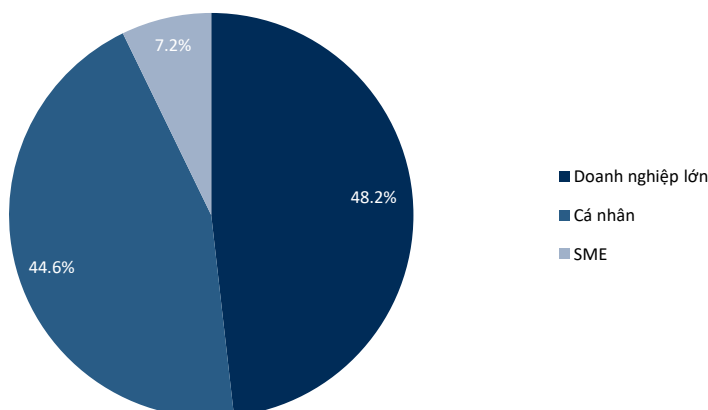
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần	60,804	71,918	60,525	69,996	0.5	2.7
LN thuần trước CF DPRRTD	52,058	60,339	53,216	63,304	(2.2)	(4.7)
LNST công ty mẹ	35,667	42,414	35,946	43,794	(0.8)	(3.2)

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu dư nợ tín dụng 2023



Hoạt động kinh doanh

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) là một NHTM Quốc doanh có quy mô tổng tài sản lớn thứ 4 toàn ngành và vị thế dẫn đầu về lợi nhuận trong nhiều năm liên tiếp.

Danh mục cho vay của VCB khá an toàn và tập trung vào 2 nhóm khách hàng chính. Trong đó, nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn chiếm 48.2%, chủ yếu thuộc ngành sản xuất và thương mại. Phần khúc khách hàng cá nhân chiếm 44.6%, phần lớn là cho vay mua nhà và kinh doanh nhỏ lẻ.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Kết quả kinh doanh 1Q2024

KQKD 1Q2024: LNTT giảm 4.5% YoY còn 10,718 tỷ đồng, hoàn thành 25.5% mục tiêu được giao

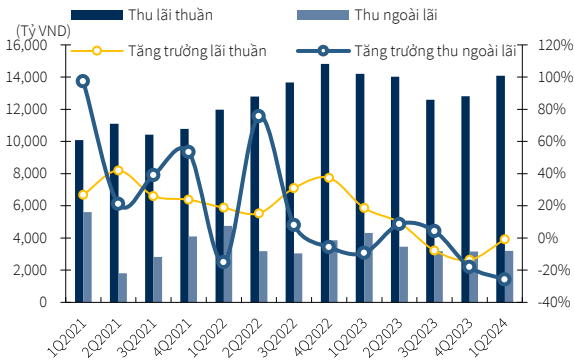
Trong 1Q2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) giảm 6.7% YoY do kết quả kém khả quan ở cả thu nhập lãi thuần (-0.9% YoY) và thu nhập ngoài lãi (-25.8% YoY). Tăng trưởng tín dụng đạt mức âm (-0.3% YTD), trong khi NIM lại ghi nhận sự cải thiện nhờ đà giảm của chi phí vốn (COF) khiến thu nhập lãi thuần không giảm quá mạnh. Chi phí hoạt động và chi phí tín dụng đều được kiểm soát tốt trong quý 1. Theo đó, LNTT giảm 4.5% YoY xuống còn 10,718 tỷ đồng, đạt 25.5% mục tiêu lợi nhuận được giao. Chất lượng tài sản suy yếu khi NPL tăng lên 1.22% nhưng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) vẫn duy trì ở mức cao, đạt 200%.

Bảng 1. Cập nhật KQKD Q1/2024

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q4/2023	Q1/2024	+/- %QoQ	+/- %YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	14,203	12,801	14,078	10.0%	-0.9%	Thu nhập lãi thuần tăng trưởng so với quý trước chủ yếu nhờ NIM cải thiện (+15 bps QoQ), tuy nhiên nhìn chung vẫn chưa tích cực do tăng trưởng tín dụng yếu trong 1Q2024.
Thu nhập ngoài lãi	4,314	3,158	3,202	1.4%	-25.8%	NFI giảm mạnh so với cùng kỳ do mảng kinh doanh ngoại hối và thu nhập khác (chủ yếu là các khoản thu hồi nợ xấu) hoạt động kém hiệu quả, lần lượt giảm 29.8% và 53.1% YoY. Lãi từ hoạt động dịch vụ cũng ghi nhận kết quả kém khả quan, đạt 1,442 tỷ đồng (-20.4% QoQ và -1.0% YoY).
Tổng thu nhập hoạt động	18,517	15,959	17,280	8.3%	-6.7%	
Chi phí hoạt động	(5,274)	(5,752)	(5,054)	-12.1%	-4.2%	
CIR	28.5%	36.0%	29.2%	-6.8pppts	+0.8pppts	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,022)	1,487	(1,508)	N/A	-25.4%	Trong 1Q2024, VCB đã trích lập cho khoản cho vay khách hàng ~2,200 tỷ (-69% YoY), đồng thời hoàn nhập hơn 700 tỷ đồng cho khoản cho vay liên ngân hàng. Theo đó, tổng chi phí trích lập dự phòng rủi ro giảm xuống còn 1,508 tỷ đồng (-25.4% YoY).
Lợi nhuận trước thuế	11,221	11,693	10,718	-8.3%	-4.5%	
Lợi nhuận sau thuế	8,992	9,360	8,586	-8.3%	-4.5%	
Tăng trưởng tín dụng	2.5%	10.8%	-0.3%		-2.8pppts	Tăng trưởng tín dụng suy giảm trong Q1/2024, đạt -0.3% YTD, thấp hơn so với các ngân hàng quốc doanh khác (BID +0.9% YTD, CTG +2.8% YTD). Trong đó, dư nợ cho vay khách hàng giảm 0.3% YTD, chỉ có mảng doanh nghiệp FDI tăng trưởng mạnh.
Tăng trưởng huy động	3.2%	11.6%	-2.7%		-5.9pppts	Huy động giảm mạnh hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp khiến nhu cầu tiền gửi hạn chế.
NIM	3.17%	3.00%	3.15%	+15 bps	-2bps	Biên lãi thuần (NIM) cải thiện, tăng 15bps QoQ nhờ chi phí vốn (COF) giảm mạnh hơn lãi suất đầu ra, có thể thấy mặt bằng lãi suất thấp giai đoạn trước đã phản ánh vào COF.
NPL	0.85%	0.98%	1.22%	+24bps	+37bps	Tỷ lệ nợ xấu (NPL) bật tăng 24bps lên 1.22%. Dù vậy tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) vẫn ở mức cao, đạt 200%.

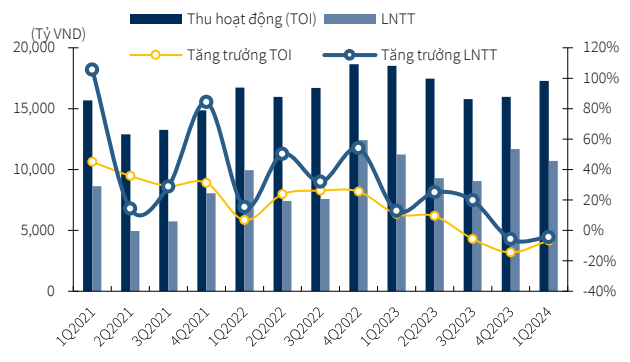
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng lãi thuần và thu nhập lãi thuần



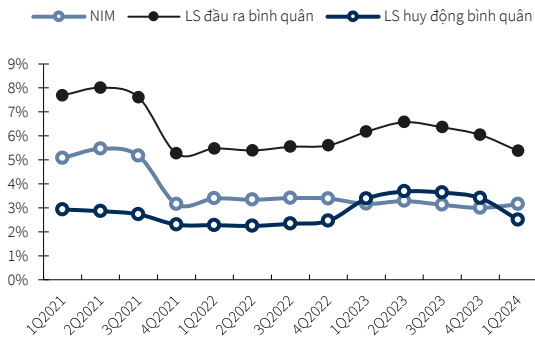
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNST



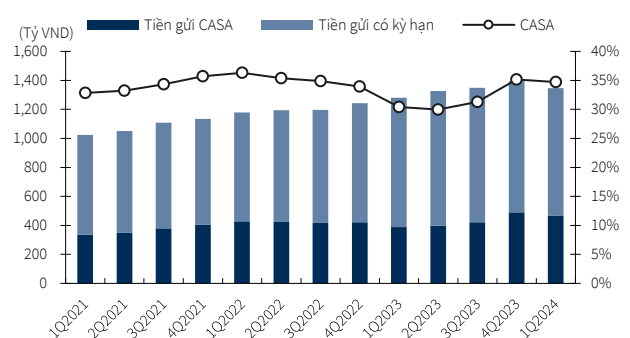
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 4. Biến động NIM theo quý



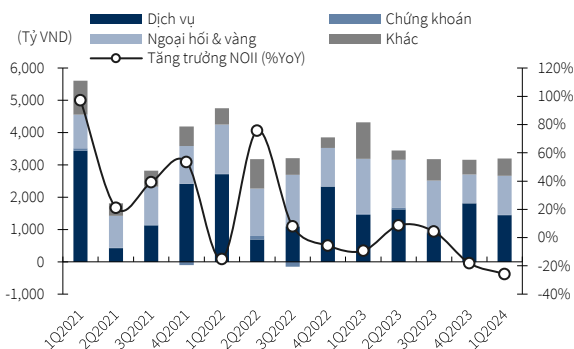
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 5. Tỷ lệ CASA của VCB theo quý



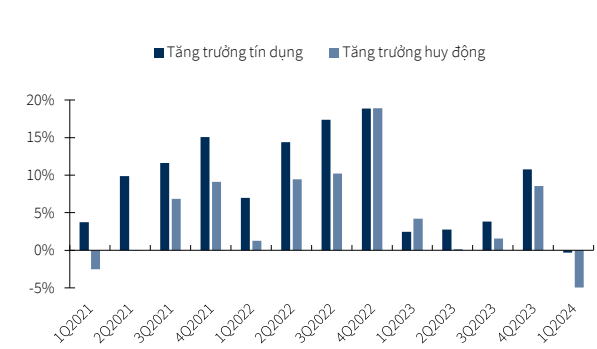
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 6. Cơ cấu thu dịch vụ



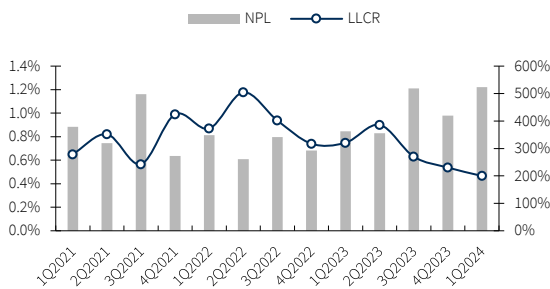
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 7. Tăng trưởng tín dụng và huy động theo quý (YTD)



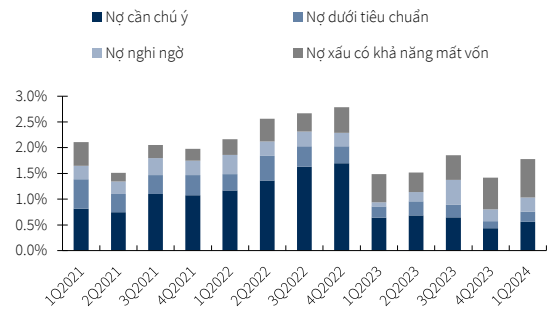
Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 8. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu



Nguồn: VCB, KBSV

Biểu đồ 9. Cơ cấu các nhóm nợ



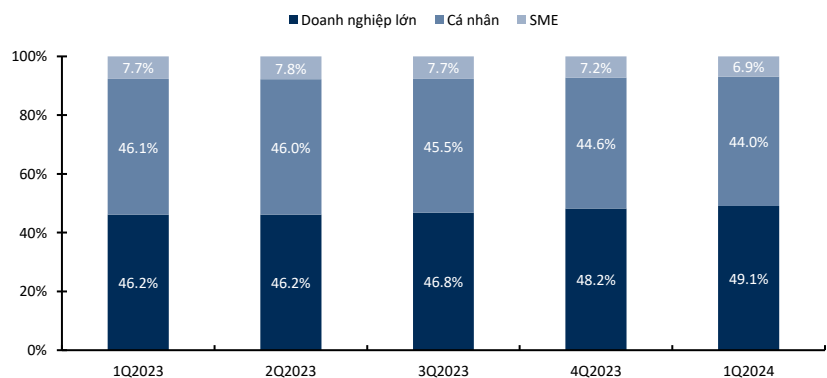
Nguồn: VCB, KBSV

Tín dụng tăng trưởng chậm do sự thận trọng trong việc giải ngân

Hạn mức tín dụng năm 2024 được NHNN cấp cho VCB là ~16%. Trong 1Q2024, tăng trưởng tín dụng kém khả quan khi giảm 0.3% YTD, thấp hơn so với mức tăng chung của nền kinh tế (+0.26%) và các ngân hàng quốc doanh khác (BID +0.9%, CTG +2.8%). Ngoài yếu tố mùa vụ và việc tín dụng đã tăng mạnh vào Q4/2023, nguyên nhân còn đến từ sự thận trọng của ngân hàng trong việc giải ngân, VCB cho biết chỉ tập trung vào nhóm khách hàng có năng lực tài chính và khả năng chống đỡ rủi ro. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng tín dụng 2024 của VCB từ 14% xuống 12.5% - vượt nhẹ mức kế hoạch mà ngân hàng đề ra và cao hơn kết quả của năm 2023 (10.7%). Một trong những động lực chính trong năm nay đến từ các dự án cơ sở hạ tầng (sân bay Long Thành và các dự án liên quan, Lô B – Ô Môn...), dự kiến sẽ bắt đầu giải ngân từ quý 2 giúp hỗ trợ tăng trưởng tín dụng cho VCB. Ngoài ra, triển vọng tích cực từ hoạt động xuất nhập khẩu và dòng vốn FDI sẽ thúc đẩy nhu cầu vay vốn phục vụ sản xuất kinh doanh của nhóm khách hàng doanh nghiệp, trong khi nhu cầu tiêu dùng kỳ vọng hồi phục vào cuối năm sẽ cải thiện kết quả kinh doanh ở mảng bán lẻ. BLĐ cho biết ngân hàng tập trung vào bán buôn chỉ là giải pháp tạm thời trong bối cảnh thị trường và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế bị giảm sút, trong khi chiến lược dài hạn vẫn là tập trung vào bán lẻ.

Trong bối cảnh kinh tế khó khăn, danh mục cho vay của VCB đã dần chuyển sang nhóm khách hàng doanh nghiệp, trong khi tỷ trọng cho vay bán lẻ giảm dần.

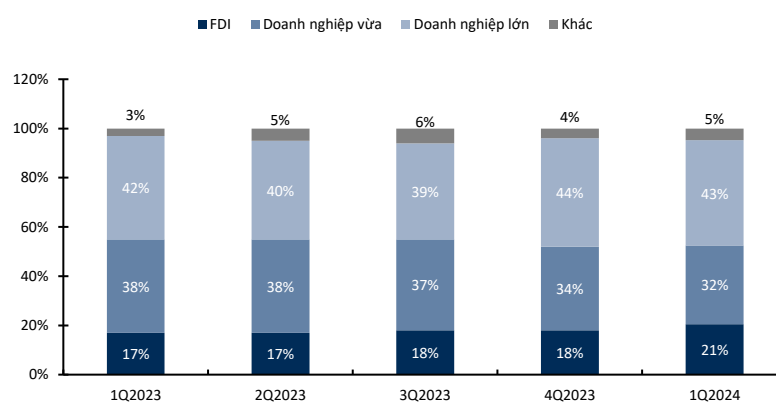
Biểu đồ 10. Cơ cấu dư nợ cho vay chia theo nhóm khách hàng



Nguồn: Vietcombank, KBSV

Trong đó, nhóm khách hàng doanh nghiệp tăng trưởng là nhờ nhóm FDI ghi nhận mức tăng mạnh trong 1Q2024, bù đắp cho sự chậm lại ở các nhóm doanh nghiệp khác.

Biểu đồ 21. Cơ cấu dư nợ cho vay nhóm khách hàng doanh nghiệp



Nguồn: Vietcombank, KBSV

NIM cải thiện và dự báo sẽ đi ngang trong những quý còn lại

Dù trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng kém khả quan, NIM của VCB vẫn ghi nhận sự cải thiện khi tăng 15bps QoQ trong Q1/2024 lên 3.15% nhờ chi phí vốn (COF) giảm mạnh hơn lãi suất bình quân đầu ra. COF giảm 91bps so với cuối năm 2023 do: (1) mặt bằng lãi suất huy động thấp giai đoạn trước đã được phản ánh rõ nét hơn; (2) nguồn vốn huy động được ngân hàng điều chỉnh tối ưu để tạo cơ sở giảm lãi suất cho vay hỗ trợ khách hàng (trong đó tiền gửi khách hàng giảm 3.5% YTD); và (3) tỷ lệ CASA vẫn được duy trì ở mức cao ~35%.

Dự báo NIM của VCB sẽ tiếp tục đi ngang quanh mức 3.15% trong 3 quý cuối năm 2024. Trong đó, lãi suất bình quân đầu ra khó tăng trở lại do VCB vẫn sẽ duy trì mức lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng cao hơn khiến nhiều ngân hàng đã phải tăng lãi suất huy động trở lại. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VCB sẽ chưa tăng lãi suất huy động ít nhất là trong vài tháng tới do thanh khoản vẫn dồi dào khi tăng trưởng tín dụng đang ở mức thấp. Mặt khác, tín dụng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ vào cuối năm sẽ khiến VCB phải nâng lãi suất huy động, dù vậy mức tăng sẽ không lớn và cần có độ trễ để phản ánh vào COF. Theo đó, dự báo COF sẽ tiếp tục được duy trì ở mức thấp trong năm 2024.

Chất lượng tài sản suy giảm nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Trong 1Q2024, chất lượng tài sản của VCB suy giảm khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1.22% (từ 0.98% vào cuối năm 2023) và tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống còn 200% (từ mức 230%) – vẫn là mức cao nhất toàn ngành. Ngân hàng đã không thực hiện xử lý nợ xấu bằng nguồn dự phòng trong kỳ. KBSV dự báo chất lượng tài sản sẽ có xu hướng cải thiện và tích cực hơn năm 2023 nhờ: 1) thông tư 02 tiếp tục được gia hạn đến hết năm 2024 cùng với các chính sách hạ lãi suất sẽ giúp hỗ trợ tình hình tài chính cho các doanh nghiệp; và 2) nền kinh tế ấm lên theo đó là sự phục hồi của hoạt động sản xuất kinh doanh. Cùng với đó, chúng tôi cho rằng VCB sẽ gia tăng xử lý nợ xấu trong 3 quý còn lại để kiểm soát tỷ lệ NPL xuống mức 1%, đồng thời tiếp tục trích lập rủi ro để duy trì bộ đệm dự phòng.

Dự phóng KQKD & Định giá

Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY 2024	2025F	+/-%YoY 2025	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	53,621	60,804	13.40%	71,918	18.28%	Dự phóng thu nhập lãi thuần 2024 giảm nhẹ 1.2% so với báo cáo trước do chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng tín dụng xuống 12.5%.
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	5,780	6,727	16.39%	7,198	7.00%	Doanh thu từ hoạt động dịch vụ cải thiện theo đà khởi sắc của tăng trưởng GDP.
Tổng thu nhập hoạt động	67,723	75,997	12.22%	88,085	15.91%	
Chi phí trích lập dự phòng	(4,565)	(7,445)	63.10%	(7,289)	-2.10%	Chúng tôi cho rằng VCB vẫn duy trì mức trích lập cao đối với khoản cho vay khách hàng trong 2024-2025 để ưu tiên sự an toàn, trong khi sẽ tiếp tục hoàn nhập khoản cho vay liên ngân hàng để hỗ trợ lợi nhuận.
Lợi nhuận sau thuế	33,054	35,690	7.97%	42,440	18.91%	
NIM	3.00%	3.13%	+14bps	3.21%	+7bps	Kỳ vọng NIM cải thiện nhờ các mặt bằng lãi suất huy động thấp sẽ phản ánh hết vào chi phí vốn (COF), trong khi lãi suất cho vay không còn nhiều dư địa để giảm. Tuy nhiên, dự phóng NIM 2024 giảm nhẹ 5bps so với báo cáo trước do rủi ro tăng lãi suất huy động trở lại vào cuối năm.
Lãi suất đầu ra bình quân	6.04%	5.42%	-62bps	5.79%	+37bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	3.41%	2.56%	-85bps	2.93%	+37bps	
CIR	32.36%	31.50%	-86bps	31.50%	+0bps	
NPL	0.98%	1.00%	+2bps	0.90%	-10bps	
Tổng tài sản	1,839,613	2,084,846	13.33%	2,448,726	17.45%	
Vốn chủ sở hữu	165,013	200,680	21.62%	274,523	36.80%	

Nguồn: KBSV

Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 105,200 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu VCB.

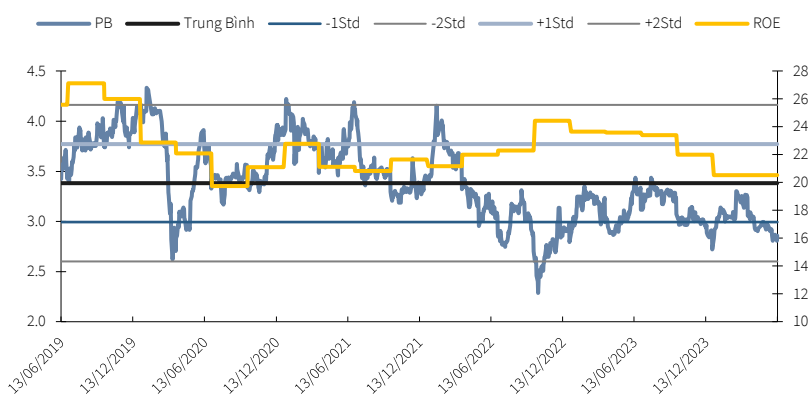
(1) Phương pháp định giá P/B

Hiện giá cổ phiếu VCB đang được giao dịch ở mức P/B 2.9x. Với triển vọng tăng trưởng tín dụng tốt hơn trong thời gian tới, cùng chất lượng tài sản dẫn đầu ngành, chúng tôi kỳ vọng P/B mục tiêu năm 2024 của VCB là 3.8x, tương đương độ lệch chuẩn +1 của trung bình P/B giai đoạn 2019 đến hiện tại.

(2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn.

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu VCB là 105,200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 19.0% so với giá đóng cửa ngày 13/06/2024.

Biểu đồ 13. Diễn biến giá và chỉ số P/B của VCB

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 3. Cổ phiếu VCB – Định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ VND	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	35,690	42,440	47,712	52,626	57,937
Lợi nhuận thặng dư	16,146	18,671	15,198	18,602	18,107
Chi phí vốn (Re)	12%				
Tăng trưởng (g)	5.0%				
Giá trị cuối cùng	136,900				
Tổng giá trị hiện tại (PV)	413,195				
Giá trị cổ phiếu VCB	73,929				

Nguồn: KBSV

Bảng 4. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
Lợi nhuận thặng dư	73,929	50%	36,964
P/B	136,442	50%	68,221
Giá mục tiêu			105,200

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh						Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	42,400	53,246	53,621	60,804	71,918	Cho vay khách hàng	934,774	1,120,287	1,241,675	1,398,441	1,568,731
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	70,749	88,113	108,122	105,132	129,818	Chứng khoán kinh doanh	2,766	1,500	2,495	2,810	3,183
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(28,349)	(34,866)	(54,501)	(44,328)	(57,900)	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bất buộc)	18,012	18,349	14,505	16,336	18,500
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	7,407	6,839	5,780	6,727	7,198	Tài sản có sinh lời	1,386,624	1,759,898	1,819,045	2,061,560	2,421,096
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	2,393	2,054	2,272	2,130	1,861	Tài sản cố định và tài sản khác	39,941	71,157	40,584	45,370	51,576
Tổng thu nhập hoạt động	56,724	68,083	67,723	75,997	88,085	Tổng tài sản	1,414,673	1,813,815	1,839,613	2,084,846	2,448,726
Chi phí hoạt động	(17,574)	(21,251)	(21,915)	(23,939)	(27,747)	Tiền gửi của khách hàng	1,135,324	1,243,468	1,395,698	1,571,895	1,780,084
LN thuần trước CF DPRRTD	39,149	46,832	45,809	52,058	60,339	Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá	17,395	25,341	20,031	26,206	19,806
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(11,761)	(9,464)	(4,565)	(7,445)	(7,289)	Các khoản nợ chịu lãi	1,271,945	1,568,635	1,631,238	1,835,781	2,120,105
Thu nhập khác	3,100	2,928	4,050	3,043	2,482	Các khoản nợ khác	33,610	109,534	43,362	48,385	54,098
Chi phí khác	(707)	(874)	(1,778)	(913)	(620)	Tổng nợ phải trả	1,305,555	1,678,169	1,674,601	1,884,166	2,174,203
Tổng lợi nhuận trước thuế	27,389	37,368	41,244	44,612	53,050	Vốn điều lệ	37,089	47,325	55,891	55,891	59,524
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(5,450)	(7,449)	(8,189)	(8,922)	(10,610)	Thặng dư vốn cổ phần	4,995	4,995	4,995	4,996	36,363
LNST	21,939	29,919	33,054	35,690	42,440	Lợi nhuận chưa phân phối	48,434	60,733	76,759	112,425	151,268
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(20)	(20)	(21)	(23)	(26)	Lợi ích của cổ đông thiểu số	87	88	94	94	94
LNST ngân hàng mẹ	21,919	29,899	33,033	35,667	42,414	Vốn chủ sở hữu	109,117	135,646	165,013	200,680	274,523

Chỉ số tài chính (%)						Định giá (đồng, X, %)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời						Chỉ số về giá					
ROE	21.6%	24.4%	22.0%	19.5%	17.9%	EPS cơ bản	5,910	6,318	5,910	6,381	7,126
ROA	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	29,421	28,663	29,524	35,906	46,120
ROE trước dự phòng	30.9%	30.6%	24.4%	22.8%	20.3%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	28,592	28,068	29,060	35,448	45,697
ROA trước dự phòng	2.3%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	Chỉ số định giá					
Biên lãi ròng (NIM)	3.2%	3.4%	3.0%	3.1%	3.2%	PER	15.0	14.0	15.0	13.9	12.4
Hiệu quả hoạt động						PBR	3.0	3.1	3.0	2.5	1.9
LDR thuần	84.6%	92.1%	91.0%	91.0%	90.0%	Tỉ suất cổ tức	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%
CIR	31.0%	31.2%	32.4%	31.5%	31.5%	ROE	21.6%	24.4%	22.0%	19.5%	17.9%
Tốc độ tăng trưởng						An toàn vốn					
Tăng trưởng tổng tài sản	6.7%	28.2%	1.4%	13.3%	17.5%	Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)	9.0%	8.9%	>8%	>8%	>8%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	13.9%	19.8%	10.8%	12.6%	12.2%	Chất lượng tài sản					
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	18.5%	19.6%	-2.2%	13.6%	15.9%	NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%	0.9%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	18.8%	36.4%	10.5%	8.0%	18.9%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	420.5%	316.8%	230.3%	223.6%	231.3%
Tăng trưởng EPS	18.8%	6.9%	-6.4%	8.0%	11.7%	SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	1.0%	1.0%	1.4%	1.5%	1.3%
Tăng trưởng BVPS	16.0%	-2.6%	3.0%	21.6%	28.4%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	267.6%	208.2%	159.2%	154.2%	160.1%

Nguồn: KBSV ước tính

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.