

## NH TM CP QUÂN ĐỘI (MBB) – CẬP NHẬT

**Giá thị trường**

VND24.000

**Giá mục tiêu**

VND35.900

**Tỷ suất cổ tức**

2,5%

**Khuyến nghị**

KHẢ QUAN

**Ngành**

Tài chính

Ngày 27/01/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực

**Triển vọng dài hạn:** Tích cực

**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:10 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 29,2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng EPS 2021 4,6%
- Tăng EPS 2022 10,6%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 26.750  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 11.783  |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 325.730 |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 70.529  |
| Free float (%)          | 20      |
| P/E trượt (x)           | 8,64    |
| P/B hiện tại (x)        | 1,51    |

### Cơ cấu sở hữu

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Tập đoàn Viettel        | 14,6% |
| SCIC                    | 9,8%  |
| TCT Trực thăng Việt Nam | 7,8%  |
| Khác                    | 67,8% |

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Thị Phương Thanh**

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

## Mạnh mẽ trên mọi mặt

- LN ròng Q4/20 tăng 3,2% svck đạt 1.931 tỷ đồng do khoản cho vay khách hàng tăng 19% svck nhờ nhu cầu cho vay cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
- MBB ghi nhận LN ròng năm 2020 đạt 8.263 tỷ đồng (+5,6% svck), tương đương 96% dự phóng cả năm 2020 của chúng tôi.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 35.900đ/cp.

### Tăng trưởng LN ròng Q4/20 khiêm tốn

Tổng thu nhập hoạt động Q4/20 tăng mạnh 15% svck đạt 7.714 tỷ đồng nhờ thu nhập lãi thuần (NII) tăng 18,5% svck và thu nhập ngoài lãi tăng 6,4% svck. Dự nợ cho vay tăng 19% svck, cao hơn mức 17% trong Q4/19 nhờ việc NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ. Về phía chi phí, chi phí dự phòng tăng mạnh 59% svck, khiến LN ròng chỉ tăng nhẹ 3,2% svck đạt 1.931 tỷ đồng.

### Dự nợ cho vay tăng mạnh bù đắp NIM giảm

NII năm 2020 tăng 13% svck nhờ dự nợ cho vay tăng 19% và NIM giảm 16 điểm cơ bản svck. Tăng trưởng tín dụng của MBB trong cả năm duy trì đà tăng trưởng cao với 23% svck. Lợi suất tài sản năm 2020 giảm mạnh 84 điểm cơ bản sau khi ngân hàng nâng giá trị trái phiếu chính phủ trong danh mục 10% svck từ 48.000 tỷ lên 52.500 tỷ đồng, vốn có lợi suất tài sản thấp hơn so với các tài sản sinh lãi khác. Tuy nhiên, chi phí vốn năm 2020 giảm 70 điểm cơ bản svck xuống 3,3% - mức thấp nhất từ khi thành lập do CASA cải thiện từ 34% cuối năm 2019 lên 37% cuối năm 2020. Nhờ đó, NIM năm 2020 giảm 14 điểm cơ bản svck xuống 4,7%.

### Dự phóng CAGR EPS đạt 22% trong 2021-2023

Chúng tôi dự báo CAGR LN ròng đạt 22% trong 2021-23, với CAGR NII đạt 20% nhờ CAGR dự nợ cho vay đạt 15% và NIM tăng 49 điểm cơ bản. Chúng tôi dự báo CAGR thu nhập ngoài lãi đạt 17%, bao gồm CAGR thu nhập phí 2021-23 đạt 24,5% nhờ thu nhập từ dịch vụ thanh toán và bancassurance. Về chất lượng tài sản, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu và dự phòng rủi ro cho vay sẽ duy trì ổn định trong 2021-23, lần lượt đạt 1,0% và 120%.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 35.900đ/cp

Chúng tôi nâng dự báo EPS cho 2021-22 lên 4,6-10,6% do tăng trưởng tín dụng cao. Chúng tôi nâng P/BV mục tiêu 2021 từ 1,2 lên 1,7 lần, tương tự với P/BV trung bình các ngân hàng trong nước (ngoại trừ VCB). Do đó, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 35.900đ/cp (trước đó 27.000đ/cp), dựa trên tỷ trọng tương đương giữa định giá thu nhập (COE: 13,3%; LTG: 3,0%) và P/BV mục tiêu 2021 1,7 lần, tương đương tỷ lệ tăng giá 49,6%. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là thu nhập từ phí tăng trưởng tốt hơn dự phóng.

| Tổng quan tài chính (VND)     | 12-19A  | 12-20A  | 12-21E  | 12-22E  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ)       | 18.000  | 20.278  | 25.566  | 30.611  |
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên   | 4,9%    | 4,7%    | 5,1%    | 5,3%    |
| Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ) | 24.650  | 27.362  | 34.796  | 41.828  |
| Tổng trích lập dự phòng (tỷ)  | (4.891) | (6.118) | (6.985) | (7.704) |
| LN ròng (tỷ)                  | 7.823   | 8.263   | 10.510  | 13.172  |
| Tăng trưởng LN ròng           | 28,0%   | 5,6%    | 27,2%   | 25,3%   |
| EPS điều chỉnh                | 2.690   | 2.786   | 3.514   | 4.384   |
| BVPS                          | 13.769  | 16.960  | 20.083  | 24.147  |
| ROAE                          | 22,1%   | 19,2%   | 20,1%   | 21,1%   |

Nguồn: VND RESEARCH

**KQKD 2020: THEO SÁT DỰ PHÒNG**
**Hình 1: Tóm tắt KQKD 2020 (tỷ đồng)**

| Kết quả kinh doanh       | Q4/2020 | Q4/2019 | sv<br>cùng<br>kỳ % | Q3/2020 | sv quý<br>trước<br>% | 2020     | 2019    | sv<br>cùng<br>kỳ % | Dự báo<br>năm 2020 | % dự<br>báo | Nhận xét                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------|---------|---------|--------------------|---------|----------------------|----------|---------|--------------------|--------------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Thu nhập lãi             | 5.794   | 4.889   | 18,5%              | 5.165   | 12,2%                | 20.278   | 18.000  | 12,7%              | 20.120             | 100,8%      | Phù hợp với dự báo của chúng tôi.                                                                                                                                                           |
| Thu nhập ngoài lãi       | 1.920   | 1.804   | 6,4%               | 1.571   | 22,3%                | 7.084    | 6.650   | 6,5%               | 8.286              | 85,5%       | Thấp hơn so với dự báo của chúng tôi do ảnh hưởng tiêu cực của dịch bệnh tới hoạt động thu hồi nợ xấu.                                                                                      |
| Tổng thu nhập HĐKD       | 7.714   | 6.693   | 15,3%              | 6.735   | 14,5%                | 27.362   | 24.650  | 11,0%              | 28.406             | 96,3%       |                                                                                                                                                                                             |
| Chi phí hoạt động        | (3.235) | (3.059) | 5,7%               | (2.836) | 14,1%                | (10.555) | (9.724) | 8,6%               | (11.646)           | 90,6%       | Thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi do tỷ lệ chi phí/thu nhập giảm về mức 38.5% trong năm 2020, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi là 41% nhờ việc cắt giảm chi phí tại các chi nhánh. |
| Lợi nhuận trước dự phòng | 4.479   | 3.634   | 23,3%              | 3.899   | 14,9%                | 16.807   | 14.927  | 12,6%              | 16.760             | 100,3%      |                                                                                                                                                                                             |
| Chi phí dự phòng         | (1.925) | (1.214) | 58,5%              | (884)   | 117,9%               | (6.118)  | (4.891) | 25,1%              | (5.624)            | 108,8%      | Cao hơn so với dự phóng của chúng tôi khi MBB tăng tỷ lệ bao nợ xấu lên 134%, cao nhất trong lịch sử ngân hàng.                                                                             |
| Lợi nhuận trước thuế     | 2.554   | 2.420   | 5,6%               | 3.015   | -15,3%               | 10.688   | 10.036  | 6,5%               | 11.135             | 96,0%       |                                                                                                                                                                                             |
| Lợi nhuận sau thuế       | 1.931   | 1.870   | 3,2%               | 2.357   | -18,1%               | 8.263    | 7.823   | 5,6%               | 8.641              | 95,6%       | Phù hợp với dự báo của chúng tôi.                                                                                                                                                           |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: Các chỉ số chính của MBB theo quý**

| Các chỉ số chính                       | Q3/18  | Q4/18  | Q1/19 | Q2/19 | Q3/19  | Q4/19  | Q1/20 | Q2/20  | Q3/20  | Q4/20  |
|----------------------------------------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần /Tổng thu nhập HĐKD | 75,7%  | 72,7%  | 75,8% | 71,4% | 72,2%  | 73,0%  | 74,1% | 70,3%  | 76,7%  | 75,1%  |
| Thu nhập ngoài lãi/Tổng thu nhập HĐKD  | 24,3%  | 27,3%  | 24,2% | 28,6% | 27,8%  | 27,0%  | 25,9% | 29,7%  | 23,3%  | 24,9%  |
| NIM (dự phóng cả năm)                  | 4,5%   | 4,5%   | 4,7%  | 4,7%  | 4,9%   | 4,9%   | 4,8%  | 4,7%   | 4,9%   | 4,7%   |
| LDR (theo TT36)                        | 73,6%  | 73,7%  | 74,2% | 72,8% | 74,5%  | 74,2%  | 74,1% | 76,0%  | 78,8%  | 74,4%  |
| Tỷ lệ nợ xấu (NPL)                     | 1,6%   | 1,3%   | 1,4%  | 1,3%  | 1,5%   | 1,2%   | 1,6%  | 1,4%   | 1,5%   | 1,1%   |
| Dự phòng/nợ xấu                        | 106,0% | 112,3% | 96,5% | 97,6% | 102,7% | 110,5% | 97,6% | 121,0% | 118,9% | 134,1% |
| Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)     | 1,57%  | 1,52%  | 1,74% | 2,08% | 2,16%  | 2,10%  | 3,36% | 2,59%  | 2,15%  | 2,54%  |
| ROA (trượt 12 tháng)                   | 1,6%   | 1,8%   | 1,8%  | 1,9%  | 2,0%   | 2,0%   | 1,9%  | 1,9%   | 2,0%   | 1,8%   |
| ROE (trượt 12 tháng)                   | 16,9%  | 20,2%  | 20,2% | 21,8% | 21,8%  | 22,1%  | 20,1% | 20,7%  | 20,0%  | 19,2%  |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2020**

Thu nhập ngoài lãi năm 2020 tăng 6,5% svck đạt 7.084 tỷ đồng nhờ lợi nhuận kinh doanh ngoại hối tăng 21% và thu nhập từ đầu tư chứng khoán tăng 49%. Trong Q4/20, ngân hàng đã bán bớt 14% trái phiếu của các TCTD so với cuối năm 2019. Thu nhập chi phí năm 2020 tăng nhẹ 12% svck chủ yếu nhờ hoạt động kinh doanh bancassurance tăng mạnh.

**Cải thiện chất lượng tài sản**

Trong Q4/20, ngân hàng đã tăng chi phí dự phòng lên 1.925 tỷ đồng (+59% svck). Do đó, tỷ lệ nợ xấu (NPL) được duy trì tốt ở mức 1,1% vào cuối năm 2020, thấp hơn mức 1,2% vào cuối năm 2019. Bên cạnh đó, tỷ lệ dự phòng nợ xấu được cải thiện từ 111% lên 134% vào cuối năm 2020 – mức cao nhất trong 5 năm gần đây. Vào cuối năm 2020, tổng các khoản cho vay tái cơ cấu của MBB đạt xấp xỉ 3.000 tỷ đồng, tương đương 1,0% tổng dư nợ.

**TRIỂN VỌNG: CHÚNG TÔI NÂNG DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN 4,6% - 10,6% DO DỰ BẢO TĂNG TRƯỞNG DƯ NỢ TỐT HƠN**

**Hình 3: Thay đổi dự phóng (tỷ đồng)**

|                                                 | Dự báo cũ |          | Dự báo mới |          | Thay đổi |       | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------------------------|-----------|----------|------------|----------|----------|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                 | 2021      | 2022     | 2021       | 2022     | 2021     | 2022  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Thu nhập lãi thuần                              | 23.091    | 27.113   | 25.566     | 30.611   | 10,7%    | 12,9% | Chúng tôi tăng dự phóng cho thu nhập lãi dựa trên giả định tăng trưởng cho vay cao hơn từ 14%/14% lên 17%/15% cho năm 2021-22. Ngân hàng đã ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng 23% trong năm 2020 và đặt mục tiêu duy trì tăng trưởng tín dụng trên 20% trong năm 2021 |
| Thu nhập ngoài lãi                              | 10.047    | 11.840   | 9.230      | 11.217   | -8,1%    | -5,3% | Chúng tôi giảm nhẹ dự phóng cho thu nhập ngoài lãi do các tác động tiêu cực của dịch bệnh lên công tác thu hồi nợ xấu                                                                                                                                                          |
| Tổng thu nhập HĐKD                              | 33.138    | 38.953   | 34.796     | 41.828   | 5,0%     | 7,4%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Chi phí hoạt động                               | (13.586)  | (15.971) | (14.266)   | (17.150) | 5,0%     | 7,4%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Lợi nhuận trước dự phòng                        | 19.551    | 22.982   | 20.530     | 24.679   | 5,0%     | 7,4%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Chi phí dự phòng                                | (6.783)   | (7.915)  | (7.051)    | (8.129)  | 4,0%     | 2,7%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Lợi nhuận trước thuế                            | 12.768    | 15.067   | 13.478     | 16.549   | 5,6%     | 9,8%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Lợi nhuận sau thuế                              | 9.908     | 12.054   | 10.459     | 12.842   | 5,6%     | 6,5%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Trung bình số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | 2.773     | 2.773    | 2.812      | 2.824    | 1,4%     | 1,8%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| EPS (VND/cổ phiếu)                              | 3.359     | 3.963    | 3.497      | 4.274    | 4,1%     | 7,8%  | Lợi nhuận cao hơn chủ yếu là do dự phóng tăng trưởng dư nợ cho vay cao hơn                                                                                                                                                                                                     |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## ĐỊNH GIÁ

### Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 35.900đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 35.900đ/cp sau khi tăng dự báo LN ròng và nâng P/BV mục tiêu nhằm phản ánh đợt điều chỉnh giá ngành ngân hàng. Ở thị giá hiện tại, MBB đang giao dịch ở mức P/BV 2021 1,2 lần, thấp hơn 29% so với mức P/BV trung bình các ngân hàng trong nước năm 2021. Chúng tôi nâng P/BV mục tiêu từ 1,2 lên 1,7 lần, tương đương P/BV trung bình năm 2021 của các ngân hàng trong nước. Chúng tôi tin rằng MBB xứng đáng được giao dịch ở mức tương đương trung bình các ngân hàng trong nước là 1,7 lần (ngoại trừ VCB) dựa trên nền tảng vững chắc của ngân hàng để phát triển mảng bán lẻ với chi phí vốn thấp, khả năng quản lý rủi ro tốt, và hệ sinh thái đối tác lớn. Do đó, chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 27.000đ/cp lên 35.900đ/cp dựa trên tỷ trọng tương đương giữa phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 13,3%; LTG: 3,0%) và P/BV mục tiêu 2021 đạt 1,7 lần, cho thấy tỷ lệ tăng giá đạt 49,6%.

**Hình 4: Giả định chính trong định giá thu nhập thặng dư**

| Giả định chính                                    | 2020E   | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | Năm cuối |
|---------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Lãi suất phi rủi ro                               | 3,0%    | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%     |
| Phản bù rủi ro                                    | 11,0%   | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0%    |
| Beta                                              | 1,05    | 1,05  | 1,05  | 1,05  | 1,05  | 1,05     |
| Chi phí vốn chủ sở hữu                            | 14,6%   | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6%    |
| Tăng trưởng dài hạn                               |         |       |       |       |       | 3,0%     |
| (tỷ VND)                                          |         |       |       |       |       |          |
| Giá trị sổ sách đầu kỳ                            | 47.907  |       |       |       |       |          |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)    | 17.448  |       |       |       |       |          |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối) | 40.924  |       |       |       |       |          |
| Giá trị vốn chủ sở hữu                            | 106.278 |       |       |       |       |          |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)        | 2.824   |       |       |       |       |          |
| Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)                       | 37.629  |       |       |       |       |          |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Giá mục tiêu, theo ước tính của chúng tôi

| Phương pháp                                  | Tỷ trọng | Giá trị hợp lý<br>(VND/cổ phiếu) | Đóng góp<br>(VND/cổ phiếu) |
|----------------------------------------------|----------|----------------------------------|----------------------------|
| Thu nhập thặng dư                            | 50%      | 37.629                           | 18.814                     |
| Hệ số P/B (1,7 lần cho năm 2021)             | 50%      | 34.110                           | 17.055                     |
| Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)                  |          |                                  | 35.870                     |
| <b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)</b> |          |                                  | <b>35.900</b>              |

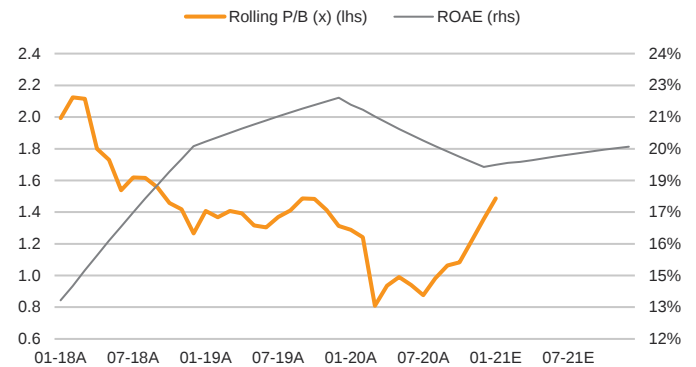
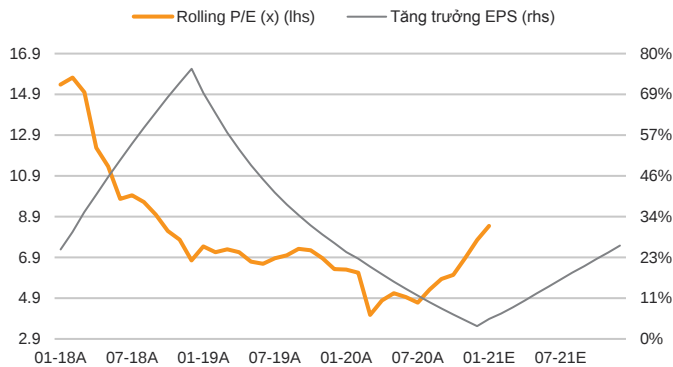
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (giá ngày 26/01/2021)

| Ngân hàng                  | Mã Bloomberg | Khuyến nghị | Giá đóng cửa  | Giá mục tiêu  | Vốn hóa    | P/B (x) |       | P/E (x) |       | Tăng trưởng kép EPS 3 năm | ROE % |       | ROA % |       |
|----------------------------|--------------|-------------|---------------|---------------|------------|---------|-------|---------|-------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                            |              |             | (tiền nội tệ) | (tiền nội tệ) | (triệu đô) | FY21F   | FY22F | FY21F   | FY22F | %                         | FY21F | FY22F | FY21F | FY22F |
| China Merchants Bank       | 3968 HK      | n/a         | n/a           | n/a           | 199.320    | 1,9     | 1,7   | 13,2    | 11,7  | 10,2%                     | 15,3% | 15,4% | 1,2%  | 1,2%  |
| Bank Mandiri               | BMRI IJ      | n/a         | n/a           | n/a           | 23.818     | 1,8     | 1,6   | 19,7    | 13,7  | 4,2%                      | 8,8%  | 12,5% | 1,3%  | 1,7%  |
| BDO Unibank Inc            | BDO PM       | n/a         | n/a           | n/a           | 10.120     | 1,3     | 1,2   | 18,1    | 14,9  | 0,4%                      | 7,5%  | 8,5%  | 0,9%  | 1,0%  |
| Vietcombank                | VCB VN       | Trung lập   | 102.500       | 97.700        | 16.557     | 3,3     | 2,8   | 19,4    | 15,3  | 12,3%                     | 19,3% | 20,7% | 1,5%  | 1,7%  |
| Techcombank                | TCB VN       | Khả quan    | 35.800        | 40.400        | 5.514      | 1,7     | 1,5   | 11,3    | 9,8   | 14,6%                     | 16,8% | 16,4% | 2,8%  | 2,8%  |
| VP Bank                    | VPB VN       | Khả quan    | 35.900        | 44.300        | 3.883      | 1,5     | 1,2   | 8,4     | 7,5   | 14,3%                     | 18,5% | 17,2% | 2,3%  | 2,3%  |
| NH TMCP Á Châu             | ACB VN       | Khả quan    | 28.100        | 35.400        | 2.684      | 1,8     | 1,5   | 9,1     | 7,8   | 12,8%                     | 22,3% | 21,1% | 1,7%  | 1,7%  |
| NH TMCP Quốc Tế            | VIB VN       | Trung lập   | 34.150        | 35.000        | 1.640      | 1,8     | 1,5   | 8,0     | 6,9   | 9,7%                      | 23,0% | 21,4% | 1,9%  | 1,8%  |
| NH TMCP Bưu điện Liên Việt | LPB VN       | Trung lập   | 14.300        | 13.100        | 661        | 0,9     | 0,8   | 7,5     | 5,8   | 14,5%                     | 13,4% | 14,9% | 0,9%  | 1,0%  |
| Trung bình                 |              |             |               |               |            | 1,8     | 1,5   | 12,7    | 10,4  | 10,3%                     | 16,1% | 16,5% | 1,6%  | 1,7%  |
| MB Bank                    | MBB VN       | Khả quan    | 24.000        | 35.900        | 3.188      | 1,2     | 1,0   | 6,5     | 5,3   | 13,4%                     | 20,0% | 20,6% | 2,0%  | 2,1%  |

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND)                 | 12-20A   | 12-21E   | 12-22E   |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| Thu nhập lãi thuần       | 20.278   | 25.566   | 30.611   |
| Thu nhập lãi suất ròng   | 7.084    | 9.230    | 11.217   |
| Tổng lợi nhuận hoạt động | 27.362   | 34.796   | 41.828   |
| Tổng chi phí hoạt động   | (10.555) | (14.266) | (17.150) |
| LN trước dự phòng        | 16.807   | 20.530   | 24.679   |
| Tổng trích lập dự phòng  | (6.118)  | (6.985)  | (7.704)  |
| TN từ các Cty LK & LD    |          |          |          |
| Thu nhập ròng khác       |          |          |          |
| LN trước thuế            | 10.688   | 13.544   | 16.975   |
| Thuế                     | (2.082)  | (2.709)  | (3.395)  |
| Lợi nhuận sau thuế       | 8.606    | 10.836   | 13.580   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (343)    | (325)    | (407)    |
| LN ròng                  | 8.263    | 10.510   | 13.172   |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-20A  | 12-21E  | 12-22E  |
|----------------------------------|---------|---------|---------|
| Tổng cho vay khách hàng          | 298.297 | 349.008 | 401.359 |
| Cho vay các ngân hàng khác       | 47.889  | 52.678  | 57.945  |
| Tổng cho vay                     | 346.186 | 401.685 | 459.304 |
| Chứng khoán - Tổng cộng          | 103.235 | 120.569 | 138.484 |
| Các tài sản sinh lãi khác        | 17.334  | 19.067  | 20.974  |
| Tổng các tài sản sinh lãi        | 466.754 | 541.321 | 618.762 |
| Tổng dự phòng                    | (4.790) | (4.652) | (5.315) |
| Tổng cho vay khách hàng          | 293.943 | 344.765 | 396.514 |
| Tổng tài sản sinh lãi ròng       | 461.964 | 536.669 | 613.447 |
| Tiền mặt và các khoản tiền gửi   | 3.109   | 3.327   | 3.560   |
| Tổng đầu tư                      | 1.133   | 1.212   | 1.297   |
| Các tài sản khác                 | 28.776  | 30.790  | 32.945  |
| Tổng tài sản không sinh lãi      | 33.018  | 35.329  | 37.802  |
| Tổng tài sản                     | 494.982 | 571.999 | 651.249 |
| Nợ khách hàng                    | 310.960 | 357.604 | 405.881 |
| Dư nợ tín dụng                   | 50.924  | 56.016  | 61.618  |
| Tài sản nợ chịu lãi              | 361.884 | 413.620 | 467.499 |
| Tiền gửi                         | 50.892  | 55.981  | 61.579  |
| Tổng tiền gửi                    | 412.776 | 469.601 | 529.078 |
| Các khoản nợ lãi suất khác       | 207     | 207     | 207     |
| Tổng các khoản nợ lãi suất       | 412.983 | 469.809 | 529.285 |
| Thuế TNDN hoãn lại               |         |         |         |
| Các khoản nợ không lãi suất khác | 31.900  | 42.950  | 50.839  |
| Tổng nợ không lãi suất           | 31.900  | 42.950  | 50.839  |
| Tổng nợ                          | 444.883 | 512.758 | 580.124 |
| Vốn điều lệ và                   | 27.988  | 28.244  | 28.244  |
| Thặng dư vốn cổ phần             | 1.303   | 1.303   | 1.303   |
| Cổ phiếu quỹ                     | (564)   | (564)   | (564)   |
| LN giữ lại                       | 12.956  | 21.516  | 32.993  |
| Các quỹ thuộc VCSH               | 6.225   | 6.225   | 6.225   |
| Vốn chủ sở hữu                   | 47.907  | 56.722  | 68.200  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 2.193   | 2.518   | 2.925   |
| Tổng vốn chủ sở hữu              | 50.099  | 59.240  | 71.126  |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu        | 494.982 | 571.999 | 651.249 |

| Chỉ số tăng trưởng (yoy)            | 12-20A | 12-21E | 12-22E |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng tiền gửi khách hàng     | 14,0%  | 15,0%  | 13,5%  |
| Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng | 19,2%  | 17,0%  | 15,0%  |
| Tăng trưởng thu nhập lãi ròng       | 12,7%  | 26,1%  | 19,7%  |
| Tăng trưởng LN trước dự phòng       | 12,6%  | 22,2%  | 20,2%  |
| Tăng trưởng LN ròng                 | 5,6%   | 27,2%  | 25,3%  |
| Tăng trưởng các tài sản sinh lãi    | 19,1%  | 16,2%  | 14,3%  |
| <b>Giá trị cổ phiếu</b>             |        |        |        |
| EPS cơ bản (VND)                    | 2.963  | 3.738  | 4.664  |
| BVPS (VND)                          | 16.960 | 20.083 | 24.147 |
| Cổ tức / cp (VND)                   | 0      | 600    | 600    |
| Tăng trưởng EPS                     | 3,6%   | 26,1%  | 24,8%  |

### Các chỉ số chính

|                               | 12-20A  | 12-21E  | 12-22E  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên   | 4,7%    | 5,1%    | 5,3%    |
| Tỷ lệ chi phí thu nhập        | (38,6%) | (41,0%) | (41,0%) |
| Nợ xấu/ Tổng cho vay          | 1,1%    | 0,9%    | 0,9%    |
| Nợ xấu/ Cho vay ròng          | 1,1%    | 1,0%    | 0,9%    |
| LN/ TB cho vay                | 2,2%    | 2,2%    | 2,1%    |
| Tổng tỷ lệ an toàn vốn        | 10,2%   | 10,1%   | 10,3%   |
| Cấp tín dụng/ nguồn vốn       | 82,4%   | 84,4%   | 85,9%   |
| <b>Biên lợi và độ đàn hồi</b> |         |         |         |
| Thu nhập/ TS sinh lãi         | 7,6%    | 8,4%    | 8,6%    |
| Chi phí cho các quỹ           | 3,3%    | 3,8%    | 3,8%    |
| Lãi ròng/ Tài sản trung bình  | 4,5%    | 4,8%    | 5,0%    |
| ROAE                          | 19,2%   | 20,1%   | 21,1%   |

Nguồn: VND RESEARCH

## **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 Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích**

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>