

TECHCOMBANK - TCB

Khả quan

Vượt qua thử thách

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND42.000

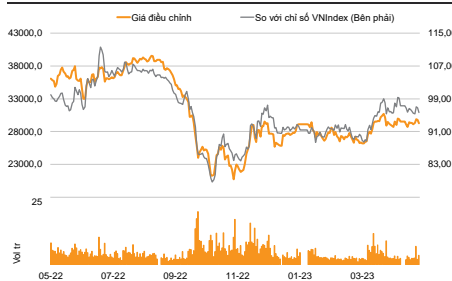
Consensus*: Mua:12 Giữ:2 Bán:2

Giá mục tiêu / Consensus: 11,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Khuyến nghị trước đó	
Giá mục tiêu trước đó	VND
Giá thị trường	VND29.250
Cao nhất 52 tuần (VND)	39.550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20.700
GTGDQ 3 tháng (tr VND)	93.160
Thị giá vốn (tỷ VND)	104.814
Free float	77%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	5,5
P/B hiện tại (x)	0,9

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Masan	15,0%
Chủ tịch & người thân	10,0%
Nguyễn Cảnh Sơn	3,3%
Khác	71,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng trong Q1/23 của TCB giảm 18% svck xuống 4.497 tỷ đồng, hoàn thành 20% dự phóng năm 2023 của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCB sẽ tăng trưởng ổn định 9-16% svck trong giai đoạn 2023-24 (tốc độ tăng trưởng kép trong 2020-22 là 28%).
- TCB sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ việc lãi suất đảo chiều và các chính sách hỗ trợ. Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 42.000 đồng.

TCB đã trải qua một quý khó khăn...

LN ròng Q1/23 của TCB giảm 18% svck xuống 4.497 tỷ đồng (hoàn thành 20% dự phóng năm 2023) do NIM thu hẹp và chi phí dự phòng tăng mạnh. NIM trong Q1/23 giảm 60 điểm cơ bản svck xuống 4,7% do (1) lãi suất tăng cao, (2) CASA giảm và (3) trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) gặp khó khăn. Chi phí dự phòng trong Q1/23 tăng 1,5 lần svck, nhưng vẫn chưa đáng lo ngại khi tỷ lệ trích lập dự phòng/LN trước dự phòng của TCB vẫn ở mức 8,7% - tương đương với các quý trước. Chất lượng tài sản vẫn trong tầm kiểm soát với tỷ lệ nợ xấu là 0,85% (cuối năm 2022 là 0,9%) và tỷ lệ bao nợ xấu là 134% (cuối năm 2022 là 125%).

Nhưng triển vọng 6T cuối năm sẽ khả quan hơn

Môi trường lãi suất cao không chỉ làm tăng chi phí vốn mà còn làm giảm nhu cầu tín dụng. Mặc dù dư nợ tín dụng tại cuối Q1/23 của TCB đã tăng 9% kể từ đầu năm nhờ cho vay doanh nghiệp (+38% sv đầu năm; chiếm 34% cơ cấu tín dụng); nhưng chủ yếu đến từ các doanh nghiệp BĐS (26% cơ cấu tín dụng) cho mục đích đảo nợ sau khi gặp vấn đề về thanh khoản trước đó. Cho vay bán lẻ không ghi nhận tăng trưởng sv đầu năm do nhu cầu vay mua nhà đi ngang (chiếm 44% cơ cấu tín dụng). Tuy nhiên, NHNN đã có 2 lần điều chỉnh giảm lãi suất điều hành, đánh dấu sự đảo chiều trong chính sách tiền tệ khi nhiều khả năng FED sẽ sớm dừng tăng lãi suất. Theo đó, áp lực lãi suất sẽ giảm bớt, kích thích nhu cầu tín dụng thực và cải thiện NIM trong một vài tháng tới.

Các chính sách hỗ trợ giúp giảm bớt áp lực trích lập dự phòng

NHNN vừa công bố Thông tư 02/2023 hướng dẫn các tổ chức tín dụng rà soát, cơ cấu lại thời hạn trả nợ gốc/lãi, giữ nguyên nhóm nợ và gia hạn trích lập dự phòng trong vòng 2 năm. Với Thông tư này, áp lực trích lập dự phòng của TCB kỳ vọng sẽ giảm bớt. Bên cạnh đó, Thông tư 03/2023 cho phép ngân hàng mua lại TPDN đã bán trước đó với một số điều kiện. Tuy rằng khẩu vị rủi ro của các NH đã thay đổi, Thông tư này sẽ có thể thúc đẩy nhu cầu TPDN; do đó có lợi cho một số NH hoạt động tích cực trên thị trường TPDN như TCB (xem đánh giá của chúng tôi về tác động của Thông tư đối với các ngân hàng [tại đây](#))

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 42.000 đồng

Do TCB là một ngân hàng có mô hình kinh doanh tập trung vào mảng BĐS và TPDN, giá cổ phiếu TCB đã trở nên nhạy cảm hơn trong giai đoạn lãi suất tăng cao và thị trường bất động sản & TPDN gặp thách thức. Chúng tôi cho rằng một khi áp lực lãi suất giảm bớt, cùng với tác động của các chính sách hỗ trợ; giá cổ phiếu TCB sẽ bắt đầu đà tăng trở lại. TCB đang giao dịch ở mức P/B 2023 chỉ 0,76 lần – cho thấy rằng rủi ro đã được phản ánh vào giá. Rủi ro bao gồm (1) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, (3) tác động của các chính sách không như kỳ vọng/chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	26.699	30.290	32.523	38.225
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,3%	4,9%	5,0%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	37.076	40.913	44.246	50.897
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.665)	(1.936)	(2.634)	(2.890)
LN ròng (tỷ)	18.052	20.147	21.982	25.396
Tăng trưởng LN ròng	46,5%	11,6%	9,1%	15,5%
EPS điều chỉnh	5.140	5.728	6.249	7.220
BVPS	26.264	31.985	37.934	45.167
ROAE	21,7%	19,7%	17,9%	17,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Vượt qua thử thách

KQKD Q1/23: Theo sát dự phóng của chúng tôi

Hình 1: KQKD Q1/23 (Đơn vị: tỷ đồng, trừ khi có lưu ý khác)

	Q1/23	Q1/22	% svck	Dự phóng 2023	2022	% svck	% dự phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi	6.527	8.111	-19,5%	32.523	30.290	7,4%	20,1%	Phù hợp với dự báo - nửa đầu năm sẽ kém khả quan hơn nửa cuối năm
Thu nhập ngoài lãi	2.773	2.001	38,6%	11.723	10.624	10,3%	23,7%	Phù hợp với dự báo
Tổng thu nhập HĐ	9.300	10.112	-8,0%	44.246	40.913	8,1%	21,0%	
Chi phí HĐ	(3.142)	(3.108)	1,1%	(13.716)	(13.409)	2,3%	22,9%	
LN trước trích lập	6.158	7.004	-12,1%	30.530	27.504	11,0%	20,2%	
Trích lập dự phòng	(535)	(218)	144,8%	(2.634)	(1.936)	36,0%	20,3%	
LNTT	5.623	6.785	-17,1%	27.896	25.568	9,1%	20,2%	
LN ròng	4.497	5.505	-18,3%	21.982	20.147	9,1%	20,5%	Phù hợp với dự báo

Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các chỉ số tài chính quan trọng của TCB theo các quý

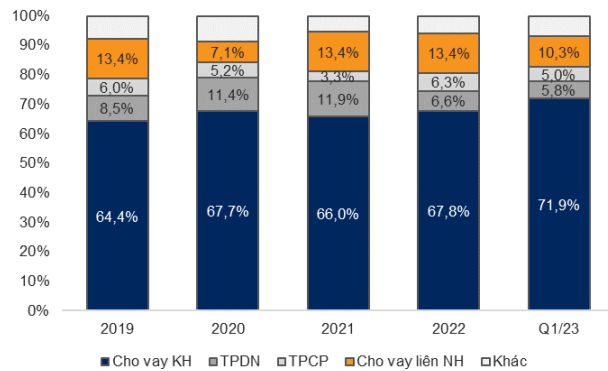
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
Thu nhập lãi/tổng thu nhập HĐ	69,9%	66,8%	68,7%	70,3%	68,6%	71,6%	76,8%	71,3%	80,2%	70,6%	73,2%	72,3%	70,2%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	30,1%	33,2%	31,3%	29,7%	31,4%	28,4%	23,2%	28,7%	19,8%	29,4%	26,8%	27,7%	29,8%
NIM	4,6%	4,5%	4,9%	5,0%	5,3%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,6%	5,3%	4,7%
CIR	35,4%	31,2%	33,2%	29,7%	28,7%	28,1%	29,9%	33,4%	30,7%	29,9%	29,2%	42,3%	33,8%
NPL	1,09%	0,91%	0,60%	0,47%	0,38%	0,36%	0,57%	0,66%	0,67%	0,60%	0,65%	0,91%	0,85%
LLR	117,9%	108,6%	148,0%	171,0%	219,4%	258,9%	184,4%	162,9%	160,8%	171,6%	165,0%	125,0%	133,8%
Trích lập dự phòng/LN trước trích	19,8%	10,8%	20,6%	6,7%	13,4%	9,0%	9,6%	9,3%	3,1%	5,4%	8,3%	12,7%	8,7%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,75%	0,87%	1,13%	1,09%	1,06%	1,06%	0,84%	0,86%	0,62%	0,53%	0,51%	0,50%	0,55%
ROA	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,3%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,2%	2,9%
ROE	17,7%	17,6%	17,7%	18,1%	20,0%	21,5%	22,1%	21,7%	21,7%	21,7%	21,6%	19,7%	17,8%

Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Một số các chỉ số hoạt động quan trọng trong bảng cân đối kế toán của TCB

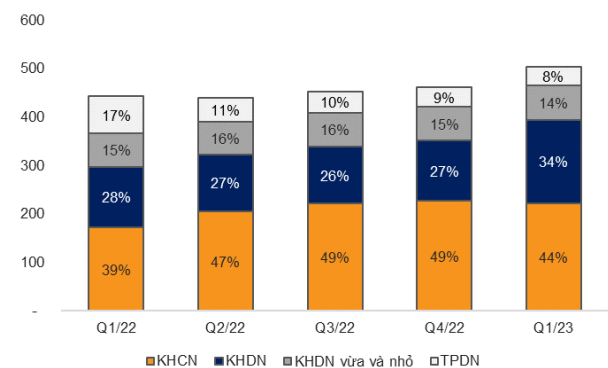
Cơ cấu tài sản sinh lời

- Tính đến cuối Q1/23, tài sản sinh lời của TCB tăng 4,5% sv đầu năm, trong đó dư nợ TPDN giảm 10% sv đầu năm và cho vay liên ngân hàng giảm 20% sv đầu năm; tuy vậy cho vay KH tăng 11% - đóng góp 72% trong cơ cấu tài sản sinh lời (năm 2022 chiếm 68%).
- TCB vẫn đang giữ vị thế vay ròng trong thị trường liên ngân hàng.



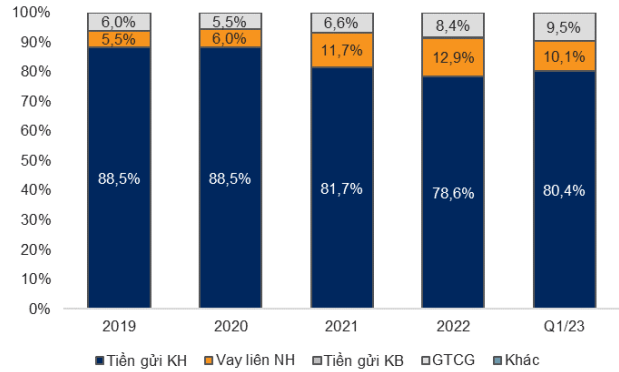
Cơ cấu và tăng trưởng tín dụng

- Dư nợ tín dụng tăng 9% sv đầu năm vào cuối Q1/23, chủ yếu nhờ cho vay doanh nghiệp (chiếm 34% cơ cấu tín dụng). Tăng trưởng tín dụng doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp bất động sản, dẫn đầu với mức tăng +38% sv đầu năm do nhóm này rất cần vốn để đảo nợ/vận hành kinh doanh sau khi đối mặt với hiện tượng thiếu hụt thanh khoản trong các quý vừa qua.
- Cho vay bán lẻ không tăng trưởng so với đầu năm (chiếm 44% cơ cấu tín dụng) trong bối cảnh nền kinh tế suy yếu.



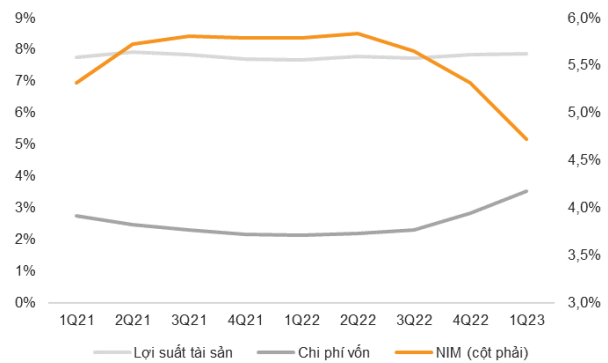
Cơ cấu nguồn vốn, tiền gửi và CASA

- Tiền gửi của TCB tăng 8,1% sv đầu năm (trong khi tổng nguồn vốn tăng 4,5% sv đầu năm). Thay vì chỉ phụ thuộc vào kênh tiền gửi khách hàng, TCB cũng tích cực huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng và GTCG.
- Tăng trưởng huy động vốn chậm hơn so với tăng trưởng cho vay, đẩy hệ số LDR lên 81% vào cuối Q1/23 so với mức 77% vào cuối năm 2022 (ngưỡng quy định là 85%).
- CASA giảm đáng kể xuống còn 32% do các khách hàng cá nhân tiếp tục rút tiền gửi để đáp ứng nhu cầu tài chính và/hoặc chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh lãi suất cao và tăng trưởng kinh tế suy yếu.



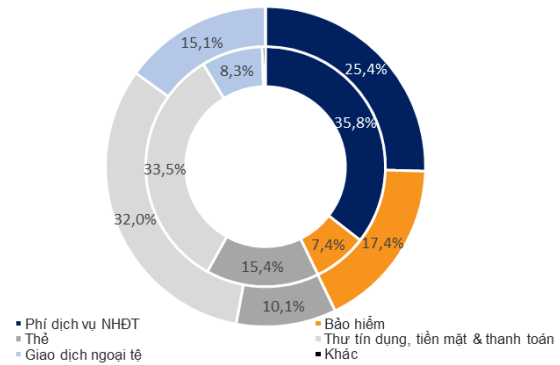
Diễn biến NIM

- NIM của TCB trong Q1/23 thu hẹp do (1) thay đổi trong cấu trúc tài sản sinh lời khi tỷ trọng của TPĐN giảm dẫn đến lợi suất thấp hơn và (2) chi phí vốn tăng do lãi suất tăng và CASA giảm.
- Chi phí vốn sẽ tiếp tục tăng lên cho đến ít nhất là nửa cuối năm 2023. Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ hạ nhiệt, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, sẽ khiến cho CASA dần tăng trở lại và khả năng cho vay bán lẻ sẽ "có thêm dư địa để mở rộng". Điều này sẽ giúp NIM phục hồi trở lại trong 6 tháng cuối năm sau khi tỷ lệ NIM đã bị thu hẹp rất mạnh trong nửa đầu năm.



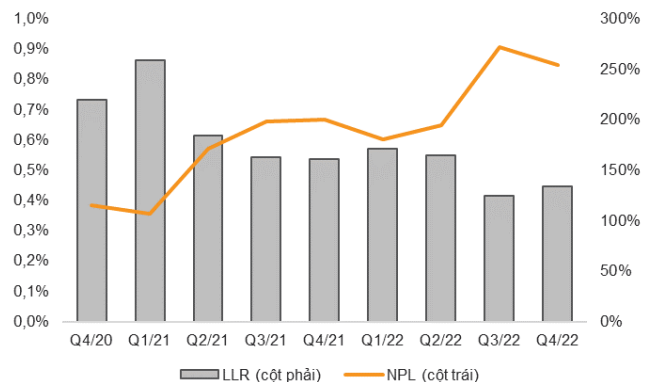
Cơ cấu thu nhập từ phí

- Phí từ dịch vụ NH đầu tư giảm (-73% svck) do thị trường TPĐN và thị trường chứng khoán kém sôi động.
- Phí từ banca giảm 11% svck, phản ánh tình trạng kinh tế suy giảm khi so với thời kì phục hồi hậu Covid-19 trong Q1/22
- Thu tín dụng, tiền mặt và thanh toán vẫn là điểm sáng (+177% svck). Phí dịch vụ thẻ tăng 303% svck, được hỗ trợ bởi mức nền thấp của Q1/22 do có khoản chi phí đột biến.



Chất lượng tài sản

- Nợ xấu của TCB tăng 3,4% sv đầu năm; trong đó nợ nhóm 5 tăng 11% so với mức cuối năm 2022.
- Tỷ lệ nợ xấu đạt 0,85% (tại cuối năm 2022 là 0,9%). Theo quan điểm của chúng tôi, chất lượng tài sản của ngân hàng đang có sự suy yếu nhưng vẫn trong tầm kiểm soát.



Nguồn: TCB, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD thận trọng cho TCB giai đoạn 2023-24

Do những khó khăn của ngành và việc giám sát chặt chẽ thị trường TPĐN cũng như bất động sản, tăng trưởng LN ròng của TCB sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-24, trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng sẽ giảm xuống 14-17% trong giai đoạn 2023-24 (so với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2020-22 là 20%).
- NIM sẽ giảm 37 điểm cơ bản trong năm 2023 tuy nhiên sẽ hồi phục từ đáy kể từ nửa sau năm 2023.
- TCB sẽ phải tăng cường trích lập dự phòng để phòng ngừa rủi ro nợ xấu có thể tăng đột biến, dẫn đến chi phí dự phòng tăng 36% svck.

Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của TCB sẽ tăng trung bình 9-16% svck trong giai đoạn 2023-24 (CAGR 20-22 là 28%).

Hình 4: Dự báo các chỉ số chính trong báo cáo kết quả kinh doanh

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020 - 22)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Thu nhập lãi	14.258	18.751	26.699	30.290	32.523	38.225	27,1%	12,3%
% svck	28,1%	31,5%	42,4%	13,5%	7,4%	17,5%		
Thu nhập từ phí	6.810	8.627	10.378	10.624	11.723	12.672	11,0%	9,2%
% svck	-5,7%	26,7%	20,3%	2,4%	10,3%	8,1%		
Tổng thu nhập hoạt động	21.068	27.379	37.076	40.913	44.246	50.897	22,2%	11,5%
% svck	14,8%	30,0%	35,4%	10,3%	8,1%	15,0%		
Chi phí hoạt động	7.313	8.967	11.173	13.409	13.716	15.778	22,3%	8,5%
% svck	25,2%	22,6%	24,6%	20,0%	2,3%	15,0%		
LN trước dự phòng	13.756	18.411	25.903	27.504	30.530	35.119	22,2%	13,0%
% svck	10,0%	33,8%	40,7%	6,2%	11,0%	15,0%		
Chi phí dự phòng	917	2.611	2.665	1.936	2.634	2.890	-13,9%	22,2%
% svck	-50,3%	184,6%	2,1%	-27,3%	36,0%	9,7%		
LNTT	12.838	15.800	23.238	25.568	27.896	32.229	27,2%	12,3%
% svck	20,4%	23,1%	47,1%	10,0%	9,1%	15,5%		
LN ròng	10.075	12.325	18.052	20.147	21.982	25.396	27,9%	12,3%
% svck	19,1%	22,3%	46,5%	11,6%	9,1%	15,5%		

Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Hình 5: Dự báo các chỉ số chính trong bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020 - 22)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Tài sản sinh lãi	358.387	409.953	526.197	619.866	704.478	816.293	23,0%	14,8%
% svck	19,3%	14,4%	28,4%	17,8%	13,7%	15,9%		
Cho vay KH	230.802	277.525	347.341	420.524	486.882	571.513	23,1%	16,6%
% svck	44,3%	20,2%	25,2%	21,1%	15,8%	17,4%		
Cho vay liên NH	47.990	28.995	70.584	82.874	95.305	109.601	69,1%	15,0%
% svck	35,0%	-39,6%	143,4%	17,4%	15,0%	15,0%		
Chứng khoán đầu tư	76.402	93.181	103.363	104.993	109.094	120.003	6,1%	6,9%
% svck	-19,1%	22,0%	10,9%	1,6%	3,9%	10,0%		
Tổng huy động	310.458	353.110	460.891	561.832	626.882	717.064	26,1%	13,0%
% svck	20,6%	13,7%	30,5%	21,9%	11,6%	14,4%		
Huy động từ khách hàng	231.297	277.459	314.753	358.404	404.996	465.746	13,7%	14,0%
% svck	14,8%	20,0%	13,4%	13,9%	13,0%	15,0%		
Giấy tờ có giá	17.461	27.900	33.680	34.007	35.707	37.492	10,4%	5,0%
% svck	32,5%	59,8%	20,7%	1,0%	5,0%	5,0%		
Vay từ liên NH	61.267	47.485	112.459	167.563	184.319	211.967	87,9%	12,5%
% svck	68,2%	-22,5%	136,8%	49,0%	10,0%	15,0%		

Nguồn: TCB, VNDIRECT Research

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 42.000đ/cp

Kết hợp với P/B mục tiêu năm 2023 là 1,1 lần với phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 15,4%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 42.000đ/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư và phương pháp P/B, có trọng số như nhau.

Do TCB là một ngân hàng có mô hình kinh doanh tập trung vào mảng bất động sản và TPDN, giá cổ phiếu TCB đã trở nên nhạy cảm hơn trong giai đoạn lãi suất tăng cao và thị trường bất động sản & TPDN gặp thách thức. Chúng tôi cho rằng một khi áp lực lãi suất giảm bớt, cùng với tác động của các chính sách hỗ trợ; giá cổ phiếu TCB sẽ bắt đầu đà tăng trở lại. TCB đang giao dịch ở mức P/B 2023 chỉ 0,76 lần – cho thấy rằng rủi ro đã được phản ánh vào giá. Rủi ro bao gồm (1) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, (3) tác động của các chính sách không như kỳ vọng/chậm hơn dự kiến.

Hình 6: 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	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	112.296					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư	20.748					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	15.654					
Giá trị vốn chủ sở hữu	148.698					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.511					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	42.353					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 7: Giá mục tiêu theo ước tính của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	42.353	21.177
Hệ số P/B (1,1 lần cho năm 2023)	50%	41.727	20.864
Giá mục tiêu (đ/cp)			42.040
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			42.000

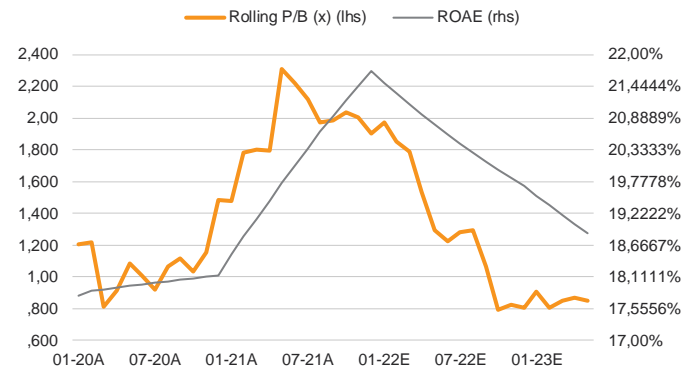
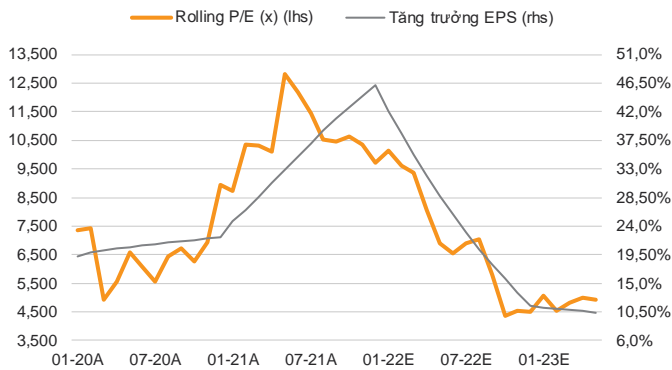
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 8: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 16/05/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá hiện tại (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Khuyến nghị	Vốn hóa thị trường (tỷ USD)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm		ROE %		ROA %	
						Hiện tại	2023	12T	2023	%	Hiện tại	2023	Hiện tại	2023	
NHTMCP Ngoại thương Việt Nam	VCB VN	92.600	91.000	Nắm giữ	18,7	3,0	2,6	14,2	13,2	11,4%	23,6%	19,3%	1,9%	1,6%	
NHTMCP Công thương Việt Nam	CTG VN	27.950	35.900	Khả quan	5,7	1,2	1,1	7,9	9,6	13,3%	16,1%	16,8%	1,0%	1,1%	
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	19.600	25.700	Khả quan	5,6	1,3	1,2	10,9	7,6	13,3%	12,9%	16,3%	1,9%	2,5%	
NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam	TCB VN	29.800	42.000	Khả quan	4,5	0,9	0,8	5,5	4,8	12,3%	17,8%	17,9%	2,9%	3,0%	
NHTMCP Quân Đội	MBB VN	18.800	29.300	Khả quan	3,6	1,1	0,9	4,7	4,5	16,5%	24,8%	23,1%	2,5%	2,6%	
NHTMCP Á Châu	ACB VN	25.000	30.000	Khả quan	3,6	1,4	1,2	5,8	5,8	10,2%	26,3%	22,5%	2,6%	2,4%	
NHTMCP Phát triển tp. HCM	HDB VN	19.500	25.000	Khả quan	2,1	1,3	1,1	6,2	7,6	17,9%	22,6%	23,2%	1,9%	2,2%	
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	20.900	27.000	Khả quan	1,9	1,4	1,2	5,0	4,6	15,5%	29,7%	29,3%	2,5%	2,6%	
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	23.850	31.000	Khả quan	1,6	1,1	1,0	5,9	5,2	16,0%	20,9%	20,2%	2,0%	2,1%	
NHTMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	13.900	17.400	Khả quan	1,0	1,0	0,9	5,1	5,8	6,8%	19,9%	17,5%	1,4%	1,3%	
Trung bình						1,4	1,2	7,1	6,9	13,3%	21,5%	20,6%	2,1%	2,1%	
Trung vị						1,3	1,1	5,9	5,8	13,3%	21,5%	20,2%	2,0%	2,2%	

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HDKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	30.290	32.523	38.225
Thu nhập lãi suất ròng	10.624	11.723	12.672
Tổng lợi nhuận hoạt động	40.913	44.246	50.897
Tổng chi phí hoạt động	(13.409)	(13.716)	(15.778)
LN trước dự phòng	27.504	30.530	35.119
Tổng trích lập dự phòng	(1.936)	(2.634)	(2.890)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	25.568	27.896	32.229
Thuế	(5.134)	(5.601)	(6.471)
Lợi nhuận sau thuế	20.434	22.294	25.758
Lợi ích cổ đông thiểu số	(287)	(313)	(361)
LN ròng	20.147	21.982	25.396

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	420.524	486.882	571.513
Cho vay các ngân hàng khác	82.874	95.305	109.601
Tổng cho vay	503.398	582.187	681.113
Chứng khoán - Tổng cộng	104.993	109.094	120.003
Các tài sản sinh lãi khác	11.476	13.197	15.176
Tổng các tài sản sinh lãi	619.866	704.478	816.293
Tổng dự phòng	(5.151)	(6.201)	(7.545)
Tổng cho vay khách hàng	415.752	481.100	564.427
Tổng tài sản sinh lãi ròng	614.715	698.277	808.748
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	4.216	4.426	4.648
Tổng đầu tư	1.066	1.119	1.175
Các tài sản khác	78.929	86.401	94.599
Tổng tài sản không sinh lãi	84.210	91.947	100.422
Tổng tài sản	698.925	790.224	909.170
Nợ khách hàng	358.404	404.996	465.746
Dư nợ tín dụng	34.007	35.707	37.492
Tài sản nợ chịu lãi	392.410	440.703	503.238
Tiền gửi	167.563	184.319	211.967
Tổng tiền gửi	559.973	625.023	715.205
Các khoản nợ lãi suất khác	1.859	1.859	1.859
Tổng các khoản nợ lãi suất	561.832	626.882	717.064
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	23.665	28.716	31.722
Tổng nợ không lãi suất	23.665	28.716	31.722
Tổng nợ	585.497	655.597	748.786
Vốn điều lệ và	35.172	35.109	35.109
Thặng dư vốn cổ phần	1.032	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	64.483	86.464	111.861
Các quỹ thuộc VCSH	11.609	11.609	11.609
Vốn chủ sở hữu	112.296	133.182	158.578
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.131	1.444	1.805
Tổng vốn chủ sở hữu	113.428	134.626	160.384
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	698.925	790.224	909.170

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,9%	13,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	21,1%	15,8%	17,4%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	13,5%	7,4%	17,5%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	6,2%	11,0%	15,0%
Tăng trưởng LN ròng	11,6%	9,1%	15,5%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	17,8%	13,6%	15,8%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.738	6.261	7.234
BVPS (VND)	31.985	37.934	45.167
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	11,4%	9,1%	15,5%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,3%	4,9%	5,0%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,8%)	(31,0%)	(31,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,9%	1,1%	1,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,9%	1,1%	1,1%
LN/ TB cho vay	0,5%	0,6%	0,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14,0%	15,1%	15,6%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	107,2%	110,5%	113,6%
Biên lợi và độ đàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,8%	8,5%	8,4%
Chi phí cho các quỹ	2,8%	4,0%	3,8%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,8%	4,4%	4,5%
ROAE	19,7%	17,9%	17,4%

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

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: thao.tranthu2@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

Website: <https://vndirect.com.vn>