NHTM CỔ PHẦN QUỐC TẾ VIỆT NAM (VIB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND19.000	VND27.000	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

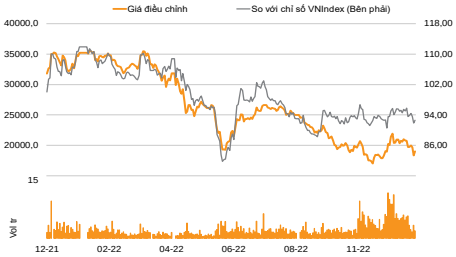
Ngày 28/12/2022

Triển vọng ngắn hạn: Trung lập
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:8 Giữ:1 Bán:0
Giá mục tiêu/Consensus: -17,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
- Hạ P/B mục tiêu xuống 1,5 lần từ 2,0 lần.
- Giảm 21,5% giá mục tiêu.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	35.554
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	77.406tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	38.676
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	4,8
P/B hiện tại (x)	1,3

Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch và những người liên quan	14,9%
Commonwealth Bank of Australia	20,0%
Thành viên HĐQT và những người liên quan	12,9%
Khác	52,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thận trọng trong năm 2023

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận (LN) ròng năm 2022 của VIB tăng 30% svck.
- Tăng trưởng LN ròng sẽ giảm tốc trong 2023-24 do tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp và chi phí tín dụng cao hơn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 27.000 đ/cp

Một năm 2022 rực rỡ

LN ròng của VIB trong Q3/22 tăng gấp đôi svck nhờ NIM cải thiện mạnh mẽ và thu nhập từ phí phục hồi trở lại từ mức nền thấp trong Q3/21 (do ảnh hưởng bởi Covid-19). Theo đó, LN ròng 9T22 đạt 6,2 nghìn tỷ đồng (+46,3% svck), hoàn thành 78% dự phóng của chúng tôi. Dư nợ tín dụng tăng 12,6% so với đầu năm tính đến cuối Q3/22. VIB cho biết ngân hàng đã sử dụng gần hết hạn mức tín dụng hiện có, và khả năng tăng trưởng tín dụng năm nay sẽ đạt mức 14,5% svck. Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2022 của VIB sẽ tăng 30% svck nhờ NIM cải thiện, thu nhập từ phí tăng mạnh và chi phí tín dụng giảm.

Thị trường bất động sản tiếp tục gặp khó trong bối cảnh lãi suất tăng cao

Cho vay mua nhà là mảng cho vay chính của VIB (chiếm ~46% danh mục), và đây là động lực giúp VIB cải thiện NIM trong 9T22. Lãi suất vay mua nhà đã tăng mạnh từ nửa cuối 2022 và đạt ~12% cuối Q3/22 (so với mức ~10% năm ngoái). Tuy vậy, khi tín dụng vẫn hạn hẹp và việc phát hành trái phiếu ngày càng khó khăn, lãi suất vay mua nhà đã tiếp tục tăng mạnh và chạm mức 15-16% tính đến thời điểm này. Bối cảnh lãi suất và giá nhà cao như hiện tại sẽ làm giảm nhu cầu mua nhà một cách đáng kể (thực tế điều này đã xảy ra – tham khảo báo cáo ngành BĐS mới nhất của chúng tôi, trang thứ 3 tại đây để có thêm chi tiết). Theo đó, khả năng triển khai cho vay của VIB có thể sẽ chậm lại.

Theo đó, tăng trưởng LN của VIB sẽ giảm tốc trong 2023-24

Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng của VIB đạt 10-15% trong 2023-24 (tăng trưởng kép 2019-21: 25%). Hơn nữa, với môi trường lãi suất cao và căng thẳng thanh khoản tiếp diễn, rủi ro NIM thu hẹp và chi phí tín dụng tăng sẽ hiện hữu. Vì vậy, tăng trưởng LN ròng của VIB sẽ giảm tốc (15-18% trong 2023-24; tăng trưởng kép 2019-21: 40%). Tuy vậy, về dài hạn, chúng tôi vẫn ưa thích VIB với vị thế tốt trong xu hướng phát triển ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam. Nhờ tập trung vào cho vay mua nhà và mua xe – 2 mảng có tiềm năng lớn hiện nay, VIB đã vươn mình và trở thành top 5 các ngân hàng có tỷ suất sinh lời cao nhất với NIM và ROE trung bình 2019-21 lần lượt là 4,1% và 29%.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 27.000 đ/cp

Chúng tôi hạ P/B mục tiêu xuống 1,5 lần từ 2,0 lần để phản ánh những khó khăn của ngành. Cùng với tỷ trọng 50% của phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 16,7%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 27.000 đồng/cp. VIB hiện đang giao dịch ở mức P/B 2023 rất thấp chỉ 1,1 lần - cho thấy rủi ro đã được phản ánh vào giá. Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến và (iii) khó khăn trên thị trường bất động sản kéo dài.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	11.816	14.831	16.328	18.984
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,4%	4,6%	4,5%	4,6%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	14.891	18.327	20.478	23.914
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1.598)	(1.660)	(1.936)	(2.027)
LN ròng (tỷ)	6.410	8.350	9.593	11.294
Tăng trưởng LN ròng	38,1%	30,3%	14,9%	17,7%
EPS điều chỉnh	4.088	4.519	4.508	5.308
BVPS	15.640	13.246	17.797	23.155
ROAE	30,3%	32,0%	29,3%	26,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Trần Thị Thu Thảo
thao.tranthu2@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

THẬN TRỌNG TRONG NĂM 2023

KQKD 9T22 sát với kỳ vọng của chúng tôi

Hình 1: So sánh KQKD Q3/22 và 9T22 (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	% svck	Dự phóng của VND	% dự phóng	Nhận xét
Thu nhập lãi	3.836	2.678	43,2%	11.052	8.416	31,3%	15.032	73,5%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	790	402	96,7%	2.320	1.972	17,6%	3.497	66,3%	Thấp hơn dự phóng do thu từ hoạt động đầu tư thấp hơn kỳ vọng
Tổng thu nhập HĐKD	4.627	3.080	50,2%	13.371	10.389	28,7%	18.528	72,2%	
Chi phí hoạt động	(1.670)	(1.429)	16,9%	(4.631)	(4.135)	12,0%	(6.670)	69,4%	
LN trước dự phòng	2.957	1.652	79,0%	8.740	6.254	39,8%	11.858	73,7%	
Chi phí dự phòng	(166)	(267)	-37,9%	(926)	(915)	1,3%	(1.775)	52,2%	
LN trước thuế	2.791	1.385	101,6%	7.814	5.339	46,4%	10.083	77,5%	
LN ròng	2.233	1.108	101,6%	6.252	4.272	46,3%	8.068	77,5%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: VIB, VNDIRECT Research

Hình 2: Các chỉ số chính của VIB theo quý

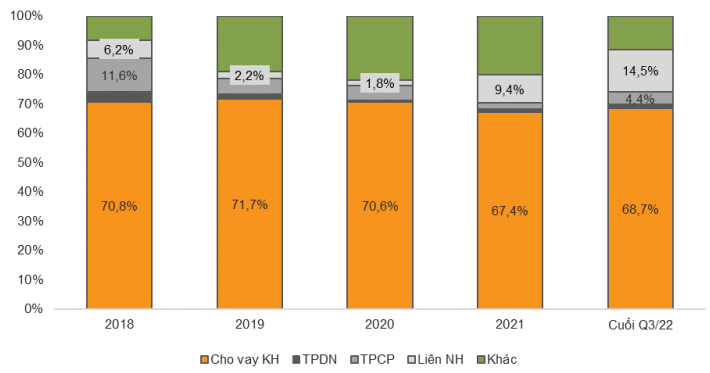
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập	79,6%	74,5%	73,7%	76,0%	79,3%	77,7%	87,0%	75,5%	85,0%	80,3%	82,9%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập	20,4%	25,5%	26,3%	24,0%	20,7%	22,3%	13,0%	24,5%	15,0%	19,7%	17,1%
NIM (dự phóng cả năm)	3,9%	3,9%	4,1%	4,2%	4,5%	4,5%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%
Chi phí/thu nhập	45,5%	39,5%	37,1%	38,7%	38,9%	35,4%	46,4%	25,5%	35,3%	32,6%	36,1%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	2,2%	2,4%	2,1%	1,7%	1,7%	1,7%	2,1%	2,3%	2,4%	2,4%	2,3%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	47,3%	49,8%	48,3%	59,1%	62,0%	63,8%	54,1%	51,4%	51,8%	54,1%	54,0%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,8%	0,7%	0,7%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%
ROAA (trượt 12 tháng)	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%	2,4%	2,5%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,6%
ROAE (trượt 12 tháng)	27,6%	27,6%	28,9%	30,0%	31,4%	32,8%	29,3%	30,6%	30,1%	29,8%	32,0%

Nguồn: VIB, VNDIRECT Research

Hình 3: Phân tích những chỉ tiêu chính trong bảng cân đối kế toán của VIB

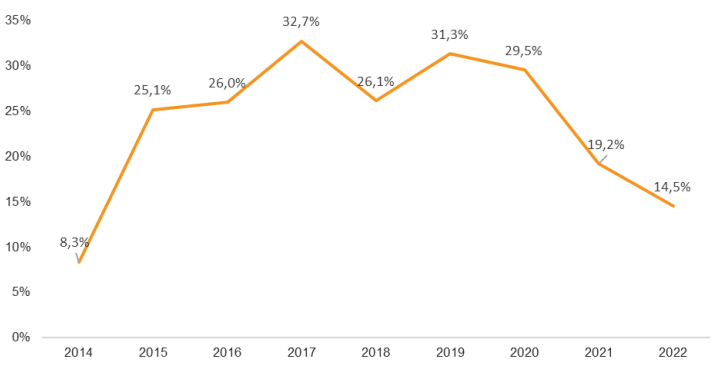
Cơ cấu tài sản sinh lời (IEA) của VIB

- Tài sản sinh lời của VIB tăng 10,1% so với đầu năm tính đến cuối Q3/22, trong đó cho vay khách hàng tăng 12,2% so với đầu năm (chiếm 69% so với mức 67% năm 2021).
- VIB ghi nhận thay đổi lớn trong cơ cấu IEA khi danh mục cho vay liên NH chiếm 14,5% tổng IEA (so với mức 9,5% cuối 2021). Hiện tại VIB vẫn đang là bên vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.



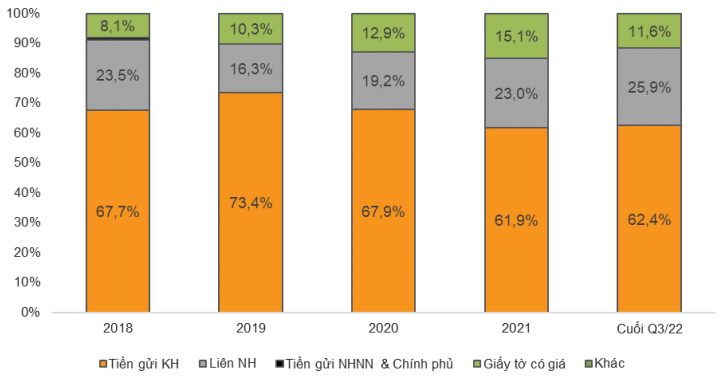
Cơ cấu và tăng trưởng cho vay của VIB

- Tăng trưởng cho vay (+12,2% so với đầu năm) được thúc đẩy bởi cho vay bán lẻ (+18,9% so với đầu năm – chiếm 89% danh mục cho vay). Cho vay mua nhà là động lực tăng trưởng chính của mảng cho vay bán lẻ. Mảng này đã tăng 22,4% so với đầu năm, chiếm tỷ trọng 46% (từ mức 42% vào cuối năm 2021).
- Tăng trưởng tín dụng hệ thống đang chững lại khi kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô là những ưu tiên hàng đầu trong năm 2022 và cả năm 2023-2024.
- Tăng trưởng tín dụng của VIB đạt 12,6% so với đầu năm. VIB cho biết ngân hàng đã sử dụng gần hết hạn mức tín dụng hiện có, và khả năng tăng trưởng tín dụng năm nay sẽ đạt mức 14,5% svck (biểu đồ bên phải).



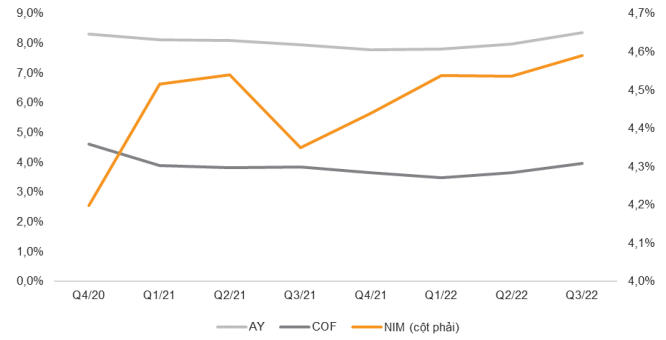
Cơ cấu huy động, tiền gửi và tỷ lệ CASA của VIB

- Tăng trưởng tiền gửi đạt 8,9% so với đầu năm (so với mức tăng 8% của tổng huy động; tiền gửi khách hàng chiếm 62% tổng huy động). Thay vì chỉ phụ thuộc vào kênh tiền gửi khách hàng, VIB đã tăng cường huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng và giấy tờ có giá (lần lượt chiếm 26% và 11,6% so với đầu năm). Điều này đã giúp giảm bớt áp lực thanh khoản của ngân hàng khi LDR vẫn duy trì ở mức hợp lý là 74% vào cuối Q3/22 (so với mức 70% cuối 2021 và mức tối đa cho phép là 85%).
- CASA giảm còn 13,7% do khách hàng rút tiền nhàn rỗi để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của họ trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng hạn chế và thị trường trái phiếu gặp khó. Do vẫn còn những khó khăn về vấn đề thanh khoản, chúng tôi cho rằng dòng tiền này sẽ không sớm quay trở lại.



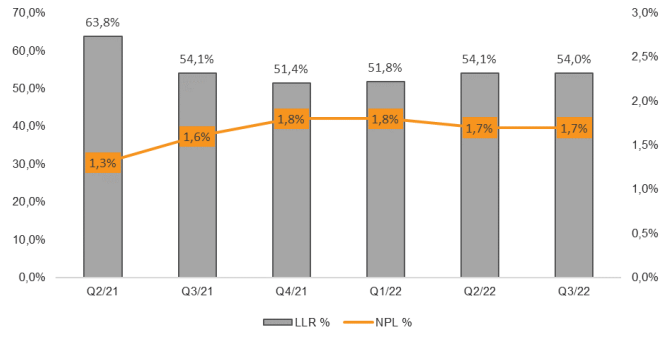
Diễn biến NIM của VIB (%)

- VIB vẫn duy trì NIM cao trong Q3/22 do danh mục cho vay bán lẻ tiếp tục được mở rộng (lãi vay mua nhà tăng giúp cải thiện lợi suất tài sản). Ngoài ra, mặc dù lãi suất huy động tăng mạnh, ngân hàng cũng không chịu áp lực tăng huy động do thanh khoản vẫn khá dồi dào (với LDR thấp như đã đề cập); vì vậy chi phí vốn (COF) đã tăng chậm hơn so với lợi suất tài sản.
- Tuy nhiên, COF sẽ tiếp tục tăng trong Q4/22 và sang năm 2023-24; trong khi lãi vay khó có thể ghi nhận đà tăng đồng đều. Vì vậy NIM dự kiến sẽ giảm trong các quý tới.



Chất lượng tài sản của VIB

- Nợ xấu của VIB tăng 13,7% so với đầu năm, trong đó nợ nhóm 5 cao hơn 87% so với cuối năm 2021 do Thông tư 14 hết hiệu lực (từ 30/6/2022). Các khoản vay tái cơ cấu đã giảm còn 415 tỷ đồng (chiếm khoảng 0,2% trên dư nợ so với mức 0,5% trong năm 2021), do trước đó nhiều khách hàng đã thanh toán các khoản vay được tái cơ cấu nhờ điều kiện tài chính phục hồi.
- Tỷ lệ nợ xấu là 1,7% (so với 1,8% vào cuối năm 2021). LLR duy trì ở mức 54% (so với 51,4% vào cuối năm 2021).



Nguồn: VIB, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành ngân hàng: con đường gập ghềnh phía trước…

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc và rủi ro NIM thu hẹp

Ngành ngân hàng đang phải đối mặt với nhiều thách thức từ bên ngoài và cả trong nước. Việc FED tăng lãi suất mạnh đã khiến chỉ số DXY leo lên mức cao nhất trong hai thập kỷ, tạo ra áp lực giảm giá đối với hầu hết các đồng tiền trên thế giới trong vài tháng gần đây và VND không phải là ngoại lệ. Cùng với việc bán USD để ổn định tỷ giá, NHNN đã nới biên độ giao dịch VND (từ 3% lên 5%) và tăng lãi suất điều hành hai lần liên tiếp (thêm 200 điểm cơ bản).

Việc tăng mạnh lãi suất điều hành đã tác động trực tiếp đến lãi suất huy động tất cả các kỳ hạn, và các NHTM đều đã phải tăng lãi suất huy động với tốc độ tương tự. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lãi suất cho vay khó có thể theo kịp với chi phí huy động vốn tăng cao do NHNN đã và đang yêu cầu các NHTM duy

trì mặt bằng lãi suất cho vay phù hợp để hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước. Do đó, NIM của các ngân hàng sẽ bị thu hẹp với chi phí vốn cao hơn.

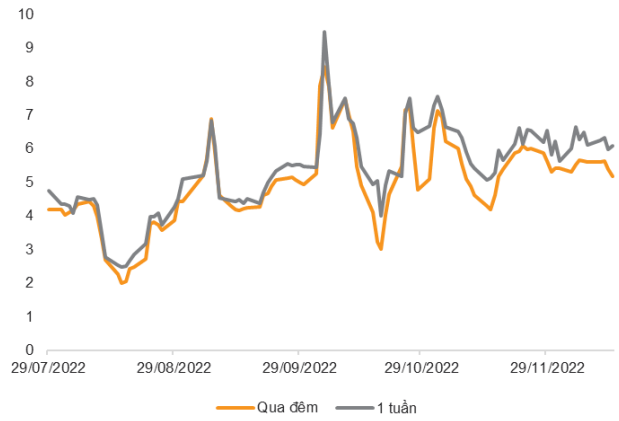
Chúng tôi tin rằng mọi thứ sẽ trở nên "nhẹ nhàng" hơn khi áp lực từ đồng USD giảm bớt. Hiện tại, FED dự kiến sẽ có thêm các đợt tăng lãi suất nữa trong hai tháng cuối năm nay; do đó, căng thẳng này có thể còn kéo dài đến ít nhất là hết nửa đầu năm 2023.

Rủi ro chất lượng tài sản suy yếu

Một vấn đề khác rất đáng lưu ý đó là rủi ro "đứt gãy thanh khoản" giữa các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này có thể ảnh hưởng lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Các doanh nghiệp Việt Nam phải đối mặt với chi phí lãi vay cao hơn (do đồng USD mạnh lên và lãi suất VND tăng cao), điều này làm giảm khả năng sinh lời và gia tăng áp lực nợ vay. Mặt khác, tín dụng từ ngân hàng hạn hẹp và việc phát hành TPDN bị siết chặt cũng khiến nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc có đủ nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn và gánh nặng đáp ứng nghĩa vụ nợ của các doanh nghiệp có thể tác động xấu lên chất lượng tài sản của các ngân hàng từ năm 2023 trở đi.

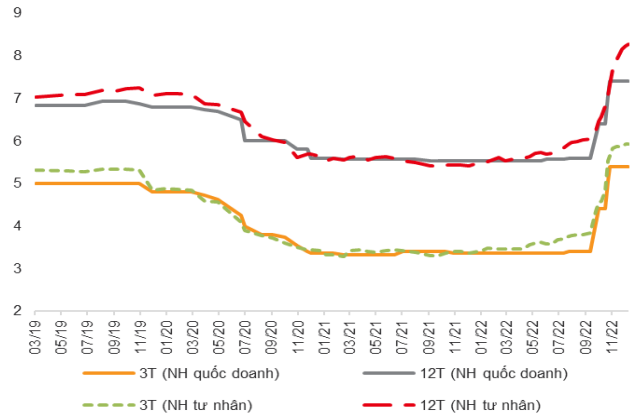
Tóm lại, do chính sách tiền tệ thắt chặt và những bất ổn vĩ mô, ngành ngân hàng trong năm 2023-24 sẽ gặp nhiều trở ngại, khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, áp lực hy sinh lợi nhuận (NIM thu hẹp) và những lo ngại về chất lượng tài sản.

Hình 4: Lãi suất liên NH tăng nhanh (%)



Nguồn: NHNN

Hình 5: … và lãi suất huy động cũng biến động tương tự (%)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

Căng thẳng trên thị trường bất động sản vẫn chưa dịu bớt

Mặc dù không có "quy định chính thức" nào liên quan đến việc thắt chặt dòng tín dụng vào thị trường BĐS, việc cho vay BĐS đã chậm lại rõ rệt từ Q2/22 do...

- Cho vay BĐS thường là các khoản vay trung và dài hạn. Theo Thông tư 08/2020, tỷ lệ tối đa lấy vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ mức 37% xuống 34% từ ngày 1/10/2022 trở đi. Do đó, các ngân hàng sẽ phải chú ý nhiều hơn đến việc quản lý rủi ro thanh khoản và do đó sẽ không để dư nợ cho vay BĐS tăng lên quá mạnh.
- Vì BĐS có tỷ lệ rủi ro cho vay rất cao là 200% so với các lĩnh vực khác, nên các ngân hàng cũng đã và đang hạn chế cho vay BĐS để bảo đảm an toàn vốn và chất lượng tài sản.

Khi nhiều cuộc kiểm tra và đánh giá rủi ro đối với mỗi ngân hàng sẽ được thực hiện nhiều hơn, các ngân hàng có danh mục cho vay bất động sản cao sẽ khó thúc đẩy tăng trưởng cho vay trong năm 2023-2024.

Chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng trong năm 2023-24 cho VIB

Do những trở ngại của ngành và sự giám sát chặt chẽ trên thị trường trái phiếu và bất động sản, tăng trưởng LN ròng của VIB sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-24, trong đó:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 10-15% trong 2023-24 (tăng trưởng kép 2019-21: 25%).
- NIM sẽ giảm khoảng 12 điểm cơ bản trong 2023, từ mức ~4,6% trong 2022.

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VIB sẽ tăng 15-18% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2023-24 (tăng trưởng kép 2019-2021 là 40%).

Chúng tôi vẫn ưa thích VIB với vị thế tốt trong xu hướng phát triển ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam. VIB đã tận dụng việc dân số Việt Nam phần lớn vẫn chưa tiếp cận nhiều với dịch vụ ngân hàng, tỷ lệ nợ hộ gia đình/GDP thấp và mức độ thâm nhập thấp đến các sản phẩm ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam để tối đa hóa khả năng cho vay thế chấp và vay mua ô tô của mình. Nhờ đó, VIB đã đạt tốc độ tăng trưởng kép mạnh mẽ trong 5 năm gần nhất là 28% về tổng tài sản và 62% về LN ròng; và thuộc top 5 ngân hàng có tỷ suất sinh lời tốt nhất với NIM và ROE lần lượt là 4,1% và 29,0% trung bình giai đoạn 2019-21.

Hình 4: Tóm tắt các chỉ tiêu trong bảng báo cáo KQKD (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Thu nhập lãi	6.213	8.496	11.816	14.831	16.328	18.984	37,9%	13,1%
% svck	*28,8%*	*36,7%*	*39,1%*	*25,5%*	*10,1%*	*16,3%*		
Thu nhập từ phí	1.939	2.719	3.075	3.497	4.150	4.930	25,9%	18,7%
% svck	*53,8%*	*40,3%*	*13,1%*	*13,7%*	*18,7%*	*18,8%*		
Tổng thu nhập hoạt động	8.152	11.216	14.891	18.327	20.478	23.914	35,2%	14,2%
% svck	*34,0%*	*37,6%*	*32,8%*	*23,1%*	*11,7%*	*16,8%*		
Chi phí hoạt động	3.437	4.465	5.282	6.231	6.553	7.772	24,0%	11,7%
% svck	*27,8%*	*29,9%*	*18,3%*	*18,0%*	*5,2%*	*18,6%*		
LN trước dự phòng	4.715	6.751	9.609	12.096	13.925	16.142	42,8%	15,5%
% svck	*38,8%*	*43,2%*	*42,3%*	*25,9%*	*15,1%*	*15,9%*		
Chi phí dự phòng	633	948	1.598	1.660	1.936	2.027	58,9%	10,5%
% svck	*-3,2%*	*49,8%*	*68,6%*	*3,9%*	*16,6%*	*4,7%*		
LNTT	4.082	5.803	8.011	10.436	11.989	14.116	40,1%	16,3%
% svck	*48,8%*	*42,2%*	*38,0%*	*30,3%*	*14,9%*	*17,7%*		
LN ròng	3.266	4.642	6.410	8.350	9.593	11.294	40,1%	16,3%
% svck	*48,9%*	*42,1%*	*38,1%*	*30,3%*	*14,9%*	*17,7%*		

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 5: Một số các chỉ tiêu bảng cân đối kế toán (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Tài sản sinh lãi	211.939	289.247	336.614	378.600	449.974	535.012	26,0%	18,9%
% svck	*3,5%*	*36,5%*	*16,4%*	*12,5%*	*18,9%*	*18,9%*		
Cho vay KH	144.700	176.388	200.759	260.499	312.618	374.637	17,8%	19,9%
% svck	*19,8%*	*28,2%*	*7,8%*	*26,1%*	*19,8%*	*19,8%*		
Cho vay liên NH	24.665	44.811	55.943	50.348	60.418	72.502	50,6%	20,0%
% svck	*-23,9%*	*81,7%*	*24,8%*	*-10,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Chứng khoán đầu tư	41.089	70.802	76.810	63.618	71.945	81.398	36,7%	13,1%
% svck	*-11,1%*	*72,3%*	*8,5%*	*-17,2%*	*13,1%*	*13,1%*		
Tổng huy động	204.092	287.523	336.327	368.185	429.262	497.625	28,4%	16,3%
% svck	*4,9%*	*40,9%*	*17,0%*	*9,5%*	*16,6%*	*15,9%*		
Huy động từ khách hàng	126.019	174.620	183.283	216.274	257.366	308.839	20,6%	19,5%
% svck	*-1,6%*	*38,6%*	*5,0%*	*18,0%*	*19,0%*	*20,0%*		
Giấy tờ có giá	25.013	34.332	42.756	47.032	51.735	56.908	30,7%	10,0%
% svck	*67,6%*	*37,3%*	*24,5%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*		
Vay từ liên NH	49.794	75.176	107.243	101.880	117.163	128.879	46,8%	12,5%
% svck	*22,4%*	*51,0%*	*42,7%*	*-5,0%*	*15,0%*	*10,0%*		

Nguồn: VNDIRECT Research

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 27.000đ/cp

Để phản ánh những khó khăn của ngành ngân hàng, chúng tôi hạ P/B mục tiêu cho VIB từ 2,0x xuống 1,5x (tương đương -1 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm). Cùng với tỷ trọng 50% của phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 16,7%, LTG: 3%), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 27.000 đồng/cp (-21,5% so với giá mục tiêu trước).

Mặc dù đã phản ánh những tiêu cực nói trên, định giá của VIB vẫn ở mức rất thấp với P/B 2023 1,1 lần (so với trung bình 3 năm là 1,5 lần). Rủi ro giảm giá gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến, (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến, (iii) khó khăn trên thị trường bất động sản kéo dài.

Hình 8: Các giả định chính về định giá thu nhập thặng dư, dựa trên ước tính của chúng tôi

Giả định chính	2022	2023	2024	2025	2026	2027
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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
(tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	27.918					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	17.442					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	12.237					
Giá trị vốn chủ sở hữu	57.597					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.108					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	**27.326**					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 9: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	27.326	13.663
Hệ số P/BV (1,5 lần cho năm 2023)	50%	26.695	13.348
Giá mục tiêu (đ/cp)			27.011
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			**27.000**

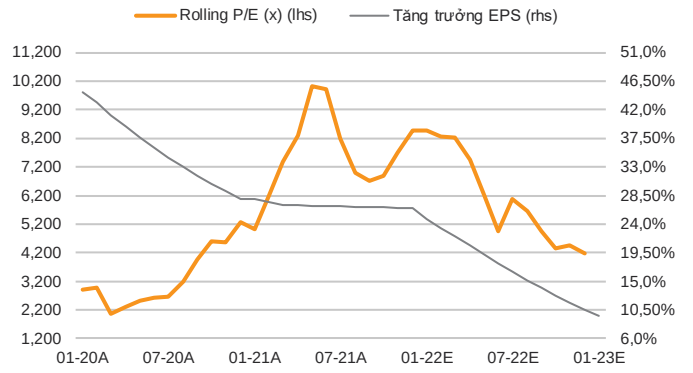
Nguồn: VNDIRECT Research

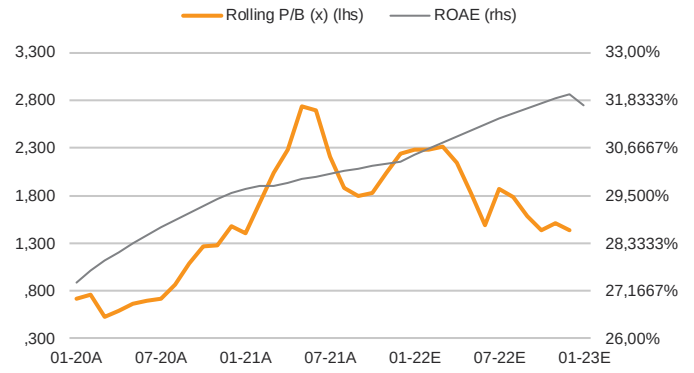
Hình 10: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 28/12/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)			P/E (x)			Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE		ROA	
		Nội tệ	Nội tệ		Tỷ USD	Hiện tại	2022	2023	Trượt 12T	2022	2023	%	2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	80.000	84.600	Khả quan	16,0	3,0	2,8	2,4	14,3	13,3	13,2	14,3%	20,5%	19,3%	1,6%	1,6%
Vietinbank	CTG VN	27.150	34.400	Khả quan	5,5	1,2	1,2	1,1	8,4	10,7	9,3	15,5%	16,5%	16,8%	1,0%	1,1%
VPBank	VPB VN	18.150	26.300	Khả quan	5,2	1,3	1,3	1,0	6,1	4,9	6,1	28,8%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%
Techcombank	TCB VN	26.150	44.000	Khả quan	3,9	0,8	0,8	0,7	4,3	4,1	3,7	16,4%	21,8%	19,9%	3,6%	3,5%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	17.450	30.600	Khả quan	3,4	1,1	1,0	0,8	4,5	4,4	4,2	23,2%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	22.000	30.000	Khả quan	3,1	1,3	1,3	1,0	5,6	5,0	5,1	19,3%	26,0%	22,5%	2,4%	2,4%
HDBank	HDB VN	16.200	25.000	Khả quan	1,7	1,2	1,1	0,9	5,4	4,7	6,3	21,4%	24,5%	23,2%	2,1%	2,2%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	19.000	27.000	Khả quan	1,7	1,3	1,3	1,1	4,8	4,2	4,2	17,5%	32,0%	29,3%	2,5%	2,6%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	21.400	31.000	Khả quan	1,4	1,1	1,1	0,9	5,6	5,4	4,9	19,0%	21,5%	19,4%	2,0%	2,0%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	13.350	15.800	Khả quan	1,0	1,0	1,0	0,8	4,5	4,7	5,5	21,4%	22,3%	17,5%	1,5%	1,3%
Trung bình						*1,3*	*1,3*	*1,1*	*6,3*	*6,1*	*6,2*	*19,7%*	*23,4%*	*21,0%*	*2,3%*	*2,2%*
Trung vị						*1,2*	*1,2*	*1,0*	*5,6*	*4,9*	*5,5*	*19,3%*	*23,4%*	*19,9%*	*2,3%*	*2,2%*

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT Research

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	**14.831**	**16.328**	**18.984**
Thu nhập lãi suất ròng	**3.497**	**4.150**	**4.930**
Tổng lợi nhuận hoạt động	**18.327**	**20.478**	**23.914**
Tổng chi phí hoạt động	(6.231)	(6.553)	(7.772)
LN trước dự phòng	**12.096**	**13.925**	**16.142**
Tổng trích lập dự phòng	**(1.660)**	**(1.936)**	**(2.027)**
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	**10.436**	**11.989**	**14.116**
Thuế	(2.086)	(2.396)	(2.821)
Lợi nhuận sau thuế	**8.350**	**9.593**	**11.294**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	**8.350**	**9.593**	**11.294**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	231.744	254.919	293.156
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	**231.744**	**254.919**	**293.156**
Chứng khoán - Tổng cộng	51.466	59.182	68.054
Các tài sản sinh lãi khác	58.150	69.282	82.591
Tổng các tài sản sinh lãi	**341.360**	**383.382**	**443.802**
Tổng dự phòng	**(3.083)**	**(4.084)**	**(4.511)**
Tổng cho vay khách hàng	**228.919**	**251.131**	**288.986**
Tổng tài sản sinh lãi ròng	**338.278**	**379.298**	**439.291**
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	1.582	1.646	1.712
Tổng đầu tư	75	78	81
Các tài sản khác	11.641	12.107	12.591
Tổng tài sản không sinh lãi	**13.299**	**13.831**	**14.384**
Tổng tài sản	**351.577**	**393.129**	**453.675**
Nợ khách hàng	190.921	210.014	235.215
Dư nợ tín dụng	42.298	42.298	48.643
Tài sản nợ chịu lãi	233.220	252.312	283.858
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	233.220	252.312	283.858
Các khoản nợ lãi suất khác	80.643	92.729	106.627
Tổng các khoản nợ lãi suất	**313.863**	**345.040**	**390.485**
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	9.796	10.578	14.385
Tổng nợ không lãi suất	**9.796**	**10.578**	**14.385**
Tổng nợ	**323.659**	**355.619**	**404.870**
Vốn điều lệ và	21.077	21.077	21.077
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	4.339	13.932	25.226
Các quỹ thuộc VCSH	2.501	2.501	2.501
Vốn chủ sở hữu	**27.918**	**37.511**	**48.805**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	**27.918**	**37.511**	**48.805**
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**351.577**	**393.129**	**453.675**

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	10,0%	10,0%	12,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	15,0%	10,0%	15,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	25,5%	10,1%	16,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,9%	15,1%	15,9%
Tăng trưởng LN ròng	30,3%	14,9%	17,7%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14,0%	12,1%	15,8%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.562	4.551	5.358
BVPS (VND)	13.246	17.797	23.155
Cổ tức / cp (VND)	2.579	0	0
Tăng trưởng EPS	10,5%	(0,2%)	17,7%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,6%	4,5%	4,6%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(34,0%)	(32,0%)	(32,5%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	2,5%	2,6%	2,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	2,5%	2,7%	2,6%
LN/ TB cho vay	0,8%	0,8%	0,7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	11,2%	13,1%	14,1%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	99,4%	101,0%	103,3%
Biên lợi và độ dàn trải			
Thu nhập/ TS sinh lãi	9,6%	9,8%	9,4%
Chi phí cho các quỹ	5,4%	5,8%	5,4%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,5%	4,4%	4,5%
ROAE	32,0%	29,3%	26,2%

Nguồn: VNDIRECT 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