

**KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 113.500 đồng/cp**

**Giá hiện tại: 99.600 đồng/cp**

**Nguyễn Thị Thùy Linh**

[linhntt1@ssi.com.vn](mailto:linhntt1@ssi.com.vn)

+84 – 24 3936 6321 ext. 8719

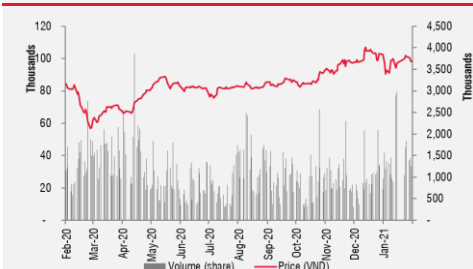
**Ngày 16/08/2021**

## NGÀNH TÀI CHÍNH

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	16.143
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	369.775
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	3.709
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	117,2/80
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	1.979.427
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	8,89
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	203,61
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	23,56
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	74,8
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Thông tin cơ bản về công ty

Thành lập năm 1963, VCB tiền thân là Cục Ngoại hối trực thuộc NHNN Việt Nam, được tách ra thành ngân hàng chuyên về các giao dịch ngoại hối. VCB là ngân hàng đầu tiên và duy nhất tại Việt Nam vào thời điểm đó. Năm 1996, VCB đã tái cơ cấu và trở thành NHTMCP với HĐKD mở rộng sang dịch vụ ngân hàng bán lẻ và ngân hàng tổ chức bên cạnh mảng kinh doanh truyền thống là kinh doanh tài chính và ngoại hối. VCB cổ phần hóa vào năm 2007 và IPO vào tháng 12/2007.

## Tối ưu hóa bảng cân đối kế toán để cải thiện NIM

### Luận điểm đầu tư:

Với sự bùng phát dịch Covid-19 gần đây, VCB đã công bố gói cho vay ưu đãi dành cho các khách hàng bị ảnh hưởng bắt đầu từ ngày 15/7/2021. Điều này sẽ khiến thu nhập lãi thuần giảm 1,8 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm 2021. Do đó, chúng tôi giảm 8% ước tính LNTT năm 2021 xuống còn 26,4 nghìn tỷ đồng (+14,7% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng ước tính LNTT năm 2022 đạt 33,7 nghìn tỷ đồng (+27% so với cùng kỳ), với giả định tăng trưởng tín dụng và tiền gửi lần lượt là 14% và 10,9% so với cùng kỳ, và NIM ở mức 3,05%. Chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 6,5% cổ phần trước thực hiện trong năm 2022. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 12 tháng đối với cổ phiếu VCB xuống 113.500 đồng/cp (từ 114.200 đồng/cp), tương ứng tiềm năng tăng giá là 14%. Chúng tôi lặp lại khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu VCB.

### Bảng: Tóm tắt bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

(tỷ đồng)	6T2021	2020	% YTD	6T2020	%YoY
Tổng tài sản	1.303.633	1.326.230	-1,7%	1.185.872	9,9%
Cho vay khách hàng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp)	928.623	845.467	9,8%	778.101	19,3%
Tiền gửi của khách hàng (bao gồm giấy tờ có giá)	1.072.672	1.053.354	1,8%	1.002.535	7,0%
Tỷ lệ nợ xấu (Thông tư 02)	0,74%	0,62%		0,83%	
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLC)	351,8%	368,0%		254,5%	
LDR thuần	86,6%	80,3%		78,6%	
CAR (Basel 2)	10,1%	9,7%		10,2%	

Nguồn: Công ty, SSI

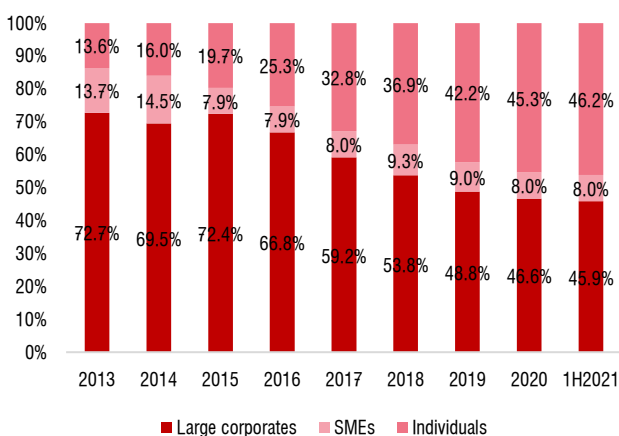
### Bảng: Tóm tắt báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

(tỷ đồng)	2Q21	2Q20	% YoY	6T2021	6T2020	%YoY
Thu nhập lãi ròng	11.088	8.077	37,3%	21.169	17.112	23,7%
Thu nhập ròng ngoài lãi	1.807	2.656	-32,0%	7.411	5.907	25,5%
Tổng thu nhập hoạt động	12.895	10.734	20,1%	28.580	23.019	24,2%
Chi phí hoạt động	4.731	3.118	51,7%	9.511	8.028	18,5%
CIR	36,70%	29,00%		33,30%	34,90%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	3.225	1.856	73,7%	5.500	4.009	37,2%
LNTT	4.938	5.759	-14,3%	13.570	10.982	23,6%
NIM	3,50%	2,84%	0,66%	3,28%	2,91%	
Chi phí tín dụng	1,44%	0,97%		1,24%	1,05%	

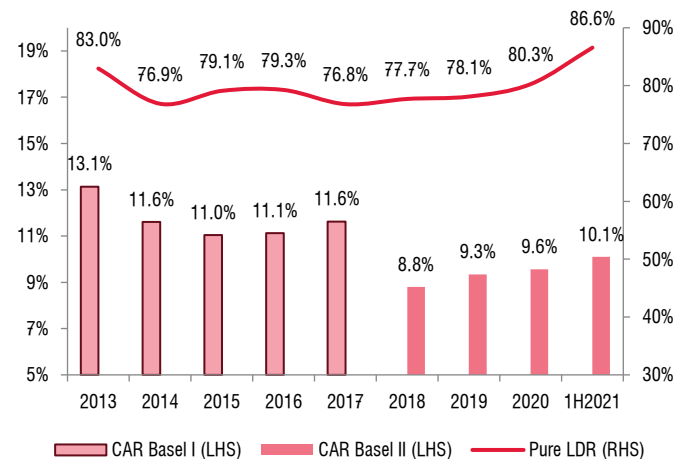
Nguồn: Công ty, SSI

- **Thu nhập sụt giảm trong Q2/2021 nhưng khá ổn định trong 6 tháng đầu năm 2021:**
  - ✓ VCB ghi nhận KQKD Q2/2021 với **tổng thu nhập hoạt động (TOI) và lợi nhuận trước thuế (LNTT)** lần lượt đạt 12,9 nghìn tỷ đồng (+22% so với cùng kỳ) và 4,9 nghìn tỷ đồng (-14,3% so với cùng kỳ). LNTT đạt mức thấp nhất trong 11 quý vừa qua chủ yếu do hoàn nhập thu nhập phí trả trước.
  - ✓ Trong Q1/2021, VCB ghi nhận 1,7 nghìn tỷ đồng phí trả trước liên quan đến việc bán bảo hiểm được phân bổ trong năm. Trong Q2/2021, VCB đã thực hiện bút toán điều chỉnh đối với khoản mục này. Ngân hàng đã ghi nhận mức giảm 850 tỷ đồng, bằng một nửa số đã ghi nhận trong Q1/2021.
  - ✓ Nếu loại trừ khoản mục này, TOI và LNTT cốt lõi trong Q2/2021 lần lượt đạt 13,7 nghìn tỷ đồng (+28,1% so với cùng kỳ) và 5,8 tỷ đồng (+0,5% so với cùng kỳ). Kết quả từ hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt mức tăng trưởng thu nhập lãi thuần (NII) là 37,3% so với cùng kỳ, thu nhập ngoài lãi không đổi và hệ số CIR tăng lên 34,4%. Đồng thời, Ngân hàng đã trích lập dự phòng lớn, tăng 74% so với cùng kỳ. TOI và LNTT 6 tháng đầu năm 2021 lần lượt đạt 28,6 nghìn tỷ đồng (+24,2% so với cùng kỳ) và 13,6 nghìn tỷ đồng (+23,6% so với cùng kỳ).
- **Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong tất cả các mảng hoạt động:** Tăng trưởng tín dụng tăng 9,8% so với đầu năm, cao hơn tổng mức tăng trưởng của các ngân hàng niêm yết mà chúng tôi nghiên cứu là 7,7% so với đầu năm. Điều này được thúc đẩy bởi các cho vay khách hàng cá nhân (+11,8% so với đầu năm), doanh nghiệp nhỏ và vừa (+9,8% so với đầu năm) và các tập đoàn lớn (+8% so với đầu năm). Phần lớn tín dụng cho vay khách hàng cá nhân tăng là do cho vay mua nhà (+11,8% so với đầu năm), tăng từ 25,8% trong tổng dư nợ năm 2020 lên 26,3% trong 6 tháng đầu năm 2021. Cho vay mua nhà là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho vay tại VCB trong 3 năm qua. Cho vay các doanh nghiệp lớn tăng tốc với mức tăng trưởng mạnh nhất ở mảng có vốn đầu tư nước ngoài (+11% so với đầu năm), mảng duy trì tăng trưởng cao trong 3 năm qua. VCB kỳ vọng sẽ dẫn đầu thị phần cho vay doanh nghiệp FDI trong thời gian tới.

Biểu đồ: Cơ cấu cho vay khách hàng tại VCB



Biểu đồ: CAR và LDR thuần (%)



Nguồn: Công ty, SSI

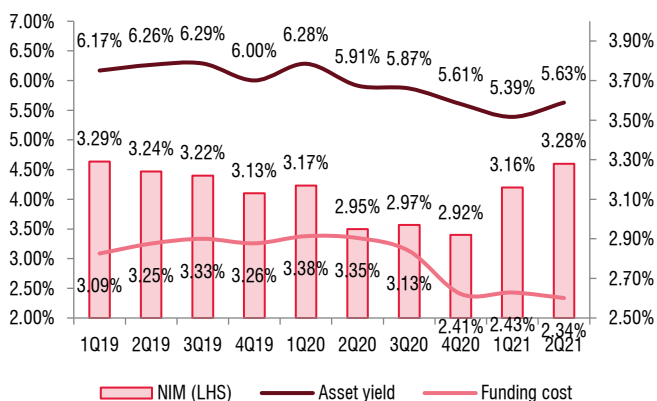
Nguồn: Công ty, SSI

- **NIM cải thiện đáng kể trong Q2/2021 (+66 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên 3,5%):** NIM đã ở mức thấp trong Q2/2020 khi VCB triển khai các gói cho vay ưu đãi quy mô lớn. Trong nửa đầu năm 2021, VCB đã cắt giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, giảm tổng cộng 2,1 nghìn tỷ đồng thu nhập lãi. Do đó, lợi suất tài sản giảm 28 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong Q2/2021. Tuy nhiên, chi phí vốn giảm mạnh hơn 101 điểm cơ bản do xu hướng giảm của lãi suất huy động và số dư CASA được cải thiện (+23,6% so với cùng kỳ).

- ✓ Tính đến tháng 6/2021, VCB đã cắt giảm lãi suất huy động ở các kỳ hạn với trung bình 120 điểm cơ bản so với cùng kỳ.
- ✓ **Tỷ lệ CASA** tiếp tục cải thiện lên 33,2%, mức cao nhất mà VCB đạt được trong vòng 5 năm qua. Kết quả đáng khích lệ này đạt được sau khi bắt đầu triển khai các gói phí dịch vụ thanh toán trong Q3/2020. Khoảng 5% khách hàng cá nhân hiện đang sử dụng các gói dịch vụ thanh toán tính phí. Tuy nhiên, lượng khách hàng tương đối nhỏ này chiếm 30% CASA bán lẻ. Trong nửa cuối năm 2021, VCB đặt mục tiêu duy trì tỷ lệ CASA ở mức 33%.
- ✓ Với lãi suất huy động giảm xuống rất thấp, tiền gửi của khách hàng chỉ nhích lên 1,8% so với đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng 9,8% so với đầu năm. Điều này khiến tỷ lệ LDR thuần tăng lên 86,6%, trong khi tỷ lệ LDR tính theo quy định chỉ khoảng 80% thấp hơn mức trần 85%.
- ✓ VCB cũng tối ưu hóa bảng cân đối kế toán bằng cách tăng tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn lên 33,2%, cao hơn mức 30-31% của các năm trước.

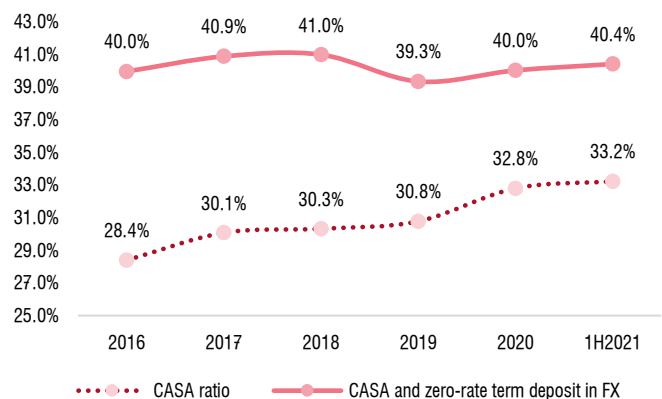
Nhìn chung, NII trong Q2/2021 tăng 37,3% so với cùng kỳ lên 11 nghìn tỷ đồng. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2021 NII đạt mức tăng trưởng mạnh là 23,7% so với cùng kỳ lên 21,2 nghìn tỷ đồng, với NIM ở mức 3,28% (+37 điểm cơ bản so với cùng kỳ).

**Biểu đồ: NIM cải thiện nhờ chi phí vốn thấp**



Nguồn: Công ty, SSI

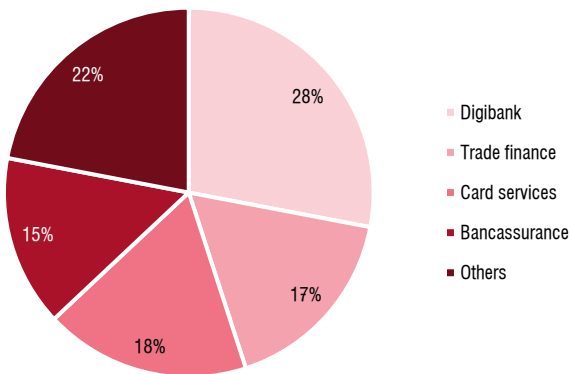
**Biểu đồ: Tỷ lệ CASA đang tăng dần**



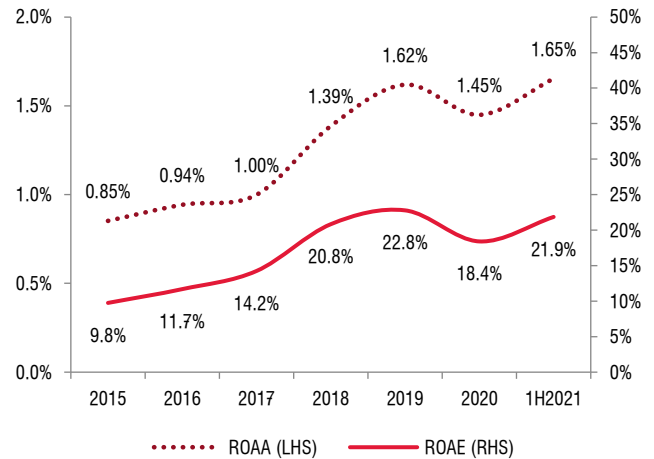
Nguồn: Công ty, SSI

- **Dịch vụ thu phí phục hồi:** Nếu loại trừ việc hạch toán giảm phí trả trước như đã đề cập ở trên, thu nhập phí thuần sẽ đạt 1,3 nghìn tỷ đồng, tăng 10,6% so với cùng kỳ trong Q2/2021. Thu nhập phí thuần trong 6 tháng đầu năm 2021 đạt 3,9 nghìn tỷ đồng, tăng 69,3% so với cùng kỳ. Các động lực tăng trưởng chính trong 6 tháng đầu năm 2021 bao gồm:
  - ✓ *Thu nhập từ dịch vụ ngân hàng số (Digibank)* tăng 85% so với cùng kỳ, đạt 80% so với năm 2020. VCB hiện có lượng khách hàng lớn nhất trong số các ngân hàng niêm yết với 19 triệu khách hàng cá nhân, trong đó 65-70% là khách hàng gần đây sử dụng dịch vụ. Gần 5 triệu khách trong số này sử dụng ứng dụng Digibank. Số lượng giao dịch qua các kênh kỹ thuật số đạt 300 triệu lượt trong nửa đầu năm 2021, cao hơn tổng số lượt giao dịch trong năm 2019 và tương đương 80% trong năm 2020.
  - ✓ *Thu nhập từ dịch vụ thẻ* tăng 60% so với cùng kỳ, phản ánh sự thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng và việc chuyển sang thanh toán không dùng tiền mặt.

- ✓ **Bán bảo hiểm (Bancassurance)** thu được 400 tỷ đồng hoa hồng. Ngân hàng có kế hoạch ban đầu cho năm 2021 là 500 tỷ đồng, nhưng sau đó nâng lên 700 tỷ đồng. VCB kỳ vọng bancassurance sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 60% so với cùng kỳ trong 5 năm tới và có khả năng là động lực tăng trưởng chính cho thu nhập phí.
- ✓ **Dịch vụ thanh toán** tăng trưởng khiêm tốn ở mức 5% so với cùng kỳ, trong khi hoạt động tài trợ thương mại chậm lại do dịch Covid-19. Tuy nhiên, VCB vẫn duy trì thị phần 15% trong hoạt động tài trợ thương mại.

**Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu phí trong 6T2021 của VCB**

Nguồn: Công ty, SSI

**Biểu đồ: Chỉ số sinh lời của VCB**

Nguồn: Công ty, SSI

- **Lãi từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và thu từ nợ xấu đã xóa duy trì ổn định trong 6T2021:** Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối đạt 2 nghìn tỷ đồng (+5,2% so với cùng kỳ), trong khi thu từ nợ xấu đã xóa đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (+32,7% so với cùng kỳ), đạt 53% kế hoạch năm.
- **Chi phí quản lý cao được bù đắp từ tiết kiệm chi phí nhân viên:** Hệ số CIR điều chỉnh trong 6T2021 lên tới 35,4%, so với 34,9% 6T2020, chủ yếu do chi phí quản lý tăng 56,4% so với cùng kỳ. Chi phí quản lý chiếm 36% tổng chi phí hoạt động kinh doanh.

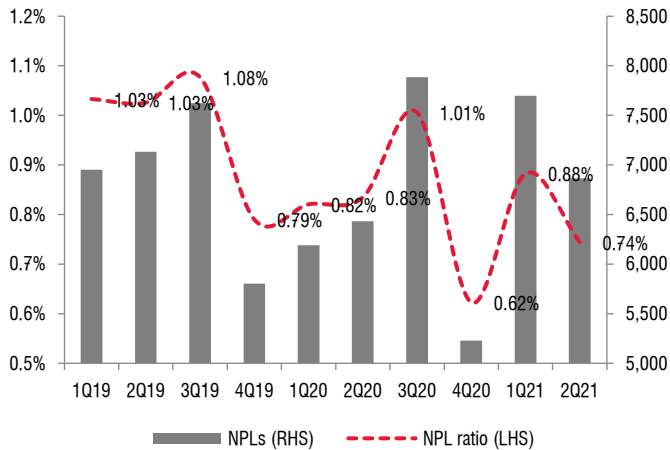
Ngược lại, tỷ lệ chi phí nhân viên trên TOI đã giảm xuống 16,2% từ 18,7% trong 6T2020, nhờ vào việc áp dụng rộng rãi kỹ thuật số. Mặc dù số lượng nhân viên tăng lên 21.079 người (hay tăng 4,8% so với cùng kỳ), chi phí nhân viên trong 6T2021 chỉ tăng nhẹ 1,3% so với cùng kỳ.

- **Chất lượng tài sản duy trì ở mức cao:** Số dư nợ xấu giảm 11% so với quý trước sau khi VCB xóa 618 tỷ đồng nợ xấu. Chi phí dự phòng trong Q2/2021 tăng 74% so với cùng kỳ, mặc dù tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,74% (từ 0,88% trong Q/2021), thấp thứ ba trong ngành. Tỷ lệ LLC tăng lên 352%, mức cao nhất trong ngành. Dư nợ tái cơ cấu giảm 21% so với đầu năm xuống còn khoảng 4,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 0,44% tổng dư nợ.

Ngân hàng đã trích lập 55% kế hoạch năm cho các chi phí liên quan đến dự phòng (10 nghìn tỷ đồng) trong 6T2021, và hoàn tất dự phòng cho các khoản vay của lĩnh vực hàng không trong năm 2020. VCB đặt kế hoạch trích lập dự phòng hết cho tất cả các vay tái cơ cấu theo Thông tư 03/2021 trong năm 2021. Điều này sẽ được thực hiện theo cách tương tự khi VCB là ngân hàng đầu tiên xử lý toàn bộ trái phiếu VAMC trong năm 2016.

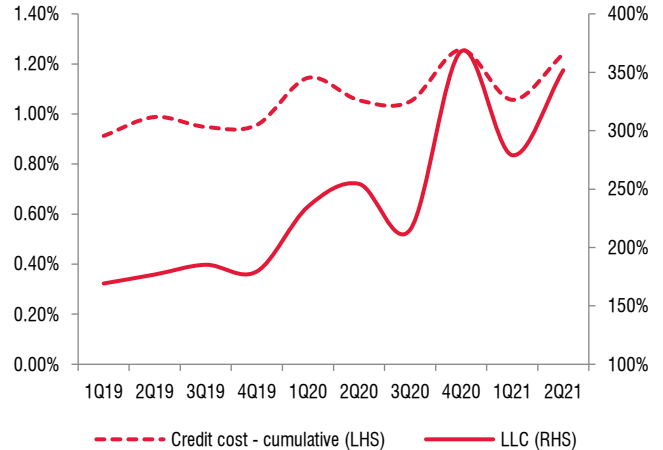
- **Chi trả cổ tức và tăng vốn:** VCB cũng có kế hoạch chi trả cổ tức 8% bằng tiền mặt cho năm 2020 và 27,6% cổ tức bằng cổ phiếu cho năm 2019 trong 6 tháng cuối năm 2021. Kế hoạch đã được trình lên chính phủ và ngân hàng đang chờ phê duyệt. Kế hoạch phát hành 6,5% vốn điều lệ có thể bị lùi lại do ảnh hưởng của dịch Covid-19.

Biểu đồ: Nợ xấu của VCB (tỷ đồng, %)



Nguồn: Công ty, SSI

Biểu đồ: Tỷ lệ LLC so với chi phí tín dụng (%)



Nguồn: Công ty, SSI

## Ước tính năm 2021-2022

NHNN đã nâng mức trần tăng trưởng tín dụng đối với VCB, từ 10,5% như ban đầu lên 12,5%. Chúng tôi cho rằng sẽ có nhiều đợt tăng trần tín dụng của NHNN trong nửa cuối năm 2021. Do đó, chúng tôi duy trì giả định tăng trưởng tín dụng ở mức 13,8% so với cùng kỳ trong năm 2021.

Bắt đầu từ ngày 15/7/ 2021 đến hết năm 2021, VCB sẽ tiếp tục triển khai các gói cho vay lãi suất ưu đãi đối với các khoản vay của các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 với mức giảm lãi suất lên đến 1%/ năm. VCB ước tính mất đi thu nhập lãi trong nửa cuối năm 2021 khoảng 1,8 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, lãi suất cho vay thấp hơn sẽ được áp dụng cho các khoản vay mới. Chúng tôi ước tính tổng mức thiệt hại thu nhập lãi thuần trong 6 tháng cuối năm là 4 nghìn tỷ đồng, tương đương 9,3% so với NII dự báo ban đầu cho năm 2021. Chúng tôi điều chỉnh giả định NIM ở mức 2,91% do chi phí vốn cải thiện, giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm 2021. Do đó, hiện tại chúng tôi ước tính tăng trưởng NII là 10,1% so với cùng kỳ trong năm 2021.

Chúng tôi ước tính thu nhập phí thuần tăng 12,2% so với cùng kỳ trong năm 2021, nhờ vào bancassurance, digibank và dịch vụ thẻ, trong khi thu từ nợ xấu đã xóa ước tính đạt 3 nghìn tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ.

Chúng tôi cũng ước tính chi phí hoạt động giảm trong nửa cuối năm 2021, do chi phí quản lý giảm vì đã được ghi nhận trước trong nửa đầu năm 2021. Nhìn chung, chúng tôi giả định hệ số CIR điều chỉnh cho năm 2021 ở mức 34%, cao hơn mức 32,7% trong năm 2020, tuy nhiên cải thiện so với mức 35,3% trong 6 tháng đầu năm 2021.

Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng ở mức 10 nghìn tỷ đồng (+0,3% so với cùng kỳ) trong năm 2021 và 8 nghìn tỷ đồng (-20% so với cùng kỳ) trong năm 2022.

Kết luận, chúng tôi giảm 8% ước tính LNTT năm 2021 xuống còn 26,4 nghìn tỷ đồng (+14,7% so với cùng kỳ).

Chúng tôi cũng dự báo LNTT năm 2022 đạt 33,7 nghìn tỷ đồng (+27% so với cùng kỳ), được thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng và tiền gửi lần lượt là 14% và 10,9% so với cùng kỳ, và NIM cải thiện lên 3,07%. VCB vẫn còn nhiều dư địa để cải thiện NIM do tỷ lệ LDR thấp và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn thấp.

Chúng tôi giả định rằng VCB sẽ phát hành 6,5% cổ phần trước thực hiện trong năm 2022 với mức giá 100.000 đồng/cổ phiếu.

### Luận điểm đầu tư

Tại mức giá 99.900 đồng/cổ phiếu, VCB giao dịch với hệ số P/B 2021 và 2022 lần lượt là 3,25x và 2,49x, cao hơn mức trung bình của ngành là 2,02x và 1,66x.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 12 tháng mới đối với cổ phiếu VCB là 113.500 đồng, sử dụng BVPS trung bình cho năm 2021-2022 và hệ số P/B mục tiêu không đổi là 3,0x. Với tiềm năng tăng giá là 13,6%, chúng tôi lặp lại khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu **VCB**.

**Rủi ro giảm đối với khuyến nghị** của chúng tôi là khả năng nợ xấu và các khoản vay tái cơ cấu cao hơn dự kiến.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Triệu đồng	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
+ Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	12.792.045	13.778.358	15.095.394	17.403.547	18.965.712
+ Tiền gửi tại NHNN	10.845.701	34.684.091	33.139.373	36.825.812	40.876.651
+ Tiền gửi và cho vay các tổ chức tín dụng khác	250.228.037	249.470.372	267.969.645	299.098.318	319.763.292
+ Chứng khoán kinh doanh	2.654.806	1.801.126	1.954.061	1.869.675	1.947.967
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	275.983	98.312	-	-	-
+ Cho vay khách hàng	621.573.249	724.473.254	820.545.467	933.843.086	1.064.611.093
+ Chứng khoán đầu tư	149.296.430	167.529.689	156.931.097	150.163.330	168.087.344
+ Đầu tư dài hạn	2.476.067	2.464.493	2.239.006	2.239.006	2.239.006
+ Tài sản cố định	6.527.466	6.706.503	8.539.362	9.051.724	9.594.827
+ Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
+ Tài sản khác	17.356.776	21.807.494	19.816.687	24.295.805	29.922.121
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.074.026.560</b>	<b>1.222.813.692</b>	<b>1.326.230.092</b>	<b>1.474.790.302</b>	<b>1.656.008.014</b>
+ Các khoản nợ NHNN	90.685.315	92.365.806	41.176.995	42.000.535	42.840.546
+ Tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác	76.524.079	73.617.085	103.583.833	108.763.025	114.201.176
+ Tiền gửi của khách hàng	801.929.115	928.450.869	1.032.113.567	1.150.806.627	1.277.395.356
+ Các công cụ tài chính phái sinh và các nghĩa vụ tài chính khác	-	-	52.031	52.031	52.031
+ Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư, cho vay tổ chức tín dụng chịu rủi ro	25.803	20.431	14.679	15.413	16.184
+ Phát hành giấy tờ có giá	21.461.132	21.383.932	21.240.197	22.939.413	24.774.566
+ Các khoản nợ khác	21.221.737	26.021.232	33.953.811	40.744.573	42.781.802
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1.011.847.181</b>	<b>1.141.859.355</b>	<b>1.232.135.113</b>	<b>1.365.321.617</b>	<b>1.502.061.660</b>
+ Vốn	36.322.343	42.428.821	42.428.821	42.428.821	66.536.525
+ Dự phòng	9.445.732	12.186.141	14.925.803	18.101.006	22.152.746
+ Chênh lệch tỷ giá	84.450	16.361	5.103	5.103	5.103
+ Chênh lệch định giá lại tài sản	119.178	113.011	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	16.138.687	26.126.544	36.650.228	48.848.732	65.166.957
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>62.179.379</b>	<b>80.954.337</b>	<b>94.094.979</b>	<b>109.468.685</b>	<b>153.946.354</b>
Lợi ích thuộc cổ đông thiểu số	68.989	83.459	85.024	85.023	85.024
<b>Tổng nợ phải trả, vốn chủ sở hữu và lợi ích thuộc cổ đông thiểu số</b>	<b>1.074.026.560</b>	<b>1.222.813.692</b>	<b>1.326.230.092</b>	<b>1.474.790.302</b>	<b>1.656.008.014</b>
<b>Tăng trưởng</b>					
Huy động	13,2%	15,8%	11,2%	11,5%	11,0%
Tín dụng	14,6%	16,0%	14,0%	13,8%	14,0%
Tổng tài sản	3,7%	13,9%	8,5%	11,2%	12,3%
Vốn chủ sở hữu	18,3%	30,2%	16,2%	16,3%	40,6%
Thu nhập lãi thuần	29,5%	21,6%	5,1%	10,1%	17,1%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	33,6%	16,3%	7,4%	10,8%	14,7%
Chi phí hoạt động	14,7%	16,6%	1,0%	11,7%	15,2%
Lợi nhuận trước thuế	61,1%	27,1%	-0,7%	14,7%	27,6%
Lợi nhuận sau thuế	60,5%	27,2%	-0,7%	14,7%	27,6%
<b>Định giá</b>					
P/E	16,1	20,5	22,5	19,9	15,6
P/B	2,96	4,02	3,63	3,19	2,45
BVPS (đồng)	18.062	22.415	40.231	30.772	40.154

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Triệu đồng	2018	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	28.408.516	34.537.728	36.285.475	39.935.694	46.771.980
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	10.869.917	11.155.663	12.777.066	14.419.093	15.589.183
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>39.278.433</b>	<b>45.693.391</b>	<b>49.062.541</b>	<b>54.354.787</b>	<b>62.361.163</b>
Chi phí hoạt động dịch vụ	-13.611.094	-15.874.542	-16.038.250	-17.912.828	-20.634.995
<b>Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng</b>	<b>25.667.339</b>	<b>29.818.849</b>	<b>33.024.291</b>	<b>36.441.960</b>	<b>41.726.167</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-7.398.113	-6.607.278	-9.974.730	-10.002.552	-7.995.287
<b>LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ</b>	<b>18.269.226</b>	<b>23.211.571</b>	<b>23.049.561</b>	<b>26.439.408</b>	<b>33.730.880</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-3.647.164	-4.614.227	-4.577.043	-5.250.178	-6.698.075
<b>LỢI NHUẬN SAU THUẾ</b>	<b>14.622.062</b>	<b>18.597.344</b>	<b>18.472.518</b>	<b>21.189.229</b>	<b>27.032.805</b>
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thiểu số	-16.484	-15.090	-21.207	-21.207	-21.207
<b>LỢI NHUẬN RÒNG</b>	<b>14.605.578</b>	<b>18.582.254</b>	<b>18.451.311</b>	<b>21.168.022</b>	<b>27.011.598</b>
<b>EPS (đồng)</b>	<b>3.323</b>	<b>4.406</b>	<b>4.345</b>	<b>4.945</b>	<b>6.292</b>
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800	800	800	800	800
<b>Nhu cầu vốn</b>					
Hệ số an toàn vốn- CAR	10,5%	9,3%	9,6%	10,6%	11,5%
Vốn CSH/Tổng tài sản	5,8%	6,6%	7,1%	7,4%	9,3%
Vốn CSH/cho vay khách hàng	9,8%	11,0%	11,2%	11,4%	14,1%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
Tỷ lệ nợ xấu	1,0%	0,8%	0,6%	0,7%	0,7%
Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu	165,4%	176,3%	368,0%	350,9%	350,5%
<b>Hệ số về quản lý</b>					
Tỷ lệ chi phí/thu nhập - CIR	34,7%	34,7%	32,7%	33,0%	33,1%
Chi phí trích lập dự phòng/Lợi nhuận thuần từ HĐKD	2.282	2.412	2.446	2.493	2.735
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi nhân viên	1.061	1.225	1.149	1.213	1.479
Lợi nhuận trước thuế trên mỗi nhân viên	77.933	88.553	92.921	100.657	112.973
Lãi thuần từ HĐKD trên mỗi chi nhánh/PGD	36.248	44.984	43.654	48.962	61.107
<b>Lợi nhuận</b>					
Hệ số chênh lệch lãi thuần - NIM	2,77%	3,09%	2,92%	2,91%	3,05%
Thu nhập ngoài lãi/Lãi thuần từ HĐKD	27,7%	24,4%	26,0%	26,5%	25,0%
ROA - trung bình	1,4%	1,6%	1,4%	1,5%	1,7%
ROE - trung bình	20,8%	22,8%	18,4%	18,0%	17,7%
<b>Thanh khoản</b>					
Tỷ lệ cấp tín dụng trên vốn huy động - LDR	77,7%	78,1%	80,3%	81,9%	84,2%

Nguồn: Công ty, SSI ước tính



## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715