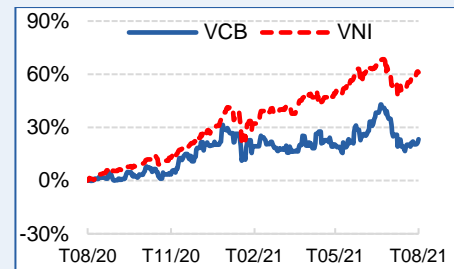


Ngành	Ngân hàng	2020	2021F	2022F	2023F	
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>13/08/2021</b>	TT LN trước dự phòng	10,7%	11,5%	24,2%	20,9%
Giá hiện tại	99.600VND	TT LNST	-0,7%	15,1%	45,2%	24,4%
Giá mục tiêu hiện tại	101.200VND	TT EPS*	-0,7%	15,1%	43,2%	16,4%
Giá mục tiêu gần nhất	108.900VND	NIM	2,91%	3,03%	3,28%	3,34%
		Nợ xấu/cho vay	0,62%	0,70%	0,65%	0,60%
TL tăng	1,6%	CIR	32,7%	33,0%	32,2%	32,1%
Lợi suất cổ tức	<u>0,8%</u>	P/E*	20,0x	17,4x	13,1x	10,5x
Tổng mức sinh lời	2,4%	P/B*	3,9x	3,4x	2,5x	2,1x



		VCB	Peers	VNI	
GT vốn hóa	15,9 tỷ USD	18,0x	10,9x	16,5x	
Room KN	262tr USD	3,5x	2,1x	2,6x	
GTGD/ngày (30n)	7,6tr USD	ROE	21,1%	21,5%	16,2%
Cổ phần Nhà nước	74,80%	ROA	1,6%	2,0%	2,7%
SL cổ phiếu lưu hành	3,709 tỷ	(*) Điều chỉnh cho kế hoạch phát hành 307,6 triệu cổ phiếu vào tháng 10/2022			
Pha loãng*	4,016 tỷ				

**Tổng quan về công ty**  
Thành lập năm 1963, VCB là ngân hàng lớn thứ 3 trong 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2020 và là ngân hàng có lợi nhuận lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết ngày 30/06/2009.

**Ngô Thị Thanh Trúc**  
Chuyên viên phân tích

**Ngô Hoàng Long**  
Phó Giám đốc

## Ưu đãi lãi suất cho vay tiếp tục làm giảm lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 7,1% xuống 101.200 đồng/CP và duy trì đánh giá PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB).
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu là do định giá thấp hơn theo cả phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/B mục tiêu, đến từ mức giảm tổng cộng 7,7% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cho giai đoạn 2021-2025 của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 xuống 9,0% so với báo cáo trước đó do (1) dự phóng thu nhập từ lãi (NII) giảm 6,1% sau mức cắt giảm 13 điểm cơ bản cho dự báo NIM 2021, chủ yếu do chương trình cắt giảm lãi suất cho vay của VCB trong nửa cuối 2021, (2) dự báo thu nhập phí thuần (NFI) (bao gồm cả ngoại hối) giảm 2,1% do tác động tiêu cực của làn sóng COVID-19 lần thứ tư tại Việt Nam và (3) chi phí dự phòng dự báo tăng 0,6%. Điều này được bù đắp một phần bởi chi phí từ HĐKD (OPEX) giảm 1,7%.
- Chúng tôi cắt giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2022-2025 của chúng tôi tổng cộng 7,5%, đến từ mức giảm lần lượt là 2,0% và 17,9% trong các dự báo của chúng tôi đối với NII và NFI (bao gồm giao dịch ngoại hối).
- Chúng tôi giữ nguyên giả định về đợt phát hành dự kiến 307,6 triệu cổ phiếu thông qua phát hành riêng lẻ/công khai sẽ diễn ra vào năm 2022 với giá 95.000 đồng/CP.
- ROE và ROA dự phóng năm 2021 của chúng tôi lần lượt là 20,8% và 1,53% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 21,2% và 2,05%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VCB có định giá khá phù hợp với P/B năm 2021 là 3,4 lần.
- Rủi ro: (1) Việc huy động vốn không thành công như dự kiến; (2) rủi ro giảm tiền gửi USD, chủ yếu từ các doanh nghiệp lớn, vốn không trả lãi và được cho ít ổn định hơn CASA bán lẻ.

**NFI thuần giảm 62,9% YoY trong quý 2/2021 chủ yếu là do hoàn nhập phí ứng trước đã ghi nhận trong quý 1/2021, theo VCB cho biết.** Phần hoàn nhập trong quý 2/2021 không được tiết lộ; tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng một nửa khoản phí ứng trước đã được ghi nhận trong quý 1/2021 (tương đương khoảng 900 tỷ đồng) có thể đã được hoàn nhập. Theo giả định này, NFI thuần quý 2/2021 (không bao gồm hoàn nhập phí ứng trước) thực tế đã tăng 14,9% YoY. NFI thuần trong 6 tháng đầu năm 2021 (không bao gồm phí ứng trước) tăng 29,9% YoY lên 3,0 nghìn tỷ đồng, cao hơn nhẹ so với dự báo của chúng tôi nhờ vào hoạt động ngân hàng số và doanh số bancassurance. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng NFI thuần năm 2021 xuống 7,6% vì chúng tôi cho rằng các biện pháp giãn cách xã hội ở các tỉnh thành phía Nam kể từ tháng 6 và ở Hà Nội kể từ cuối tháng 7 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến thu nhập phí trong nửa cuối 2021 của VCB. Chúng tôi duy trì giả định của mình cho khoản phí ứng trước ghi nhận năm 2021 là 1,8 nghìn tỷ đồng.

**Mặc dù có gói hỗ trợ lãi suất cho vay mới, chúng tôi kỳ vọng NIM của VCB có thể tăng 11 điểm cơ bản YoY vào năm 2021.** VCB kỳ vọng hi sinh 6,1 nghìn tỷ đồng thu nhập lãi vào năm 2021 do việc triển khai các gói hỗ trợ cho khách hàng, tương đương với mức giảm 60 điểm cơ bản

YoY trong lợi suất cho vay năm 2021, theo ước tính của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thu nhập lãi từ các khoản chứng khoán nợ sẽ phần nào bù đắp cho khoản thu nhập lãi từ các khoản cho vay giảm mạnh. Do đó, chúng tôi dự báo lợi suất IEA có thể giảm 38 điểm cơ bản trong năm 2021. Theo quan điểm của chúng tôi, VCB có thể tận dụng dụng hệ số LDR thấp hiện tại để giảm thiểu tác động của việc IEA giảm bên cạnh việc giảm COF nhờ tỷ lệ CASA cao và việc NHNN cắt giảm trần lãi suất huy động vào năm 2020 để mang lại tăng trưởng NIM YoY trong năm 2021.

## Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi	69.205	70.574	86.394	105.520
Chi phí lãi vay	(32.920)	(29.315)	(35.348)	(44.139)
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>36.285</b>	<b>41.259</b>	<b>51.046</b>	<b>61.382</b>
Thu nhập từ phí dịch vụ và hoa hồng	10.514	11.727	14.364	17.742
Thu nhập ngoài lãi khác	2.263	1.971	2.092	2.295
Tổng thu nhập ngoài lãi	12.777	13.698	16.456	20.037
<b>Tổng thu nhập từ HĐKD</b>	<b>49.063</b>	<b>54.957</b>	<b>67.501</b>	<b>81.419</b>
Chi phí ngoài lãi	(16.038)	(18.123)	(21.748)	(26.097)
Chi phí quản lý khác	-	-	-	-
Tổng chi phí hoạt động	(16.038)	(18.123)	(21.748)	(26.097)
<b>LN từ HĐKD trước dự phòng</b>	<b>33.024</b>	<b>36.834</b>	<b>45.754</b>	<b>55.321</b>
Chi phí dự phòng	(9.975)	(10.267)	(7.175)	(7.341)
Thu nhập/chi phí khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>23.050</b>	<b>26.567</b>	<b>38.579</b>	<b>47.981</b>
Thuế	(4.577)	(5.313)	(7.716)	(9.596)
<b>LN ròng</b>	<b>18.473</b>	<b>21.254</b>	<b>30.863</b>	<b>38.385</b>
Lợi ích CĐTS/cổ tức ưu đãi	(21)	(24)	(35)	(44)
<b>LN ròng được chia</b>	<b>18.451</b>	<b>21.229</b>	<b>30.828</b>	<b>38.341</b>
Số CP lưu hành	3,709	3,709	3,760	4,017
<b>EPS (VND)*</b>	<b>4.377</b>	<b>5.036</b>	<b>7.213</b>	<b>8.399</b>
<b>DPS (VND)</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>1.000</b>	<b>1.200</b>

TỶ LỆ (%)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng cho vay	14,3	16,0	18,0	19,0
Tăng trưởng tiền gửi	11,2	10,0	17,0	19,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	7,4	12,0	22,8	20,6
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước dự phòng	10,7	11,5	24,2	20,9
Tăng trưởng LNST	-0,7	15,1	45,2	24,4

<b>Chất lượng tài sản</b>				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	0,33	0,33	0,33	0,33
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,62	0,70	0,65	0,60
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	368,0	362,3	378,4	379,5
Chi phí dự phòng / Tổng dư nợ	1,19	1,05	0,62	0,54

<b>Thanh khoản</b>				
CAR theo BASEL II	9,6	9,9	12,0	12,0
Cho vay/ tiền gửi quy định	74,8	79,3	80,7	81,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tiền đương tiền	15.095	18.619	21.594	25.463
Tiền gửi tại Ngân hàng Nhà nước	33.139	38.319	43.945	51.844
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	267.955	234.318	294.015	342.606
Đầu tư ngắn hạn	43.503	45.868	48.223	50.704
Cho vay khách hàng	820.545	949.566	1.121.381	1.336.761
Chứng khoán đầu tư - HTM	115.383	132.222	152.056	174.864
Đầu tư dài hạn	2.239	2.299	2.337	2.376
Tài sản và trang thiết bị	8.539	9.518	10.613	11.837
Tài sản khác	19.817	22.987	27.125	32.279
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.326.215</b>	<b>1.453.718</b>	<b>1.721.288</b>	<b>2.028.735</b>
Nợ NHNN	41.177	43.445	50.386	59.414
Huy động và vay liên ngân hàng	103.584	108.763	114.201	119.911
Vốn cho vay và ủy thác khác	52	52	52	52
Tiền gửi khách hàng	1.032.114	1.135.325	1.328.330	1.580.713
Công cụ tài chính khác	-	-	-	-
Giấy tờ có giá	21.240	22.240	25.240	28.240
Nợ khác	33.954	34.060	39.850	47.421
Vốn CSH của cổ đông	94.010	109.725	163.109	192.831
Lợi ích CĐTS	85	108	120	152
<b>Tổng nợ và vốn CSH</b>	<b>1.326.215</b>	<b>1.453.718</b>	<b>1.721.288</b>	<b>2.028.735</b>

TỶ LỆ (%)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Khả năng sinh lời</b>				
NIM	2,91	3,03	3,28	3,34
Lợi suất tài sản sinh lãi	5,55	5,18	5,55	5,74
Chi phí huy động	2,85	2,34	2,50	2,67
Chi phí / thu nhập	32,7	33,0	32,2	32,1
Tỷ lệ CASA	33,3	32,3	31,8	30,8

<b>Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)</b>				
NII	2,85	2,97	3,22	3,27
Dự phòng	(0,78)	(0,74)	(0,45)	(0,39)
NIM sau dự phòng	2,06	2,23	2,76	2,88
Thu nhập ngoài lãi	1,00	0,99	1,04	1,07
Chi phí hoạt động	(1,26)	(1,31)	(1,37)	(1,39)
Thuế	(0,36)	(0,38)	(0,49)	(0,51)
ROAA	1,45	1,53	1,94	2,04
Tổng tài sản trên vốn cổ phần	14,6	13,6	11,6	10,5
ROAE	21,1	20,8	22,6	21,5

Nguồn: VCB, VCSC; (\*) EPS giai đoạn 2022-2023 pha loãng khi chúng tôi giả định 29 nghìn tỷ đồng vốn CSH được phát hành trong tháng 10/2022.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thị Thanh Trúc xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.