

NH TM Cổ phần Ngoại thương Việt Nam - VCB

Khả quan

Lựa chọn an toàn trong bối cảnh nhiều thách thức

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND99.900

Consensus*: Mua:12 Giữ:5 Bán:0

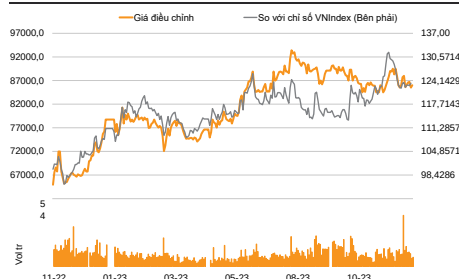
Giá mục tiêu / Consensus: 1.5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm EPS FY23/24/25 xuống
13,2%/4,6%/2,7%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND92.100
Giá thị trường	VND85.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	93.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	61.894
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	101.098
Thị giá vốn (tỷ VND)	477.867
Free float	8%
Tỷ suất cổ tức	0,00%
P/E trượt (x)	16,1
P/B hiện tại (x)	3,0

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

NHNN Việt Nam	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	2,6%
Khác	7,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Thanh

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với mức tăng giá dự kiến là 16,8%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 8,5% kể từ báo cáo trước, khi giá cổ phiếu tăng 9,2%.
- Giá mục tiêu tăng do chúng tôi áp dụng giá trị sổ sách dự phóng trung bình năm 2023-24 và chi phí vốn thấp hơn.
- P/E trượt 12 tháng là 3,0 lần, thấp hơn mức định giá trung bình 5 năm (3,3 lần) và chưa phản ánh triển vọng tăng trưởng của NH.

Tiêu điểm tài chính

- Vào cuối Q3/23, VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng là 3,8% sv đầu năm – thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 7,0% sv đầu năm.
- NIM thu hẹp do i) lãi suất cho vay giảm mạnh, ii) tỷ lệ LDR svck thấp hơn, và iii) tỷ lệ CASA giảm xuống 31,3% vào cuối Q3/23 từ 34,9% cuối Q3/22.
- Chúng tôi đưa cổ tức tiền mặt 1.000/2.000 đồng/cổ phiếu năm 2024-25 vào mô hình định giá và tổng tỷ suất sinh lời của cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng cho vay phục hồi Q4/23 nhờ việc giải ngân đầu tư công

Vào cuối Q3/23, VCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng là 3,8% sv đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng của ngành là 7,0% sv đầu năm, chủ yếu nhờ các khách hàng FDI. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng cho vay của VCB là 7,5% tại cuối 2023, gấp đôi mức tăng trưởng cho đến cuối T9/2023. Động lực tăng trưởng cho vay tăng mạnh vào Q4/23 là (i) thúc đẩy đầu tư công và mở rộng chính sách tài khóa trong cuối năm 2023 và (ii) nhu cầu tiêu dùng của khách hàng gia tăng khi mùa lễ tết đến gần.

NIM phục hồi nhờ chi phí vốn thấp và đầu tư công được đẩy mạnh

Trong Q4/23, chúng tôi cho rằng NH có thể tăng NIM lên 18 điểm cb sv quý trước lên 3,14% nhờ hai lí do chính: (i) LDR được cải thiện nhờ đầu tư công được đẩy mạnh. Với việc VCB là một trong những kênh dẫn vốn quan trọng của Chính phủ trong giải ngân đầu tư công, NH có thể tận dụng cơ hội này để mở rộng cho vay hệ sinh thái của các dự án và (ii) tiền gửi với lãi suất cao đầu năm đang dần đáo hạn.

Chất lượng tài sản suy giảm, nhưng vẫn tốt nhất trong ngành

NH ghi nhận sự gia tăng đáng kể trong tỷ lệ nợ xấu khi giá trị nợ xấu tăng 47,1% sv quý trước và 60,0% svck, chủ yếu đến từ các KHDN trong ngành thương mại. Do đó, NH tụt xuống vị trí thứ 2 trong bản xếp hạng các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp (cao hơn một chút ACB với tỷ lệ nợ xấu là 1,2% vào cuối Q3/23). Vào cuối Q3/23, tỷ lệ bao nợ xấu của VCB vẫn duy trì vị trí dẫn đầu với 270%, vượt trội so với các NH khác và trung bình ngành (94%). Tuy nhiên, NH vẫn kỳ vọng sẽ tăng tỷ lệ này cao hơn nữa thông qua việc tăng cường dự phòng và đạt 300% vào cuối năm 2023.

Định giá hấp dẫn cho ngân hàng hàng đầu

VCB hiện đang giao dịch ở mức P/B là 3,0 lần, thấp hơn nhiều sv mức trung bình 5 năm là 3,3 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này hấp dẫn khi NH có chất lượng tài sản tốt và chiến lược cho vay thận trọng.

Tổng quan tài chính	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng lợi nhuận ròng svck	36,4%	8,5%	15,7%	12,6%
Tăng trưởng tín dụng svck	18,8%	7,5%	12,0%	13,0%
NIM	3,4%	3,1%	3,2%	3,2%
CASA	33,1%	33,0%	33,0%	33,0%
Tỷ lệ nợ xấu	0,6%	0,8%	0,9%	0,9%
Tỷ lệ bao nợ xấu	347,4%	287,3%	258,0%	248,7%
ROAE	24,4%	22,0%	21,4%	20,2%
P/B	3,54	3,01	2,51	2,11

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt 9T23: Dự phòng thấp thúc đẩy lợi nhuận ròng

Hình 1: Kết quả kinh doanh của VCB (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q3/23	Q3/22	svck %	Q2/23	sv quý trước %	9T23	9T22	svck %	Dự báo cũ năm 2023	% dự báo cũ VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	12.596	13.664	-7,8%	14.021	-10,2%	40.820	38.437	6,2%	58.883	69,3%	Thấp hơn sv dự báo của chúng tôi khi cả NIM và tăng trưởng tín dụng đều ở dưới mức kỳ vọng trước đó. Tại cuối Q3/23, tăng trưởng tín dụng của VCB chỉ đạt 3,8% sv đầu năm - thấp hơn nhiều sv dự phóng cả năm trước đây của chúng tôi là 10%. Trong khi đó, NIM 9T23 chỉ đạt 3,12% - thấp hơn sv dự phóng 3,2% của chúng tôi trong năm 2023.
Thu nhập ngoài lãi	3.181	3.050	4,3%	3.450	-7,8%	10.945	10.983	-0,3%	18.154	60,3%	Thấp hơn sv kỳ vọng của chúng tôi khi mà NH vẫn chưa thực hiện ghi nhận khoản phí độc quyền với FWD trong năm nay. Theo BLD, VCB dự kiến ghi nhận 1,5 nghìn tỷ phí trả trước trong Q4/23. Bên cạnh đó, hoạt động kinh tế chậm lại cũng làm giảm thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Tại cuối T9/23, tỷ lệ thu nhập từ thu hồi nợ xấu chỉ đạt 0,21% - thấp hơn nhiều sv dự phóng ban đầu của chúng tôi là 0,3%.
Tổng thu nhập HĐKD	15.777	16.714	-5,6%	17.470	-9,7%	51.765	49.420	4,7%	77.037	67,2%	
Chi phí hoạt động	(5.233)	(6.370)	-17,9%	(5.656)	-7,5%	(16.163)	(16.695)	-3,2%	(24.045)	67,2%	Thấp hơn sv dự phóng của chúng tôi chủ yếu do tổng thu nhập HĐKD thấp hơn sv dự kiến.
Lợi nhuận trước dự phòng	10.545	10.344	1,9%	11.814	-10,7%	35.602	32.725	8,8%	52.992	67,2%	
Chi phí dự phòng	(1.494)	(2.778)	-46,2%	(2.536)	-41,1%	(6.052)	(7.786)	-22,3%	(9.619)	62,9%	Dưới mức dự phóng của chúng tôi khi NH thực hiện giảm bớt dự trữ dự phòng trong khi vẫn duy trì mức tăng trưởng LN ròng cạnh tranh. Chi phí tín dụng 9T23 chỉ đạt 0,7% sv dự phóng ban đầu của chúng tôi là 0,8%.
Lợi nhuận trước thuế	9.051	7.566	19,6%	9.278	-2,4%	29.550	24.940	18,5%	43.373	68,1%	
LN ròng	7.269	6.065	19,9%	7.423	-2,1%	23.678	19.964	18,6%	34.704	68,2%	Thấp hơn sv dự phóng của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 2: Các chỉ tiêu chính theo quý của VCB

Các chỉ số chính	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	86,0%	78,7%	72,5%	71,6%	80,1%	81,7%	79,4%	76,7%	80,3%	79,8%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	14,0%	21,3%	27,5%	28,4%	19,9%	18,3%	20,6%	23,3%	19,7%	20,2%
NIM (dự phóng cả năm)	3,50%	3,15%	3,14%	3,40%	3,39%	3,41%	3,51%	3,18%	3,20%	2,96%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	36,7%	37,7%	20,6%	26,9%	36,4%	38,1%	24,5%	28,5%	32,4%	33,2%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	82,0%	77,9%	78,5%	82,7%	80,9%	82,6%	77,3%	74,6%	79,6%	79,3%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,7%	1,2%	0,6%	0,8%	0,6%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%	1,2%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	351,8%	242,9%	424,4%	372,6%	504,4%	401,8%	317,4%	320,8%	385,8%	270,1%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	1,25%	1,20%	1,30%	0,91%	0,97%	0,98%	0,88%	0,70%	0,78%	0,69%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%
ROAE (trượt 12 tháng)	21,0%	20,8%	20,9%	21,1%	22,1%	22,4%	24,2%	23,8%	23,6%	23,3%

Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

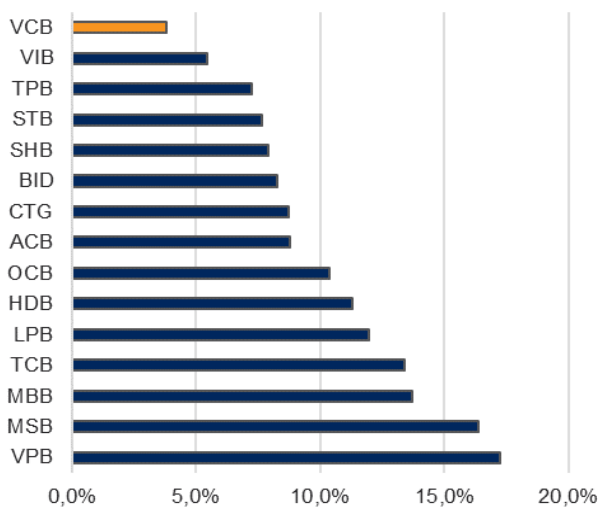
Tăng trưởng tín dụng suy yếu trong bối cảnh hoạt động kinh tế chậm lại

Vào cuối Q3/23, VCB chỉ ghi nhận tăng trưởng tín dụng là 3,8% sv đầu năm, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng của cả ngành là 7,0% sv đầu năm và của chính NH vào cuối Q3/22 (17,3% sv đầu năm). Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho vay của NH đến từ khách hàng FDI, trong khi đó cho vay mua nhà ghi nhận tăng trưởng âm sv đầu năm. Chúng tôi cho rằng kết quả kém khả

quan này đến từ 1) nhu cầu tín dụng suy yếu, 2) khẩu vị rủi ro thấp của NH đối với hoạt động cho vay khi nền kinh tế đang trải qua giai đoạn khó khăn. BLĐ của ngân hàng cũng nhấn mạnh chiến lược cho vay thận trọng và sẽ không ưu tiên tăng trưởng hơn chất lượng.

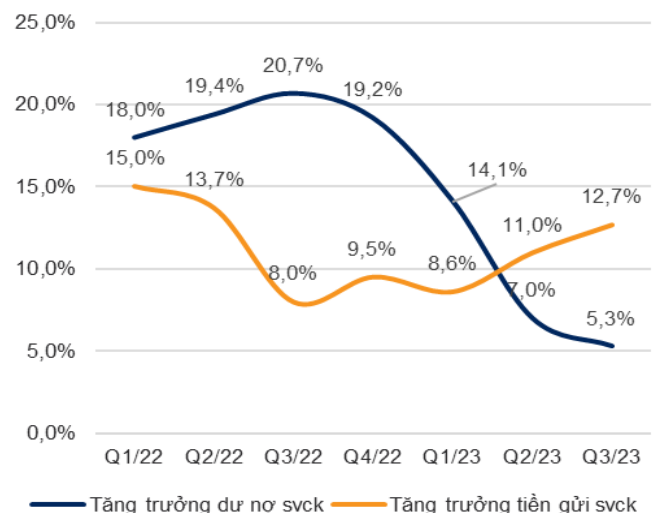
Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay của VCB trước đó là 10% svck vào cuối 2023, thấp hơn nhiều so với hạn mức tín dụng của ngân hàng là 14% và nhiều khả năng sẽ khó đạt được. Do đó, chúng tôi giảm dự phóng cho vay xuống 7,5%, gần gấp đôi so với tăng trưởng hiện tại cho đến cuối T9/2023. Lý do tăng trưởng cho vay tăng mạnh vào Q4/23 là (i) thúc đẩy đầu tư công và mở rộng chính sách tài khóa trong nửa cuối năm 2023 và (ii) nhu cầu của khách hàng gia tăng khi mùa lễ tết đến gần. Tăng trưởng tín dụng của NH vẫn sẽ tập trung chủ yếu vào phân khúc phát triển cơ sở hạ tầng và các nhà phát triển trong cùng lĩnh vực. Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ đạt được tăng trưởng tín dụng bền vững 12% svck nhờ vào sự phục hồi của nền kinh tế. Kỳ vọng của chúng tôi dựa trên i) hoạt động sản xuất và xuất khẩu sẽ tăng tốc từ mức nền cơ sở thấp trong năm 2023 và ii) môi trường lãi suất cho vay thấp hơn và thị trường vốn dần phục hồi (đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp) sẽ đóng góp vào việc khuyến khích đầu tư tư nhân cũng như phục hồi thị trường bất động sản.

Hình 3: VCB chỉ ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng là 3,8% sv đầu năm, thấp hơn nhiều sv các NHTM khác



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 4: Tiền gửi của NH ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với cho vay



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

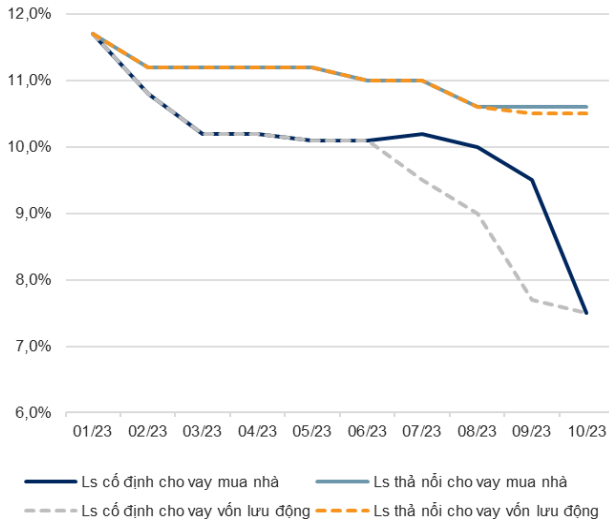
NIM thu hẹp nhằm hỗ trợ khách hàng

Trong Q3/23, VCB là một trong những NH tích cực nhất trong việc giảm lãi suất cho vay, hỗ trợ khách hàng theo khuyến nghị của NHNN. VCB đã giảm lãi suất cho vay của mình trong Q3/23 từ 0,7%-3,3 điểm % đối với cả các khoản vay thế chấp và khoản vay vốn lưu động (theo ước tính của chúng tôi). Do đó, lợi suất tài sản giảm mạnh 62 điểm cơ bản sv quý trước.

Ở khía cạnh chi phí vốn, tỷ lệ CASA của VCB giảm xuống mức 30-31% trong 9T23 sv 34-36% trong 9T22, làm gia tăng chi phí vốn của ngân hàng. Tỷ lệ LDR giảm xuống khoảng 75-79% trong 9T23, trong khi tỷ lệ này dao động quanh mức 81-83% trong 9T22. Vì vậy, NIM trong quý 3 năm 2023 giảm 45 điểm cơ bản

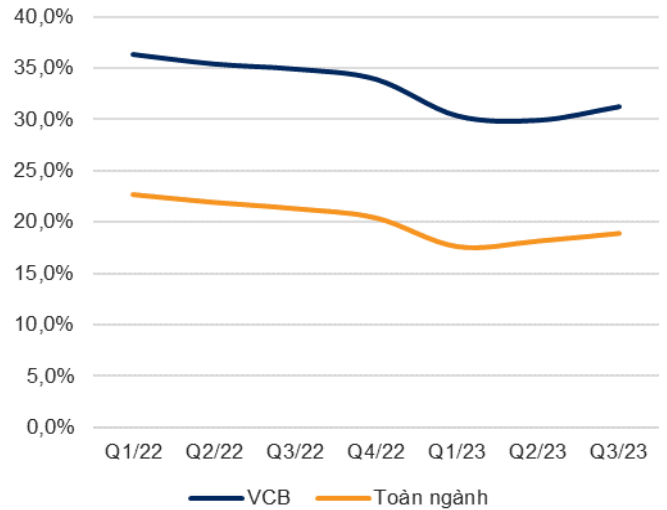
svck xuống còn 2,96%, do lợi suất tài sản tăng thấp hơn (tăng 60 điểm cơ bản svck) so với chi phí vốn (tăng 124 điểm cơ bản svck).

Hình 5: Trong Q3/23, VCB là một trong những NH tích cực nhất trong việc giảm lãi suất cho vay (theo ước tính)



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 6: Tỷ lệ CASA của VCB giảm xuống mức 30-31% trong 9T23 sv 34-36% trong 9T22, nhưng vẫn tốt nhất trong ngành



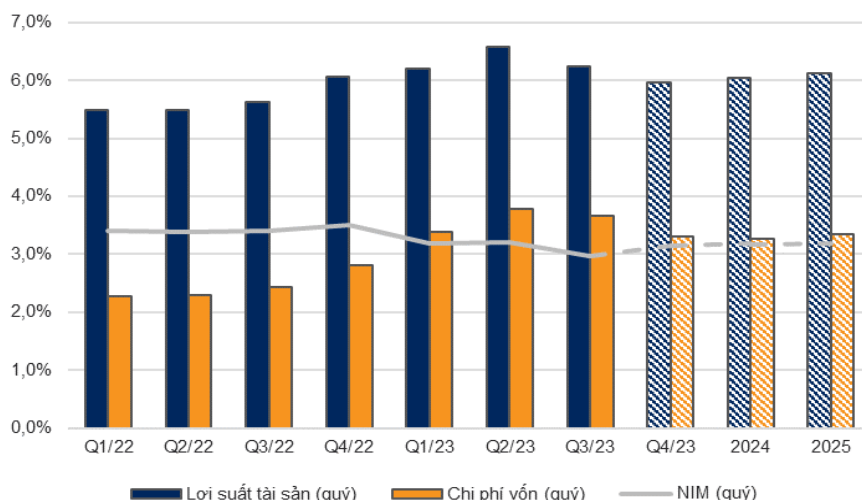
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Bước vào Q4/23, chúng tôi cho rằng NIM trong Q4/23 của NH sẽ tăng 18 điểm cơ bản sv quý trước lên 3,14% nhờ vào 2 lý do chính:

- (i) Tỷ lệ LDR được cải thiện: Việc giải ngân vốn đầu tư công trong 10 tháng đầu năm 2023 đạt 66% so với kế hoạch cả năm 2023, tăng nhẹ so với 65% svck. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ thúc đẩy thực hiện đầu tư công một cách mạnh mẽ hơn để hoàn thành ít nhất 95% kế hoạch chi ngân sách đầu tư công năm 2023. Với việc VCB là một trong những kênh giải ngân quan trọng của Chính phủ trong đầu tư công, chúng tôi tin rằng ngân hàng có thể tận dụng cơ hội này bằng cách cung cấp khoản vay cho các dự án, nhà thầu và doanh nghiệp tham gia thực hiện các dự án hạ tầng công cộng, từ đó thúc đẩy tăng trưởng cho vay cũng như tỷ lệ LDR của mình.
- (ii) Chi phí vốn giảm do tiền gửi với lãi suất cao dần đáo hạn: VCB đã giảm mạnh lãi suất từ 1-1,3 điểm % cho tất cả các kỳ hạn kể từ tháng 6 năm 2023. Vào tháng 11 năm 2023, lãi suất cho kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng là 2,9% và 5,0% - thấp nhất trong ngành. Chúng tôi dự kiến chi phí vốn của ngân hàng sẽ giảm thêm từ Q4/23 trở đi khi các kỳ hạn tiền gửi với lãi suất cao đầu năm dần đáo hạn. Cụ thể, chúng tôi dự báo chi phí vốn của VCB sẽ giảm 36 điểm cơ bản sv quý trước xuống còn 3,31% trong quý 4 năm 2023 và 3,27% trong năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ đạt được NIM là 3,12% trong năm 2023 và dần cải thiện lên 3,18% trong năm 2024. BLĐ ngân hàng cũng nhấn mạnh sự phục hồi của ngành BĐS đóng vai trò quan trọng trong việc tăng NIM do tỷ trọng cho vay BĐS cao sẽ giúp NIM gia tăng hơn mức trung bình của NH, và trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự kiến thị trường BĐS sẽ phục hồi trong năm 2024.

Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ đạt được NIM là 3,12% trong năm 2023 và dần cải thiện lên 3,18%/3,2% trong năm 2024/2025.



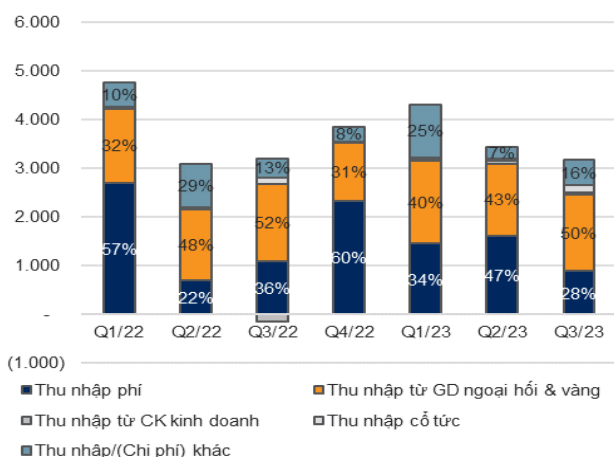
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Thu nhập ngoài lãi không đạt kỳ vọng do chưa ghi nhận khoản phí từ công ty bảo hiểm và tỷ lệ thu hồi nợ giảm

Thu nhập ngoài lãi của Q3/23 tăng nhẹ 4,3% svck và giảm 7,8% sv quý trước, do NH chưa thực hiện ghi nhận khoản thu nhập một lần từ hợp đồng banca độc quyền với FWD. Theo BLĐ, VCB sẽ ghi nhận ~1,5 nghìn tỷ đồng, gần một nửa mức thu nhập ngoài lãi trong quý 3 năm 2023, từ khoản phí trả trước này trong Q4/23, giúp tăng trưởng thu nhập ngoài lãi trong quý tiếp theo.

Ngoài ra, hoạt động kinh tế chậm hơn cũng làm giảm thu nhập từ hoạt động thu hồi nợ. Đến tháng 9 năm 2023, tỷ lệ thu hồi nợ hàng năm của VCB chỉ đạt 0,21%, thấp hơn rất nhiều so với ước lượng ban đầu là 0,3%. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng về tỷ lệ thu hồi nợ xuống còn 0,2% khi nền kinh tế vẫn chưa cho thấy dấu hiệu cải thiện rõ rệt. Đáng chú ý tỷ lệ thu hồi nợ cho 9 tháng đầu năm 2023 là 0,2%, chệch khỏi mức dao động 0,25-0,5% thường thấy kể từ năm 2018.

Hình 8: Cấu trúc thu nhập ngoài lãi của VCB (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 9: Tỷ lệ thu hồi nợ hàng năm của VCB

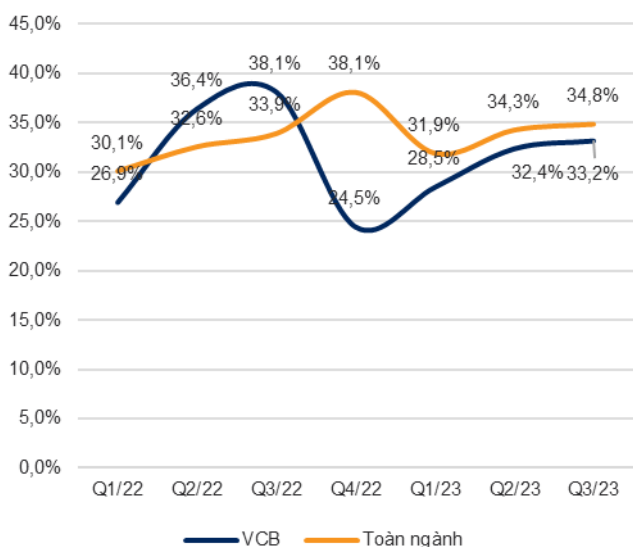


Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Quản lý tốt chi phí giúp thúc đẩy lợi nhuận ròng

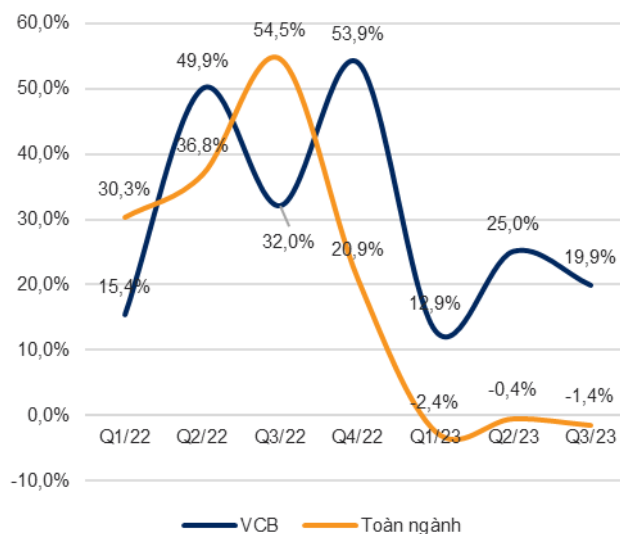
Tỷ lệ chi phí hoạt động/Thu nhập trong Q3/23 giảm xuống 33,2% - thấp hơn rất nhiều so với Q3/22 (38,1%). Theo đó, chi phí hoạt động giảm 17,9% svck xuống 5.233 tỷ đồng, chủ yếu do cắt giảm mạnh chi phí kinh doanh và quản lý (-45,7% svck), khiến lợi nhuận trước dự phòng giảm nhẹ 1,9% svck xuống 10,5 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, động lực chính thúc đẩy LN ròng trong quý này lại đến từ chi phí dự phòng, khi chi phí này giảm mạnh 46,2% svck, khiến LN ròng Q3/23 tăng 19,9% svck – tăng vượt trội so với mức tăng trưởng LN ròng của ngành (-1,43% svck – dữ liệu tổng hợp từ 25 NHTM niêm yết lớn nhất).

Hình 10: CIR Q3/23 giảm xuống 33,2% - thấp hơn rất nhiều so với Q2/23 (38,1%)



Nguồn: VNDIRECT Research, VCB
ngành: dữ liệu tổng hợp từ 25 NHTM niêm yết lớn nhất

Hình 11: LN ròng Q3/23 tăng 19,9% svck – tăng vượt trội so với mức tăng trưởng LN ròng của ngành (-1,43% svck)



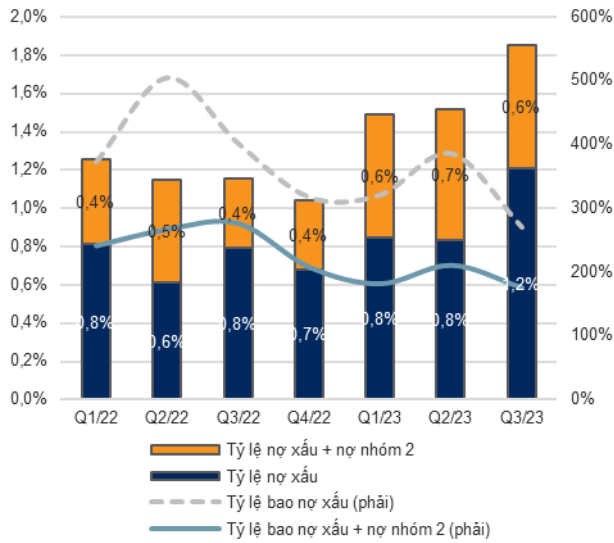
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB
ngành: dữ liệu tổng hợp từ 25 NHTM niêm yết lớn nhất

Chất lượng tài sản suy giảm nhưng vẫn tốt hơn trung bình ngành

VCB chứng kiến nợ xấu tăng mạnh khi giá trị các khoản nợ này tăng 47,1% sv quý trước và 60,0% svck, chủ yếu đến từ khách hàng doanh nghiệp mảng thương mại. Như vậy, tính đến cuối Q3/23, tỷ lệ nợ xấu đã tăng lên 1,21% từ mức 0,83% vào cuối Q2/23 và 0,80% vào cuối Q3/22. Theo đó, ngân hàng đã rơi xuống vị trí thứ 2 trong bảng xếp hạng xếp hạng nợ xấu (cao hơn một chút sv ngân hàng dẫn đầu ACB với tỷ lệ nợ xấu là 1,20% vào cuối Q3/23). Tổng số dư nợ tái cơ cấu trong TT02 đạt ~1,6 nghìn tỷ đồng, chỉ chiếm 0,14% tổng dư nợ cho vay. Tuy nhiên, ngân hàng vẫn tiếp tục duy trì chiến lược thận trọng và dự kiến xử lý nợ xấu bằng nguồn trích lập dự phòng thêm 1,9 nghìn tỷ trong Q4/23, cao hơn tổng giá trị đã xử lý trong 9T23 để hạn chế nợ xấu gia tăng, từ đó làm thúc đẩy chi phí tín dụng tăng thêm từ mức 0,69% trong 9T23. Do đó, chúng tôi giữ nguyên những giả định trước đó về chi phí tín dụng 0,8% trong năm 2023, nhưng giảm dự báo chi phí dự phòng do giả định tăng trưởng dư nợ thấp hơn.

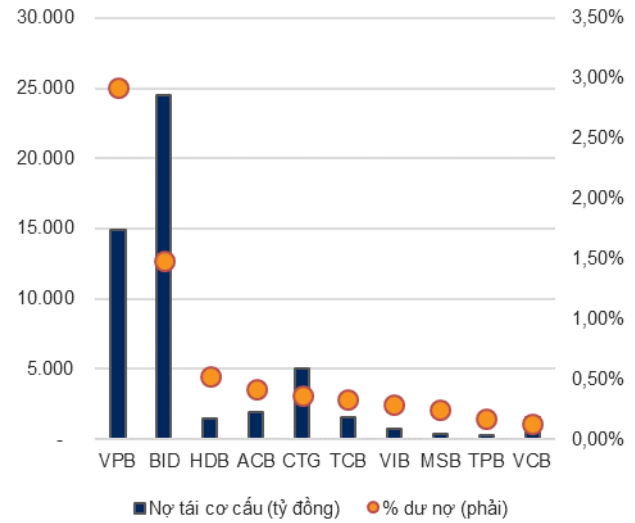
Vào cuối Q3/23, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VCB vẫn duy trì vị trí dẫn đầu với tỷ lệ 270%, vượt xa các NH khác và trung bình ngành (94%). Tuy nhiên ngân hàng vẫn kỳ vọng sẽ cải thiện chỉ số này tốt hơn nữa bằng cách trích lập dự phòng cao hơn và nâng lên tỷ lệ này lên 300% tại cuối năm 2023.

Hình 12: Ngân hàng chứng kiến nợ xấu tăng mạnh khi số nợ này tăng 47,1% sv quý trước và 60,0% svck, chủ yếu đến từ khách hàng doanh nghiệp kinh doanh trong mảng dầu khí và thép.



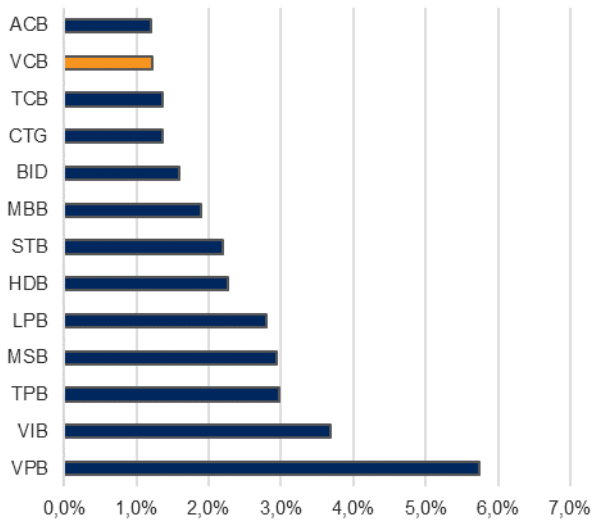
Nguồn: VNDIRECT Research, VCB

Hình 13: Tổng số dư nợ tái cơ cấu trong Thông tư 02 đạt ~1,6 nghìn tỷ đồng, chỉ chiếm 0,14% tổng dư nợ cho vay.



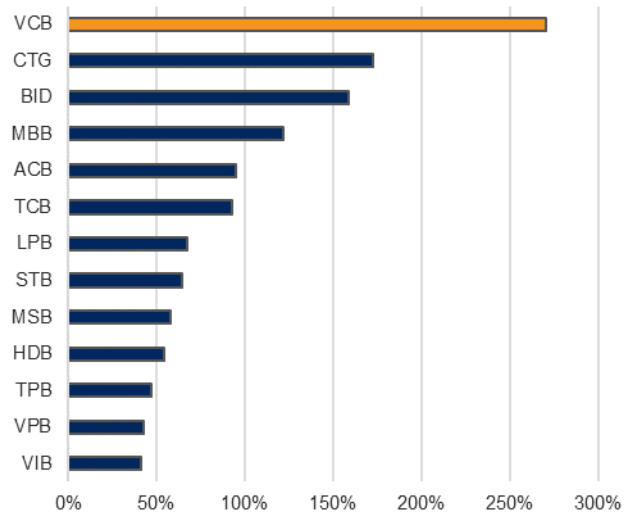
Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 14: Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng thương mại vào cuối Q3/23



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 15: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu vào cuối Q3/23



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Cắt giảm mục tiêu LN ròng trong năm 2023 trong bối cảnh khó khăn chung

VCB đã điều chỉnh kế hoạch LNTT trong năm 2023, giảm mục tiêu tăng trưởng svck ban đầu từ hơn 15% xuống dưới 10%, chủ yếu do những thách thức kéo dài tới từ lĩnh vực bất động sản, nhu cầu tín dụng giảm, và chiến lược của ngân hàng ưu tiên chất lượng hơn tăng trưởng. Do NH đã đạt mức tăng trưởng LNTT là 18,5% svck trong 9T23, điều này ngụ ý rằng Q4/23 có thể chứng kiến mức tăng trưởng LNTT âm, đặc biệt là so với mức LNTT cao nhất lịch sử đạt được trong Q4/22.

Tuy nhiên, ngân hàng vẫn lạc quan vào triển vọng kinh doanh trong 2024, và kỳ vọng sự bật tăng trở lại khi Việt Nam bước vào giai đoạn hồi phục. VCB đang thực hiện việc bán cổ phần nước ngoài và hy vọng hoàn tất thỏa thuận với bên tư vấn vào cuối năm 2023, điều này sẽ đảm bảo cho ngân hàng nguồn vốn cần thiết để nắm bắt các cơ hội nhằm mở rộng thị phần trong tương lai.

Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn năm 2023-25: Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2023/2024/2025 xuống 13,2%/4,6%/2,7%

Hình 16: Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn năm 2023-25

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
Thu nhập lãi thuần	58.883	65.534	69.848	56.146	61.863	68.908	-4,6%	-5,6%	-1,3%	Thu nhập lãi thuần thấp hơn khi chúng tôi điều chỉnh tăng trưởng dư nợ của VCB từ 10% xuống 7,5% để phản ánh nhu cầu tín dụng yếu và khẩu vị an toàn của NH trong cho vay. Tại cuối Q3/23, tín dụng của NH chỉ tăng 3,8% sv đầu năm, thấp hơn nhiều sv tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (7,0%)
Thu nhập ngoài lãi	18.154	19.931	21.843	16.638	20.239	22.039	-8,4%	1,5%	0,9%	Chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm dự phóng cho tỷ lệ thu nhập từ thu hồi nợ xấu khi nền kinh tế đang trải qua giai đoạn khó khăn. Lưu ý rằng trong 9T23 tỷ lệ thu nhập từ thu hồi nợ xấu của NH chỉ đạt 0,2%, trong khi trước đó tỷ lệ này thường nằm trong khoảng 0,25-0,5% từ năm 2018.
Tổng thu nhập HĐKD	77.037	85.465	91.692	72.783	82.101	90.947	-5,5%	-3,9%	-0,8%	
Chi phí hoạt động	(24.045)	(26.420)	(28.069)	(22.718)	(25.380)	(27.841)	-5,5%	-3,9%	-0,8%	
Lợi nhuận trước dự phòng	52.992	59.045	63.623	50.066	56.722	63.105	-5,5%	-3,9%	-0,8%	
Chi phí dự phòng	(9.619)	(10.014)	(10.517)	(9.504)	(9.786)	(10.278)	-1,2%	-2,3%	-2,3%	Chi phí tín dụng thấp hơn chủ yếu là do giả định tăng trưởng dư nợ thấp hơn. Chúng tôi duy trì giả định chi phí tín dụng là 0,8% cho năm 2023 mặc dù chi phí tín dụng trong 9T23 chỉ đạt 0,7% khi mà BLĐ đặt mục tiêu duy trì chi phí tín dụng 0,8-0,9% trong 2023-24 và tỷ lệ bao nợ xấu của NH đạt ~300% tại cuối 2023 (tỷ lệ bao nợ xấu tại cuối 9T23: 270,1%).
Lợi nhuận trước thuế	43.373	49.032	53.106	40.562	46.935	52.827	-6,5%	-4,3%	-0,5%	
Lợi nhuận ròng	34.704	39.231	42.491	32.454	37.554	42.268	-6,5%	-4,3%	-0,5%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá:

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 99.900 đồng/cp

VCB hiện đang giao dịch ở mức P/B cho năm 2023 là 3,0 lần, thấp hơn nhiều mức trung bình 5 năm là 3,3 lần. Ở mức định giá này, chúng tôi nhận thấy VCB là một trong những cơ hội hấp dẫn trong dài hạn khi VCB có vị thế tốt để vượt qua những trở ngại hiện tại từ chất lượng tài sản vững chắc tích lũy trong quá khứ nhờ hoạt động cho vay thận trọng.

Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là 99.900 đồng, do chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách trung bình năm 2023-24, với tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp định giá so sánh và định giá thu nhập thặng dư. Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 2,7% (lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến 30/9/2023) và phần bù rủi ro vốn cổ phần là 9,7% (theo điều chỉnh từ NYU Stern). Với phương pháp định giá so sánh, chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 3,3 lần năm 2023. Ngân hàng này luôn giao dịch ở mức cao hơn so với các ngân hàng trong nước khác, nhờ lợi thế kinh doanh dẫn đầu ngành và chất lượng tài sản hàng đầu cũng như tỷ lệ chuyển nhượng tự do hạn chế. VCB đã liên tục có ROE cao hơn so với các NH khác và chúng tôi cho rằng VCB xứng

đáng được định giá ở mức 3,3 lần, là mức định giá trung bình trong 5 năm gần đây của NH.

Rủi ro tăng giá bao gồm (1) định giá cổ phiếu phát hành tư nhân cao hơn dự kiến, (2) NIM cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm chi phí tín dụng cao hơn do lĩnh vực BĐS trì trệ.

Hình 17: Định giá – Phương pháp thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Phân bù rủi ro	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Beta	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Chi phí vốn chủ sở hữu	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
% ROE	26,8%	24,2%	24,1%	22,8%	21,9%	17,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	9.549	9.226	11.005	11.605	12.413	48.820
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,67	0,59	0,51	0,51
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	8.360	7.072	7.385	6.818	6.385	25.112
(tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	135.558					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	89.764					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	312.274					
Giá trị vốn chủ sở hữu	537.596					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	5.589					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cp)	96.186					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 18: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	96.186	48.093
Hệ số P/B (3,3 lần cho năm 2023)	50%	103.560	51.780
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			99.873
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			99.900

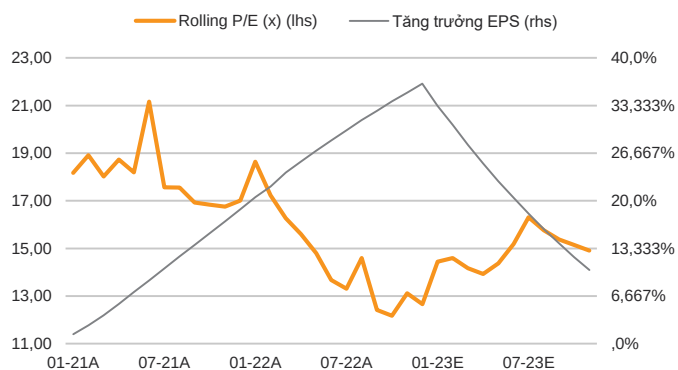
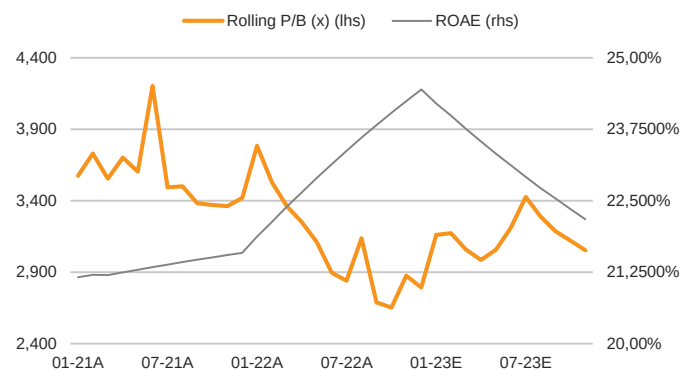
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 19: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 23/11/2023)

										Tăng trưởng EPS kép					
Ngân hàng	Mã Khuyến Bloomberg nghị		Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		3 năm %	ROA (%)		ROE (%)		
						2023	2024	2023	2024		2023	2024	2023	2024	
VietinBank	CTG VN	Khả quan	29.200	38.500	5,8	1,1	1,0	10,0	8,3	16,7%	1,0%	1,2%	16,2%	16,9%	
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	Khả quan	19.150	25.700	6,3	1,1	1,0	13,3	9,3	36,1%	1,4%	1,8%	9,8%	11,7%	
Techcombank	TCB VN	Khả quan	30.400	43.400	4,4	0,8	0,7	5,8	3,8	25,0%	2,5%	3,4%	15,2%	19,8%	
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.900	25.900	3,8	1,0	0,8	4,9	4,4	15,0%	2,6%	2,4%	24,2%	21,9%	
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	22.200	27.000	3,6	1,1	0,8	4,9	4,2	15,6%	2,4%	2,4%	24,1%	22,5%	
NHTMCP HDBank	HDB VN	Khả quan	18.050	22.100	2,2	1,2	1,0	5,8	4,8	20,0%	2,1%	2,2%	23,4%	23,9%	
NHTMCP Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	18.800	25.900	2,0	1,2	1,0	5,2	4,3	19,6%	2,5%	2,6%	25,9%	25,2%	
NHTMCP TPBank	TPB VN	Trung lập	17.000	19.700	1,5	1,1	1,0	6,7	6,5	13,2%	1,5%	1,6%	15,8%	15,7%	
NHTMCP LPBank	LPB VN	Khả quan	15.000	19.100	1,6	1,1	0,9	6,8	5,5	16,0%	1,3%	1,4%	17,3%	17,7%	
Trung bình						1,1	0,9	7,0	5,7	19,7%	1,9%	2,1%	19,1%	19,5%	
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	85.500	99.900	19,7	3,0	2,5	14,7	12,7	14,1%	1,7%	1,9%	22,0%	21,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Thu nhập lãi thuần	56.146	61.863	68.908
Thu nhập lãi suất ròng	16.638	20.239	22.039
Tổng lợi nhuận hoạt động	72.783	82.101	90.947
Tổng chi phí hoạt động	(22.718)	(25.380)	(27.841)
LN trước dự phòng	50.066	56.722	63.105
Tổng trích lập dự phòng	(9.504)	(9.786)	(10.278)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	40.562	46.935	52.827
Thuế	(8.086)	(9.356)	(10.531)
Lợi nhuận sau thuế	32.476	37.579	42.297
Lợi ích cổ đông thiểu số	(22)	(25)	(28)
LN ròng	32.454	37.554	42.268

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tổng cho vay khách hàng	1.230.946	1.378.660	1.557.886
Cho vay các ngân hàng khác	297.956	312.853	328.496
Tổng cho vay	1.528.902	1.691.513	1.886.382
Chứng khoán - Tổng cộng	217.528	239.281	263.209
Các tài sản sinh lãi khác	101.986	112.184	123.403
Tổng các tài sản sinh lãi	1.848.416	2.042.978	2.272.993
Tổng dự phòng	(27.246)	(30.517)	(33.464)
Tổng cho vay khách hàng	1.203.791	1.348.242	1.524.532
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.821.169	2.012.461	2.239.529
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	19.379	21.415	23.831
Tổng đầu tư	2.317	2.560	2.849
Các tài sản khác	72.838	80.488	89.570
Tổng tài sản không sinh lãi	94.533	104.463	116.250
Tổng tài sản	1.915.703	2.116.924	2.355.779
Nợ khách hàng	1.405.119	1.573.734	1.762.582
Dư nợ tín dụng	26.605	27.935	29.332
Tài sản nợ chịu lãi	1.431.724	1.601.669	1.791.914
Tiền gửi	179.895	188.890	198.335
Tổng tiền gửi	1.611.620	1.790.559	1.990.248
Các khoản nợ lãi suất khác	3	4	4
Tổng các khoản nợ lãi suất	1.611.623	1.790.563	1.990.252
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	144.565	134.905	138.535
Tổng nợ không lãi suất	144.565	134.905	138.535
Tổng nợ	1.756.188	1.925.468	2.128.787
Vốn điều lệ và	47.325	47.325	47.325
Thặng dư vốn cổ phần	5.805	5.805	5.805
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	84.602	116.544	152.080
Các quỹ thuộc VCSH	21.694	21.694	21.694
Vốn chủ sở hữu	159.426	191.368	226.904
Lợi ích cổ đông thiểu số	88	88	88
Tổng vốn chủ sở hữu	159.515	191.457	226.992
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.915.703	2.116.924	2.355.779

	12-23E	12-24E	12-25E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,0%	12,0%	12,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	7,5%	12,0%	13,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	5,4%	10,2%	11,4%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	6,9%	13,3%	11,3%
Tăng trưởng LN ròng	8,5%	15,7%	12,6%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	5,6%	10,5%	11,3%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.807	6.719	7.563
BVPS (VND)	28.524	34.239	40.597
Cổ tức / cp (VND)	0	1.000	1.200
Tăng trưởng EPS	8,5%	15,7%	12,6%

Các chỉ số chính

	12-23E	12-24E	12-25E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	3,2%	3,2%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(31,2%)	(30,9%)	(30,6%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	0,9%	0,9%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,8%	0,9%	0,9%
LN/ TB cho vay	0,8%	0,8%	0,7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	86,0%	86,1%	86,9%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,2%	6,0%	6,1%
Chi phí cho các quỹ	3,5%	3,3%	3,4%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,0%	3,1%	3,1%
ROAE	22,0%	21,4%	20,2%

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.

Barry Weissblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weissblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: 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

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