

## NH TMCP Ngoại thương Việt Nam

(HOSE: VCB)

## Tận dụng khoản dự phòng

Tăng Tỷ Trọng  
(Duy trì)

Giá mục tiêu:

103,200VNĐ

LNKV: +13.9%

CTCP Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Dương Công Nguyên, nguyen.ndc@miraeasset.com.vn

## KQKD 2023

## Chất lượng tài sản vượt trội giảm thiểu chi phí dự phòng

- Trong năm tài chính 2023, tổng tài sản của NH TMCP Ngoại thương VN (VCB) gần như không thay đổi, đạt 1,839 nghìn tỷ, tăng nhẹ 1.4% sv.ck. Nhân tố đóng góp chính cho tăng trưởng tài sản là hoạt động cho vay với mức tăng 10.8% sv.ck, đạt 1,242 nghìn tỷ. Ngược lại, tài sản có tính thanh khoản cao, bao gồm danh mục đầu tư, giảm 10.6% sv.ck. Chất lượng tài sản ghi nhận suy giảm trong bối cảnh kinh tế khó khăn, nhưng vẫn duy trì được vị thế dẫn đầu toàn ngành. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và NPL mở rộng (bao gồm dư nợ nhóm 2) tăng lần lượt 30bps và 38bps sv.ck. lên mức 0.98% và 1.42%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cũng ghi nhận giảm 87.1% sv.ck., xuống còn 230.3%.
- Dựa trên nền tảng vững chắc với NPL thấp và LLR cao, VCB đã tận dụng những thế mạnh này để duy trì tăng trưởng lợi nhuận mặc dù vẫn giữ vững tâm thế thận trọng (không tăng trưởng tài sản) trong bối cảnh kinh tế đầy thách thức. Năm 2023, LNTT của VCB đạt 41.2 nghìn tỷ, tăng 10.4% sv.ck. và chỉ thấp hơn 4% so với mục tiêu đề ra. Những thay đổi đáng kể trong cơ cấu thu nhập bao gồm thu nhập thuần từ dịch vụ giảm 15.5% sv.ck. (hay 1.1 nghìn tỷ), được cân đối bằng việc giảm chi phí dự phòng 51.8% sv.ck. (tương đương -4.9 nghìn tỷ).

## Điểm nhấn đầu tư

## Tăng trưởng lành mạnh

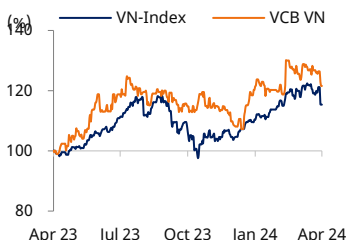
- Thu nhập lãi thuần (NII) dự kiến sẽ là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận cũng như củng cố chất lượng tài sản trong năm 2024. Mặc dù có khả năng và nhiều dư địa để gia tăng thị phần trong năm 2023, VCB đã lựa chọn cách sử dụng nguồn lực hiện có để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận mà không tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn rủi ro cao. Điều này một lần nữa cho thấy lập trường thận trọng và nhất quán trong hoạt động của VCB. Cho năm 2024, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ linh hoạt hơn trong việc giải ngân, với mức tăng trưởng tín dụng dự kiến hơn 15%, nhờ triển vọng kinh tế vĩ mô khởi sắc hơn. Hơn nữa, kế hoạch phát hành riêng lẻ dự kiến hoàn thành trong nửa đầu năm 2025 sẽ gia tăng nguồn vốn cho VCB, phục vụ nhu cầu vốn cho tăng trưởng tín dụng và củng cố giá trị cổ phiếu của VCB hiện tại là hợp lý.

## Định giá

## Duy trì khuyến nghị Tăng Tỷ Trọng với giá mục tiêu mới là 103,200 VNĐ/CP

- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu (TP) cho VCB lên 103,200 VNĐ (từ 95,200 VNĐ), tương đương với mức thị giá trên GTSS (P/B) mục tiêu là 2.9x, dựa trên sự điều chỉnh tăng các thông số định giá đối với triển vọng của VCB. Ngoài ra, chúng tôi vẫn đang duy trì một phần phụ trội là 20% cho giá mục tiêu của VCB, phản ánh vị thế của ngân hàng cũng như các chỉ số chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lợi cao. Tuy nhiên, rủi ro trong ngắn hạn của VCB vẫn liên quan đến định giá tương đối cao của cổ phiếu so với các ngân hàng khác.

## Dữ liệu



Giá hiện tại (22/04/2024, VNĐ)

90,600

Vốn hóa (tỷ đồng)

506,371.7

Index

1,190.2

Tăng trưởng EPS (24, %)

10.0

P/E (24F, x)

12.6

P/E Index (x)

15.8

SLCP ĐLH (triệu cổ phiếu)

5,589

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)

25.2

Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)

73,666

Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)

100,500

## Biến động giá

| (%)       | 1T | 6T | 12T |
|-----------|----|----|-----|
| Tuyệt đối |    |    |     |
| Tương đối |    |    |     |

## Lợi nhuận và mức định giá các năm

| FY (31/12)                   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng) | 36,285 | 42,400 | 53,246 | 53,621 | 60,911 | 72,259 |
| Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng) | 12,777 | 14,324 | 14,836 | 14,103 | 19,445 | 21,065 |
| LNHĐ (tỷ đồng)               | 23,050 | 27,389 | 37,359 | 41,244 | 45,362 | 57,317 |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng) | 18,451 | 21,919 | 29,892 | 33,033 | 36,331 | 45,905 |
| EPS (VNĐ)                    | 4,975  | 5,910  | 6,316  | 5,910  | 6,500  | 8,213  |
| P/E (x)                      | 14.6   | 10.6   | 11.5   | 16.0   | 11.4   | 9.6    |
| GTSS (VNĐ)                   | 25,370 | 29,421 | 29,158 | 30,156 | 35,618 | 42,706 |
| P/B (x)                      | 3.7    | 3.2    | 3.2    | 3.1    | 2.6    | 2.2    |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research Dự phóng

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES AND DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

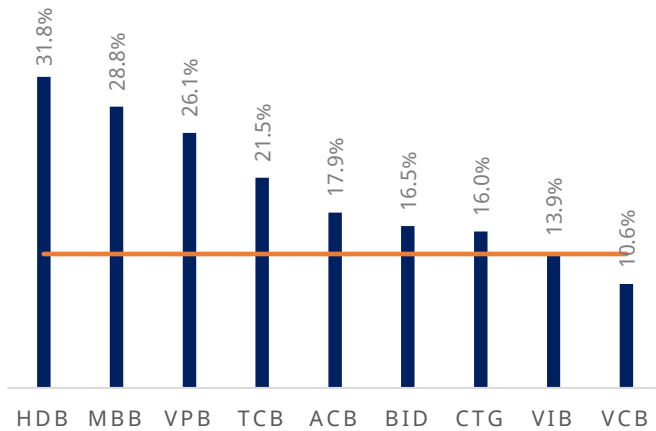
## Triển vọng

|                                             | 2022   | 2023   | 2024F  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|---------------------------------------------|--------|--------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Tăng trưởng cho vay (% sv.ck.)</b>       | 19.85  | 10.84  | 15.30  | Kiên trì với chiến lược thận trọng trong giai đoạn khó khăn, tài sản của VCB chỉ tăng nhẹ trong năm 2023. Tuy nhiên, trong quý 4 2023, VCB đã bắt đầu tái cấu trúc tài sản với sự tăng trưởng mạnh mẽ của danh mục cho vay (+6.8% sv. Q3), dựa trên cơ sở kinh tế dần phục hồi và góp phần hỗ trợ NHNN trong việc thúc đẩy tăng trưởng tín dụng toàn ngành theo mục tiêu đã đề ra. Đáng lưu ý là việc tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn cuối năm sẽ chưa được phản ánh đầy đủ trong báo cáo thu nhập của VCB trong năm 2023. Ngược lại với các năm trước, các khoản cho vay doanh nghiệp đã trở thành động lực chính dẫn dắt tăng trưởng tín dụng. Cụ thể hơn, cho vay doanh nghiệp tăng +13.8% sv.ck., cao hơn đáng kể so với mức tăng +3.7% của nhóm KHCN.                                                                      |
| <b>TT tài sản sinh lãi (IEA) (% sv.ck.)</b> | 27.11  | 3.45   | 12.21  | Hướng tới năm 2024, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ khởi sắc hơn. Đầu tiên, VCB dự kiến chủ động mở rộng danh mục tín dụng nhằm tối ưu nguồn lực trong giai đoạn kinh tế tiếp tục phục hồi. Thứ hai, các ngành được chú trọng trong giai đoạn này như chế biến chế tạo, sản xuất và xuất nhập khẩu sẽ phục hồi tốt hơn. Đây là những ngành VCB có lợi thế, đặc biệt là hoạt động xuất nhập khẩu. Cuối cùng, ngoài chú trọng vào các ngành đã có thế mạnh, VCB cũng đang đa dạng hóa sản phẩm nhằm khai thác tốt hơn phân khúc bán lẻ trong trung hạn.                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>TT Tín dụng (% sv.ck.)</b>               | 19.48  | 10.63  | 15.13  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>TT nợ vay (IBL) (% sv.ck.)</b>           | 23.33  | 3.98   | 11.82  | Trong năm 2023, mặc dù lãi suất tiền gửi của các ngân hàng quốc doanh tương đối kém hấp dẫn so với nhóm ngân hàng tư nhân, nhưng vẫn thu hút được lượng tiền gửi nhất định nhờ các yếu tố như uy tín thương hiệu, hoạt động ổn định, và tài chính lành mạnh. Theo đó, tiền gửi tại VCB tăng trưởng 12.2% sv.ck. và cao hơn mức tăng của danh mục cho vay chỉ khoảng 10.9%. Một điểm sáng của VCB là tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cũng nhanh chóng tạo đẩy trong quý 2 năm 2023 tại mức 30% và phục hồi lên mức 35.2% cuối 2023, tăng 1.3%p sv.ck.                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>CASA (%)</b>                             | 33.92  | 35.17  | 37.03  | Về triển vọng sắp tới, chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng tiền gửi tại VCB sẽ hơi chậm hơn so với tăng trưởng cho vay. Lý do đầu tiên là lãi suất của VCB luôn kém hấp dẫn hơn so với mặt bằng chung nên sẽ không thu hút được nhiều dòng tiền đầu tư với kỳ vọng lợi suất cố định. Hơn nữa, lợi thế trong vấn đề an toàn tiền gửi đối với giai đoạn kinh tế bất ổn không còn được duy trì, do triển vọng kinh tế vĩ mô ổn định hơn. Thay vào đó, huy động từ các kênh trung và dài hạn khác như phát hành giấy tờ có giá được kỳ vọng sử dụng nhiều hơn cho việc tài trợ tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là mảng tín dụng cho KHCN.                                                                                                                                                                                                   |
| <b>NPL (%)</b>                              | 0.68   | 0.98   | 0.90   | Mặc dù chất lượng tài sản có phần sụt giảm, VCB vẫn duy trì vị thế vượt trội của mình trong ngành ngân hàng về phương diện này. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tạo đỉnh với 1.2% vào cuối quý 3 2023, sau đó giảm xuống còn 1% cuối năm 2023, tăng 30bps sv.ck. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu mở rộng (Gr. NPL) cũng có dấu hiệu đạt đỉnh cùng thời điểm tại mức 1.85%, và giảm xuống còn 1.42% cuối năm (+38bps sv.ck.). Những chuyển biến tích cực này ghi nhận trên cơ sở giảm trị tuyệt đối của nợ dưới chuẩn cũng như tăng trưởng cho vay cao trong quý 4. Ngoài ra, cũng nhờ chất lượng tài sản vượt trội tích lũy trong các năm trước, VCB đã sử dụng bộ đệm dự phòng thặng dư để giảm dự phòng cho nợ xấu mới phát sinh mà vẫn duy trì tỷ lệ dự phòng cần thiết. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VCB hết quý 4 giảm còn 231.1% (-87.1%p sv.ck.). |
| <b>Gr. NPL (%)</b>                          | 1.04   | 1.42   | 1.50   | Cho năm nay, các chỉ số NPL và Gr. NPL dự kiến sẽ tiếp tục được cải thiện, như giai đoạn nửa sau năm 2023. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ cao hơn so với năm 2023, hỗ trợ giảm tỷ lệ NPL. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ đẩy nhanh quá trình xử lý ghi nhận các khoản dự phòng đáng kể, nhằm đưa chỉ số NPL xuống dưới ngưỡng 1% trong trung và dài hạn, phù hợp với chiến lược phát triển thận trọng của VCB.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>LLR (%)</b>                              | 317.36 | 230.30 | 260.50 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

|                         |        |        |        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------------|--------|--------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>NIM (%)</b>          | 3.46   | 3.06   | 3.22   | <p>Biên lãi thuần (NIM) sụt giảm đáng kể trong 2023, chủ yếu do chi phí huy động gia tăng vượt trội hơn so với lợi suất trung bình của tài sản. Cụ thể, NIM đã giảm 40bps sv.ck., xuống còn 3.06%, trong khi biên chênh lệch lợi suất giảm sâu hơn, gần 70bps trong cùng kỳ. Các yếu tố chính gây áp lực lên NIM bao gồm các chương trình ưu đãi lãi suất, sự thay đổi trong cấu trúc tài sản với tỷ trọng cao hơn của tài sản an toàn và ngắn hạn trong giai đoạn giữa năm, CASA giảm, và sự suy giảm chất lượng tài sản.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ dần có sự cải thiện trong năm 2024 và 2025. Trước hết, VCB đã dần tái cấu trúc tài sản theo hướng gia tăng lợi suất trong quý 4, đi kèm với rủi ro gia tăng nhưng ở trong mức chấp nhận được, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế đang dần hồi phục. Ngoài ra, VCB đang đưa ra các gói vay hấp dẫn nhằm đến nhóm KHCN, từ đó tiếp tục quá trình đa dạng hóa danh mục theo hướng gia tăng tỷ trọng khối ngân hàng bán lẻ, nâng cao lợi suất cho danh mục cho vay. Cuối cùng, kỳ vọng vào sự cải thiện dần trong chất lượng tài sản cũng sẽ hỗ trợ phục hồi NIM trong thời gian tới.</p> |
| <b>TOI (tỷ đồng)</b>    | 68,083 | 67,723 | 80,356 | <p>Đa phần các nguồn thu của VCB gặp nhiều thách thức trong năm 2023. Nhìn chung, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt khoảng 67.7 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ khoảng 0.5% sv.ck. Trong đó, thu nhập lãi thuần (NII) và thu nhập thuần khác (NOI) ghi nhận mức tăng nhẹ lần lượt là 0.7% và 4.1% sv.ck., trong khi thu nhập dịch vụ thuần (NSI) giảm 15.5%.</p> <p>Bức tranh thu nhập được kỳ vọng sẽ dần khả quan hơn trong năm 2024. Với mức tăng trưởng tín dụng cao trong giai đoạn cuối năm 2023 đi kèm kỳ vọng năm 2024 sẽ hỗ trợ tăng trưởng NII. Ngoài ra, sự phục hồi của CASA và cho vay cá nhân cũng tạo động lực cải thiện NIM, hay cụ thể là NII. Các hoạt động kinh doanh và thương mại dự kiến phục hồi trong năm bản lề (2024), hỗ trợ tăng thu nhập từ dịch vụ, cũng như các nguồn thu ngoài lãi, như lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá hối đoái.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>NII (tỷ đồng)</b>    | 53,246 | 53,621 | 60,911 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>NSI (tỷ đồng)</b>    | 6,839  | 5,780  | 8,678  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>NOI (tỷ đồng)</b>    | 7,997  | 8,323  | 10,767 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Chi phí dự phòng</b> | 9,464  | 4,565  | 11,516 | <p>Lợi nhuận của VCB vẫn ổn định trong giai đoạn khó khăn đa phần nhờ vào chiến lược phát triển bền vững. Nhờ duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp và lượng dự phòng lớn, VCB đã không tốn quá nhiều chi phí này cho năm 2023, mà vẫn đảm bảo tuân thủ các tiêu chí theo quy định khi nợ xấu tăng nhanh và thu nhập suy giảm. Thêm vào đó, việc hoàn nhập một khoản lớn dự phòng từ cho vay các tổ chức tín dụng khác, khoảng hơn 5 nghìn tỷ, phần nào giảm chi phí dự phòng của VCB trong năm 2023. Như vậy, chi phí dự phòng trong năm 2023 giảm hơn một nửa (-51.8% sv.ck.), dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng (+10.4% sv.ck.).</p> <p>Mặc dù NPL nhiều khả năng đã đạt đỉnh vào năm 2023, chúng tôi vẫn kỳ vọng ngân hàng sẽ duy trì chiến lược thận trọng bằng cách tái tăng cường bộ đệm dự phòng, trên cơ sở thu nhập hồi phục tích cực.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

## Biểu đồ

Hình 1. TT tín dụng của các NH năm 2023

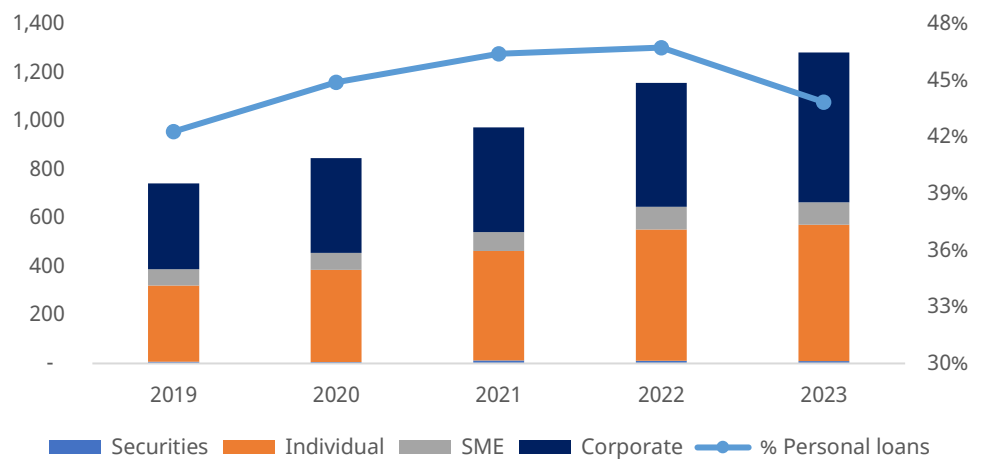


Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Hình 2. Giải ngân tập trung trong quý 4 của VCB



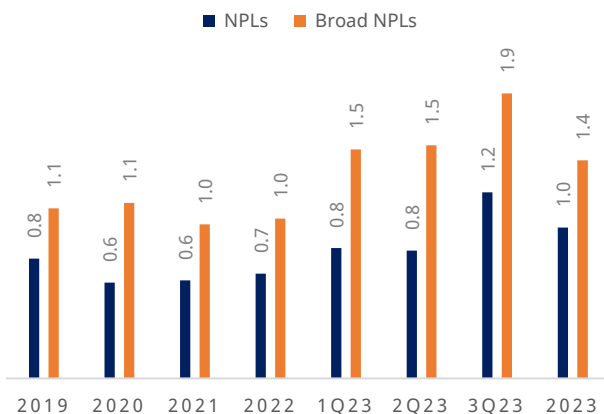
Hình 3. Cấu trúc tín dụng – dẫn dắt bởi cho vay doanh nghiệp (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

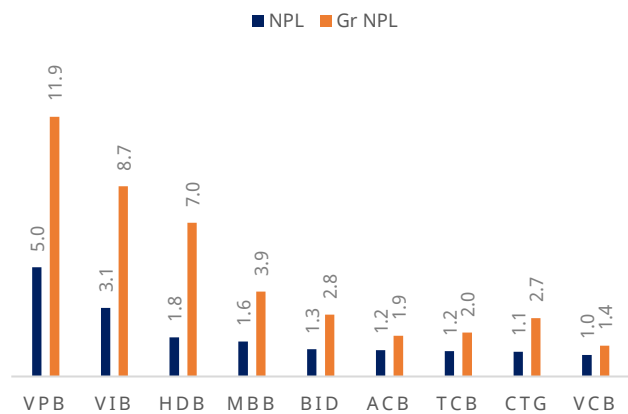
Chú thích: Securities: chứng khoán; Individual: cá nhân; SME: DNVN; Corporate: DN lớn; Personal loans: tỷ trọng KHCN

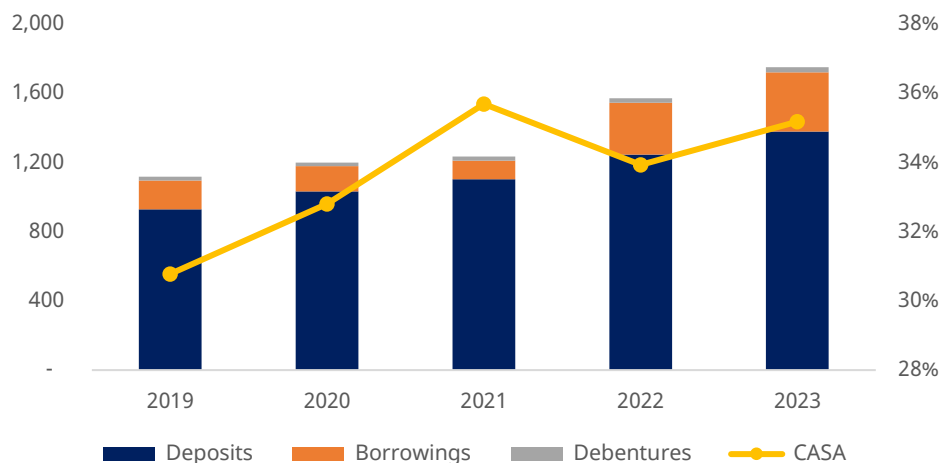
Hình 4. Tỷ lệ nợ xấu dần cải thiện



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

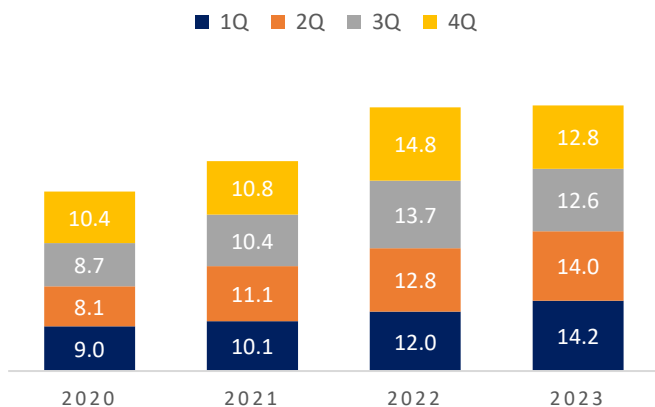
Hình 5. Chất lượng tài sản vượt trội



**Hình 6. Cấu trúc huy động (nghìn tỷ)**

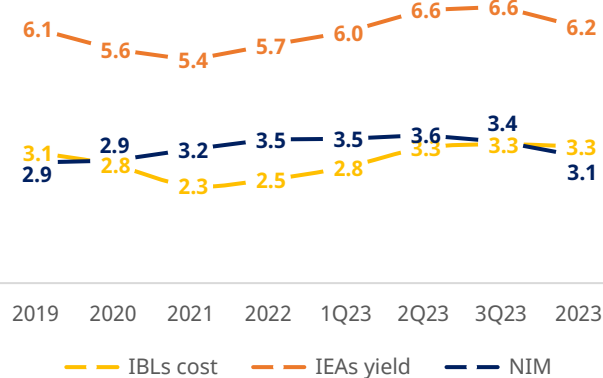
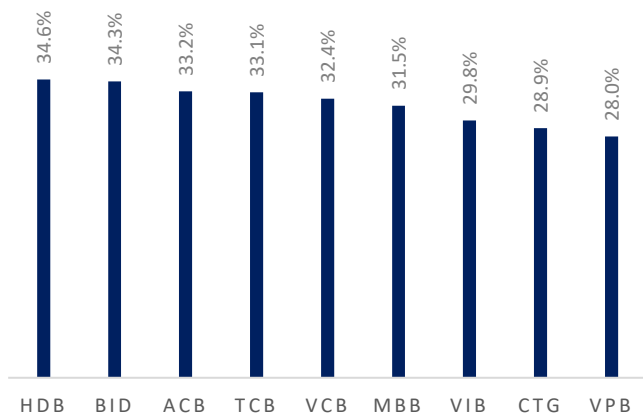
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Chú thích: Deposits: tiền gửi; Borrowings: vay; Debentures: phát hành giấy tờ có giá

**Hình 7. NII (nghìn tỷ) giảm trong nửa sau 2023**

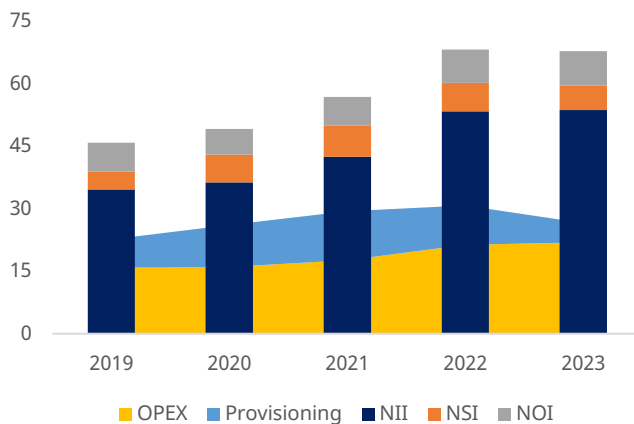
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Chú thích: IBLs cost: chi phí huy động; IEA yields: lợi suất tài sản

**Hình 8. NIM giảm mạnh****Hình 9. Chi phí hoạt động cân đối**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Chú thích: OPEX: chi phí hoạt động; Provisioning: chi phí dự phòng

**Hình 10. Thu nhập và chi phí (nghìn tỷ)**

NH TMCP Ngoại Thương Việt Nam (HOSE: VCB)

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh (tóm tắt)

| (Tỷ đồng)                         | FY22          | FY23          | FY24F         | FY25F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu từ lãi                  | 88,113        | 108,122       | 116,264       | 122,529       |
| Chi phí lãi vay                   | 34,866        | 54,501        | 55,353        | 50,391        |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>         | <b>53,246</b> | <b>53,621</b> | <b>60,911</b> | <b>72,138</b> |
| Doanh thu thuần từ dịch vụ        | 6,839         | 5,780         | 8,678         | 9,834         |
| Doanh thu thuần khác              | 7,997         | 8,323         | 10,767        | 11,232        |
| <b>Thu nhập từ HĐKD</b>           | <b>68,083</b> | <b>67,723</b> | <b>80,356</b> | <b>93,203</b> |
| Chi phí hoạt động                 | 21,260        | 21,915        | 23,478        | 24,968        |
| Lợi nhuận trước dự phòng          | 46,823        | 45,809        | 56,877        | 68,235        |
| Tổng chi phí dự phòng             | 9,464         | 4,565         | 11,527        | 10,907        |
| <b>LNTT</b>                       | <b>37,359</b> | <b>41,244</b> | <b>45,350</b> | <b>57,328</b> |
| Thuế TNDN                         | 7,447         | 8,189         | 9,005         | 11,383        |
| <b>LNST</b>                       | <b>29,912</b> | <b>33,054</b> | <b>36,346</b> | <b>45,945</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần (trừ CĐTS)</b> | <b>29,892</b> | <b>33,033</b> | <b>36,364</b> | <b>45,968</b> |

Phân tích DuPont (%)

|                                       | FY22        | FY23        | FY24F       | FY25F       |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Thu nhập từ lãi                       | 5.46        | 5.92        | 5.96        | 5.65        |
| Chi phí lãi                           | 2.16        | 2.98        | 2.84        | 2.32        |
| Lợi nhuận từ lãi                      | <b>3.30</b> | <b>2.94</b> | <b>3.12</b> | <b>3.32</b> |
| Thu nhập ròng từ dịch vụ              | 0.42        | 0.32        | 0.44        | 0.45        |
| Thu nhập ròng khác                    | 0.50        | 0.46        | 0.55        | 0.52        |
| Tổng lợi nhuận hoạt động kinh doanh   | <b>4.22</b> | <b>3.71</b> | <b>4.12</b> | <b>4.30</b> |
| Tổng chi phí hoạt động kinh doanh     | 1.32        | 1.20        | 1.20        | 1.15        |
| PPOP                                  | <b>2.90</b> | <b>2.51</b> | <b>2.91</b> | <b>3.15</b> |
| Tổng chi phí dự phòng                 | 0.59        | 0.25        | 0.59        | 0.50        |
| Lợi nhuận thuần khác                  | 0.00        | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| LNTT                                  | <b>2.31</b> | <b>2.26</b> | <b>2.32</b> | <b>2.64</b> |
| Thuế thu nhập                         | 0.46        | 0.45        | 0.46        | 0.52        |
| ROA                                   | <b>1.85</b> | <b>1.81</b> | <b>1.86</b> | <b>2.12</b> |
| Đòn bẩy (x)                           | <b>13.1</b> | <b>11.9</b> | <b>10.6</b> | <b>9.9</b>  |
| ROE                                   | <b>24.2</b> | <b>21.6</b> | <b>19.8</b> | <b>21.0</b> |
| Chất lượng tài sản (%)                |             |             |             |             |
| Tỷ lệ nợ xấu                          | 0.68        | 0.98        | 0.90        | 0.90        |
| Tỷ lệ nợ xấu rộng                     | 1.04        | 1.42        | 1.50        | 1.46        |
| Tỷ lệ bao phủ nợ xấu                  | 317.36      | 230.30      | 260.50      | 264.39      |
| Dự phòng trên tổng dư nợ              | 2.16        | 2.26        | 2.34        | 2.38        |
| Chi phí tín dụng (% tổng cho vay)     | 0.23        | 0.76        | 0.78        | 0.66        |
| Chi phí tín dụng (% tổng tín dụng)    | 0.55        | 0.26        | 0.58        | 0.49        |
| <b>Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)</b> |             |             |             |             |
| EPS (theo báo cáo)                    | 4,929       | 5,910       | 6,500       | 8,213       |
| EPS (trung bình)                      | 6,316       | 5,910       | 6,500       | 8,213       |
| GTSS                                  | 29,158      | 30,156      | 35,618      | 42,706      |
| LNTDP/CP                              | 9,894       | 8,196       | 10,177      | 12,209      |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Cân đối kế toán (tóm tắt)

| (tỷ đồng)                       | FY22             | FY23             | FY24F            | FY25F            |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Tiền và các khoản tương đương   | 18,349           | 14,504           | 15,230           | 16,753           |
| Chứng khoán                     | 197,671          | 148,275          | 154,903          | 162,804          |
| Cho vay                         | 1,433,879        | 1,577,292        | 1,790,720        | 1,990,070        |
| Tài sản cố định hữu hình        | 5,170            | 5,116            | 6,313            | 6,565            |
| Tài sản khác                    | 159,120          | 94,036           | 97,377           | 98,512           |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>1,814,188</b> | <b>1,839,223</b> | <b>2,064,543</b> | <b>2,274,703</b> |
| Tiền gửi                        | 1,243,468        | 1,395,695        | 1,566,084        | 1,753,261        |
| Nợ vay                          | 299,829          | 215,513          | 235,987          | 210,623          |
| GTCC                            | 25,338           | 19,913           | 21,904           | 28,460           |
| Khoản nợ khác                   | 107,564          | 39,560           | 41,414           | 43,485           |
| <b>Tổng nợ</b>                  | <b>1,676,200</b> | <b>1,670,680</b> | <b>1,865,389</b> | <b>2,035,829</b> |
| Vốn góp chủ sở hữu              | 47,325           | 55,891           | 55,891           | 55,891           |
| Thặng dư vốn cổ phần            | 4,995            | 4,995            | 4,995            | 4,995            |
| <b>Lợi nhuận giữ lại</b>        | <b>67,500</b>    | <b>85,174</b>    | <b>113,560</b>   | <b>150,827</b>   |
| Quỹ dự trữ                      | 18,080           | 22,389           | 24,596           | 27,026           |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 88               | 94               | 112              | 135              |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>137,988</b>   | <b>168,543</b>   | <b>199,154</b>   | <b>238,875</b>   |

Các chỉ số chính

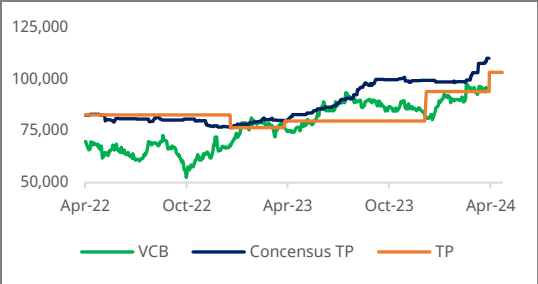
|                                      | FY22  | FY23  | FY24F | FY25F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng (CK)</b>              |       |       |       |       |
| Cho vay                              | 19.8  | 10.8  | 15.3  | 12.7  |
| Cho vay và phải thu                  | 23.6  | 10.0  | 13.5  | 11.1  |
| Tiền gửi                             | 9.5   | 12.2  | 12.2  | 4.3   |
| Vốn chủ sở hữu                       | 26.5  | 22.1  | 18.2  | 19.9  |
| Tổng tài sản                         | 28.2  | 1.4   | 12.3  | 10.2  |
| Thu nhập ròng từ lãi                 | 25.6  | 0.7   | 13.6  | 18.4  |
| Thu nhập dịch vụ                     | -7.7  | -15.5 | 50.1  | 13.3  |
| LNTDP                                | 19.6  | -2.2  | 24.2  | 20.0  |
| Lợi nhuận HĐKD                       | 36.4  | 10.4  | 10.0  | 26.4  |
| LNST                                 | 36.4  | 10.5  | 10.1  | 26.4  |
| <b>Tỷ suất sinh lời</b>              |       |       |       |       |
| Chênh lệch lãi ròng                  | 3.50  | 2.82  | 3.11  | 3.29  |
| NIM                                  | 3.46  | 3.06  | 3.22  | 3.43  |
| Biên LNTDP                           | 53.1  | 42.4  | 48.9  | 55.7  |
| ROA                                  | 1.85  | 1.81  | 1.86  | 2.12  |
| ROE                                  | 24.19 | 21.55 | 19.78 | 20.98 |
| <b>Thanh khoản</b>                   |       |       |       |       |
| LDR (loại trừ GTCC)                  | 90.1  | 89.0  | 91.4  | 92.0  |
| Cho vay trên tài sản                 | 61.8  | 67.5  | 69.3  | 70.9  |
| <b>Tỷ Lệ An Toàn Vốn</b>             |       |       |       |       |
| CAR                                  | 10.0  | 11.6  |       |       |
| Tier 1                               | 9.1   |       |       |       |
| Tier 2                               | 0.9   |       |       |       |
| <b>Hiệu quả hoạt động kinh doanh</b> |       |       |       |       |
| Chi phí trên thu nhập                | 31.2  | 32.4  | 29.2  | 26.8  |
| Chi phí trên tài sản                 | 1.2   | 1.2   | 1.1   | 1.1   |

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

| Công ty (mã cổ phiếu)   | Ngày       | Khuyến nghị   | Giá mục tiêu |
|-------------------------|------------|---------------|--------------|
| NH TMCP Ngoại Thương VN | 21/03/2022 | Tăng Tỷ Trọng | 82,700       |
| NH TMCP Ngoại Thương VN | 30/12/2022 | Tăng Tỷ Trọng | 76,500       |
| NH TMCP Ngoại Thương VN | 07/04/2023 | Nắm Giữ       | 79,700       |
| NH TMCP Ngoại Thương VN | 04/01/2024 | Tăng Tỷ Trọng | 95,200       |
| NH TMCP Ngoại Thương VN | 23/04/2024 | Tăng Tỷ Trọng | 103,200      |



### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

|               |                                         |
|---------------|-----------------------------------------|
| Mua           | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên      |
| Tăng Tỷ Trọng | : Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên      |
| Nắm Giữ       | : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10% |
| Bán           | : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống   |

### Thang đánh giá ngành

|            |                                                                    |
|------------|--------------------------------------------------------------------|
| Tích Cực   | : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện                  |
| Trung Tính | : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu |
| Tiêu Cực   | : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu         |

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

## Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (MAS), công ty chứng khoán được phép thực hiện môi giới chứng khoán tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong báo cáo này đã được tổng hợp một cách thiện chí và từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh một cách độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong báo cáo này hoặc của bất kỳ bản dịch nào từ tiếng Anh sang tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng dự kiến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, có kiến thức cơ bản về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán và không có đối tượng nào nhận hoặc sử dụng báo cáo này vi phạm bất kỳ luật và quy định nào hoặc quy định của MAS và các bên liên kết, chi nhánh đối với các yêu cầu đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo này không phải là lời khuyên đầu tư cho bất kỳ đối tượng nào và đối tượng đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS khi nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của các khách hàng cá nhân. Không được dựa vào báo cáo này để thực hiện quyết định độc lập. Thông tin và ý kiến có trong báo cáo này có giá trị kể từ ngày công bố và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ các khoản đầu tư đó có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu thua lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là hướng dẫn cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại diện có thể mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên tự doanh hoặc môi giới. MAS và các chi nhánh có thể đã có, hoặc có thể tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo lập thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của báo cáo này có thể được sao chép hoặc soạn thảo lại theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

|                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)</b><br>One-Asia Equity Sales Team<br>Mirae Asset Center 1 Building<br>26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539<br>Korea<br><br>Tel: 82-2-3774-2124                   | <b>Mirae Asset Securities (HK) Ltd.</b><br>Units 8501, 8507-8508, 85/F<br>International Commerce Centre<br>1 Austin Road West<br>Kowloon<br>Hong Kong<br>Tel: 852-2845-6332                                   | <b>Mirae Asset Securities (UK) Ltd.</b><br>41st Floor, Tower 42<br>25 Old Broad Street,<br>London EC2N 1HQ<br>United Kingdom<br><br>Tel: 44-20-7982-8000                                                 |
| <b>Mirae Asset Securities (USA) Inc.</b><br><br>810 Seventh Avenue, 37th Floor<br>New York, NY 10019<br>USA<br><br>Tel: 1-212-407-1000                                                                          | <b>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.</b><br><br>555 S. Flower Street, Suite 4410,<br>Los Angeles, California 90071<br>USA<br><br>Tel: 1-213-262-3807                                                   | <b>Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM</b><br>Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building<br>Vila Olimpia<br>Sao Paulo - SP<br>04551-060<br>Brazil<br>Tel: 55-11-2789-2100                   |
| <b>PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia</b><br>Equity Tower Building Lt. 50<br>Sudirman Central Business District<br>Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53<br>Jakarta Selatan 12190<br>Indonesia<br>Tel: 62-21-515-3281 | <b>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.</b><br>6 Battery Road, #11-01<br>Singapore 049909<br>Republic of Singapore<br><br>Tel: 65-6671-9845                                                           | <b>Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC</b><br>7F, Le Meridien Building<br>3C Ton Duc Thang St.<br>District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City<br>Vietnam<br><br>Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)           |
| <b>Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC</b><br><br>#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17<br>1 Khoroo, Sukhbaatar District<br>Ulaanbaatar 14240<br>Mongolia<br><br>Tel: 976-7011-0806                        | <b>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd</b><br>2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers<br>B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District<br>Beijing 100022<br>China<br><br>Tel: 86-10-6567-9699 | <b>Beijing Representative Office</b><br><br>2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers<br>B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District<br>Beijing 100022<br>China<br><br>Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300) |
| <b>Shanghai Representative Office</b><br>38T31, 38F, Shanghai World Financial Center<br>100 Century Avenue, Pudong New Area<br>Shanghai 200120<br>China<br><br>Tel: 86-21-5013-6392                             | <b>Ho Chi Minh Representative Office</b><br>7F, Saigon Royal Building<br>91 Pasteur St.<br>District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City<br>Vietnam<br><br>Tel: 84-8-3910-7715                                  | <b>Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited</b><br>Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST<br>Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098<br>India<br><br>Tel: 91-22-62661336     |