

Yuanta Vietnam Banks Universe				
Stock code	Yuanta Rating	Current price (VND)	Target price (VND)	12-m TSR*
ACB VN	BUY	22,600	28,510	31%
BID VN	HOLD-UPF	46,950	42,780	-7%
HDB VN	BUY	16,850	22,390	39%
MBB VN	BUY	18,500	25,260	39%
STB VN	HOLD-UPF	32,650	33,575	3%
VCB VN	BUY	89,100	99,420	12%
VPB VN	BUY	20,950	25,540	26%

Source: Bloomberg (pricing date: Aug 31), Yuanta vietnam

Tiêu điểm

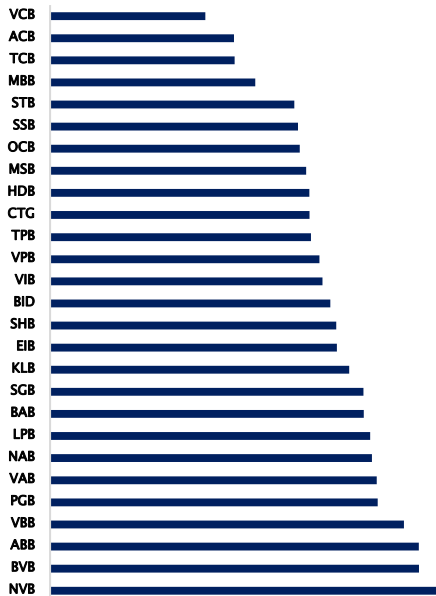
- PATMI Q2/2023 của 27 ngân hàng niêm yết giảm -4,7% QoQ / -0,3% YoY.**
- Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành tăng lên 2,11%, trong khi tỷ lệ LLR giảm xuống 97%, lần đầu tiên dưới mức 100% kể từ năm 2020.**
- VCB và ACB vẫn đứng đầu bảng xếp hạng CAMEL của chúng tôi trong Q2/2023.**
- Chúng tôi hạ khuyến nghị của STB từ MUA xuống NĂM GIỮ, chủ yếu do định giá.**

Quan điểm

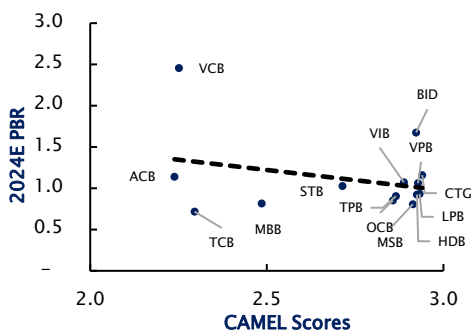
- Chúng tôi cho rằng NHNN còn dư địa để tiếp tục giảm lãi suất điều hành, điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong 2H23. Tiền gửi CASA sẽ được cải thiện khi lãi suất tiền gửi có kỳ hạn giảm.**
- Mô hình Cox-Ingersoll-Ross ước tính lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12T của NHTMCP NN sẽ giảm khoảng 30 điểm cơ bản trong 12 tháng tới (lưu ý: thực tế lãi suất đã giảm -50bps sau báo cáo gốc phát hành 16/8/23).**
- Định giá hấp dẫn** nhưng nhà đầu tư nên tập trung vào chất lượng tài sản. Chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có tỷ lệ LLR cao.

Tổng quan: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện trong 2H23, một phần do lãi suất giảm. Thông tư 02/2023/TT-NHNN sẽ làm giảm nợ xấu trên báo cáo và áp lực trích lập dự phòng, nhưng chất lượng tài sản trên thực tế vẫn bị suy giảm. Các ngân hàng cần có chiến lược quản lý rủi ro thận trọng để ứng phó với tình trạng trên và chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có tỷ lệ LLR cao.

Bảng xếp hạng các ngân hàng dựa trên điểm CAMEL



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Giai đoạn phục hồi? Tập trung vào chất lượng tài sản

Chúng tôi cho rằng NHNN vẫn còn dư địa để giảm lãi suất điều hành nhằm kích thích nền kinh tế khi chỉ số CPI vẫn ở mức kiểm soát. Tuy nhiên, cũng cần phải xem xét động thái của Fed trong cuộc họp sắp tới để có quyết định hợp lý hơn.

NIM dự báo giảm nhẹ trong 2023. Lãi suất điều hành giảm sẽ làm giảm chi phí huy động vốn. Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn cũng sẽ trở nên kém hấp dẫn hơn với người gửi tiền, từ đó sẽ giúp tăng tỷ lệ CASA. Tuy nhiên, các ngân hàng cũng đang chịu áp lực cắt giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế. Do đó, NIM của ngành Ngân hàng có thể giảm nhẹ trong 2023.

Chúng tôi dự báo thu nhập phí sẽ cải thiện trong 2H23 cùng với sự phục hồi của tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, [bancassurance](#) – một trong những nguồn thu nhập phí quan trọng trong những năm gần đây – có thể mất nhiều thời gian hơn để phục hồi do gặp khó khăn trong việc xây dựng lại lòng tin của người dân sau những bê bối trong việc bán bảo hiểm gần đây. Tuy nhiên, triển vọng trong dài hạn đối với bảo hiểm nhân thọ vẫn hấp dẫn do tỷ lệ thâm nhập thấp và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng lên.

Chất lượng tài sản đang chịu áp lực do những khó khăn của ngành bất động sản. Nợ xấu toàn ngành tăng lên 2,11% (+52 điểm cơ bản YTD), trong khi tỷ lệ LLR giảm xuống 97% (-27 điểm phần trăm YTD) – mức dưới 100% lần đầu tiên kể từ năm 2020. Thông tư 02/2023/TT-NHNN sẽ giúp giảm nợ xấu trên báo cáo và áp lực trích lập dự phòng, tuy nhiên chất lượng tài sản thực vẫn cần được quan tâm kỹ.

VCB và ACB vẫn đứng đầu trên bảng xếp hạng CAMEL của chúng tôi trong Q2/2023, phần lớn là do các chỉ số về chất lượng tài sản vượt trội. Nhà đầu tư nên tập trung vào chất lượng tài sản trong bối cảnh hiện tại.

Định giá vẫn còn tương đối hấp dẫn với P/B 2024E trung vị ngành ở mức 0,9x và ROE 2024E là 20% (nguồn: Bloomberg).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với ACB, MBB, VCB, HDB, VPB. Chúng tôi hạ khuyến nghị của STB xuống NĂM GIỮ, chủ yếu liên quan đến định giá.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Danh sách cổ phiếu khuyến nghị

Table 1- Yuanta Vietnam Banks Coverage Universe

Yuanta Vietnam Bank Coverage Universe									
Stock code	Yuanta Rating	Market cap (USD bn)	Current price (VND)	Target price (VND)	2024E Dividend yield	12-m TSR*	2024E ROE	2024E ROA	2024E PB
ACB VN	BUY	3,778	22,900	28,517	4%	29%	24%	2.6%	1.0x
BID VN	HOLD-UDF	10,160	47,500	42,786	2%	-8%	17%	1%	1.7x
HDB VN	BUY	2,093	17,150	23,234	6%	41%	24%	2%	0.9x
MBB VN	BUY	4,169	19,000	25,267	3%	36%	23%	3%	0.9x
STB VN	HOLD-UDF	2,537	32,900	33,575	0%	2%	21%	2%	1.1x
VCB VN	BUY	20,989	89,200	99,422	1%	12%	24%	2%	2.4x
VPB VN	BUY	6,218	22,400	25,542	5%	19%	18%	2%	1.2x

*Note: TSR = Total shareholder return over the next 12 months inclusive of expected share price change and dividends. Pricing data as of close on Aug 16, 2023.

Source: Bloomberg, Yuanta Vietnam

Table 2- Yuanta Vietnam Bank Coverage_2024E forecast

Yuanta Vietnam Bank Coverage Universe																			
Company	Stock code	PATMI	PATMI growth	Loan	Loan growth	Deposit	Deposit growth	NII	NII growth	Fee income	Fee growth	Opex	Opex growth	Provisioning	Provisioning growth	EPS	EPS growth	BVPS	PB
Asia Commercial Bank	ACB VN	19,361	24%	537,411	15%	521,391	13%	31,674	19%	4,903	26%	14,919	17%	1,221	-9%	4,911	24%	22,048	1.0x
BIDV	BID VN	22,115	20%	1,953,430	14%	1,861,680	13%	71,778	15%	7,381	19%	27,197	13%	28,865	10%	4,372	20%	27,891	1.7x
HD Bank	HDB VN	12,171	30%	402,195	24%	325,419	23%	26,064	30%	4,159	26%	11,460	25%	4,476	21%	4,208	30%	18,347	0.9x
MB Bank	MBB VN	25,218	26%	638,043	18%	599,734	16%	50,667	20%	6,042	30%	20,323	17%	11,149	11%	4,563	26%	21,820	0.9x
Sacombank	STB VN	12,356	64%	575,029	16%	588,086	15%	27,658	12%	4,457	18%	13,841	17%	4,902	-48%	6,554	64%	29,885	1.1x
Vietcombank	VCB VN	49,146	36%	1,499,469	15%	1,613,127	14%	74,543	20%	10,626	32%	27,569	15%	7,440	-32%	8,102	36%	36,828	2.4x
Vietnam Prosperity Bank	VPB VN	21,711	32%	693,367	26%	492,775	28%	59,656	25%	9,480	28%	17,177	14%	33,449	21%	3,220	32%	17,754	1.2x

Nguồn: Yuanta Việt Nam

CẬP NHẬT MÔ HÌNH CAMEL Q2/2023

Tóm tắt KQKD Q2/2023 của Ngành ngân hàng (27 NH niêm yết):

Ngành Ngân Hàng	Q2/2023	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	107.840	-4%	2%
TN phí ròng (tỷ đồng)	15.692	11%	1%
Tổng TNHĐ (điều chỉnh) (tỷ đồng)	133.043	0%	0%
Chi phí HD (tỷ đồng)	48.408	8%	8%
Dự phòng (tỷ đồng)	30.603	3%	4%
PATMI (tỷ đồng)	50.343	-5%	0%
NPL (%)	2,11%	19bps	1ppt
LLR (%)	97%	-9ppt	-50ppt
CASA (%)	19%	60bps	-4ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

VCB và ACB vẫn giữ vững hai vị trí đầu trên bảng xếp hạng CAMEL của chúng tôi trong Q2/2023. Cả hai ngân hàng đều có tỷ trọng sở hữu trái phiếu doanh nghiệp rất thấp (VCB) hoặc không sở hữu trái phiếu doanh nghiệp (ACB), điều này làm giảm rủi ro về chất lượng tài sản. VCB có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) là 386% (+68 điểm phần trăm YTD) tại thời điểm cuối Q2/2023, đây là mức cao nhất trong ngành.

LNST của CDCT mẹ (PATMI) Q2/2023 của 27 ngân hàng niêm yết là 50 nghìn tỷ đồng (-4,7% QoQ/-0,3% YoY). Thu nhập lãi ròng (net-ll) là 108 nghìn tỷ đồng (-3,8% QoQ/nhưng +2,1% YoY), do tăng trưởng tín dụng giảm và chi phí huy động vốn cao trong 1H23.

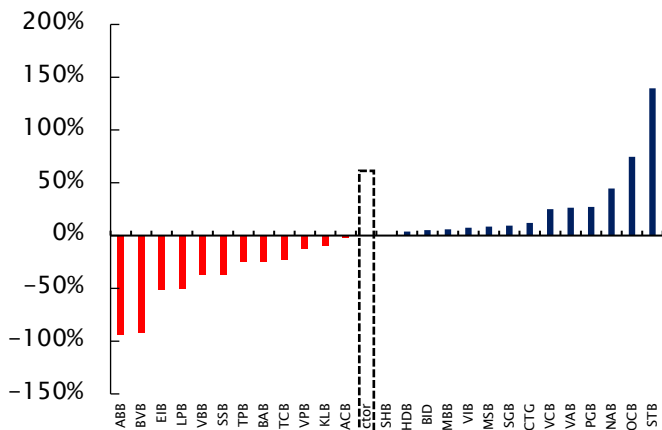
Theo quan điểm của chúng tôi, các ngân hàng đã tăng chi phí trích lập dự phòng – nhưng vẫn chưa đủ. Chi phí dự phòng của toàn ngành chỉ tăng +3,2% QoQ /+3,6%

YoY trong Q2/2023, trong khi tỷ lệ nợ xấu tăng cao. Tỷ lệ nợ xấu Q2/2023 (dựa trên dữ liệu tổng hợp của 27 ngân hàng niêm yết) là 2,11% (+19 điểm cơ bản QoQ /+62 điểm cơ bản YoY), trong khi đó tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống 97% (-9 điểm phần trăm QoQ /-50 điểm phần trăm YoY).

Một số ngân hàng thậm chí còn giảm chi phí trích lập dự phòng để tăng lợi nhuận trong Q2/2023 như minh họa trong biểu đồ 6 bên dưới. Mặc dù Thông tư 02/2023/TT-NHNN giúp giảm nợ xấu trên báo cáo và áp lực trích lập dự phòng nhưng không giải quyết được vấn đề gốc rễ của các khoản nợ xấu; điều đó cần một sự cải thiện thực sự về thu nhập của những người đi vay đang gặp khó khăn cũng như của toàn nền kinh tế. Vì vậy, quan điểm của chúng tôi là các ngân hàng cần có chiến lược thận trọng bằng cách trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu tiềm ẩn dựa theo thực tế, bất kể các chính sách hỗ trợ như thế nào.

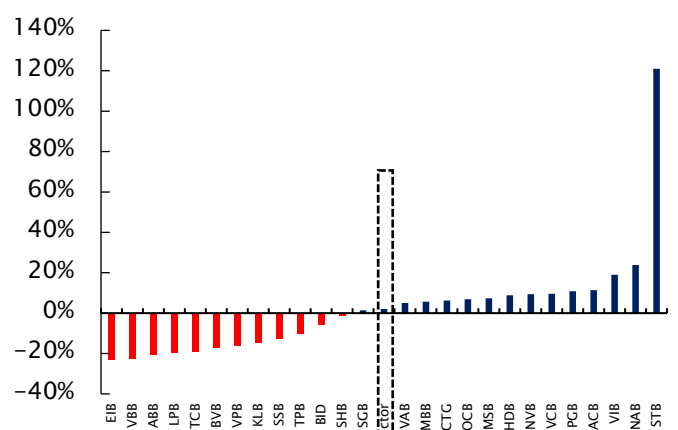
Chúng tôi cho rằng các ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cao cho thấy chất lượng tài sản vững chắc và có khả năng để xử lý các khoản nợ xấu tiềm ẩn. Về mặt này, VCB vượt trội với tỷ lệ LLR là 386%.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng PATMI Q2/2023 (% YoY)



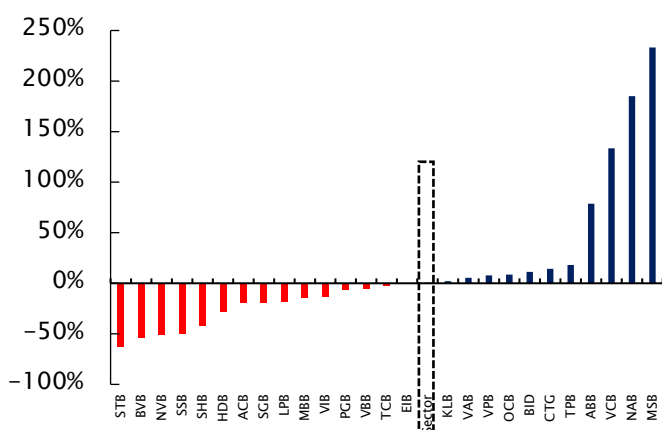
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: TN lãi ròng Q2/2023 (% YoY)



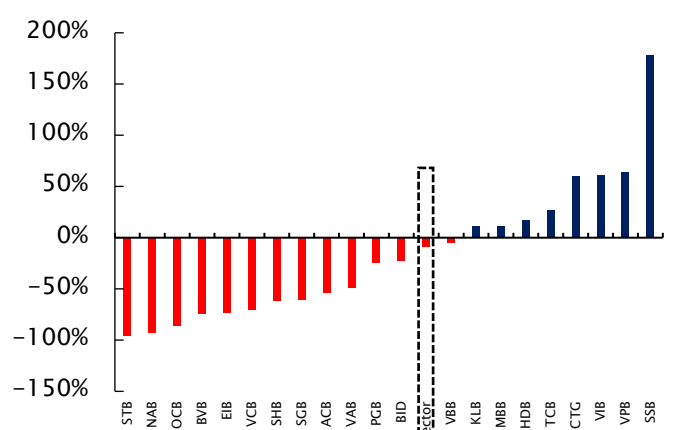
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 3: Tăng trưởng TN phí ròng trong Q2/2023 (% YoY)



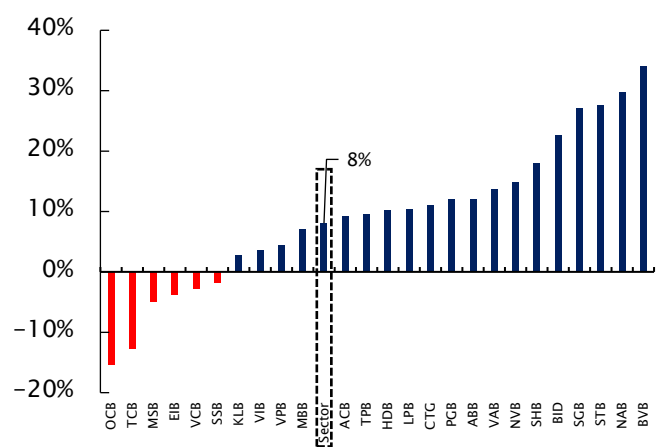
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: Thu nhập ròng khác trong Q2/2023 (% YoY)



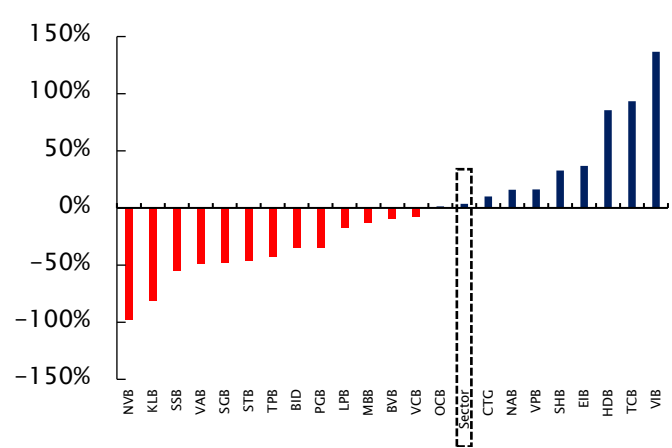
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Chi phí hoạt động Q2/2023 (% YoY)



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 6: Trích lập dự phòng



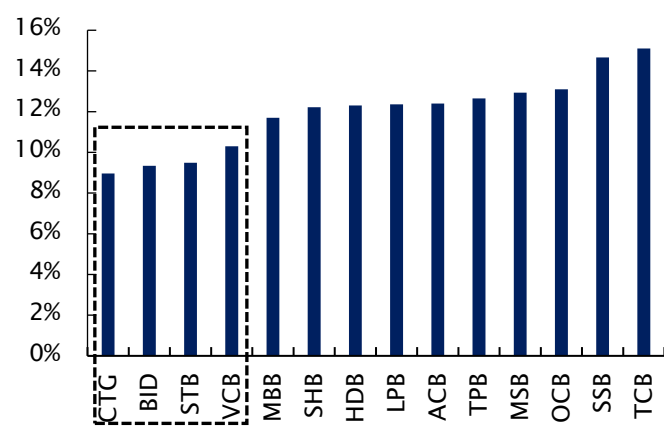
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Nguồn vốn

Các ngân hàng Việt Nam vẫn có nguồn vốn tương đối mỏng khi so với tiêu chuẩn khu vực và toàn cầu, với tỷ lệ đòn bẩy tài sản/vốn chủ sở hữu trung vị ở mức 11,8x tại thời điểm cuối Q2/2023. Trước đó, chúng tôi đã đưa ra quan điểm rằng các ngân hàng cần phải tăng cường nguồn vốn để đảm bảo cho sự phát triển bền vững. Chúng tôi kỳ vọng một số ngân hàng (như VCB và BID) sẽ phát hành cổ phần để huy động vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2024 để cải thiện mức an toàn vốn.

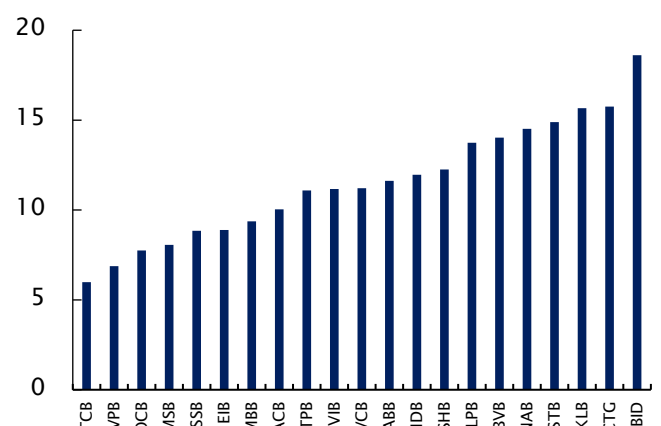
Việc huy động số lượng lớn vốn cổ phần mới thường đòi hỏi phải có sự đầu tư của khối ngoại, điều này khá khó khăn do mức giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) là 30% đang áp dụng cho các ngân hàng. Trong số 3 ngân hàng TMCP Nhà nước niêm yết, chỉ có BID và VCB là vẫn còn room ngoại đủ hấp dẫn để tăng vốn từ nhà đầu tư quốc tế, như mô tả trong biểu đồ 9 bên dưới.

Biểu đồ 7: Tỷ lệ an toàn vốn giữa các ngân hàng



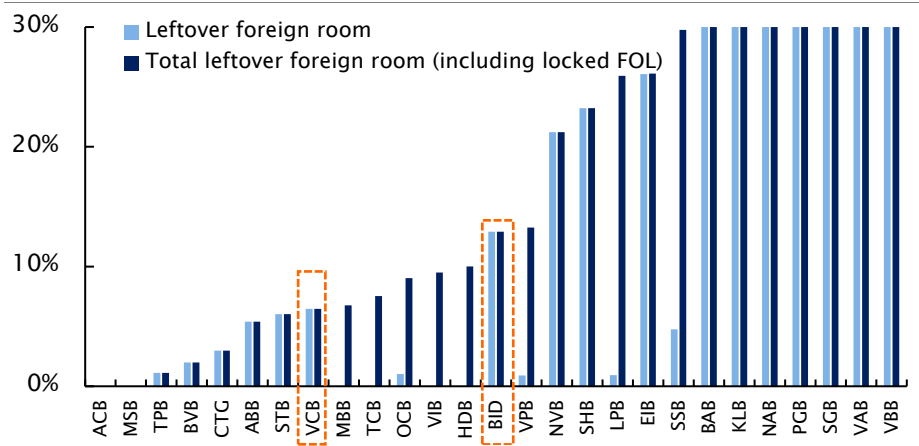
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Biểu đồ 8: Tài sản/VCSH giữa các NH trong Q2/2023 (x)



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 9: Room ngoại tại các ngân hàng Việt Nam



Nguồn: HSX, Yuanta Việt Nam

Cần chú ý đến chất lượng tài sản

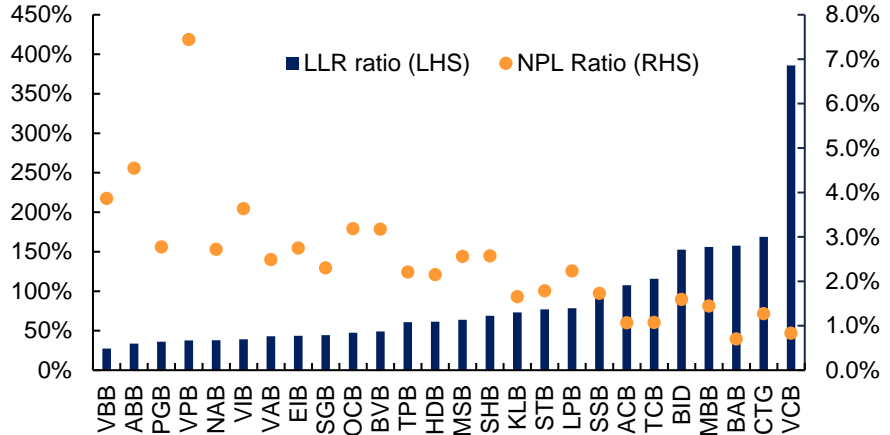
Nợ xấu tăng nhưng trích lập dự phòng giảm trong Q2/2023. Tỷ lệ nợ xấu trong Q2/2023 của ngành (dựa trên dữ liệu tổng hợp của 27 ngân hàng niêm yết) là 2,11% (+52 điểm cơ bản YTD).

Tuy nhiên, các ngân hàng niêm yết chỉ tăng chi phí trích lập dự phòng +3,2% QoQ /+3,6% YoY trong Q2/2023. Điều này không thực sự ấn tượng khi mà tỷ lệ nợ xấu gia tăng.

Nợ xấu gia tăng trong khi trích lập dự phòng tăng ít hơn, dẫn đến tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của ngành đã giảm xuống 97% (-27 điểm phần trăm YTD).

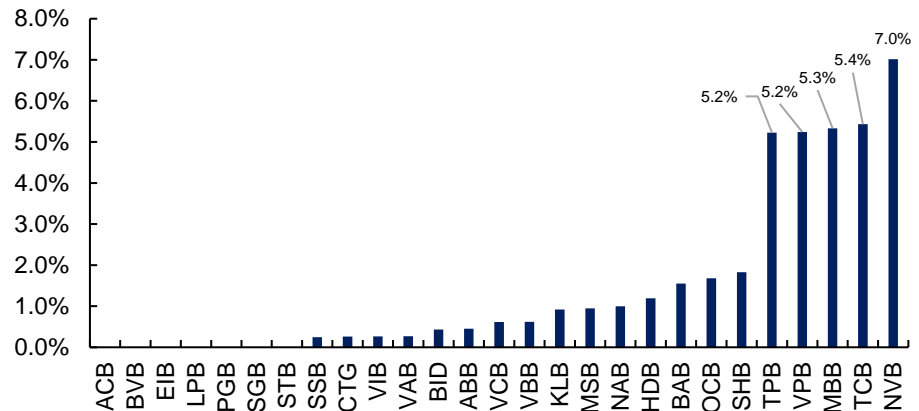
VCB là ngoại lệ trong ngành khi tỷ lệ LLR liên tục tăng, và đạt 386% tính đến cuối Q2/2023, cao nhất trong số tất cả các ngân hàng. Điều này cho thấy VCB có dư địa để giảm chi phí dự phòng và tăng lợi nhuận trong tương lai.

Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và bao phủ nợ xấu (LLR) tại Q2/2023.



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 11: Tỷ lệ TPDN/ Tổng tài sản tại thời điểm cuối Q2/2023 (%)



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tác động của ngành bất động sản. Dư nợ bất động sản chiếm ~21% tổng tín dụng toàn hệ thống và 26% GDP của Việt Nam. Như vậy, tác động của cuộc khủng hoảng bất động sản tới ngành ngân hàng là tương đối lớn. Tỷ lệ vỡ nợ (default ratio) trái phiếu doanh nghiệp của ngành bất động sản đã tăng lên 38,5% trong tháng 06 từ mức 24% trong tháng 05 (nguồn: FiinRatings).

Các chính sách hỗ trợ nhằm giảm bớt áp lực cho ngành bất động sản bao gồm:

- Nới lỏng chính sách tiền tệ** sẽ giảm bớt gánh nặng trả nợ cho người đi vay và có thể giúp cải thiện tính thanh khoản cho thị trường bất động sản.
- [Thông tư 03/2023/TT-NHNN](#) cho phép ngân hàng mua lại trái phiếu (chủ yếu liên quan đến bất động sản) đã bán mà không phải đợi đến thời hạn 12 tháng theo Thông tư 16/2021/TT-NHNN trước đây.
- Nghị định 08/2023/ND-CP** về cơ bản cho phép doanh nghiệp phát hành có thêm thời gian để cơ cấu lại trái phiếu.

4) Thông tư 10/2023/TT-NHNN sửa đổi thông tư 06/2023/TT-NHNN đã giúp khơi thông dòng vốn ít nhất về mặt chính sách cho các doanh nghiệp bất động sản.

Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ giúp các ngân hàng với việc giảm gánh nặng nợ cho người đi vay, giảm áp lực nợ xấu và trích lập dự phòng cho các ngân hàng. Chính sách này cũng giúp giảm chi phí huy động vốn cho các ngân hàng.

Thông tư 03 và Nghị định 08 nhằm mục đích hỗ trợ thanh khoản cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp nhưng chưa hẳn đã tốt cho các ngân hàng. Những chính sách này chỉ là giải pháp tạm thời, chứ không giải quyết được các vấn đề gốc rễ. Tuy nhiên, những chính sách này giúp giải tỏa bớt áp lực cho các ngân hàng (bao gồm NVB, MBB, VPB, TCB và TPB) có liên quan nhiều đến trái phiếu doanh nghiệp.

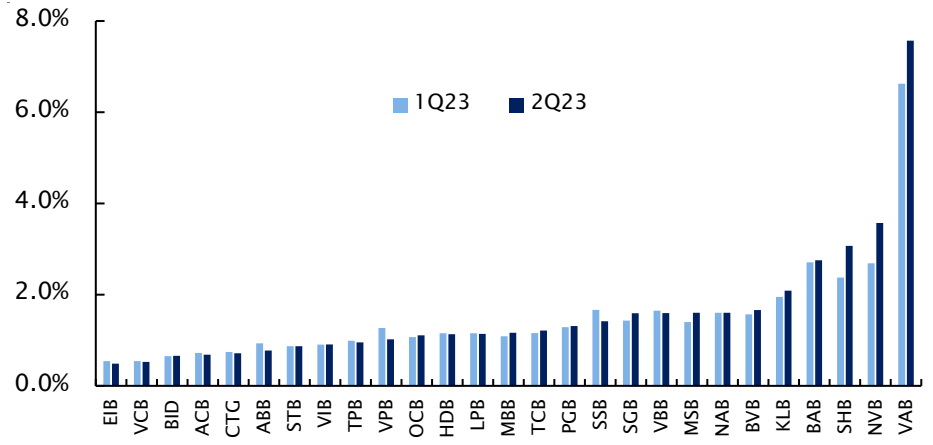
Lãi dự thu là một tiêu chí cần quan tâm khi đánh giá chất lượng tài sản. Tỷ lệ lãi dự thu trên tổng tài sản (trung vị) là 1,16% tại thời điểm cuối Q2/2023, (đi ngang QoQ).

Tuy nhiên, một số ngân hàng có tỷ lệ lãi dự thu / tổng tài sản ở mức cao và ngày càng tăng trong Q2/2023, chẳng hạn như VAB (7,6%, +1 điểm phần trăm QoQ), NVB (3,6%, +90 điểm cơ bản QoQ) và SHB (3,1%, + 70 điểm cơ bản QoQ).

Các nhà đầu tư nên chú ý đối với các ngân hàng có khoản mục lãi dự thu cao và gia tăng, điều này có thể dẫn đến sự suy giảm về lợi nhuận nếu họ không thể thu hồi được khoản lãi đó trong tương lai.

Các ngân hàng có chất lượng cao như VCB và ACB có tỷ lệ lãi dự thu/tổng tài sản tương đối thấp, ở mức 0,5% (đi ngang QoQ) đối với VCB, và 0,7% (đi ngang QoQ) đối với ACB, tại thời điểm cuối Q2/2023.

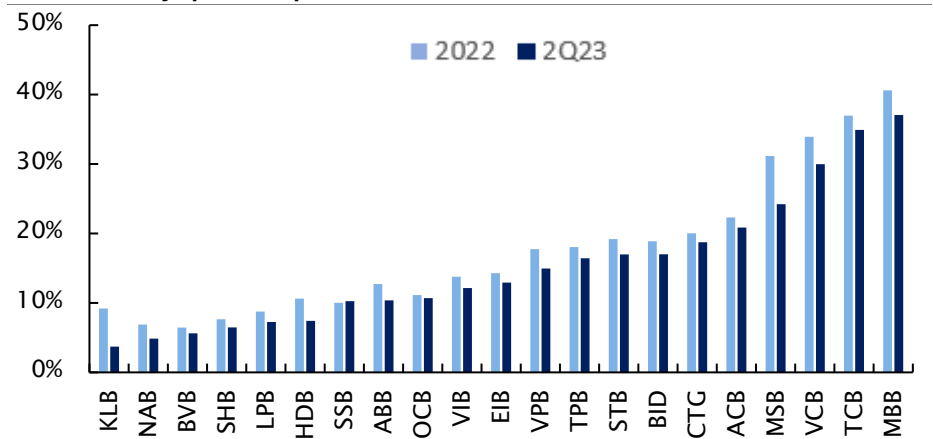
Biểu đồ 12: Tỷ lệ lãi dự thu trên tổng tài sản



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ CASA (tổng của 27 ngân hàng niêm yết) là 19,0% (+60 điểm cơ bản QoQ/ nhưng -4 điểm phần trăm YoY). Trong 1H23, việc tăng tỷ lệ CASA là một điều khó khăn trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có kỳ hạn tương đối cao ở thời điểm đó. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA sẽ cải thiện trong 2H23 do lãi suất tiền gửi kỳ hạn giảm.

Biểu đồ 13: Tỷ lệ CASA tại thời điểm cuối Q2/2023



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Triển vọng ngành ngân hàng Việt Nam

Chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong 2H23. NHNN đã cắt giảm lãi suất bốn lần tính đến cuối tháng 08/2023, và chúng tôi cho rằng NHNN vẫn còn dư địa để tiếp tục giảm lãi suất điều hành, tuy nhiên vẫn cần phải xem xét động thái tiếp theo của Fed để đưa ra quyết định phù hợp.

Vui lòng xem trang 11 để biết ước tính của chúng tôi về lãi suất tiền gửi 12 tháng của các NHTMCP NN trong một năm tới được tính toán bằng mô hình Cox-Ingersoll-Ross (CIR).

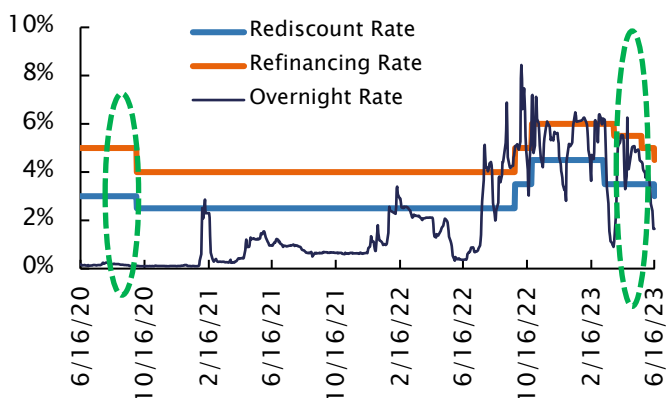
Cần chú ý đến tỷ giá khi Fed chưa có dấu hiệu cắt giảm lãi suất, trong khi các chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN tiếp tục duy trì sẽ khiến VNĐ chịu áp lực mất giá.

Lãi suất điều hành hiện tại đã gần chạm mức thấp nhất của năm 2020 như minh họa trong biểu đồ 14 bên dưới. Cổ phiếu ngành tài chính (bao gồm ngân hàng) đã tăng khoảng 70% từ tháng 10/2020 đến tháng 04/2022 (như minh họa trong biểu đồ 16) sau khi NHNN cắt giảm lãi suất vào năm 2020.

Chúng tôi cũng quan sát thấy rằng mức tăng trưởng tiền gửi đã tăng +6,4% QoQ trong Q4/2022, sau khi Ngân hàng Nhà nước tăng lãi suất vào 10/2022, và phần lớn tiền gửi trong giai đoạn này là tiền gửi có kỳ hạn từ 6 đến 12 tháng.

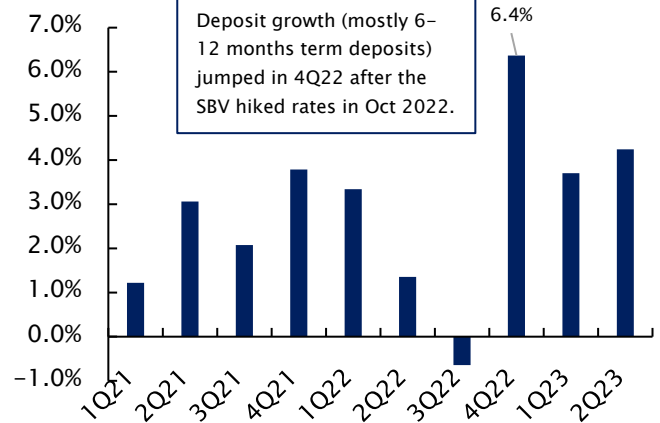
Do đó, với khoản tiền gửi trị giá khoảng 496 nghìn tỷ đồng, sẽ đáo hạn trong khoảng thời gian từ tháng 6 đến tháng 12/2023, có khả năng sẽ dẫn đến dòng vốn chảy vào cổ phiếu nhiều hơn trong 2H23. Chúng tôi không cho rằng tất cả các khoản tiền gửi đáo hạn sẽ chuyển hướng sang thị trường chứng khoán; tuy nhiên, giả sử rằng 10% số tiền gửi đó sẽ chảy vào thị trường chứng khoán, tương đương với 49 nghìn tỷ đồng (tương đương giá trị giao dịch trên thị trường chứng khoán trong khoảng hai ngày).

Biểu đồ 14: NHNN đã cắt giảm lãi suất điều hành 4 lần trong năm 2023



Nguồn: SBV

Biểu đồ 15: Tiền gửi tăng trưởng QoQ từ năm 2021-2023



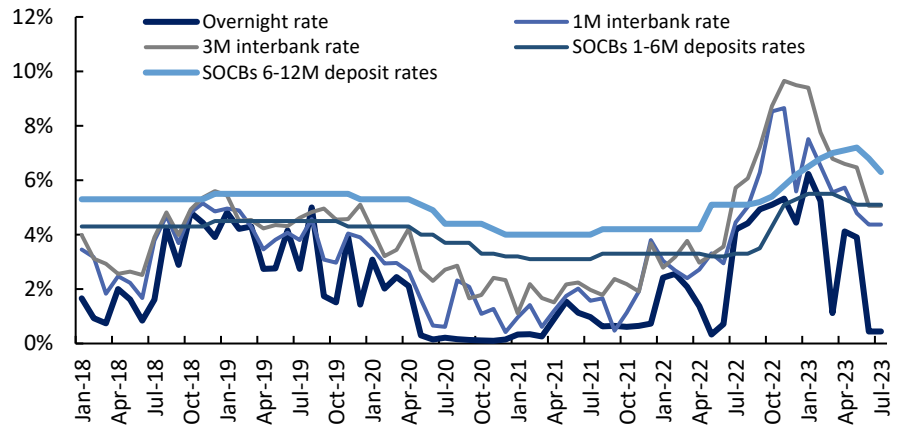
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 16: Nhóm ngành tài chính phục hồi đáng kể sau động thái cắt giảm lãi suất của NHNN trong năm 2020, và kì vọng điều tương tự xảy ra lần này



Nguồn: Tradingview

Biểu đồ 17: Lãi suất liên ngân hàng và lãi suất tiền gửi có kỳ hạn tại các NHTM CP Nhà nước



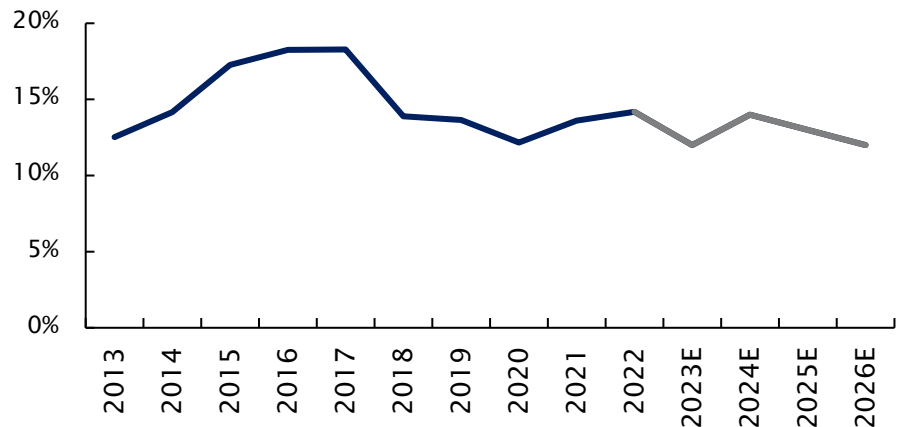
Nguồn: FiinPro

Tăng trưởng tín dụng

Tăng trưởng tín dụng chậm lại ở mức 4,7% YTD trong 6T2023 do nền kinh tế tăng trưởng yếu và lãi suất cao. Tuy nhiên, lãi suất tiền gửi đã giảm kể từ tháng 06, như được mô tả trong biểu đồ 17 ở trên. Chúng tôi cho rằng lãi vay sẽ giảm bắt đầu từ Q3/2023 trở đi, điều này sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Chúng tôi dự báo tín dụng sẽ tăng 12-13% YoY trong năm 2023E nhờ lãi suất cho vay thấp hơn và dự kiến nền kinh tế sẽ phục hồi trong 2 quý cuối năm.

Biểu đồ 18: Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống



Nguồn: NHNN, Yuanta Việt Nam

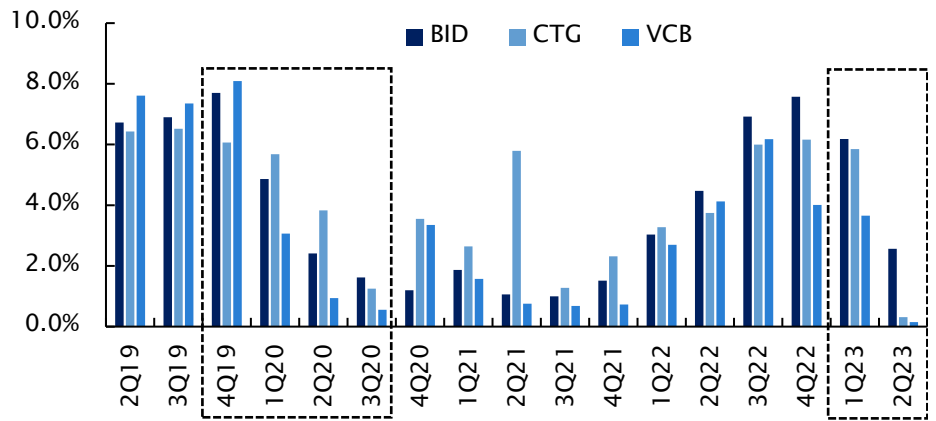
Những dấu hiệu tích cực về sự phục hồi kinh tế trong 2H23

1. Dấu hiệu của giải ngân đầu tư công

Sự sụt giảm đáng kể về tiền gửi và vay của Chính phủ và NHNN tại các ngân hàng TMCP Nhà nước diễn ra trong 2Q23. Ví dụ, tiền gửi và vay từ Chính phủ và NHNN/tổng nợ phải trả của BID đã giảm từ 6,2% trong Q1/2023 xuống 2,6% trong Q2/2023.

Các ngân hàng TMCP Nhà nước khác như VCB và CTG cũng có lượng tiền gửi và vay từ Chính phủ và NHNN giảm đáng kể. Tỷ lệ tiền gửi và vay của chính phủ và NHNN/tổng nợ phải trả của VCB giảm từ 3,7% trong Q1/2023 xuống chỉ còn 0,1% trong Q2/2023, và tỷ lệ đó của CTG cũng giảm từ 5,8% xuống chỉ còn 0,3% trong cùng thời kỳ.

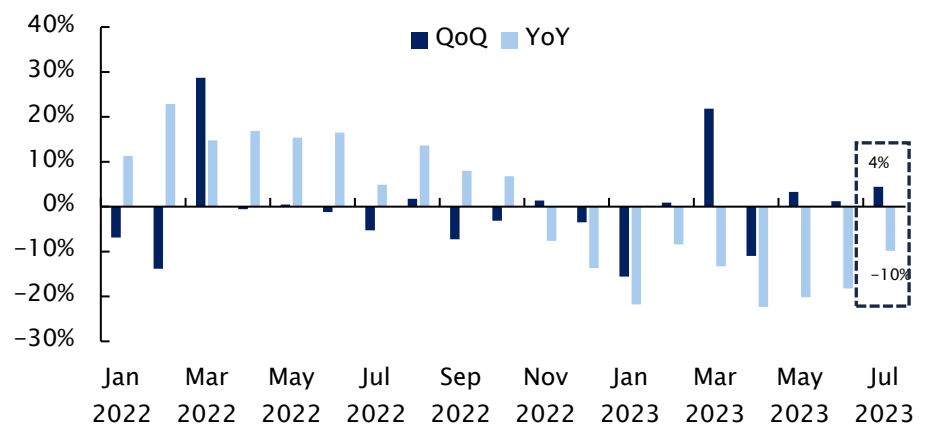
Chúng tôi cho rằng số tiền này có thể dùng cho việc đầu tư công, điều này cho thấy việc giải ngân đầu tư công có thể tăng trong thời gian tới, giúp hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng kinh tế. Việc này gợi nhớ đến giai đoạn COVID, khi chính phủ bơm tiền vào thị trường để hỗ trợ nền kinh tế và chúng ta thấy tiền gửi và vay của Chính phủ và NHNN tại các ngân hàng TMCP Nhà nước cũng sụt giảm nhanh chóng tương tự trong giai đoạn đó (biểu đồ 19 bên dưới).

Biểu đồ 19: Tỷ lệ tiền gửi và vay của Chính phủ và NHNN/Tổng nợ phải trả (%)

Nguồn: Dữ liệu các Ngân hàng, Yuanta Việt Nam

2. Nhập khẩu bắt đầu cải thiện

Nhập khẩu yếu trong 1H23 do hoạt động kinh tế trong nước và quốc tế suy giảm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy nhập khẩu được cải thiện vào tháng 07/2023, tăng +4% QoQ và -10% YoY so với mức giảm trung bình -20% YoY trong ba tháng trước đó. Những số liệu này cho thấy nền kinh tế vẫn còn yếu những ít ra đã có dấu hiệu phục hồi.

Biểu đồ 20: Nhập khẩu có dấu hiệu cải thiện

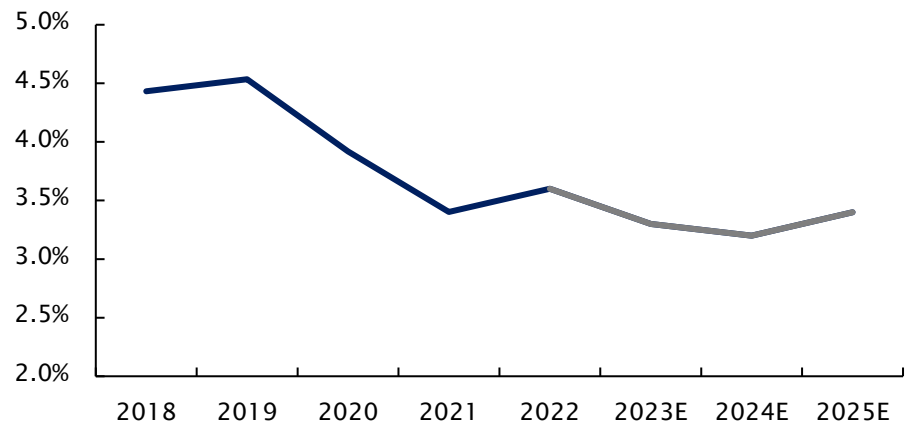
Nguồn: GSO, Yuanta Việt Nam

Cắt giảm lãi suất điều hành và tác động đến NIM

Chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn của các ngân hàng sẽ giảm từ Q3/2023 trở đi sau 4 lần cắt giảm lãi suất điều hành của NHNN trong năm 2023. Tuy nhiên, lãi suất cho vay cũng sẽ giảm theo, và thậm chí còn giảm nhanh hơn lãi suất huy động theo chủ trương của NHNN để hỗ trợ nền kinh tế. Do đó, chúng tôi cho rằng NIM toàn ngành sẽ giảm nhẹ trong năm 2023.

Chúng tôi dự báo tiền gửi CASA sẽ tăng trở lại do lãi suất tiền gửi kì hạn thấp hơn sẽ làm giảm sức hấp dẫn của tiền gửi có kì hạn. Việc tăng tỷ lệ CASA đặc biệt tại các NH đang có tỷ lệ CASA cao (ví dụ: MBB: 37% và VCB: 30%) giúp giảm chi phí huy động vốn của các ngân hàng, điều này sẽ có tác động tích cực/hoặc ít nhất là giảm tác động tiêu cực đến NIM trong 2H23.

Biểu đồ 22: Chi Phí Huy Động Vốn Của Ngân Hàng



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

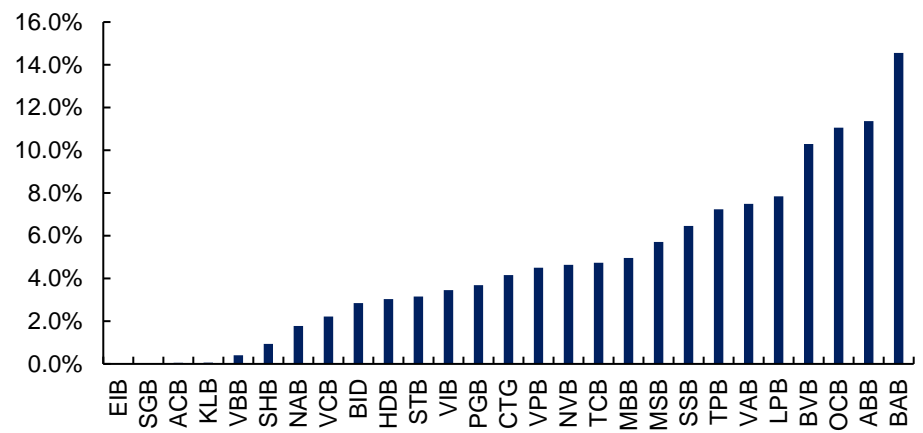
* Lưu ý: Chúng tôi tính toán chi phí huy động vốn (Chi phí lãi vay và các chi phí tương tự/Tổng nợ phải trả) dựa trên dữ liệu tổng hợp của 27 ngân hàng niêm yết từ FiinPro.

Lãi suất giảm sẽ làm tăng lợi nhuận từ trái phiếu Chính phủ (bao gồm TPCP kinh doanh và TPCP sẵn sàng để bán).

Do mối quan hệ nghịch chiều, giá trái phiếu tăng khi lãi suất giảm. Do đó, các ngân hàng có tỷ lệ đầu tư cao vào trái phiếu chính phủ trong khoản mục chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán (AFS) sẽ ghi nhận lợi nhuận thực hiện/chưa thực hiện (realized/unrealized gains) trong 2H23.

Trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi, MBB và VPB có tỷ lệ đầu tư cao vào trái phiếu chính phủ trong trong khoản mục chứng khoán kinh doanh & sẵn sàng để bán, trong đó của MBB chiếm 5,0% tổng tài sản, và của VPB chiếm 4,5% tổng tài sản tại thời điểm cuối Q2/2023.

Biểu đồ 23: TPCP (kinh doanh và AFS) trên tổng tài sản tại cuối Q2/2023.



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Mô hình Cox-Ingersoll-Ross (CIR). Chúng tôi sử dụng mô hình CIR để ước tính sự thay đổi của lãi suất trong 1 năm tới. Dưới đây là công thức của mô hình CIR:

$$dr_t = a(b - r_t) dt + \sigma\sqrt{r_t} dW_t$$

where:

r_t = Instantaneous interest rate at time t

a = Rate of mean reversion

b = Mean of the interest rate

W_t = Wiener process (random variable modeling the market risk factor)

σ = Standard deviation of the interest rate (measure of volatility)

Dữ liệu chúng tôi dùng để phân tích là lãi suất tiền gửi kỳ hạn 6-12 tháng tại các ngân hàng TMCP Nhà nước từ năm 2008-2023 (nguồn: FiinPro). Dựa trên dữ liệu quá khứ, chúng tôi tính toán lãi suất trung bình (b) là 0,0738 (hoặc 7,38%), tốc độ lãi suất tiến về mức trung bình (a) là 0,0234, độ biến động (sigma) là 0,02 và lãi suất hiện tại (r_t) là 0,063 tại ngày 16/8/2023 (hay 6,3% - là lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tại

các ngân hàng TMCP Nhà nước). Sau đó, chúng tôi chạy mô phỏng Monte Carlo 50.000 lần để ước tính lãi suất trong 12 tháng tới. Kết quả như sau:

Lãi suất dự báo trong một năm tới là 6,029%, với độ lệch chuẩn là 0,0006%. Giới hạn dưới với độ tin cậy 95% là 6,028% và giới hạn trên với độ tin cậy 95% là 6,031%.

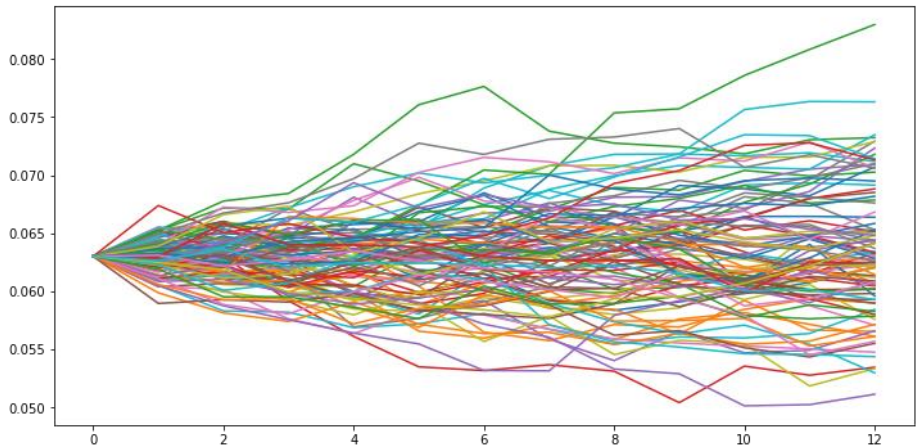
Chúng tôi cho rằng kết quả này là hợp lý và phù hợp với dự báo của chúng tôi rằng NHNN có thể tiếp tục giảm lãi suất điều hành thêm -50 điểm cơ bản vào cuối năm 2023E hoặc đầu năm 2024E. Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng hiện tại tại 4 ngân hàng TMCP Nhà nước là 6,3% (16/8/2023).

Do đó, nếu NHNN ban hành mức giảm lãi suất điều hành thêm -50 điểm cơ bản, chúng tôi dự báo 4 ngân hàng TMCP Nhà nước sẽ điều chỉnh lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng xuống 6,0%/năm hoặc thấp hơn. Mức điều chỉnh này phù hợp với kết quả ước tính thu được từ mô hình Cox-Ingersoll-Ross đã thảo luận ở trên.

** Lưu ý: trên thực tế, các NHTMCP Nhà nước đã giảm lãi suất tiền gửi kì hạn 12 tháng xuống chỉ còn 5.8% (-50bps) trong ngày 23/08/2023, sau khi báo cáo gốc bằng tiếng Anh của chúng tôi được phát hành vào ngày 16/8/2023.*

Biểu đồ dưới đây cho thấy các kịch bản lãi suất khác nhau trong 1 năm tới. Chúng tôi đã chạy mô phỏng Monte Carlo 50.000 lần nhưng chúng tôi chỉ hiển thị 100 kịch bản trong biểu đồ bên dưới để dễ quan sát.

Biểu đồ 24: Mô hình CIR ước tính lãi suất trong 1 năm tới



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Các chỉ số chính ngành Ngân hàng

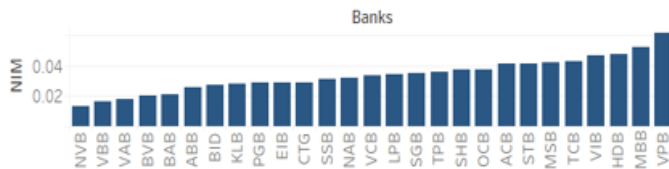
A/E Leverage



CASA Ratio



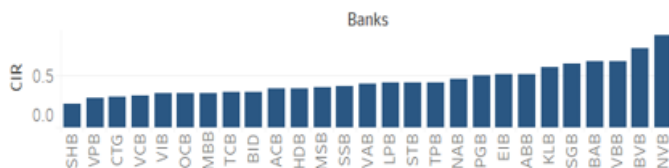
NIM



ROE ROA



CIR



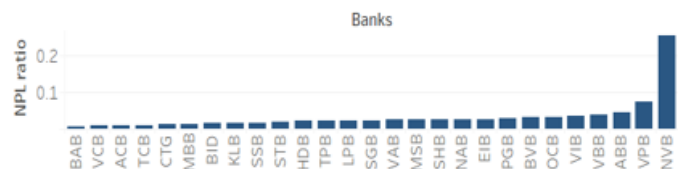
Credit cost



LLR



NPL



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam
 * Dữ liệu được lấy tại thời điểm cuối Q2/2023

Thị phần tài sản:

BID 16.00%	MBB 6.07%	VPB 5.57%	TCB 5.51%	ACB 4.75%	
CTG 14.00%	STB 4.68%	VIB 2.85%	LPB 2.64%	TPB 2.59%	
VCB 12.83%	SHB 4.40%	MSB 1.79%	EIB 1.43%	VBB 0.87%	
	HDB 3.64%	OCB 1.59%	ABB 1.16%	KLB 0.65%	
		NAB 1.51%	BAB 1.02%	BVB 0.62%	NVB 0.64%

Thị phần cho vay:

BID 17.91%	MBB 5.70%	VPB 5.37%	TCB 5.13%	STB 5.06%					
CTG 14.94%	ACB 4.77%	LPB 2.79%	VIB 2.58%	TPB 1.95%	SSB 1.78%				
VCB 12.95%	SHB 4.48%	MSB 1.50%	OCB 1.40%	VBB 0.75%	VAB 0.73%				
		EIB 1.45%	BAB 1.06%	BVB 0.59%	NVB				
	HDB 3.16%	NAB 1.42%	ABB 0.92%	KLB 0.53%					

Thị phần tiền gửi:

BID 17.25%	STB 5.60%	MBB 5.30%	ACB 4.83%	SHB 4.57%					
VCB 14.81%	VPB 4.33%	LPB 2.50%	VIB 2.29%	TPB 2.22%	EIB 1.72%				
	CTG 14.62%	TCB 4.26%	NAB 1.62%	OCB 1.23%	BAB 1.18%	ABB 0.98%			
MSB 1.41%			VAB 0.94%	NVB 0.79%	BVB 0.56%				
HDB 3.46%		SSB 1.38%	VBB 0.90%	KLB 0.68%					

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

***Lưu ý:** Dữ liệu được lấy tại thời điểm cuối Q2/2023 dựa trên 27 ngân hàng niêm yết (không bao gồm các ngân hàng lớn chưa niêm yết như Agribank hay SCB).

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng: Các thống kê chính

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng phục hồi từ đầu năm 2023, đặc biệt sau các đợt cắt giảm lãi suất điều hành của NHNN vào tháng [03](#), [04](#), [05](#), [06](#)

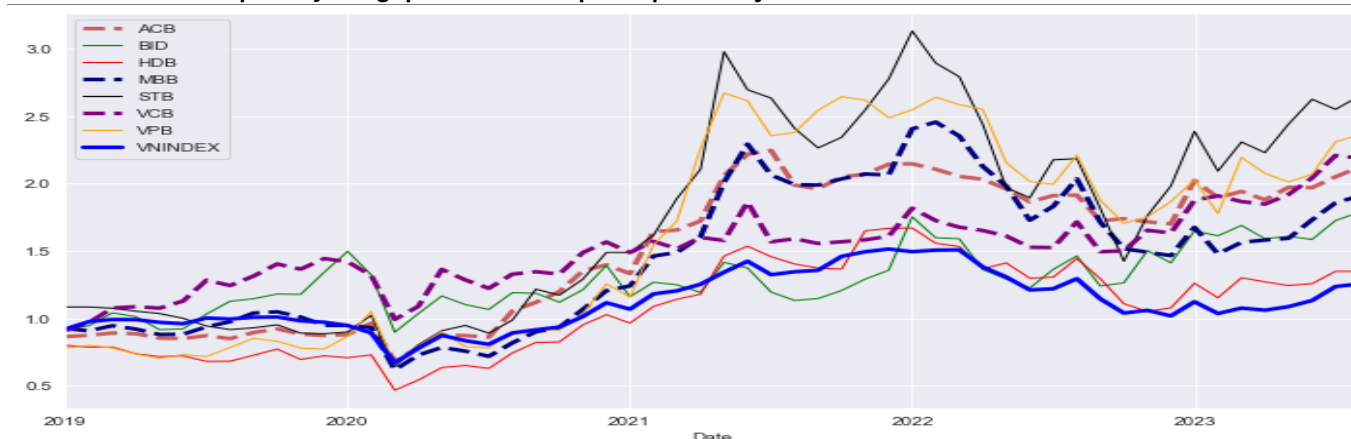
Biểu đồ 25: Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng kể từ năm 2021



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Hầu hết các cổ phiếu ngành ngân hàng trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi đều có lợi nhuận tích lũy cao hơn VNINDEX trong khoảng thời gian từ tháng 01/2019 đến tháng 08/2023.

Biểu đồ 26: Danh mục khuyến nghị của Yuanta _Lợi nhuận tích lũy so với VNINDEX từ 01/2019 đến 08/2023



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

ACB (đường màu tím) và VCB (đường màu xanh lá cây) có mức giảm (drawdown) thấp hơn so với VNINDEX (đường màu xanh đứt khúc) và các cổ phiếu ngân hàng khác trong giai đoạn đầy biến động như năm 2020 hoặc 2022.

Biểu đồ 27: Danh mục khuyến nghị của Yuanta _Mức giảm hàng tháng so với VNINDEX từ 01/2019 đến 08/2023



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Định giá ngành ngân hàng

Giá cổ phiếu ngành ngân hàng vẫn đang giao dịch dưới mức trung bình lịch sử giai đoạn 2013-2023 trên cả hai chỉ số P/E và P/B. Do đó, chúng tôi tin rằng cổ phiếu ngành ngân hàng vẫn còn tiềm năng tăng giá trong 6-12 tháng tới, mặc dù đã có mức tăng vượt trội so với Index kể từ đầu năm.

Biểu đồ 28: P/E lịch sử của ngành ngân hàng



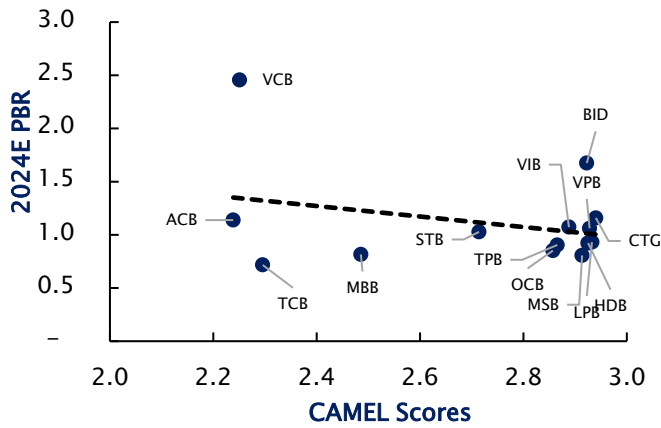
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 29: P/B lịch sử của ngành ngân hàng



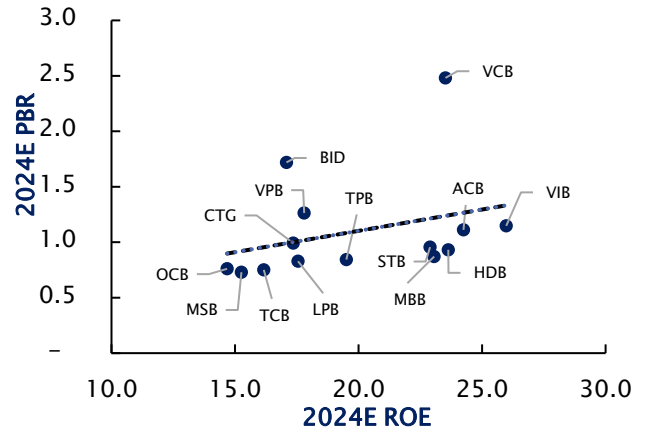
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 30: 2024E PB vs. điểm CAMEL



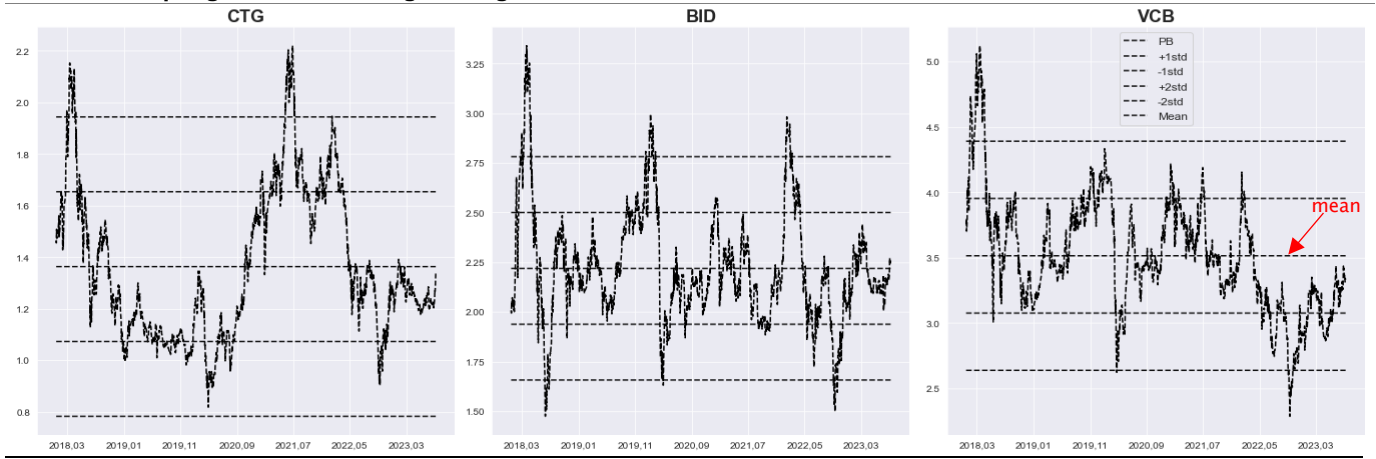
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 31: 2024E PB vs. ROE



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 32: Định giá P/B của các ngân hàng có vốn nhà nước



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 33: Định giá P/B của các ngân hàng thương mại tư nhân



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

MUA

Mức tăng/(giảm) giá MT +24%
 Đóng cửa: 16/08/2023
 Giá 22.900 đồng
 Giá mục tiêu 12T 28.510 đồng

Tiêu điểm

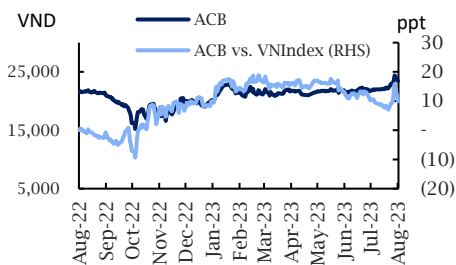
- ▶ Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E và giảm tỷ lệ chiết khấu khi lãi suất phi rủi ro giảm.
- ▶ Chúng tôi tăng giá định tăng trưởng cho vay thêm +1 điểm phần trăm so với dự báo trước đây của chúng tôi cho năm 2024E
- ▶ Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận -3% cho năm 2023E nhưng tăng +3% cho năm 2024E

Quan điểm

- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA.** ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E đạt 1,0x, cao hơn một chút so với trung vị ngành là 0,9x.
- ▶ Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành và mức giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,3x.
- ▶ **Chất lượng tài sản vững chắc** và không sở hữu trái phiếu doanh nghiệp nào.

Tổng quan doanh nghiệp: ACB là một trong số các ngân hàng có nền tảng cơ bản vững chắc nhất tại Việt Nam, với hệ số vốn và chất lượng tài sản tốt. ACB không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Ngân hàng thường xuyên đạt được thứ hạng cao trong bảng xếp hạng theo mô hình CAMEL của chúng tôi. ACB chủ yếu tập trung vào mảng bán lẻ, với 93% tổng cho vay là dành cho khách hàng cá nhân và 82% là tiền gửi từ người tiêu dùng tính đến thời điểm cuối Q2/2023. Nguồn vốn dồi dào với hệ số CAR và vốn cấp 1 là 12,8% tính đến thời điểm cuối Q2/2023.

Tương quan giá cổ phiếu và VNIndex



Ngân hàng Á Châu (ACB)

Ngân hàng với chiến lược quản lý rủi ro thận trọng

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng tín dụng xuống 13% từ mức 14% cho năm 2023E. Tăng trưởng tín dụng ảm đạm trong 1H23 do nền kinh tế yếu kém và lãi suất cao, nhưng chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi trong 2H23 và 2024E (+15% YoY) nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng và kỳ vọng vào việc nền kinh tế sẽ phục hồi.

Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng sẽ đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+19x YoY) cho năm 2023E do nợ xấu tăng và 1,2 nghìn tỷ đồng (-9% YoY) cho năm 2024E. Nhìn chung, rủi ro về chất lượng tài sản đối với ACB tương đối thấp do không sở hữu trái phiếu doanh nghiệp, tỷ lệ nợ xấu thấp và chiến lược thận trọng (98% khoản vay của ACB được đảm bảo với tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản (LTV) chỉ 54%). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo tăng trích lập dự phòng để ứng phó với ảnh hưởng gián tiếp từ ngành bất động sản đến danh mục cho vay của ACB.

Dự báo PATMI của chúng tôi là 15,6 nghìn tỷ đồng (+14% YoY) trong năm 2023E và 19,0 nghìn tỷ đồng (+24% YoY) trong năm 2024E.

Yuanta vs. các bên. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi hiện cao hơn 11% so với các bên cho năm 2024E, có thể là do dự báo tăng trưởng tín dụng cao hơn và giả định chi phí huy động vốn thấp hơn.

Chất lượng tài sản vững chắc. Tỷ lệ nợ xấu của ACB tương đối thấp ở mức 1,06% với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) là 108% tạo thời điểm cuối Q2/2023. Đáng chú ý, ACB không có rủi ro đối với trái phiếu doanh nghiệp.

Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành nhờ vào KQHĐKD hiệu quả và chất lượng tài sản vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2023E sẽ đạt 24%, so với trung vị ngành là 20%.

Duy trì khuyến nghị MUA. ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2023E/24E đạt 1,2x/1,0x, cao hơn một chút so với trung vị ngành là 1,1x/0,9x. Giá mục tiêu mới của chúng tôi đạt 28.510 đồng, tương ứng với P/B 2024E là 1,3x và mức sinh lời trong 12 tháng là 28% (bao gồm cổ tức).

Rủi ro: Nợ xấu tăng và tăng trưởng tín dụng giảm là những rủi ro giảm giá chính. **Tiềm năng tăng giá** bao gồm tăng trưởng cho vay cao hơn và chi phí dự phòng thấp hơn mức chúng tôi đang dự báo hiện tại. Một yếu tố hỗ trợ giá khác là lãi suất tiếp tục giảm, tuy nhiên điều này sẽ có tác động tích cực cho tất cả các cổ phiếu chứ không chỉ riêng ACB.

Vốn hóa thị trường	3,8 tỷ USD
Giá trị giao dịch BQ 6T	8,9 triệu USD
SLCP đang lưu hành	3.884 Triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	85,0%
Sở hữu nước ngoài	30,0%
Cổ đông lớn	28,1%
TS/VCSH 2024E (x)	9,1x
P/E 2024E (x)	4,7x
P/B 2024E (x)	1,0x
Room ngoại còn lại	0,0%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	4,0%

Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Year to Dec	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	4,26%	4,20%	4,43%	4,55%
Tăng trưởng TN phí (%)	22%	11%	26%	19%
CIR	42%	39%	38%	37%
Tăng trưởng PPOP (%)	7%	21%	22%	18%
Thu nhập ròng (tỷ đồng)	13.688	15.611	19.361	22.852
ROAA	2,41%	2,40%	2,64%	2,76%
ROAE (điều chỉnh)	26,2%	23,9%	24,4%	23,7%
PE (x)	5,7	5,8	4,7	4,0
PB (x)	1,3	1,3	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	4,4%	4,4%	4,4%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tấnh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

ACB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	6,5	6,5	5,7	5,8	4,7	4,0
PEG	(0,4)	(12,8)	0,1	(4,8)	0,2	0,2
ROAA (%)	1,86%	1,98%	2,41%	2,40%	2,64%	2,76%
Adj. ROAE (%)	24,0%	23,5%	26,2%	23,9%	24,4%	23,7%
PBR (x)	1,4	1,4	1,3	1,3	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	4,4%	4,4%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tóm tắt KQKD Q2/2023 của ACB [\(link\)](#)

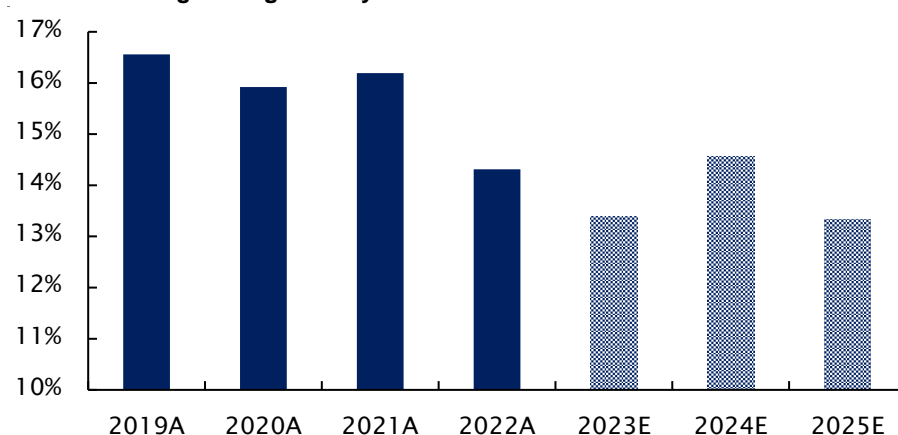
ACB	Q2/2023	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	6.246	0%	11%
TN phí ròng (tỷ đồng)	804	28%	-19%
Thu nhập hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	7.861	7%	20%
Chi phí HĐ (tỷ đồng)	2.485	-1%	9%
Dự phòng (tỷ đồng)	706	176%	-364%
PATMI (tỷ đồng)	3.866	-7%	-2%
NPL (%)	1,06%	9bps	31bps
LLR (%)	108%	-9ppt	-77ppt
CASA (%)	20,9%	70bps	-4,2ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng cho vay xuống 13% từ mức 14% cho năm 2023E. Tăng trưởng tín dụng chậm ở mức 4,9% YTD do nền kinh tế yếu kém và lãi suất cao trong 1H23, nhưng chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi trong 2H23 và 2024 nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng và kỳ vọng vào việc nền kinh tế sẽ phục hồi.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay của ACB sẽ đạt 13% trong năm 2023E và 15% trong năm 2024E. Tuy nhiên, tăng trưởng tín dụng của ACB có thể cao hơn nhờ chất lượng tài sản vững chắc và tỷ lệ LDR thấp ở mức 79% tại thời điểm cuối Q2/2023, điều này có thể dẫn đến tiềm năng tăng lợi nhuận cao hơn so với dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của ACB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận

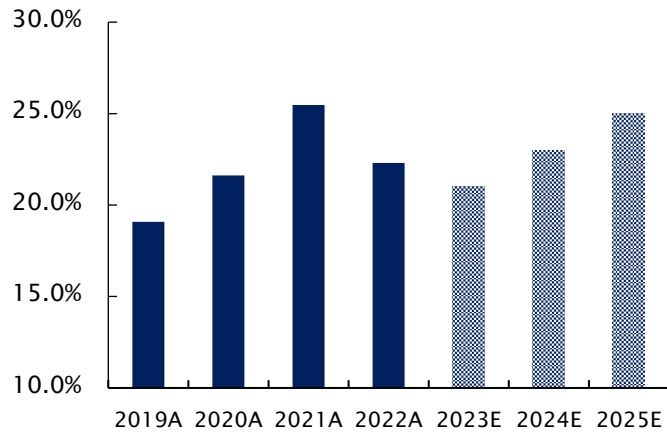
Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	18.780	18.879	18.977	19.076	19.174	19.273	19.371
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-1,5%	-1,0%	-0,5%		0,5%	1,0%	1,5%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 4,20% trong năm 2023E (-5 điểm cơ bản YoY) và đạt 4,43% trong năm 2024E (+23 điểm cơ bản YoY). Chúng tôi tin rằng việc cắt giảm lãi suất điều hành gần đây sẽ có tác động tiêu cực nhẹ đến NIM của ngành ngân hàng vì các ngân hàng (bao gồm cả ACB) có thể sẽ theo chỉ đạo của NHNN trong việc cắt giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ người đi vay và nền kinh tế trong 2H23 và thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NIM của ACB sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian tới nhờ tập trung vào cho vay bán lẻ, với 94% tổng dư nợ cho vay là khách hàng cá nhân.

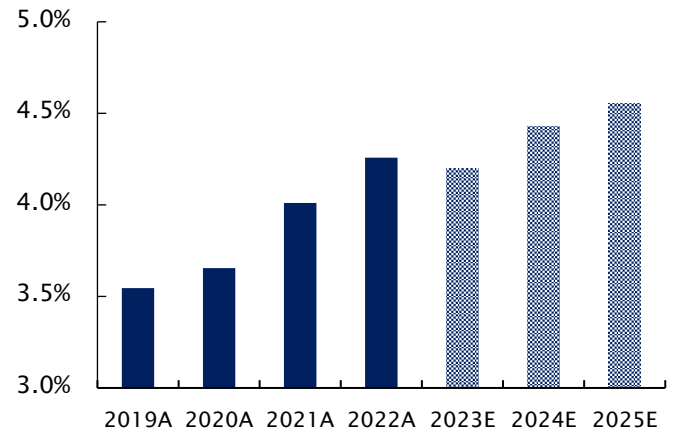
Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ lệ CASA của các ngân hàng sẽ phục hồi trong 2H23-2024, điều này sẽ giúp giảm chi phí huy động vốn. Tỷ lệ CASA của ACB là 20,9% (+70 điểm cơ bản QoQ/-4,2 điểm phần trăm YoY) tại thời điểm cuối Q2/2023. Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA của ACB sẽ đạt 21% trong năm 2023E và 23% trong năm 2024E.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ CASA của ACB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

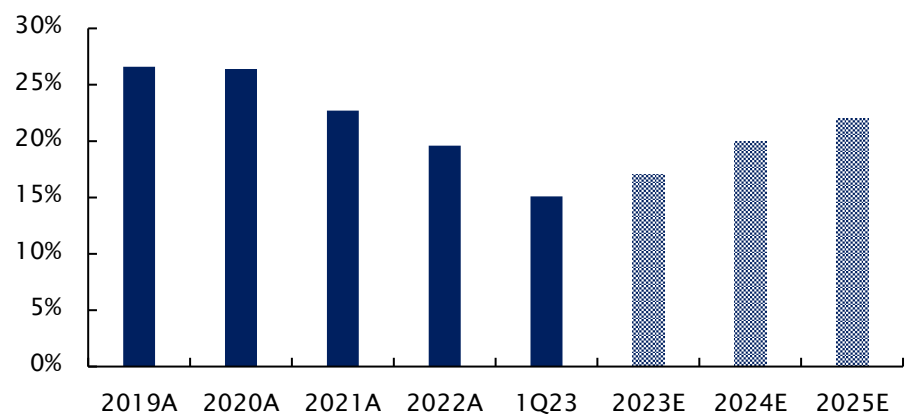
Biểu đồ 3: NIM của ACB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

ACB cũng có dự địa để cải thiện NIM bằng cách tăng tỷ lệ Nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn nhưng còn tùy thuộc vào chiến lược của ACB. Tỷ lệ này có xu hướng giảm kể từ năm 2019 và chỉ ở mức 19,2% tại thời điểm cuối Q2/2023, thấp hơn nhiều so với yêu cầu của NHNN là 34,0%, phản ánh chiến lược thận trọng trong quản lý rủi ro của ACB.

Biểu đồ 4: Nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của ACB



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng trích lập dự phòng sẽ tăng **19x YoY** trong cả năm 2023 so với mức nền thấp của năm 2022. Chúng tôi cho rằng ngân hàng nên tăng trích lập dự phòng trong năm 2023 để ứng phó với tác động gián tiếp từ thị trường bất động sản. Trong năm 2024, chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng ở mức 1,2 nghìn tỷ đồng (-9% YoY).

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận

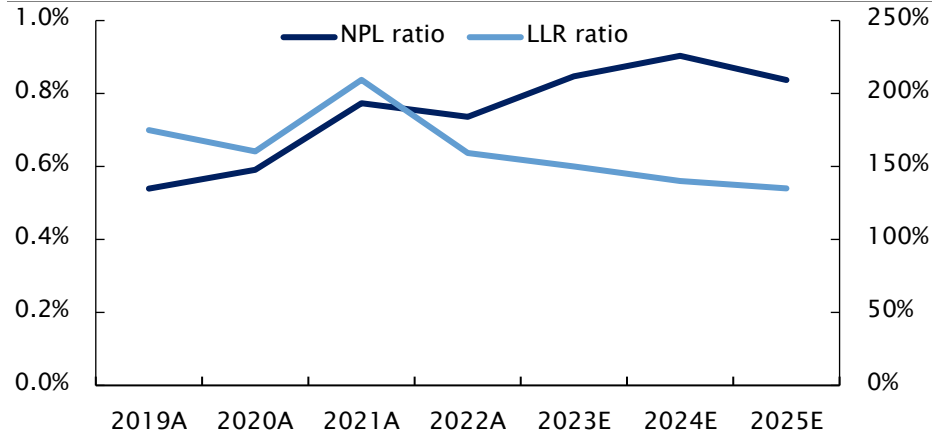
Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024E	(1.587)	(1.465)	(1.343)	(1.221)	(1.098)	(976)	(854)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	18.787	18.883	18.980	19.076	19.172	19.268	19.364
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-1,5%	-1,0%	-0,5%		0,5%	1,0%	1,5%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chất lượng tài sản

Chất lượng tài sản của ACB thuộc hạng tốt nhất trong hệ thống các Ngân hàng ở Việt Nam. Tỷ lệ nợ xấu của ACB tương đối thấp ở mức 1,06% với tỷ lệ LLR là 108% tại thời điểm cuối Q2/2023. Đặc biệt, ACB không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp, giúp Ngân hàng tránh được tác động từ rủi ro của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Hơn nữa, 98% khoản vay của ACB được đảm bảo với tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản (LTV) chỉ 54%, giúp Ngân hàng giảm thiểu sự suy giảm chất lượng tài sản.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ nợ xấu và LLR của ACB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Phân tích lợi nhuận HDKD/ Tổng tài sản (OROA) của ACB

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	3,55%	3,55%	3,65%	4,01%	4,26%	4,20%	4,43%	4,55%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	84,8%	83,0%	81,5%	80,9%	84,7%	81,8%	81,2%	81,2%
Chi phí/ thu nhập (CIR)	54,9%	56,9%	42,6%	35,1%	41,7%	39,4%	38,3%	37,4%
Lợi nhuận trước dự phòng / Tổng tài sản	1,79%	1,76%	2,48%	3,13%	2,85%	3,03%	3,28%	3,43%
Dự phòng/ Tổng tài sản	0,30%	0,08%	0,23%	0,69%	0,01%	0,21%	0,17%	0,16%
Lợi nhuận HDKD / tổng tài sản (OROA)	1,58%	1,76%	2,34%	2,53%	2,92%	2,90%	3,20%	3,35%
Đòn bẩy (x)	15,7	13,8	12,5	11,8	10,4	9,8	9,1	8,4
Lợi nhuận HDKD / vốn chủ sở hữu	24,8%	24,4%	29,4%	29,7%	30,3%	28,5%	29,0%	28,2%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

ACB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E đạt 1,0x, cao hơn một chút so với trung vị ngành. Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành nhờ vào kết quả HDKD hiệu quả và chất lượng tài sản vững chắc như đã thảo luận ở trên. Chúng tôi kỳ vọng ROE năm 2024E sẽ đạt 24%, cao hơn đáng kể so với ROE trung bình ngành là 20% (nguồn: Bloomberg).

P/B của ACB ở mức -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình, chúng tôi cho rằng đây là mức hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Biểu đồ 6: ACB hiện đang giao dịch ở mức -1 lần độ lệch chuẩn dưới mức TB



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

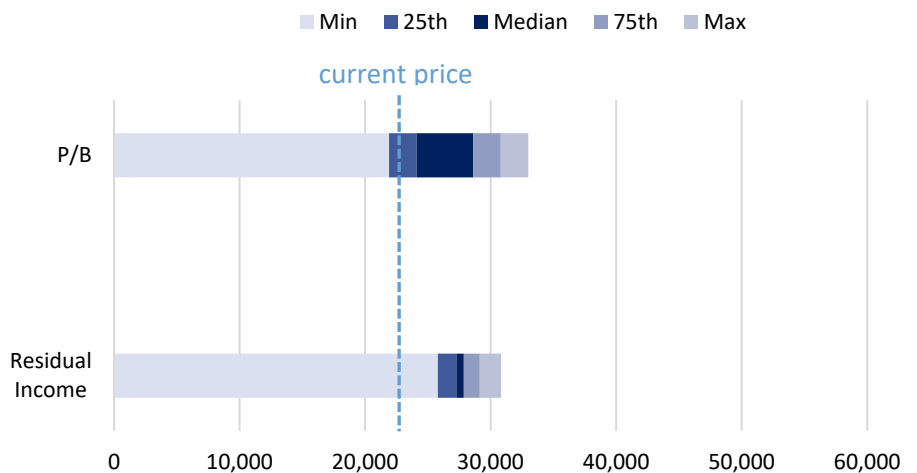
Chúng tôi tăng giá mục tiêu cho ACB +22% lên 28.510 đồng để phản ánh việc tỷ lệ chiết khấu giảm và dự báo lợi nhuận tăng cho năm 2024E. NHNN đã cắt giảm lãi suất điều hành tổng cộng -1,5 điểm phần trăm tính đến cuối tháng 08/2023 so với tháng 10/2022.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,3x và mức sinh lời trong 12 tháng là 28% (bao gồm cổ tức), chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý nhờ vào nền tảng cơ bản vững chắc của ngân hàng.

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	28.422	75,0%	21.317
P/B (trung vị ngành)	28.801	25,0%	7.200
Giá trị hợp lý ước tính			28.517

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá của ACB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn:	Cost of Equity:						
	14,0%	14,5%	15,0%	15,4%	15,7%	16,2%	16,7%
16,0%	42.486	38.391	34.838	32.100	30.395	27.822	25.541
15,5%	41.169	37.230	33.811	31.175	29.532	27.052	24.853
15,0%	39.857	36.074	32.789	30.253	28.673	26.286	24.167
14,5%	38.550	34.923	31.770	29.336	27.817	25.523	23.484
14,0%	37.250	33.777	30.756	28.422	26.966	24.763	22.804
13,5%	35.954	32.636	29.747	27.513	26.117	24.006	22.127
13,0%	34.665	31.500	28.742	26.607	25.273	23.252	21.453
12,5%	33.381	30.368	27.741	25.705	24.432	22.502	20.781
12,0%	32.102	29.242	26.744	24.807	23.594	21.755	20.113

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	14,986	17,144
Dự báo của Yuanta	15,381	19,076
<i>% chênh lệch</i>	2.6%	11.3%
Mức cao nhất của các bên	16,068	18,759
Mức thấp nhất của các bên	12,670	13,523
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	3,882	4,463
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3,960	4,911
<i>% chênh lệch</i>	2.0%	10.0%
Mức cao nhất của các bên	4,465	5,074
Mức thấp nhất của các bên	3,225	3,440

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & Balances at SBV	22,118	23,179	26,295	29,839
Loans to banks	85,971	102,348	105,678	119,922
Investment securities	76,666	87,420	99,171	112,538
Invest. Associates	247	274	311	353
Gross Loans:	413,706	469,105	537,411	609,017
(-) Specific Provisions:	(1,779)	(2,502)	(2,834)	(2,391)
(-) General Provisions:	(3,071)	(3,459)	(3,963)	(4,491)
Total provisions:	(4,850)	(5,961)	(6,797)	(6,882)
Net Loans:	408,857	463,143	530,614	602,135
Fixed Tangible asset:	2,850	3,024	3,210	3,407
Intangible Assets:	1,132	1,132	1,132	1,132
Real estate investment	177	177	177	177
Accrued interests:	4,090	4,090	4,090	4,090
Deferred tax:	64	64	64	64
Other Assets:	5,704	5,704	5,704	5,704
Total Assets:	607,875	690,555	776,445	879,360
Deposits:	413,953	459,609	521,391	591,669
Due to SBV:	506	574	657	745
Due to Banks:	67,841	62,852	72,004	81,598
Subordinated notes	44,304	57,596	57,596	57,596
Other Liabilities:	22,833	39,482	39,163	43,488
Total Liabilities:	549,437	620,113	690,812	775,096
Capital & Premium:	34,046	39,112	39,112	39,112
Reserves:	9,220	9,220	9,220	9,220
Treasury Shares	-	-	-	-
Retained Earnings:	15,172	22,110	37,301	55,932
Minorities Interest:	-	-	-	-
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	-	-	-	-
Total Equity:	58,438	70,442	85,634	104,265
Total Liabilities & Equity:	607,875	690,555	776,445	879,360

Profit and Loss

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Net Interest income	23,534	26,528	31,674	36,830
Net Fee Income	3,526	3,903	4,903	5,814
Other Non-ll	741	2,006	2,410	2,730
Total Non-ll	4,267	5,909	7,313	8,544
TOI	27,800	32,437	38,987	45,373
Total expenses	(11,605)	(12,780)	(14,919)	(16,988)
PPOP:	16,195	19,657	24,069	28,385
Gross Provisions:	(71)	(1,347)	(1,221)	(1,353)
NPL Recoveries:	990	1,204	1,353	1,533
Net Provisions:	919	(143)	133	180
Pre-Tax Income:	17,114	19,514	24,202	28,565
(-) Income Tax:	(3,426)	(3,903)	(4,840)	(5,713)
Net Income	13,688	15,611	19,361	22,852
(-) Minority Interest	-	-	-	-
(-) Others	(150)	(230)	(286)	(337)
Adj. Net Income	13,538	15,381	19,076	22,515
Diluted EPS		3,960	4,911	5,797

Financial Ratios	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	30%	24%	13%	19%	16%	15%	15%
Fee Income	71%	22%	11%	26%	19%	17%	17%
Other NII	-1%	-53%	171%	20%	13%	13%	12%
Operating costs	8%	41%	10%	17%	14%	13%	13%
Gross Provision	254%	-98%	1802%	-9%	11%	10%	9%
Preprovision profit	48%	7%	21%	22%	18%	17%	16%
Adjusted Net profit	25%	43%	14%	24%	18%	17%	16%
Assets	19%	15%	14%	12%	13%	13%	12%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	98%	97%	97%	98%	98%	98%	98%
Average Returns on Earnings Assets	2.00%	2.45%	2.44%	2.67%	2.78%	2.88%	2.97%
LOAN ANALYSIS							
Loan growth (% YoY)	16%	14%	13%	15%	13%	13%	12%
Net Loans to Interest Earnings Assets	69%	69%	69%	70%	70%	70%	70%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	8%	9%	11%	13%	13%	13%	12%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	82%	79%	79%	80%	81%	82%	82%
LIQUIDITY							
Pure LDR	94%	99%	101%	102%	102%	102%	102%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	2,799	3,045	3,974	4,855	5,098	5,482	6,154
NPL ratio	0.77%	0.74%	0.85%	0.90%	0.84%	0.80%	0.80%
General Provisions to Gross loans	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
Loan loss coverage ratio	209%	159%	150%	140%	135%	130%	130%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average IEA	7.14%	7.36%	7.34%	7.09%	7.31%	7.48%	7.65%
Int. rate paid on Average IBL	3.42%	3.46%	3.59%	3.09%	3.22%	3.34%	3.45%
Interest rate spread	3.72%	3.90%	3.76%	4.00%	4.09%	4.14%	4.19%
NIM	4.01%	4.26%	4.20%	4.43%	4.55%	4.65%	4.75%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	12%	13%	12%	13%	12.8%	13.0%	13.2%
Other Non Interest income to total Income	7%	3%	6%	6%	6.0%	5.9%	5.7%
OPERATING EFFICIENCY							
Cost to income ratio	35%	40%	38%	37%	36%	36%	35%
Adj. Cost to income ratio	35%	42%	39%	38%	37%	37%	36%
CREDIT COSTS							
Provisioning / avg. loans	0.99%	0.02%	0.31%	0.24%	0.24%	0.23%	0.22%
PROFITABILITY							
Pre provision ROA	3.13%	2.85%	3.03%	3.28%	3.43%	3.55%	3.66%
Pre provision ROE	37.8%	31.3%	30.5%	30.8%	29.9%	28.8%	27.8%
ROAA	1.98%	2.41%	2.40%	2.64%	2.76%	2.86%	2.95%
Adj. ROAE	23.5%	26.2%	23.9%	24.4%	23.7%	22.9%	22.0%
Dividend payout ratio	0%	0%	25%	25%	20%	21%	22%
Dividend Yield	0.0%	0.0%	4.4%	4.4%	4.4%	5.2%	6.6%
VALUATIONS							
PER (x)	8.2x	5.7x	5.8x	4.7x	4.0x	3.4x	2.9x
PBR (x)	1.4x	1.3x	1.3x	1.0x	0.9x	0.7x	0.6x

Ngân Hàng Quân Đội (MBB)

MUA

Giá mục tiêu tăng	+33%
Đóng cửa ngày	16/08/2023
Giá	19,000 đồng
Mục tiêu 12T	25,260 đồng

Tiêu điểm

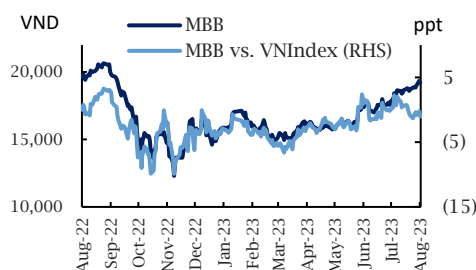
- ▶ **Chúng tôi tăng giá mục tiêu +16%** nhờ tỷ lệ chiết khấu giảm và chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E.
- ▶ **Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng tín dụng -1 điểm phần trăm xuống 18% cho năm 2023E.**
- ▶ **Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng +31%/24% cho năm 2023E/2024E.**
- ▶ **Chúng tôi điều chỉnh giảm lợi nhuận -5% cho năm 2023E, nhưng +1% cho năm 2024E.**

Quan điểm

- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA.** Định giá hấp dẫn. MBB đang giao dịch tương ứng với P/B 2023/2024E là 1,1x/0,9x, tương đương với trung vị ngành.
- ▶ **Tỷ lệ CASA cao** sẽ giúp MBB duy trì tỷ lệ NIM cao.
- ▶ **Rủi ro:** Tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp ở mức cao. Tuy khó khăn vẫn còn, nhưng giá cổ phiếu của MBB sẽ được hưởng lợi nếu có bất kỳ tiến triển tích cực đối với trái phiếu doanh nghiệp và ngành bất động sản.

Tổng quan doanh nghiệp: MBB là một trong những ngân hàng có lượng tiền gửi không kì hạn cao nhất trong số các ngân hàng tại Việt Nam với tỷ lệ CASA Q2/2023 đạt 37%, cao hơn rất nhiều so với trung vị ngành là 12%. Cho vay bán lẻ (chiếm 47% tổng dư nợ của MBB tại thời điểm cuối Q2/2023) và cho vay doanh nghiệp thuộc khu vực tư nhân (cũng chiếm 47% tổng dư nợ tại thời điểm cuối Q2/2023) là những động lực chính giúp thúc đẩy tăng trưởng cho vay của Ngân hàng. Trái phiếu doanh nghiệp chiếm 5,3% tổng tài sản tại thời điểm cuối Q2/2023.

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa thị trường	4,2 tỷ USD
GTGD BQ6T	8,3 triệu USD
SLCP đang lưu hành	5.214 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	55%
Sở hữu nước ngoài	23,2%
Cổ đông lớn	61,6%
TS/VCSH năm 2024E (x)	8,2x
P/E 2024E (x)	4,1x
P/B 2024E (x)	0,9x
Room ngoại còn lại	0,0%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	2,7%

Nguồn: FiinPro, (*) Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	5,66%	5,60%	5,74%	5,67%
Tăng trưởng TN phí (%)	-5%	12%	30%	30%
CIR	32%	33%	32%	31%
Tăng trưởng PPOP (%)	34%	18%	22%	17%
Thu nhập ròng (tỷ đồng)	16.482	18.896	23.793	27.733
ROAA	2,72%	2,65%	2,87%	2,90%
ROAE (điều chỉnh)	24,3%	22,4%	23,1%	22,0%
PE (x)	5,2	5,2	4,1	3,5
PB (x)	1,1	1,1	0,9	0,7
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	2,7%	2,7%	3,8%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chuyên Viên Phân Tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Ngân Hàng Quân Đội (MBB)

Định giá hấp dẫn

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng cho vay của MBB -1 điểm phần trăm xuống 18% YoY cho năm 2023E. Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay sẽ duy trì ở mức 18% YoY trong năm 2024E do chúng tôi kỳ vọng vào việc nền kinh tế sẽ phục hồi và việc MBB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém. Chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 5,60% (-6 điểm cơ bản YoY) trong năm 2023E và đạt 5,74% trong năm 2024E (+14 điểm cơ bản YoY).

Tỷ lệ CASA của MBB hiện đang cao nhất ngành ở mức 37,1%, sẽ giúp MBB duy trì NIM ở mức cao. Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA sẽ tăng lên 38% trong năm 2024E do lãi suất tiền gửi giảm dẫn đến sức hấp dẫn của tiền gửi có kì hạn giảm. Chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn (COF) của MBB sẽ giảm xuống 2,3% (-50 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E.

Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng +31% cho năm 2023E và +24% cho năm 2024E do tỷ lệ nợ xấu của MBB tăng lên 1,44% (-31 điểm cơ bản QoQ / +25 điểm cơ bản YoY) và tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng lên 3,59% (+13 điểm cơ bản QoQ/+2.2 điểm phần trăm YoY) trong Q2/2023.

Tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp chiếm 5,3% tổng tài sản (-90 điểm cơ bản QoQ) – đây là mức cao thứ ba trong ngành trong Q2/2023, và là một trong những lý do chính khiến P/B của MBB thấp. Trong đó, tín dụng (bao gồm trái phiếu) cấp cho Novaland (NVL) chiếm 0,9% tổng tài sản của MBB: Vui lòng xem trang 27 để biết chi tiết về bảng phân tích tác động của trái phiếu NVL đến MBB.

Nhưng tác động tiêu cực của trái phiếu doanh nghiệp đến giá cổ phiếu MBB dường như đã giảm bớt khi giá cổ phiếu MBB đã phục hồi mạnh mẽ khoảng +60% kể từ tháng 11/2022. Chúng tôi cho rằng bất kỳ tiến triển tích cực nào trong việc giải quyết các vấn đề của thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản sẽ mang đến tiềm năng tăng giá so với dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi giảm dự báo PATMI -5% cho năm 2023E, nhưng tăng +1% cho năm 2024E, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận +15% YoY/+26% YoY cho năm 2023E/24E.

Yuanta vs. các bên. Dự báo PATMI của chúng tôi cao hơn +5% so với các bên cho năm 2024E.

Duy trì khuyến nghị MUA. MBB đang giao dịch tương ứng với P/B năm 2024E là 0,9x, tương đương với mức trung vị ngành mặc dù ROE 2024E theo dự báo của chúng tôi là 23%, cao hơn mức trung vị ngành là 20% (Nguồn: Bloomberg).

Chúng tôi tăng giá mục tiêu +16% lên 25.260 đồng, tương ứng P/B 2024E là 1,2x và mức sinh lời trong 12 tháng là 36% (bao gồm cổ tức). Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA.

MBB VN_Báo cáo cập nhật

Chỉ số Định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	6,8	6,0	5,2	5,2	4,1	3,5
PEG	10,5	0,5	0,3	(17,0)	0,2	0,2
ROAA (%)	1,90%	2,40%	2,72%	2,65%	2,87%	2,90%
ROAE (%)	17,8%	22,0%	24,3%	22,4%	23,1%	22,0%
PBR (x)	1,1	1,2	1,1	1,1	0,9	0,7
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	2,7%	3,8%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

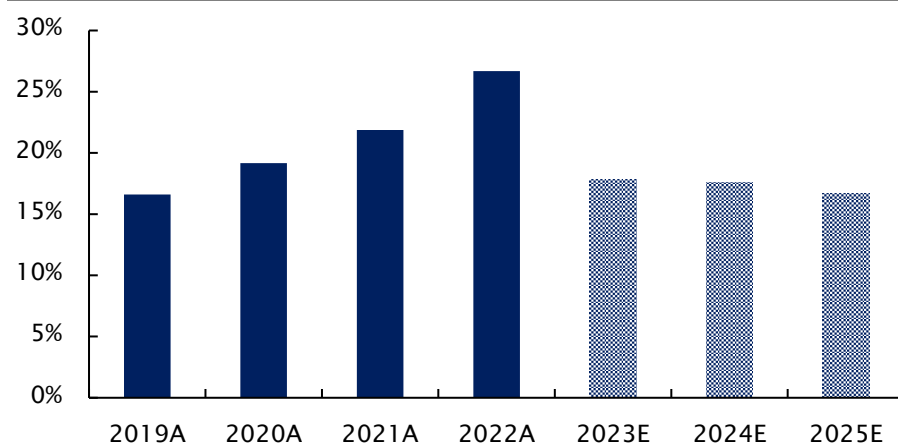
Tóm tắt KQKD Q2/2023 của MBB [\(link\)](#)

MBB	2Q23	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	9.481	-7%	6%
TN phí ròng (tỷ đồng)	861	25%	-15%
Thu nhập hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	10.932	-5%	3%
Chi phí HĐ (tỷ đồng)	4.135	16%	7%
Dự phòng (tỷ đồng)	1.203	-35%	-13%
PATMI (tỷ đồng)	4.893	-3%	6%
NPL (%)	1,44%	-31bps	25bps
LLR (%)	156%	18ppt	-65ppt
CASA (%)	37,1%	1,5ppt	-8,4ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

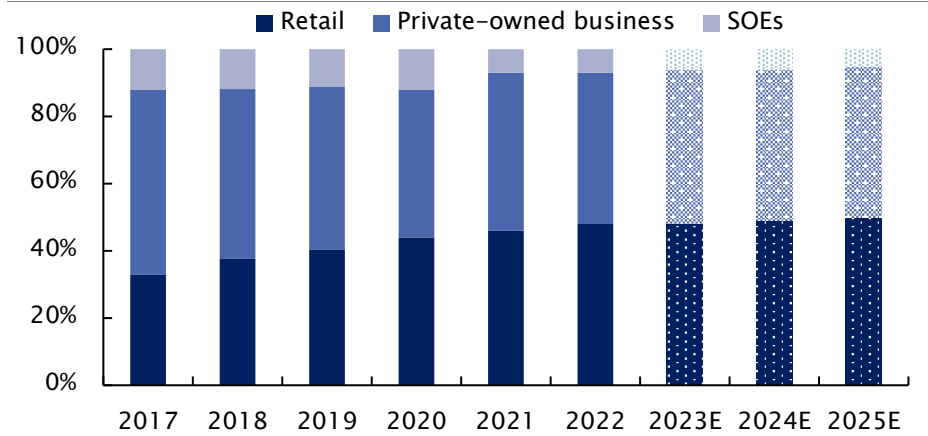
Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng cho vay của MBB -1 điểm phần trăm xuống 18% YoY cho năm 2023E. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ duy trì ở mức 18% YoY trong năm 2024E do chúng tôi kỳ vọng vào việc nền kinh tế sẽ phục hồi và việc MBB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém. Chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 5,60% (-6 điểm cơ bản YoY) trong năm 2023E và đạt 5,74% trong năm 2024E (+14 điểm cơ bản YoY).

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của MBB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Cho vay bán lẻ chiếm 47% tổng dư nợ tính đến cuối Q2/2023. MBB có thể cải thiện tỷ lệ NIM bằng cách chuyển hướng tập trung nhiều hơn vào cho vay bán lẻ. Chúng tôi kỳ vọng cho vay bán lẻ sẽ tăng dần và chiếm 50% tổng dư nợ của MBB trong năm 2025E.

Biểu đồ 2: Cơ cấu các khoản cho vay của MBB

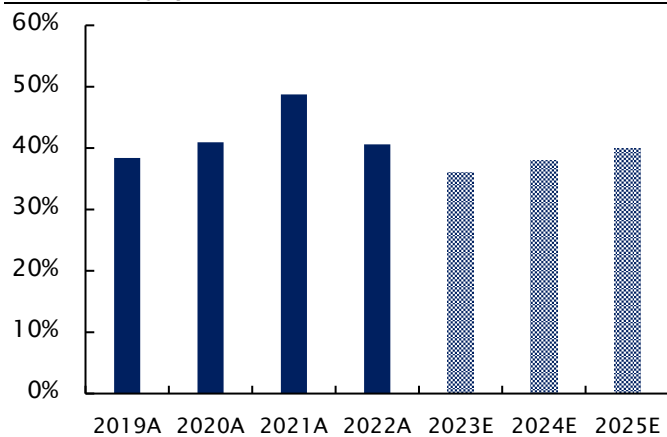
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận

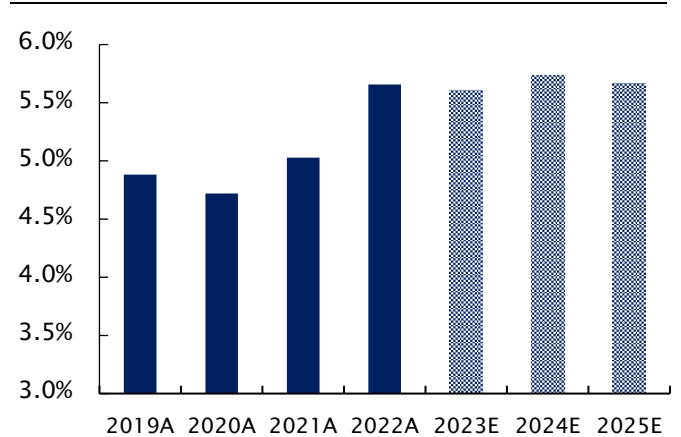
Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	24.887	24.997	25.108	25.218	25.328	25.438	25.548
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-1,3%	-0,9%	-0,4%		0,4%	0,9%	1,3%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Ưu thế tiền gửi không kỳ hạn. Tỷ lệ CASA của MBB hiện đang cao nhất ngành ở mức 37,1% tại thời điểm cuối Q2/2023. Chúng tôi cho rằng CASA sẽ cải thiện trong 2H23 và năm 2024 do lãi suất tiền gửi giảm dẫn đến sức hấp dẫn của tiền gửi có kỳ hạn giảm. Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA sẽ tăng lên 38% trong năm 2024E và 40% trong năm 2025E. Tỷ lệ CASA cao sẽ giúp MBB duy trì NIM ở mức cao.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ CASA của MBB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: NIM của MBB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng +31% cho năm 2023E và +24% cho năm 2024E vì chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ cần thực hiện chiến lược thận trọng để ứng phó với khả năng suy giảm chất lượng tài sản. Tỷ lệ nợ xấu của MBB tăng lên 1,44% (+35 điểm cơ bản YTD) và tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng lên 3,59% (+1,9 điểm phần trăm YTD) trong Q2/2023.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024E	(14.493)	(13.378)	(12.263)	(11.149)	(10.034)	(8.919)	(7.804)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	22.641	23.500	24.359	25.218	26.077	26.936	27.794
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-10,2%	-6,8%	-3,4%		3,4%	6,8%	10,2%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp ở mức cao, chiếm 5,3% tổng tài sản (-90 điểm cơ bản QoQ), đây là mức cao thứ ba trong ngành tính tại thời điểm Q2/2023. Đây là lý do khiến MBB có định giá P/B thấp thời gian vừa qua. Trong đó, tín dụng cấp cho Novaland (NVL) (bao gồm trái phiếu) chiếm 0,9% tổng tài sản của MBB.

Phân tích độ nhạy của trích lập dự phòng và lợi nhuận của MBB đối với khoản cấp tín dụng cho Novaland (đa phần là trái phiếu)

Việc phân tích độ nhạy về tác động đến trích lập dự phòng và lợi nhuận của MBB là cần thiết vì chúng tôi cho rằng MBB là một trong những chủ nợ trong nước lớn nhất của NVL. Theo báo cáo tài chính của NVL, tổng tín dụng mà MBB cấp cho Novaland là 7,3 nghìn tỷ đồng (-8% QoQ, và chiếm 0,9% tổng tài sản của MBB) tại thời điểm cuối Q2/2023. Trong đó, 5,6 nghìn tỷ đồng là trái phiếu doanh nghiệp (chiếm 0,7% tổng tài sản của MBB) và phần còn lại là các khoản tín dụng khác.

Tổng tín dụng cấp cho NVL tại thời điểm Q2/2023 (tỷ đồng)	7.336				
Giả định về % rủi ro thanh toán đối với khoản tín dụng tại NVL	20%	40%	60%	80%	100%
Trích lập dự phòng (base case) (tỷ đồng)	(10.022)	(10.022)	(10.022)	(10.022)	(10.022)
Dự phòng bổ sung liên quan đến NVL (tỷ đồng)	(1.467)	(2.934)	(4.401)	(5.868)	(7.336)
Tổng trích lập dự phòng (downside case) (tỷ đồng)	(11.489)	(12.956)	(14.424)	(15.891)	(17.358)

Tác động đến lợi nhuận của MBB

Thu nhập ròng 2023E (base case) (tỷ đồng)	20.028				
Thu nhập ròng 2023E (downside case) (tỷ đồng)	18.898	17.767	16.637	15.507	14.377
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-6%	-11%	-17%	-23%	-28%

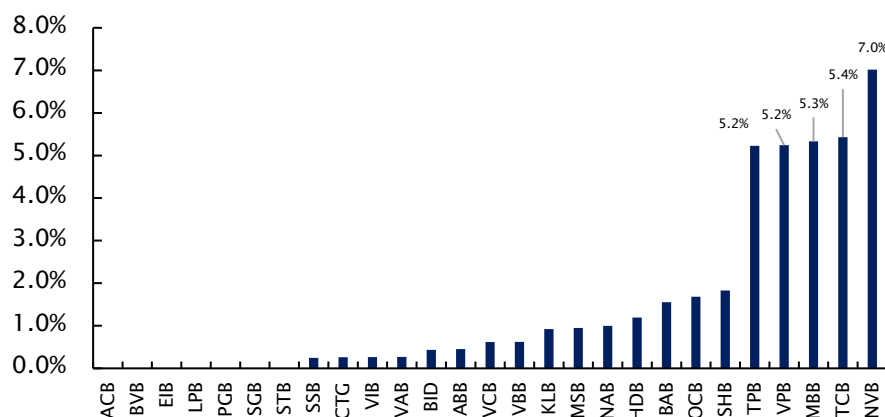
Tác động đến ROE của MBB

ROE (base case) (%)	22,4%				
ROE (downside case) (%)	21,3%	20,1%	19,0%	17,8%	16,6%
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-1,1ppt	-2,3ppt	-3,4ppt	-4,6ppt	-5,8ppt

Nguồn: Báo cáo tài chính Q2/2023 của Novaland, Yuanta Việt Nam

Tác động của trái phiếu doanh nghiệp đến giá cổ phiếu MBB dường như đã giảm bớt khi giá cổ phiếu MBB đã phục hồi mạnh mẽ khoảng +60% kể từ tháng 11/2022. Và nếu có bất kỳ tiến triển tích cực nào về thị trường trái phiếu doanh nghiệp và sự phục hồi của thị trường bất động sản – *nhưng chúng tôi cho rằng sẽ khó xảy ra trong 2H23* – thì những lo ngại về chất lượng tài sản sẽ giảm bớt. Nếu vậy, chi phí trích lập dự phòng có thể thấp hơn và khi đó lợi nhuận sẽ tăng cao hơn so với dự báo ban đầu của chúng tôi.

Biểu đồ 5: Tỷ trọng đầu tư TPDN/ tổng Tài sản của các NH tại Q2/2023



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của MBB

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	4,53%	4,88%	4,72%	5,03%	5,66%	5,60%	5,74%	5,67%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	80,9%	79,8%	79,0%	77,8%	82,9%	82,8%	82,3%	81,3%
Chi phí/ thu nhập	49,1%	43,1%	41,1%	36,7%	34,1%	34,0%	33,0%	32,5%
LN trước dự phòng (PPOP)/Tổng tài sản	2,71%	3,32%	3,34%	3,87%	4,29%	4,29%	4,52%	4,58%
Dự phòng/ Tổng tài sản	0,90%	1,26%	1,35%	1,46%	1,21%	1,28%	1,22%	1,24%
Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA)	1,95%	2,22%	2,17%	2,63%	3,29%	3,19%	3,44%	3,47%
Đòn bẩy (x)	10,6x	10,3x	9,9x	9,7x	9,2x	8,7x	8,2x	7,8x
Lợi nhuận HDKD/ vốn chủ sở hữu	20,7%	22,9%	21,4%	25,6%	30,1%	27,8%	28,4%	27,0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá vẫn hấp dẫn. MBB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E ở mức 0,9x, tương đương với trung vị ngành. Kết quả hoạt động vượt trội với ROE 2024E theo dự báo của chúng tôi là 23% so với mức trung bình ngành là 20%, chúng tôi cho rằng MBB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với trung bình ngành.

P/B (quá khứ) của MBB ở mức -1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình, chúng tôi cho rằng đây là mức hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Biểu đồ 6: MBB hiện đang giao dịch ở mức -1 lần độ lệch chuẩn dưới mức TB



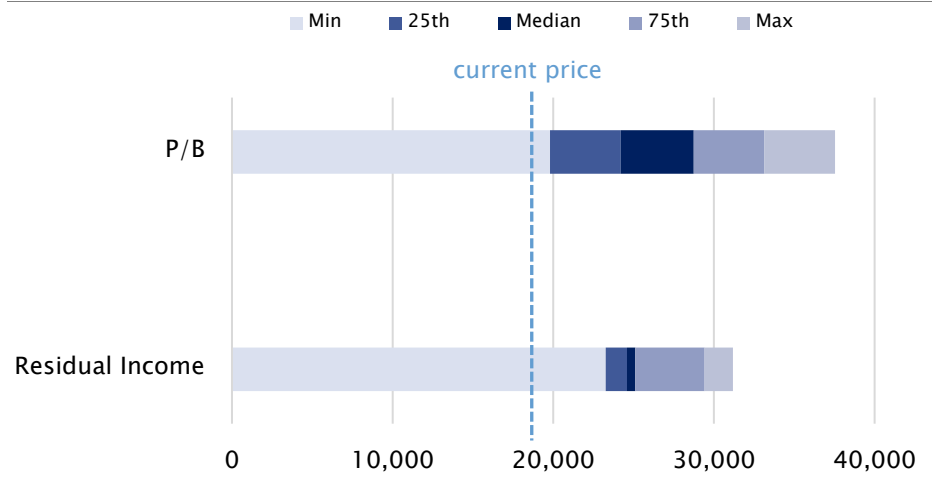
Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi tăng giá mục tiêu +16% so với mục tiêu trước đó, do giảm tỷ lệ chiết khấu vì lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NH TMCP Nhà nước (lãi suất phi rủi ro theo quan điểm của chúng tôi) đã giảm sau các đợt giảm lãi suất điều hành của NHNN. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B năm 2024E là 1,2x, và mức sinh lời trong 12 tháng là 36% (bao gồm cổ tức).

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	24.188	75,0%	18.141
P/B (trung vị ngành)	28.504	25,0%	7.126
Giá trị hợp lý ước tính			25.267

Source: Yuanta Vietnam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá của MBB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn:	Chi phí vốn (cost of equity):						
	14,0%	14,5%	15,0%	16,1%	16,4%	16,9%	17,4%
16,0%	40.553	36.618	33.202	27.219	25.816	23.686	21.784
15,5%	39.295	35.509	32.221	26.457	25.103	23.048	21.212
15,0%	38.042	34.405	31.244	25.697	24.393	22.412	20.641
14,5%	36.794	33.306	30.272	24.941	23.687	21.780	20.073
14,0%	35.552	32.212	29.303	24.188	22.983	21.150	19.507
13,5%	34.315	31.122	28.339	23.438	22.282	20.522	18.944
13,0%	33.084	30.037	27.379	22.692	21.584	19.897	18.383
12,5%	31.857	28.956	26.423	21.948	20.890	19.275	17.825
12,0%	30.637	27.881	25.472	21.208	20.198	18.656	17.269

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	18.785	22.747
Dự báo của Yuanta	18.896	23.793
% chênh lệch	0,6%	4,6%
Mức cao nhất của các bên	20.000	23.633
Mức thấp nhất của các bên	17.104	21.509
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	4.227	4.800
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3.624	4.563
% chênh lệch	-14,3%	-4,9%
Mức cao nhất của các bên	4.246	4.855
Mức thấp nhất của các bên	4.208	4.744

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & Balances at SBV	43,399	50,011	58,073	67,901
Loans to banks	32,937	40,930	47,528	55,572
Investment securities	163,686	182,209	211,582	226,352
Invest. Associates	1,702	1,981	2,300	2,690
Gross Loans:	460,574	542,531	638,043	744,671
(-) Specific Provisions:	(8,575)	(11,212)	(12,018)	(12,712)
(-) General Provisions:	(3,401)	(3,866)	(4,547)	(5,307)
Total provisions:	(11,976)	(15,078)	(16,565)	(18,019)
Net Loans:	448,599	527,452	621,478	726,652
Fixed Tangible asset:	3,458	3,720	4,002	4,305
Intangible Assets:	1,616	1,616	1,616	1,616
Real estate investment	236	236	236	236
Accrued interests:	6,786	8,822	8,822	8,822
Deferred tax:	11	11	11	11
Other Assets:	26,104	26,104	26,104	26,104
Total Assets:	728,532	843,092	981,753	1,120,261
Deposits:	443,606	516,475	599,734	701,229
Due to SBV:	32	37	44	51
Due to Banks:	65,117	76,704	90,208	105,283
Subordinated notes	96,578	101,407	106,477	111,801
Other Liabilities:	43,587	51,693	66,231	57,908
Total Liabilities:	648,919	746,316	862,694	976,272
Capital & Premium:	47,597	54,398	54,398	54,398
Reserves:	9,289	9,289	9,289	9,289
Treasury Shares	-	-	-	-
Retained Earnings:	19,064	28,892	50,086	74,142
Minorities Interest:	3,664	4,198	5,286	6,161
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	-	-	-	-
Total Equity:	79,613	96,776	119,058	143,989
Total Liabilities & Equity:	728,532	843,092	981,753	1,120,261

Profit and Loss

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Net interest income	36,023	42,358	50,667	57,927
Net Fee Income	4,136	4,632	6,042	7,837
Other Non-IT	3,292	4,156	4,840	5,523
Total Non-IT	7,428	8,789	10,882	13,360
TOI	43,451	51,147	61,549	71,287
Total expenses	(14,816)	(17,409)	(20,323)	(23,153)
PPOP:	28,635	33,738	41,226	48,134
Gross Provisions:	(8,048)	(10,022)	(11,149)	(13,012)
NPL Recoveries:	2,142	2,282	2,657	3,032
Net Provisions:	(5,906)	(7,740)	(8,491)	(9,979)
Pre-Tax Income:	22,729	25,998	32,735	38,155
(-) Income Tax:	(4,575)	(5,200)	(6,547)	(7,631)
Net Income	18,154	20,798	26,188	30,524
(-) Minority Interest	(672)	(770)	(970)	(1,131)
(-) Others	(1,000)	(1,131)	(1,425)	(1,661)
PATMI	16,482	18,896	23,793	27,733
Adjusted Diluted EPS		3,624	4,563	5,319

Các chỉ số chính

Financial Ratios	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	29%	37%	18%	20%	14%	15%	15%
Fee Income	22%	-5%	12%	30%	30%	31%	29%
Other NII	70%	6%	26%	16%	14%	16%	15%
Operating costs	17%	20%	18%	17%	14%	15%	15%
Gross Provision	31%	0%	25%	11%	17%	17%	16%
Preprovision profit	41%	34%	18%	22%	17%	17%	17%
Adjusted Net profit	54%	38%	15%	26%	17%	17%	18%
Assets	23%	20%	16%	16%	14%	16%	15%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	95%	96%	97%	97%	97%	98%	98%
Average Returns on Earnings Assets	2.27%	2.59%	2.50%	2.69%	2.71%	2.75%	2.79%
LOAN ANALYSIS							
Loan growth (% YoY)	22%	27%	18%	18%	17%	17%	16%
Net Loans to Interest Earnings Assets	62%	64%	65%	65%	67%	67%	67%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	24%	15%	16%	16%	17%	17%	16%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	75%	73%	69%	70%	72%	73%	73%
LIQUIDITY							
Pure LDR	92%	101%	102%	104%	104%	104%	104%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	3,268	5,031	7,539	9,203	10,010	10,783	11,485
NPL ratio	0.90%	1.09%	1.39%	1.44%	1.34%	1.24%	1.14%
General Provisions to Gross loans	0.71%	0.74%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%
Loan loss coverage ratio	268%	238%	200%	180%	180%	180%	180%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average IEA	7.38%	8.24%	8.09%	7.86%	8.00%	8.09%	8.17%
Int. rate paid on Average IBL	2.65%	2.95%	2.79%	2.34%	2.59%	2.79%	2.98%
Interest rate spread	4.73%	5.29%	5.31%	5.53%	5.40%	5.30%	5.20%
NIM	5.03%	5.66%	5.60%	5.74%	5.67%	5.61%	5.54%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	13%	10%	9%	10%	11.0%	12.4%	13.7%
Other Non-IT to total Income	9%	8%	8%	8%	7.7%	7.7%	7.7%
OPERATING EFFICIENCY							
Cost to income ratio	34%	32%	33%	32%	31%	31%	30%
Adj. Cost to income ratio	37%	34%	34%	33%	32.5%	32.0%	31.6%
CREDIT COSTS							
Provisioning / Avg. Loans	2.43%	1.95%	2.00%	1.89%	1.88%	1.88%	1.87%
PROFITABILITY							
Pre provision ROA	3.87%	4.29%	4.29%	4.52%	4.58%	4.66%	4.73%
Pre provision ROE	37.8%	40.3%	38.3%	38.2%	36.6%	35.7%	35.2%
ROAA	2.40%	2.72%	2.65%	2.87%	2.90%	2.96%	3.01%
Adj. ROAE	22.0%	24.3%	22.4%	23.1%	22.0%	21.5%	21.3%
Dividend payout ratio	0%	0%	14%	14%	15%	19%	23%
Dividend Yield	0.0%	0.0%	2.7%	2.7%	3.8%	5.4%	7.8%
VALUATIONS							
PER (x)	6.0x	5.2x	5.2x	4.1x	3.5x	3.0x	2.5x
PBR (x)	1.2x	1.1x	1.1x	0.9x	0.7x	0.6x	0.5x

Nguồn: FiiPro, Yuanta Việt Nam

MUA

Mức tăng (giảm) giá MT	+12%
Đóng cửa	16/08/2023
Giá	89.200 đồng
Giá mục tiêu 12T	99.420 đồng

Tiêu điểm

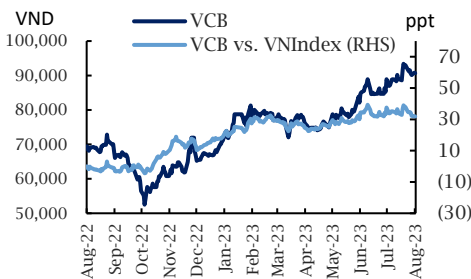
- ▶ Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu và chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E.
- ▶ Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E ở mức 16%.
- ▶ Chúng tôi dự báo trích lập dự phòng sẽ tăng +9% / nhưng giảm -34% cho năm 2023E/24E.
- ▶ Dự báo lợi nhuận mới của chúng tôi giảm -9% trong năm 2023E.

Quan điểm

- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA.** Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB là ngân hàng có chất lượng tốt nhất Việt Nam, với tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ LLR cao nhất ngành.
- ▶ **Tỷ lệ LLR cao** sẽ cho phép VCB linh hoạt trong việc giảm trích lập dự phòng và thúc đẩy lợi nhuận.
- ▶ **Rủi ro:** Nợ xấu và tỷ lệ trích lập dự phòng cao hơn dự kiến.

Tổng quan doanh nghiệp: Theo quan điểm của chúng tôi, VCB là ngân hàng có chất lượng tốt nhất tại Việt Nam. Chi phí huy động vốn thấp và mạng lưới hoạt động rộng khắp cả nước là những lợi thế cốt lõi của VCB trong cuộc đua ngân hàng bán lẻ ngày càng khốc liệt. Hệ số CAR của VCB vẫn còn tương đối thấp, nhưng VCB có kế hoạch tăng vốn bằng cách bán 6,5% cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược thông qua phát hành riêng lẻ.

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa thị trường	21 tỷ USD
GTGD BQ 6T	4,1 triệu USD
SLCP đang lưu hành	5.589 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	11%
Sở hữu nước ngoài	23,5%
Cổ đông lớn	92,7%
TS/VCSH 2024E (x)	11x
P/E 2024E (x)	11x
P/B 2024E (x)	2,4x
Room ngoại còn lại	6,5%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	0,9%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025A
NIM (%)	3,52%	3,52%	3,68%	3,82%
Tăng trưởng TN phí (%)	-8%	18%	32%	22%
CIR	32%	31%	30%	29%
Tăng trưởng PPOP (%)	22%	20%	22%	19%
Thu nhập ròng (tỷ đồng)	27.550	33.204	45.284	54.338
ROAA	1,85%	1,89%	2,29%	2,43%
ROAE điều chỉnh	22,5%	22,1%	24,4%	23,6%
PE (x)	15,2	14,9	10,9	9,1
PB (x)	3,1	3,0	2,4	1,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,8%	0,9%	0,9%	1,2%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Chuyên viên phân tích:

Trần Tánh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

Vietcombank (VCB)

Ngân hàng có chất lượng tốt nhất Việt Nam

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng tín dụng -4 điểm phần trăm xuống 13% YoY trong năm 2023E do tăng trưởng tín dụng yếu trong 1H23. Tăng trưởng tín dụng của VCB chỉ đạt ~3% YTD tại thời điểm cuối Q2/2023. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E ở mức 16% YoY, dựa trên kỳ vọng về sự phục hồi kinh tế, chất lượng tài sản tốt và việc VCB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém.

Chúng tôi giảm dự báo thu nhập lãi ròng năm 2024E -7% do lãi suất cho vay giảm vì chúng tôi cho rằng VCB sẽ đi đầu trong việc giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ những khách hàng gặp khó khăn và nền kinh tế theo chủ trương của NHNN.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng dự báo chi phí huy động vốn sẽ giảm do NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ và tỷ lệ CASA của VCB ở mức cao 30% tại thời điểm cuối Q2/2023. Chúng tôi dự báo chi phí huy động vốn sẽ giảm từ 2,5% trong năm 2022 xuống 2,1% trong năm 2023E và 2,0% trong năm 2024E; do đó, chúng tôi dự báo NIM sẽ đạt 3,68% trong năm 2024E (+16 điểm cơ bản YoY).

Giảm dự báo trích lập dự phòng cho năm 2024E. Tỷ lệ nợ xấu trên báo cáo vẫn ở mức thấp 0,83% và tỷ lệ LLR của VCB là 386%, cao nhất ngành. Do đó, VCB có sự linh hoạt trong việc giảm trích lập dự phòng trong năm 2024E để tăng lợi nhuận; do đó, chúng tôi giảm dự báo trích lập dự phòng -34% cho năm 2024E xuống còn 7,4 nghìn tỷ đồng (-32% YoY).

Chúng tôi giảm dự báo PATMI -9% cho năm 2023E/ nhưng tăng dự báo cho năm 2024E thêm +2%. Dự báo PATMI mới của chúng tôi cao hơn 14% so với các bên cho năm 2024E, có thể là do dự báo trích lập dự phòng thấp hơn của chúng tôi.

VCB xứng đáng với mức định giá cao hơn các ngân hàng khác. VCB có chi phí huy động vốn thấp nhất trong ngành phần lớn nhờ vào lợi thế tiền gửi không kì hạn. Đây là một lợi thế cạnh tranh của VCB so với các ngân hàng khác. VCB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E ở mức 2,4x. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là 13% (bao gồm cổ tức) và chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA.

Các rủi ro chính: Rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi là việc VCB không chọn giảm trích lập dự phòng trong năm 2024E như chúng tôi giả định.

Rủi ro tăng giá đến từ việc phát hành riêng lẻ thành công. Khi đó, vốn của ngân hàng sẽ tăng và tăng trưởng tài sản sẽ cao hơn. Nếu VCB có thể hoàn tất việc bán 6,5% cổ phần vào năm 2024, điều đó sẽ hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu của VCB.

VCB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	26,0	21,7	15,5	15,2	11,1	9,3
PEG	(6,7)	1,1	0,4	7,4	0,3	0,5
ROAA (%)	1,45%	1,61%	1,85%	1,89%	2,29%	2,43%
ROAE (%)	18,3%	19,4%	22,5%	22,1%	24,4%	23,6%
PBR (x)	4,4	3,9	3,1	3,1	2,4	2,0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,7%	0,5%	0,8%	0,9%	0,9%	1,2%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tóm tắt KQKD Q2/2023 của VCB [\(link\)](#)

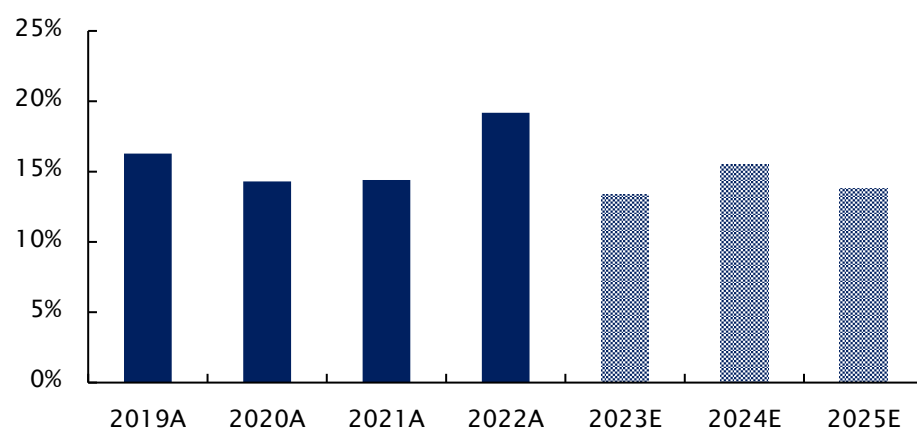
VCB	2Q23	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	14.021	-1%	10%
TN phí ròng (tỷ đồng)	1.622	11%	134%
Thu nhập hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	17.212	-1%	14%
Chi phí HĐ (tỷ đồng)	5.656	7%	-3%
Dự phòng (tỷ đồng)	2.536	25%	-7%
PATMI (tỷ đồng)	7.423	-17%	25%
NPL (%)	0,83%	-2bps	22bps
LLR (%)	386%	65ppt	-120ppt
CASA (%)	30,0%	-40bps	-5,4ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng cho vay của VCB -4 điểm phần trăm xuống 13% YoY trong năm 2023E. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng ở mức 16% YoY trong năm 2024E do chúng tôi kỳ vọng vào việc nền kinh tế sẽ phục hồi và việc VCB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém.

VCB có chi phí huy động vốn thấp nhất trong tất cả các ngân hàng tại Việt Nam nhờ vào lợi thế tiền gửi không kỳ hạn (CASA) dồi dào. Chúng tôi dự báo chi phí huy động vốn của VCB sẽ giảm từ 2,5% trong năm 2022 xuống 2,0% trong năm 2024E. Do đó, NIM sẽ đạt 3,68% (+16 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của VCB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

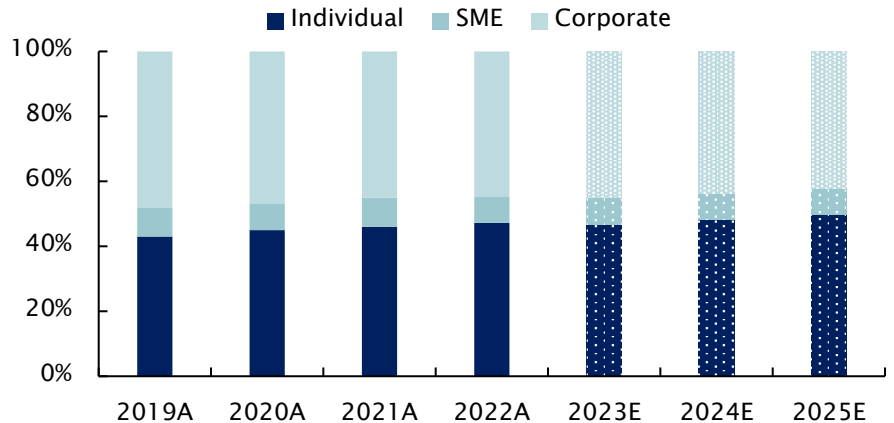
Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	44.599	44.827	45.056	45.284	45.513	45.741	45.970
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-1,5%	-1,0%	-0,5%		0,5%	1,0%	1,5%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

VCB đang chuyển trọng tâm sang cho vay bán lẻ, điều này sẽ giúp cải thiện NIM trong thời gian tới. Theo ước tính của chúng tôi, chênh lệch lãi suất giữa khách hàng cá nhân và doanh nghiệp là khoảng 200-250 điểm cơ bản. Chúng tôi dự báo các khoản cho vay cá nhân sẽ chiếm 50% tổng khoản vay vào năm 2025E.

Biểu đồ 2: Cơ cấu các khoản cho vay của VCB



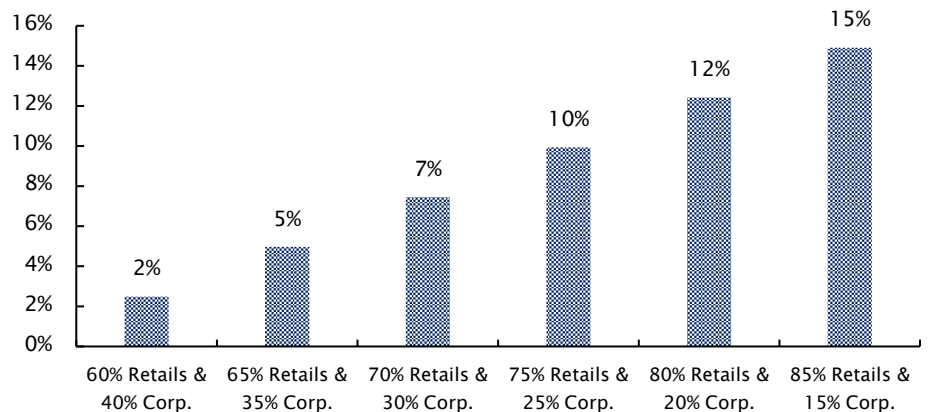
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là biểu đồ phân tích độ nhạy về tác động của các kịch bản khác nhau về tỷ lệ cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp đối với PATMI (dựa trên lợi nhuận năm 2024E).

Trường hợp cơ sở (base case) của chúng tôi là cho vay bán lẻ (bao gồm cho vay cá nhân và cho vay đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ) chiếm 55% và cho vay doanh nghiệp chiếm 45% tổng dư nợ. Chúng tôi cũng giả định rằng chênh lệch lãi suất cho vay giữa các khoản cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp là 200 điểm cơ bản.

Trong trường hợp các yếu tố khác không thay đổi, nếu khoản cho vay bán lẻ tăng +5 điểm phần trăm, PATMI sẽ tăng thêm từ 2% đến 3% so với kịch bản cơ sở. Nếu giả định rằng cho vay bán lẻ chiếm 65% tổng dư nợ và cho vay doanh nghiệp chiếm 35% còn lại, thì PATMI sẽ tăng thêm 5% so với kịch bản cơ sở (với tỷ lệ cho vay bán lẻ là 55% và tỷ lệ cho vay doanh nghiệp là 45%).

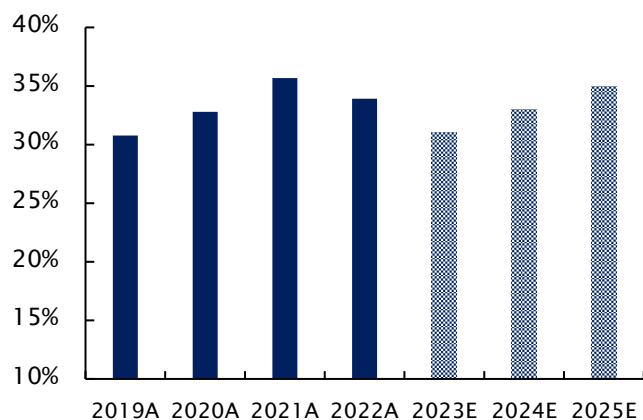
Biểu đồ 3: Thay đổi PATMI ước tính khi tăng tỷ lệ cho vay bán lẻ



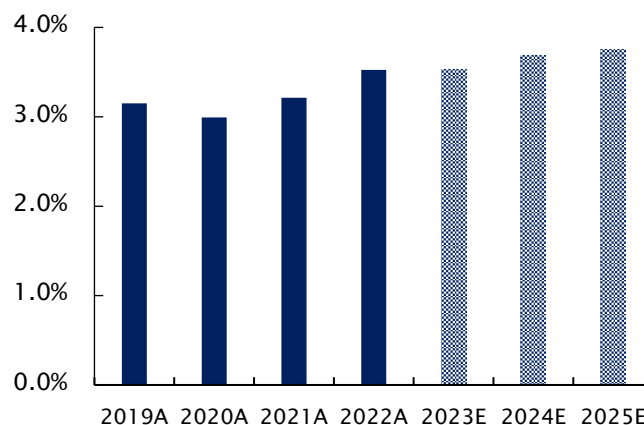
Nguồn: Yuanta Việt Nam

VCB có tổng lượng tiền gửi CASA cao nhất trong tất cả các ngân hàng tại Việt Nam, chiếm 23% thị phần CASA của 27 ngân hàng niêm yết tại thời điểm cuối Q2/2023.

Xét về tỷ lệ CASA (Tiền gửi CASA/Tổng tiền gửi của khách hàng), thì VCB đứng thứ ba toàn ngành ở mức 30% trong Q2/2023. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ CASA sẽ cải thiện trong 2H23 và 2024E do lãi suất tiền gửi giảm dẫn đến sức hấp dẫn của tiền gửi có kì hạn giảm. Do đó, chúng tôi dự báo CASA của VCB sẽ tăng lên 33% trong năm 2024E và tiếp tục tăng lên 35% trong năm 2025E. Tiền gửi CASA dồi dào của VCB sẽ giúp giảm chi phí huy động vốn và hỗ trợ NIM.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ CASA của VCB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: NIM của VCB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Trích lập dự phòng – động lực chính cho dự báo lợi nhuận năm 2024 của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng VCB sẽ kiên định với chiến lược thận trọng của mình bằng cách duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng cao để ứng phó với bất kỳ sự suy giảm về chất lượng tài sản nào có thể xảy ra trong năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí tín dụng sẽ tăng +9% trong năm 2023E.

Tuy nhiên, kỳ vọng của chúng tôi là nền kinh tế sẽ phục hồi trong năm 2024 và gánh nặng nợ của khách hàng sẽ được giảm bớt. Do đó, chúng tôi cho rằng VCB với tỷ lệ nợ xấu thấp là 0,83% và tỷ lệ LLR cao là 386% tại thời điểm cuối Q2/2023 sẽ có dư địa để giảm chi phí dự phòng trong năm 2024E.

Do đó, chúng tôi dự báo chi phí tín dụng của ngân hàng sẽ giảm -34% YoY trong năm 2024E, đây là động lực chính cho dự báo lợi nhuận năm 2024E của chúng tôi. Do đó, rủi ro chính đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi là liệu VCB có quyết định giảm trích lập dự phòng như chúng tôi đã giả định hay không.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024E	(9.672)	(8.928)	(8.184)	(7.440)	(6.696)	(5.952)	(5.208)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	43.640	44.188	44.736	45.284	45.832	46.380	46.928
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-3,6%	-2,4%	-1,2%		1,2%	2,4%	3,6%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chất lượng tài sản tốt nhất trong số các ngân hàng Việt Nam

Chúng tôi tiếp tục đánh giá VCB là ngân hàng có chất lượng tốt nhất tại Việt Nam. Tỷ lệ nợ xấu của VCB rất thấp ở mức 0,83% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VCB thuộc hàng cao nhất ngành ở mức 386% tại thời điểm cuối Q2/2023.

VCB có tỷ lệ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp thấp với chỉ 0,6% tài sản tại thời điểm cuối quý 2 năm 2023.

Chất lượng tài sản vững chắc cho phép VCB linh hoạt trong việc giảm trích lập dự phòng và tăng lợi nhuận trong năm 2024E. Một lần nữa, đây là một trong những yếu tố chính thúc đẩy dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho năm 2024E, nhưng đây cũng là rủi ro chính đối với dự báo lợi nhuận của chúng tôi nếu ngân hàng chọn không giảm trích lập dự phòng như giả định của chúng tôi.

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của VCB

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	2,90%	3,15%	2,99%	3,21%	3,52%	3,52%	3,68%	3,82%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	78,8%	81,0%	76,8%	77,9%	80,6%	80,6%	80,0%	80,1%
Chi phí/ thu nhập	37,8%	37,2%	33,9%	32,6%	32,2%	30,9%	29,6%	29,1%
LN trước dự phòng (PPOP)/Tổng tài sản	2,13%	2,33%	2,45%	2,67%	2,77%	2,80%	3,06%	3,21%
Dự phòng/ Tổng tài sản	0,70%	0,58%	0,78%	0,84%	0,59%	0,58%	0,35%	0,34%
Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA)	1,59%	1,86%	1,79%	1,94%	2,38%	2,45%	2,89%	3,04%
Đòn bẩy (x)	17,3	15,1	14,1	13,0	13,4	12,1	11,1	10,1
Lợi nhuận HDKD/ vốn chủ sở hữu	27,5%	28,2%	25,3%	25,2%	31,8%	29,7%	32,1%	30,9%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

Chúng tôi đã giảm tỷ lệ chiết khấu -1,1 điểm phần trăm xuống 14,4%, do lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các NH TMCP Nhà nước mà chúng tôi sử dụng làm lãi suất phi rủi ro đã giảm. Chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi tăng +26% lên 99.420 đồng, tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng (bao gồm cổ tức) là 13% và P/B 2024E là 2,7x.

VCB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 2,4x, cao hơn nhiều so với mức trung vị ngành. Tuy nhiên, P/B của VCB vẫn ở dưới mức trung bình lịch sử, như minh họa trong biểu đồ bên dưới.

Chúng tôi cho rằng VCB xứng đáng với mức định giá cao hơn so với hầu hết các ngân hàng khác nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, với chất lượng tài sản tốt nhất và chi phí huy động vốn thấp nhất trong số tất cả các ngân hàng.

Biểu đồ 6: VCB vẫn giao dịch dưới mức trung bình lịch sử

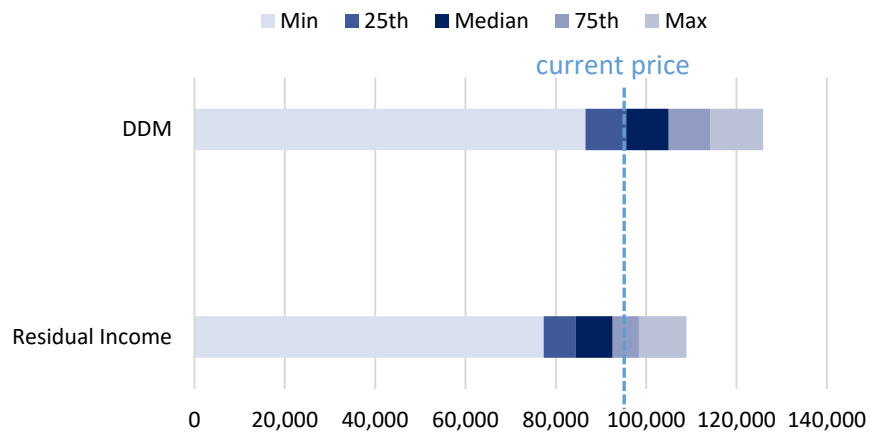


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	94.044	50,0%	47.022
Dividend Discount Model	104.799	50,0%	52.400
Giá trị hợp lý ước tính			99.422

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá của VCB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chí phí vốn chủ sở hữu

	Chí phí vốn chủ sở hữu:						
	13,0%	13,5%	14,0%	14,4%	14,9%	15,4%	15,9%
16,0%	167.092	142.431	122.791	110.546	96.778	85.317	75.665
15,5%	160.556	136.940	118.127	106.394	93.198	82.208	72.950
15,0%	154.048	131.473	113.483	102.260	89.633	79.113	70.247
14,5%	147.568	126.029	108.859	98.143	86.083	76.031	67.555
14,0%	141.116	120.609	104.255	94.044	82.548	72.962	64.875
13,5%	134.692	115.212	99.670	89.963	79.029	69.906	62.206
13,0%	128.296	109.839	95.106	85.900	75.525	66.864	59.549
12,5%	121.928	104.489	90.562	81.854	72.036	63.835	56.903
12,0%	115.588	99.163	86.037	77.826	68.562	60.819	54.269

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	35.772	39.691
Dự báo của Yuanta	33.204	45.284
% chênh lệch	-7.2%	14.1%
Mức cao nhất của các bên	36.297	44.599
Mức thấp nhất của các bên	34.704	30.543
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	7.012	7.881
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	5.941	8.102
% chênh lệch	-15,3%	2,8%
Mức cao nhất của các bên	7.650	8.928
Mức thấp nhất của các bên	6.227	6.454

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & Balances at SBV	110,906	83,502	79,352	89,412
Loans to banks	313,637	355,823	406,876	458,460
Investment securities	197,671	224,258	256,434	288,946
Invest. Associates	2,350	2,666	3,049	3,435
Gross Loans:	1,145,066	1,298,399	1,499,469	1,706,754
(-) Specific Provisions:	(16,311)	(19,150)	(20,434)	(21,899)
(-) General Provisions:	(8,469)	(9,603)	(11,090)	(12,623)
Total provisions:	(24,779)	(28,752)	(31,524)	(34,522)
Net Loans:	1,120,287	1,269,647	1,467,945	1,672,232
Fixed Tangible asset:	5,170	5,064	5,212	5,366
Intangible Assets:	2,815	2,815	2,815	2,815
Real estate investment	0	0	0	0
Accrued interests:	9,209	10,130	10,130	10,130
Deferred tax:	958	958	958	958
Other Assets:	50,811	50,811	50,811	50,811
Total Assets:	1,813,815	2,005,674	2,283,582	2,582,566
Deposits:	1,243,468	1,410,719	1,613,127	1,817,644
Due to SBV:	67,315	76,329	88,149	100,335
Due to Banks:	232,511	263,646	259,490	244,159
Subordinated notes	25,338	22,804	22,804	22,804
Other Liabilities:	109,537	66,917	94,029	143,136
Total Liabilities:	1,678,169	1,840,414	2,077,599	2,328,077
Capital & Premium:	53,130	61,696	61,696	61,696
Reserves:	22,557	22,557	22,557	22,557
Treasury Shares	-	-	-	-
Retained Earnings:	60,733	80,900	121,585	170,061
Minorities Interest:	88	107	145	174
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	(863)	-	-	-
Total Equity:	135,646	165,260	205,984	254,489
Total Liabilities & Equity:	1,813,815	2,005,674	2,283,582	2,582,566

Profit and Loss

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Net Interest income	53,246	62,372	74,543	88,235
Net Fee Income	6,839	8,058	10,626	12,978
Other Non-It	5,943	6,984	7,952	8,993
Total Non-It	12,782	15,042	18,578	21,971
TOI	66,029	77,414	93,120	110,206
Total expenses	(21,251)	(23,895)	(27,569)	(32,056)
PPOP:	44,778	53,519	65,551	78,150
Gross Provisions:	(9,464)	(10,997)	(7,440)	(8,189)
NPL Recoveries:	2,054	2,552	3,362	3,802
Net Provisions:	(7,410)	(8,445)	(4,078)	(4,386)
Pre-Tax Income:	37,368	45,074	61,473	73,764
(-) Income Tax:	(7,449)	(9,015)	(12,295)	(14,753)
Net Income	29,919	36,059	49,178	59,011
(-) Minority Interest	(20)	(24)	(33)	(40)
(-) Others	(2,349)	(2,831)	(3,861)	(4,633)
Adj. Net Income	27,550	33,204	45,284	54,338
Adjusted Diluted EPS		5,941	8,102	9,722

Các chỉ số chính

Financial Ratios	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	16%	26%	17%	20%	18%	16%	15%
Fee Income	12%	-8%	18%	32%	22%	20%	19%
Other NII	4%	30%	18%	14%	13%	12%	12%
Operating costs	10%	20%	12%	15%	16%	15%	14%
Gross Provision	15%	-1.8%	16%	-32%	10%	10%	10%
Preprovision profit	17%	22%	20%	22%	19%	17%	16%
Adjusted Net profit	19%	36%	21%	36%	20%	18%	17%
Assets	7%	28%	11%	14%	13%	12%	12%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	96%	91%	94%	95%	95%	95%	96%
Average Returns on Earnings A	1.50%	1.82%	1.88%	2.24%	2.35%	2.44%	2.54%
LOAN ANALYSIS							
Net Loan growth (% YoY)	14%	20%	13%	16%	14%	13%	13%
Net Loans to Interest Earnings	69%	68%	67%	68%	68%	68%	69%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	10%	10%	13%	14%	13%	12%	11%
Deposits to Interest Bearing Li	89%	79%	80%	81%	83%	85%	87%
LIQUIDITY							
Pure LDR	82%	90%	90%	91%	92%	93%	94%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	6,121	7,820	9,589	11,682	14,393	16,987	20,044
NPL ratio	0.64%	0.68%	0.74%	0.78%	0.84%	0.88%	0.92%
General Provisions to Gross lo:	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
LLR	421%	317%	300%	270%	240%	220%	200%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average I	5.37%	5.83%	5.55%	5.54%	5.81%	6.11%	6.41%
Int. rate paid on Average IBL	2.30%	2.45%	2.14%	2.00%	2.21%	2.50%	2.81%
Interest rate spread	3.07%	3.38%	3.40%	3.54%	3.60%	3.61%	3.60%
NIM	3.21%	3.52%	3.52%	3.68%	3.82%	3.92%	4.02%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	14%	10%	10%	11%	11.8%	12.2%	12.6%
Other Non Interest income to	8%	9%	9%	9%	8.2%	7.9%	7.6%
OPERATING EFFICIENCY							
CIR	31%	31%	30%	29%	28%	28%	27%
Adj. CIR	33%	32%	31%	30%	29%	29%	28%
CREDIT COSTS							
Provision/avg. assets	0.84%	0.59%	0.58%	0.35%	0.34%	0.33%	0.32%
PROFITABILITY							
Pre provision ROA	2.67%	2.77%	2.80%	3.06%	3.21%	3.33%	3.46%
Pre provision ROE	36.0%	36.6%	35.6%	35.3%	34.0%	32.4%	30.9%
ROAA	1.61%	1.85%	1.89%	2.29%	2.43%	2.53%	2.63%
Adj. ROAE	19.4%	22.5%	22.1%	24.4%	23.6%	22.6%	21.7%
Dividend payout ratio	12%	17%	16%	14%	13%	13%	14%
Dividend Yield	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%	1.8%
VALUATIONS							
PER (x)	21.7x	15.5x	15.2x	11.1x	9.3x	7.9x	6.8x
PBR (x)	3.9x	3.1x	3.1x	2.4x	2.0x	1.6x	1.3x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

HDBank (HDB)

MUA

Mức tăng (giảm) giá MT	+30%
Đóng cửa	16/08/2023
Giá	17.150 đồng
Giá mục tiêu 12T	22.390 đồng

Tiêu điểm

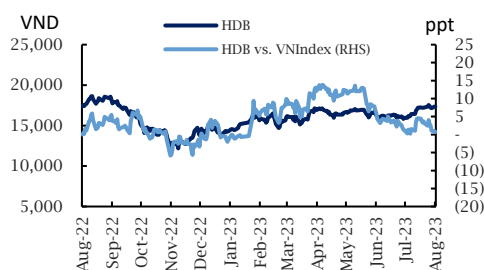
- ▶ **Chúng tôi tăng giá mục tiêu +10%** do giảm tỷ lệ chiết khấu và chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E.
- ▶ **Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng** là 23% YoY (+2 điểm phần trăm sv trước đó) cho năm 2023E và 24% (+4 điểm phần trăm) cho năm 2024E.
- ▶ **Dự báo lợi nhuận mới của chúng tôi giảm** -4% cho năm 2023E nhưng tăng +2% cho năm 2024E.

Quan điểm

- ▶ **Duy trì khuyến nghị MUA.** Định giá hấp dẫn. HDB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 0,9x, chỉ tương đương với trung vị ngành mặc dù có kết quả hoạt động vượt trội.
- ▶ **Nguồn vốn mạnh** với tỷ lệ CAR là 12,3%.
- ▶ **Chất xúc tác:** Tiềm năng từ thương vụ bancassurance độc quyền dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024.
- ▶ **Rủi ro:** nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan doanh nghiệp: HDB tập trung cho vay bán lẻ & cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ, đang sở hữu 50% cổ phần tại HD Saison – Top 3 công ty tài chính tiêu dùng. Cho vay bán lẻ chiếm 43,2% tổng dư nợ hợp nhất, cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm 48,6%, HD Saison chiếm 5,4% trong khi cho vay khối KHDN quy mô lớn (CIB) chỉ chiếm 2,8% tính đến cuối Q2/2023. Nguồn vốn dồi dào, với tỷ lệ an toàn vốn CAR là 12,3% vào cuối Q2/2023.

Tương quan giá CP với VN-Index



HDBank (HDB)

Định giá hấp dẫn

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng cho vay đối với HDB thêm +2 điểm phần trăm lên 23% YoY trong năm 2023E và +4 điểm phần trăm lên 24% YoY trong năm 2024E. Chúng tôi cho rằng HDB có dư địa để mở rộng tăng trưởng tín dụng do: 1) Tỷ lệ LDR (cho vay/huy động) thấp ở mức 67,8% so với mức trần của NHNN là 85%, 2) HDB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém, và 3) kỳ vọng về sự phục hồi của nền kinh tế trong 2H23 và 2024E.

Chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn của HDB sẽ tăng lên 5,1% trong năm 2023E nhưng sau đó giảm xuống 4,2% (-90 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E. Dự báo NIM của chúng tôi là 4,96% (-19 điểm cơ bản YoY) trong năm 2023E và 5,25% (+29 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E.

Dự báo trích lập dự phòng của chúng tôi gần như không thay đổi cho năm 2023E và 2024E. Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong năm 2023E và 4,5 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong năm 2024E. Theo quan điểm của chúng tôi, tỷ lệ LLR trong Q2/2023 của HDB ở mức 61% là tương đối thấp trong khi nợ xấu gia tăng, điều này củng cố cho dự báo của chúng tôi về việc tăng dự phòng trong cả năm 2023E và 2024E.

Dự báo PATMI giảm nhẹ -4% cho năm 2023E nhưng tăng +2% cho năm 2024E, tương ứng với mức tăng trưởng PATMI là +21% YoY trong năm 2023E và +30% YoY trong năm 2024E

Yuanta vs. các bên. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi cao hơn 16% so với các bên cho năm 2024E, có thể là do dự báo tăng trưởng tín dụng cao của chúng tôi.

Định giá vẫn hấp dẫn. HDB đang giao dịch tương ứng với P/B năm 2024E là 0,9x, tương đương với mức trung vị ngành, mặc dù kết quả hoạt động của HDB vượt trội hơn ngành. Chúng tôi dự báo ROE 2024E của HDB sẽ đạt 24% so với mức trung vị ngành 20% theo dự báo của các bên trên Bloomberg.

Duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng P/B 2024E là 1,2x và mức sinh lời trong 12 tháng là 36% (bao gồm cổ tức) và chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA.

Chất xúc tác tăng giá trong ngắn hạn cho lợi nhuận và giá cổ phiếu của HDB trong năm 2024 đến từ tiềm năng từ thương vụ bancassurance độc quyền. Điều này đã được thảo luận trong nhiều năm, và ban lãnh đạo dự kiến sẽ hoàn tất thương vụ này vào cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024.

Rủi ro: Nợ xấu cao hơn dự kiến và tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến.

Vốn hóa thị trường	2,1 tỷ USD
GTGD BQ 6T	4,4 triệu USD
SLCP đang lưu hành	2.893 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	70%
Sở hữu nước ngoài	20%
Cổ đông lớn	16,6%
TS/VCSH 2024E (x)	10,9x
P/E 2024E (x)	4,1x
P/B 2024E (x)	0,9x
Room ngoại còn lại	0,0%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	5,9%

Nguồn: FiinPro, (*) Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025A
NIM (%)	5,15%	4,96%	5,25%	5,22%
Tăng trưởng phí (%)	53%	12%	26%	23%
CIR	39%	36%	36%	35%
Tăng trưởng PPOP (%)	26%	20%	29%	22%
Thu nhập ròng (tỷ đồng)	7.750	9.354	12.171	14.852
ROAA	2,08%	2,16%	2,34%	2,37%
ROAE điều chỉnh	22,2%	22,0%	23,8%	23,9%
PE (x)	5,6	5,3	4,1	3,3
PB (x)	1,2	1,1	0,9	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	5,8%	5,8%	7,0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chuyên Viên Phân Tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

HDB VN_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	4.0	7.2	5.6	5.3	4.1	3.3
PEG	0.3	(0.2)	0.2	1.1	0.1	0.2
ROAA (%)	1.69%	1.86%	2.08%	2.16%	2.34%	2.37%
ROAE (%)	18.8%	21.8%	22.2%	22.0%	23.8%	23.9%
PBR (x)	1.2	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	5.8%	7.0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

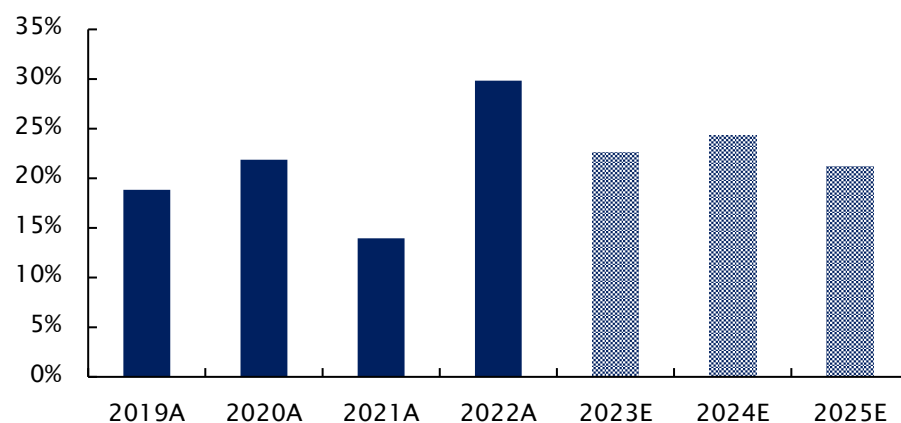
Tóm tắt KQKD Q2/2023 của HDB [\(link\)](#)

HDB	2Q23	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	4.955	2%	9%
TN phí ròng (tỷ đồng)	601	-11%	-28%
Tổng TN hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	6.292	14%	15%
Chi phí HĐ (tỷ đồng)	2.239	14%	10%
Dự phòng (tỷ đồng)	1.433	50%	86%
PATMI (tỷ đồng)	2.159	3%	4%
NPL (%)	2,15%	30bps	82bps
LLR (%)	61%	-40bps	-32ppt
CASA (%)	7,4%	-30bps	-4,9ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng cho vay đối với HDB thêm +2 điểm phần trăm lên 23% YoY trong năm 2023E và +4 điểm phần trăm lên 24% YoY trong năm 2024E. Chúng tôi cho rằng HDB có dư địa để mở rộng tăng trưởng tín dụng do: 1) Tỷ lệ LDR thấp ở mức 67,8% so với mức trần của NHNN là 85%, 2) HDB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn ngành do tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém, và 3) kỳ vọng về sự phục hồi của nền kinh tế trong 2H23 và 2024E.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của HDB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	12.015	12.067	12.119	12.171	12.223	12.275	12.327
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-1,3%	-0,9%	-0,4%		0,4%	0,9%	1,3%

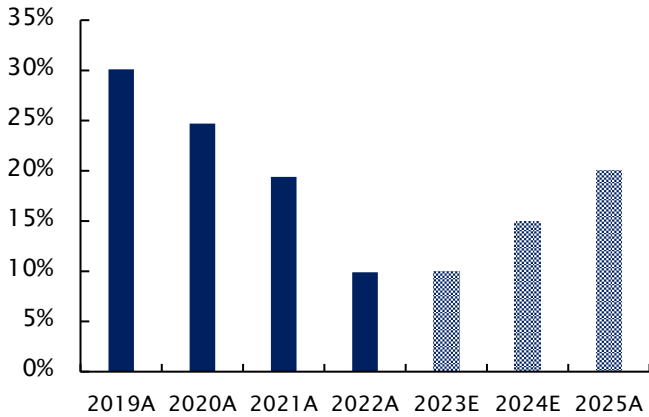
Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm 19bps YoY trong năm 2023E xuống còn 4.96%, nhưng sẽ cải thiện trong năm 2024E đạt 5,25% (+29 điểm cơ bản YoY) nhờ chi phí huy động vốn (COF) giảm. Chúng tôi giả định COF của HDB là 4,2% (-90 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E.

HDB cũng còn dự địa để cải thiện NIM bằng cách tăng tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn. Hiện tại, tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của HDB chỉ ở mức 7,4% tại thời điểm cuối Q1/2023, thấp hơn nhiều so với mức trần của NHNN là 34%. NHNN có kế hoạch giảm mức trần này xuống 30% từ tháng 10/2023. Tuy nhiên, thay đổi này sẽ không ảnh hưởng đến HDB do tỷ lệ này đang ở mức thấp. Thay vào đó, HDB có thể tăng tỷ lệ này trong khi các NH khác đang chịu áp lực phải giảm tỷ lệ này, và nếu điều đó xảy ra sẽ giúp hỗ trợ NIM của HDB.

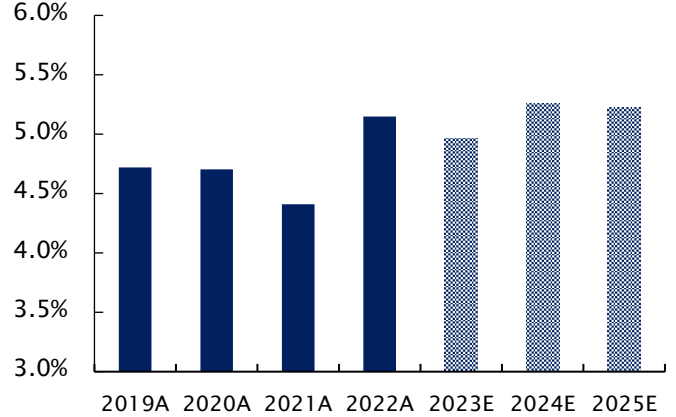
Chúng tôi dự báo tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của HDB sẽ tăng lên 15% trong năm 2024E như trong biểu đồ bên dưới.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ nguồn vốn NH để cho vay TDH của HDB



Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 3: NIM của HDB



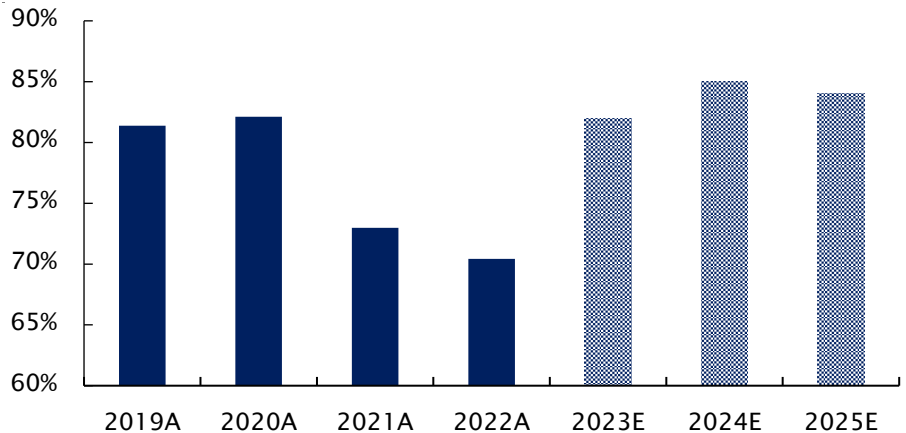
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tiềm năng từ thương vụ bancassurance độc quyền mà BLĐ dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024, sẽ hỗ trợ thu nhập phí trong năm 2024E. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào mô hình định giá.

Tuy nhiên, dựa trên các thương vụ bancassurance của các ngân hàng tương đương (như ACB và Sunlife, hoặc VPB và AIA), chúng tôi kỳ vọng phí trả trước từ thương vụ bancassurance độc quyền giữa HDB và đối tác mới sẽ nằm trong khoảng xấp xỉ 6–8 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi giả định chi phí tín dụng sẽ tăng +21% cho cả năm 2023E và 2024E do chất lượng tài sản có thể bị suy giảm. Tỷ lệ LLR Q2/2023 của HDB chỉ ở mức 61%, thấp hơn so với các ngân hàng top đầu như ACB (108%), hay VCB (386%); tỷ lệ này cũng thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ LLR trung bình trong lịch sử 5 năm của HDB là 75%. Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ tăng tỷ lệ LLR để đảm bảo chất lượng tài sản trong bối cảnh nợ xấu gia tăng.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ LLR của HDB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024E	(5.819)	(5.371)	(4.924)	(4.476)	(4.028)	(3.581)	(3.133)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	11.168	11.502	11.837	12.171	12.506	12.840	13.175
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-8,2%	-5,5%	-2,7%		2,7%	5,5%	8,2%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của HDB

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	4,54%	4,72%	4,70%	4,41%	5,15%	4,96%	5,25%	5,22%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	85,4%	89,0%	89,7%	83,8%	84,0%	81,6%	83,0%	82,8%
Chi phí/ thu nhập	49,6%	46,4%	46,6%	38,5%	40,3%	37,3%	36,5%	36,1%
LN trước dự phòng (PPOP)/ Tổng tài sản	2,47%	2,63%	2,58%	2,94%	3,24%	3,35%	3,58%	3,62%
Dự phòng/ Tổng tài sản	0,54%	0,58%	0,65%	0,66%	0,78%	0,80%	0,80%	0,80%
Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA)	2,14%	2,26%	2,15%	2,57%	2,89%	3,01%	3,22%	3,23%
Đòn bẩy (x)	12,8	11,3	12,9	12,2	10,7	10,9	10,9	10,7
Lợi nhuận HDKD/ vốn chủ sở hữu	27,4%	25,5%	27,8%	31,3%	30,8%	32,7%	35,0%	34,5%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu -90 điểm cơ bản xuống 15,9%, chủ yếu do lãi suất phi rủi ro giảm, và chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E. Điều này khiến giá mục tiêu của chúng tôi tăng 10% lên 22.390 đồng, tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là 36% (bao gồm cổ tức) và P/B 2024E là 1,2x.

HDB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E đạt 0,9x, tương đương với trung vị ngành mặc dù có kết quả hoạt động vượt trội hơn so với các ngân hàng khác.

Biểu đồ 6: HDB hiện đang giao dịch ở mức -1 lần độ lệch chuẩn so với mức TB

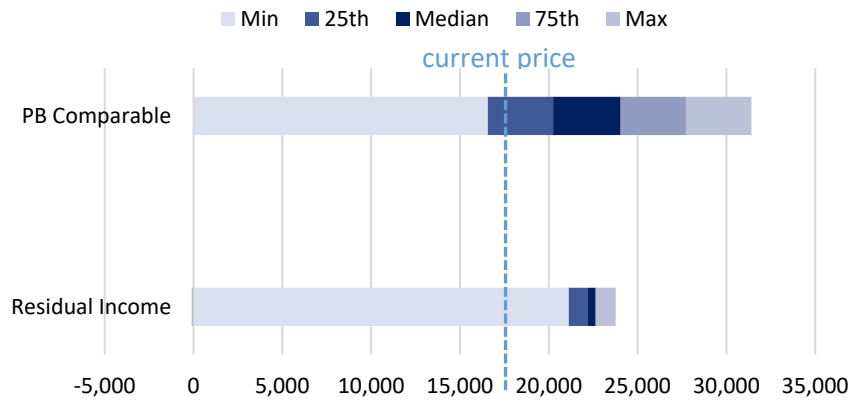


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	21.872	75,0%	16.404
P/B (trung vị ngành)	23.968	25,0%	5.992
Giá trị hợp lý ước tính			22.396

Source: Yuanta Vietnam

Biểu đồ 6: Biểu đồ định giá của HDB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chí phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn:	Chí phí vốn chủ sở hữu:						
	14,5%	15,0%	15,5%	15,9%	16,0%	16,5%	17,0%
16,0%	30.487	27.952	25.715	24.252	23.132	21.423	19.889
15,5%	29.667	27.223	25.065	23.653	22.571	20.920	19.437
15,0%	28.850	26.497	24.418	23.057	22.013	20.419	18.987
14,5%	28.036	25.774	23.773	22.463	21.457	19.921	18.538
14,0%	27.226	25.054	23.132	21.872	20.904	19.424	18.092
13,5%	26.419	24.338	22.493	21.283	20.352	18.930	17.647
13,0%	25.616	23.624	21.857	20.696	19.804	18.437	17.204
12,5%	24.817	22.913	21.223	20.112	19.257	17.947	16.763
12,0%	24.020	22.206	20.592	19.531	18.713	17.459	16.324

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	9.490	10.506
Dự báo của Yuanta	9.354	12.171
% chênh lệch	-1.4%	15.9%
Mức cao nhất của các bên	12.568	11.018
Mức thấp nhất của các bên	8.528	9.794
EPS (đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	3.701	3.898
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3.234	4.208
% chênh lệch	-12,6%	7,9%
Mức cao nhất của các bên	4.997	4.357
Mức thấp nhất của các bên	2.828	2.754

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & Balances at SBV	14,211	16,974	21,017	25,358
Loans to banks	49,132	54,834	64,328	73,446
Investment securities	50,587	66,510	80,347	96,622
Invest. Associates	144	176	217	261
Gross Loans:	263,856	323,527	402,195	487,492
(-) Specific Provisions:	(1,131)	(2,072)	(2,723)	(3,158)
(-) General Provisions:	(1,970)	(2,416)	(3,003)	(3,640)
Total provisions:	(3,102)	(4,488)	(5,727)	(6,798)
Net Loans:	260,755	319,039	396,468	480,694
Fixed Tangible asset:	632	604	578	554
Intangible Assets:	683	683	683	683
Real estate investment	0	0	0	0
Accrued interests:	4,404	4,624	4,855	5,098
Deferred tax:	33	33	33	33
Other Assets:	35,692	39,261	43,188	47,506
Total Assets:	416,273	502,739	611,714	730,255
Deposits:	215,797	264,032	325,419	391,338
Due to SBV:	10,821	4,558	4,460	3,944
Due to Banks:	92,653	113,606	141,231	171,183
Subordinated notes	44,162	46,370	48,688	51,123
Other Liabilities:	13,845	28,015	35,736	44,421
Total Liabilities:	377,278	456,581	555,534	662,008
Capital & Premium:	25,839	29,612	29,612	29,612
Reserves:	3,528	3,528	3,528	3,528
Treasury Shares	(413)	(413)	(413)	(413)
Retained Earnings:	8,000	11,066	20,344	31,725
Minorities Interest:	2,041	2,365	3,110	3,795
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	-	-	-	-
Total Equity:	38,995	46,158	56,181	68,246
Total Liabilities & Equity:	416,273	502,739	611,714	730,255

Profit and Loss

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Net Interest income	18,012	20,067	26,064	31,453
Net Fee Income	2,957	3,307	4,159	5,098
Other Non-It	471	1,225	1,185	1,415
Total Non-It	3,427	4,533	5,344	6,513
TOI	21,439	24,599	31,408	37,966
Total expenses	(8,631)	(9,187)	(11,460)	(13,688)
PPOP:	12,808	15,412	19,948	24,278
Gross Provisions:	(3,068)	(3,698)	(4,476)	(5,376)
NPL Recoveries:	528	671	817	975
Net Provisions:	(2,540)	(3,026)	(3,659)	(4,401)
Pre-Tax Income:	10,268	12,386	16,289	19,877
(-) Income Tax:	(2,059)	(2,477)	(3,258)	(3,975)
Net Income	8,209	9,909	13,031	15,901
(-) Minority Interest	(460)	(555)	(860)	(1,049)
(-) Others	-	-	-	-
PATMI	7,750	9,354	12,171	14,852
Adjusted Diluted EPS		3,234	4,208	5,135

Các chỉ số chính

Financial Ratios	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	17%	30%	11%	30%	21%	18%	17%
Fee Income	103%	53%	12%	26%	23%	20%	19%
Other NII	83%	-38%	160%	-3%	19%	18%	17%
Operating costs	3%	35%	6%	25%	19%	17%	16%
Gross Provision	29%	33%	21%	21%	20%	19%	18%
Preprovision profit	44%	26%	20%	29%	22%	19%	18%
Adjusted Net profit	42%	28%	21%	30%	22%	19%	18%
Assets	17%	11%	21%	22%	19%	18%	17%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	90%	87%	89%	89%	90%	91%	91%
Average Returns on Earnings Assets	1.92%	2.22%	2.31%	2.45%	2.47%	2.46%	2.45%
LOAN ANALYSIS							
Loan growth (% YoY)	14%	30%	23%	24%	21%	20%	19%
Net Loans to Interest Earnings Assets	60%	72%	72%	72%	73%	74%	74%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	5%	18%	22%	23%	20%	19%	18%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	55%	59%	62%	63%	63%	64%	65%
LIQUIDITY							
Pure LDR	110%	121%	121%	122%	123%	124%	125%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	3,360	4,404	5,473	6,737	8,093	9,545	11,127
NPL ratio	1.65%	1.67%	1.69%	1.68%	1.66%	1.63%	1.60%
General Provisions to Gross loans	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
Loan loss coverage ratio	73%	70%	82%	85%	84%	83%	82%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average IEA	8.31%	9.52%	9.96%	9.29%	9.39%	9.51%	9.64%
Int. rate paid on Average IBL	3.98%	4.39%	5.10%	4.22%	4.42%	4.65%	4.90%
Interest rate spread	4.33%	5.13%	4.86%	5.07%	4.97%	4.86%	4.74%
NIM	4.41%	5.15%	4.96%	5.25%	5.22%	5.17%	5.10%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	12%	14%	13%	13%	13.4%	13.6%	13.9%
Other Non Interest income to total Income	5%	2%	5%	4%	3.7%	3.7%	3.7%
OPERATING EFFICIENCY							
Cost to income ratio	38%	39%	36%	36%	35%	35%	34%
Adj. Cost to income ratio	39%	40%	37%	36%	36%	36%	35%
CREDIT COSTS							
Provisioning / Avg. Loans	1.21%	1.31%	1.26%	1.23%	1.21%	1.19%	1.18%
PROFITABILITY							
Pre provision ROA	2.94%	3.24%	3.35%	3.58%	3.62%	3.63%	3.63%
Pre provision ROE	36.7%	36.7%	36.2%	39.0%	39.0%	38.5%	37.7%
ROAA	1.86%	2.08%	2.16%	2.34%	2.37%	2.38%	2.38%
Adj. ROAE	21.8%	22.2%	22.0%	23.8%	23.9%	23.5%	23.1%
Dividend payout ratio	0%	0%	32%	31%	29%	29%	33%
Dividend Yield	0.0%	0.0%	5.8%	5.8%	7.0%	8.7%	11.6%
VALUATIONS							
PER (x)	7.2x	5.6x	5.3x	4.1x	3.3x	2.8x	2.4x
PBR (x)	1.5x	1.2x	1.1x	0.9x	0.8x	0.6x	0.5x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

MUA

Giá mục tiêu tăng	+14%
Đóng cửa ngày	16/03/2023
Giá	22,400 đồng
Mục tiêu 12T	25,540 đồng

Tiêu điểm

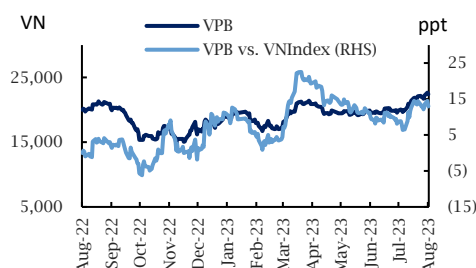
- ▶ Chúng tôi tăng giá mục tiêu +16% do giảm tỷ lệ chiết khấu và chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E.
- ▶ Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng tín dụng lên 26% YoY (+8 điểm phần trăm so với dự báo trước đó) và chúng tôi tăng dự báo trích lập dự phòng thêm +17% cho năm 2024E.
- ▶ Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận -4% so với dự báo trước đó cho năm 2024E.

Quan điểm

- ▶ Duy trì khuyến nghị MUA. Tỷ lệ CAR ở mức 19% sau khi phát hành riêng lẻ, đây là tỷ lệ cao nhất ngành. Nguồn vốn dồi dào có thể giúp VPB nhận được hạn mức tín dụng cao hơn.
- ▶ Tuy nhiên, nguồn vốn tăng cao có thể gây áp lực cho ROE trong 2023E-2024E.
- ▶ VPB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 1,2x, cao hơn so với trung vị ngành là 0,9x
- ▶ Rủi ro: Tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp cao.

Tổng quan doanh nghiệp: VPB là ngân hàng có nguồn vốn dồi dào. Vào tháng 04/2021, VPB đã bán 49% cổ phần FE Credit, công ty con trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng, cho Sumitomo Mitsui. Năm 2022, VPB mua 97,4% cổ phần công ty Chứng khoán VPBank. VPB đã bán 15% vốn điều lệ cho Sumitomo Mitsui thông qua phát hành riêng lẻ trong năm 2023. Hệ số an toàn vốn CAR (sau phát hành riêng lẻ) ước tính khoảng ~19%.

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa thị trường	6,2 tỷ USD
GTGD BQ6T	15 triệu USD
SLCP đang lưu hành	6.743 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	70%
Sở hữu nước ngoài	16,6%
Cổ đông lớn	15,8%
TS/VCSH năm 2024E (x)	7,2x
P/E 2024E (x)	6,8x
P/B 2024E (x)	1,2x
Room ngoại còn lại	1,0%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	4,5%

Nguồn: FiinPro, (*) Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025A
NIM (%)	7,63%	7,32%	7,49%	7,64%
Tăng trưởng TN Phí (%)	59%	15%	28%	25%
CIR	26%	27%	25%	25%
Tăng trưởng PPOP (%)	32%	3%	28%	24%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	18.168	16.438	21.711	27.656
ROAA	2,87%	2,11%	2,38%	2,54%
ROAE điều chỉnh	19,1%	15,3%	18,1%	19,9%
PE (x)	8,1	9,0	6,8	5,4
PB (x)	1,5	1,4	1,2	1,1
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	4,5%	4,5%	4,5%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chuyên Viên Phân Tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantacom.vn

Bloomberg code: YUTA

Ngân Hàng Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)

Tập trung vào chất lượng tài sản

Chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2023E thêm +5 điểm phần trăm lên 25% YoY và chúng tôi cũng tăng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E thêm +8 điểm phần trăm lên 26% YoY. Chúng tôi cho rằng với nguồn vốn dồi dào và việc VPB tham gia tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém sẽ giúp Ngân hàng nhận được hạn mức tín dụng cao hơn trong tương lai.

Chúng tôi giảm dự báo NIM xuống 7,32% (-31 điểm cơ bản YoY) cho năm 2023E, nhưng chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện lên mức 7,49% (+17 điểm cơ bản YoY) vào năm 2024E do chi phí huy động vốn giảm.

Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ tăng +17% vào năm 2024E nhằm phản ánh sự gia tăng của nợ xấu. Trái phiếu doanh nghiệp có giảm nhưng vẫn chiếm tỷ trọng tương đối cao trên tổng tài sản của VPB tính đến cuối Q2/2023 là 5,2% (-90 điểm cơ bản QoQ).

Chúng tôi giảm dự báo PATMI 2024E -4% còn 21,7 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng lợi nhuận là +32% YoY.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi cao hơn 5% so với các bên, có thể là do giả định tăng trưởng tín dụng của chúng tôi cao hơn.

Nguồn vốn của VPB khá dồi dào sau khi bán 49% cổ phần FE Credit vào năm 2021 và 15% vốn điều lệ của VPB cho Sumitomo Mitsui trong năm 2023. Ngân hàng kỳ vọng tỷ lệ CAR sẽ tăng lên khoảng 19% sau khi phát hành riêng lẻ cho Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC), đây là tỷ lệ CAR cao nhất trong hệ thống các NH Việt Nam.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,4x và mức sinh lời trong 12 tháng là 19% (bao gồm cổ tức). VPB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 1,2x, cao hơn so với mức trung vị ngành là 0,9x. Nguồn vốn dồi dào giúp VPB có thể mở rộng kinh doanh và có nguồn lực dồi dào để xử lý các rủi ro tín dụng khi xảy ra. Tuy nhiên, việc tối ưu hóa nguồn vốn sẽ là vấn đề đặt ra cho VPB, do nguồn vốn tăng lên sẽ khiến ngân hàng khó duy trì ROE ở mức cao trong năm 2023-2024E.

Rủi ro: FE Credit phục hồi chậm hơn kỳ vọng sẽ khiến nợ xấu tăng nhanh hơn và tín dụng tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, tiềm năng tăng giá bao gồm chất lượng tài sản tốt hơn kỳ vọng/ chi phí dự phòng thấp hơn và điều kiện kinh doanh của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu cải thiện.

VPB VN_ Báo cáo cập nhật

Định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	5,2	12,5	8,1	9,0	6,8	5,4
PEG	0,2	(0,2)	0,1	(0,9)	0,2	0,2
ROAA (%)	2,62%	2,38%	2,87%	2,11%	2,38%	2,54%
ROAE (%)	21,9%	16,9%	19,1%	15,3%	18,1%	19,9%
PBR (x)	1,0	1,9	1,5	1,4	1,2	1,1
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	4,5%	4,5%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

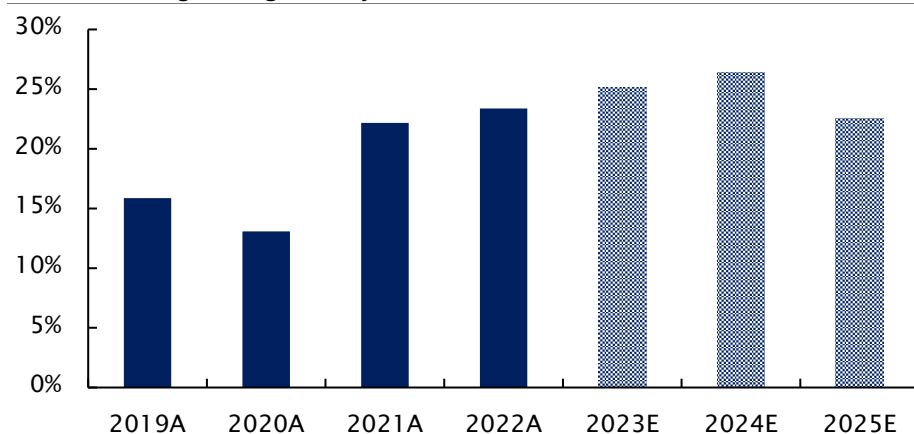
Tóm tắt KQKD Q2/2023 của VPB [\(link\)](#)

VPB	2Q23	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	8.762	-8%	-16%
TN phí ròng (tỷ đồng)	1.657	-1%	8%
Tổng TN hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	10.610	-3%	-11%
Chi phí HD (tỷ đồng)	3.679	7%	4%
Dự phòng (tỷ đồng)	6.490	2%	16%
PATMI (tỷ đồng)	3.062	21%	-13%
NPL (theo TT.11)(%)	4,98%	-1bp	+1ppt
LLR (%)	38%	-8ppt	-24ppt
CASA (%)	15,0%	80bps	-4ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi điều chỉnh dự báo tăng trưởng cho vay đối với VPB thêm +5 điểm phần trăm lên 25% YoY trong năm 2023E và +8 điểm phần trăm lên 26% YoY trong năm 2024E. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng của VPB sẽ vượt trội hơn so với các ngân hàng khác nhờ hệ số an toàn vốn cao (CAR ~19% sau phát hành riêng lẻ) và sự tham gia của VPB vào việc tái cơ cấu một ngân hàng yếu kém.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của VPB



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

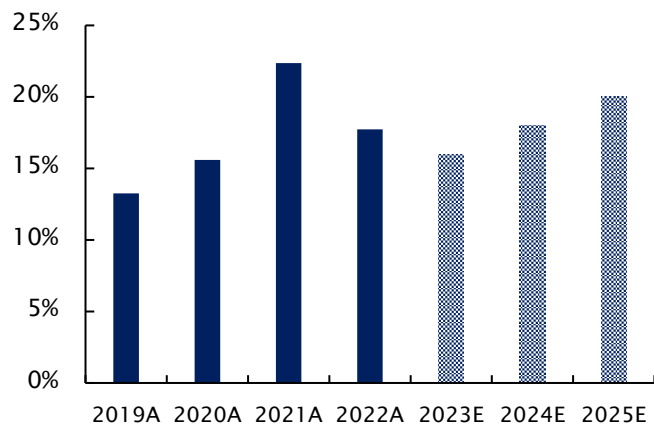
Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	21.583	21.625	21.668	21.711	21.753	21.796	21.838
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-0,6%	-0,4%	-0,2%		0,2%	0,4%	0,6%

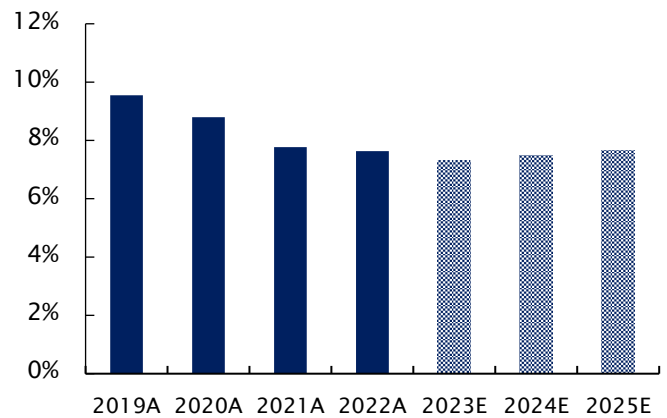
Nguồn: Yuanta Việt Nam

NIM có thể giảm trong giai đoạn 2023-2024E do chi phí huy động vốn tăng trong 1H23 và sự chững lại của FE Credit. Tỷ lệ CASA của VPB gần đây có xu hướng giảm và chỉ ở mức 15% (+80 điểm cơ bản QoQ/nhưng -4 điểm phần trăm YoY) tại thời điểm cuối Q2/2023.

Tuy nhiên, tỷ lệ LDR thấp (70,6% so với mức trần 85,0% của NHNN) và tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn thấp (25,9% so với mức trần 34,0% của NHNN) sẽ cho phép VPB có dư địa để duy trì NIM ở mức cao.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ CASA của VPB

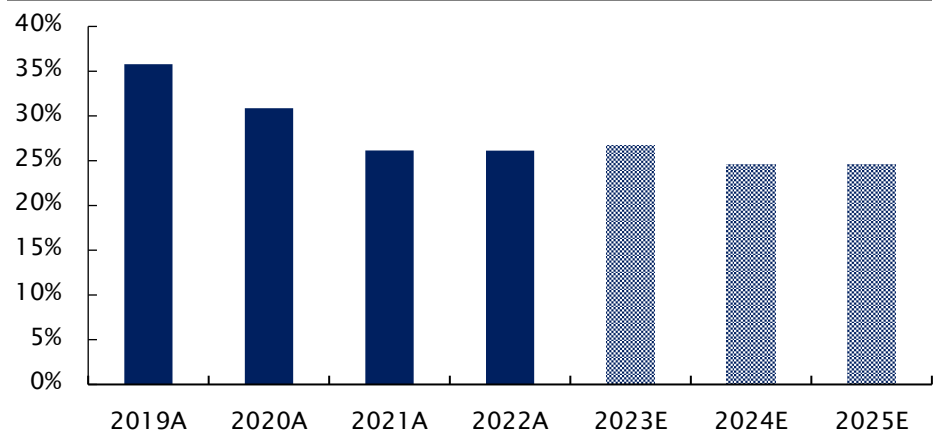
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 3: NIM của VPB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) nằm trong nhóm thấp nhất ngành,

chứng tỏ khả năng quản lý chi phí hiệu quả. CIR có xu hướng giảm kể từ năm 2019A như minh họa trong biểu đồ bên dưới. Chúng tôi kỳ vọng CIR của VPB sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới nhờ quá trình chuyển đổi số. Hầu hết mọi ngân hàng ở Việt Nam đều tập trung vào chuyển đổi số, điều này sẽ giúp cải thiện hiệu quả chi phí. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng VPB hiện đang dẫn đầu, thể hiện qua việc tỷ lệ CIR thấp và giảm dần qua các năm.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ CIR của VPB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Tập trung vào chất lượng tài sản. Tỷ lệ LLR của VPB rất thấp, chỉ 38% (-8 điểm phần trăm QoQ/-24 điểm phần trăm YoY) tại thời điểm cuối Q2/2023. Ngân hàng báo cáo tỷ lệ nợ xấu (theo Thông tư 11) ở mức 4,98% (-1 điểm cơ bản QoQ/+1,0 điểm phần trăm YoY) trong Q2/2023.

Nợ xấu cao là điều bình thường đối với VPB vì Ngân hàng có sở hữu công ty tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo – FE Credit. Do đó, VPB phải chấp nhận mức rủi ro nợ xấu cao, tuy nhiên bù đắp lại là NIM ở mức cao. Tỷ lệ nợ xấu tại FE Credit đã tăng lên 28% (+6 điểm phần trăm QoQ/+13 điểm phần trăm YoY) tại thời điểm cuối Q2/2023, theo ước tính của chúng tôi dựa trên cả báo cáo tài chính riêng lẻ và hợp nhất của VPB.

Tỷ lệ nợ xấu (theo Thông tư 11 do ngân hàng báo cáo) tại ngân hàng mẹ, không hợp nhất FE Credit cũng ở mức cao 2,81% (+15 điểm cơ bản QoQ/+84 điểm cơ bản YoY). Đây là một trong những tỷ lệ nợ xấu cao trong ngành. Quan điểm của chúng tôi là ngân hàng nên tăng trích lập dự phòng để ứng phó với tình trạng suy giảm chất lượng tài sản có thể xảy ra, đặc biệt trong bối cảnh khó khăn của ngành bất động sản và của công ty con FE Credit.

Do đó, chúng tôi tăng giả định trích lập dự phòng cho năm 2024E thêm +17% so với dự báo trước đó lên 33 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) trong năm 2024E. Ngay cả khi Ngân hàng quyết định sẽ không tăng dự phòng, chúng tôi cũng tin rằng việc giả định tăng trích lập dự phòng khi định giá cho VPB là điều cần thiết.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024E	(43.484)	(40.139)	(36.794)	(33.449)	(30.104)	(26.759)	(23.414)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	13.085	15.960	18.835	21.711	24.586	27.461	30.336
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-40%	-26%	-13%		13%	26%	40%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Hơn nữa, mức độ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp của VPB (chiếm 5,2% tổng tài sản, -90 điểm cơ bản QoQ) là tỷ trọng cao thứ tư trong ngành trong Q2/2023. Theo báo cáo tài chính Q2/2023 của NVL, tổng tín dụng (chủ yếu là TPDN) mà VPB cấp cho NVL là 2,4 nghìn tỷ đồng (-71% QoQ), chỉ chiếm 0,3% tổng tài sản của VPB tại thời điểm cuối Q2/2023.

Phân tích độ nhạy của trích lập dự phòng và lợi nhuận của VPB đối với khoản đầu tư TPDN của Novaland.

Tổng TPDN của NVL mà VPB nắm giữ tại Q2/2023 (tỷ đồng)	2,383				
Giả định về % rủi ro thanh toán đối với TPDN của NVL	20%	40%	60%	80%	100%
Trích lập dự phòng (base case) (tỷ đồng)	(27.553)	(27.553)	(27.553)	(27.553)	(27.553)
Dự phòng bổ sung liên quan đến NVL (tỷ đồng)	(477)	(953)	(1.430)	(1.906)	(2.383)
Tổng trích lập dự phòng (downside case) (tỷ đồng)	(28.030)	(28.506)	(28.983)	(29.459)	(29.936)

Tác động đến lợi nhuận của VPB

Thu nhập ròng 2023E (base case) (tỷ đồng)	16.438				
Thu nhập ròng 2023E (downside case) (tỷ đồng)	16.017	15.596	15.175	14.754	14.333
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-3%	-5%	-8%	-10%	-13%

Tác động đến ROE của VPB

ROE (base case) (%)	15,3%				
ROE (downside case) (%)	14,9%	14,6%	14,2%	13,9%	13,5%
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-40bps	-70bps	-1,1ppt	-1,4ppt	-1,8ppt

Nguồn: Báo cáo tài chính Q2/2023 của Novaland, Yuanta Việt Nam

Phân tích lợi nhuận HDKD/ Tổng tài sản (OROA) của VPB

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	8,98%	9,55%	8,79%	7,77%	7,63%	7,32%	7,49%	7,64%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	85,2%	88,9%	87,6%	83,8%	75,9%	84,8%	85,2%	85,1%
Chi phí/ thu nhập	36,7%	35,8%	30,9%	26,1%	26,1%	26,7%	24,5%	24,6%
LN trước dự phòng (PPOP)/Tổng tài sản	6,11%	6,32%	6,41%	6,27%	6,78%	5,85%	6,22%	6,40%
Dự phòng/ Tổng tài sản	3,74%	3,91%	3,67%	3,98%	3,81%	3,91%	3,94%	3,92%
LN HDKD/ Tổng tài sản (OROA)	2,93%	2,98%	3,26%	2,87%	3,62%	2,41%	2,70%	2,85%
Đòn bẩy (x)	9,30	8,94	7,94	6,34	6,10	6,95	7,22	7,51
LN HDKD/ vốn chủ sở hữu	27,3%	26,7%	25,9%	18,2%	22,1%	16,8%	19,5%	21,4%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

Chúng tôi giảm tỷ lệ chiết khấu -1,1 điểm phần trăm xuống 15,2%, chủ yếu do lãi suất phi rủi ro giảm. Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E. Do đó, giá mục tiêu của chúng tôi tăng +16% lên 25.540 đồng, tương ứng mức sinh lời trong 12 tháng là 19% (bao gồm cổ tức) và P/B 2024E là 1,4x.

VPB hiện đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E đạt 1,2x, thấp hơn mức định giá trung bình của VPB. Đáng chú ý, VPB đã đạt được thỏa thuận bán 15% cổ phần thông qua phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chiến lược Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) với giá 30.159 đồng/cổ phiếu, cao hơn 35% so với giá cổ phiếu hiện tại (22.400 đồng vào ngày 16/08/2023).

Biểu đồ 5: VPB vẫn giao dịch dưới mức PB trung bình lịch sử 5 năm

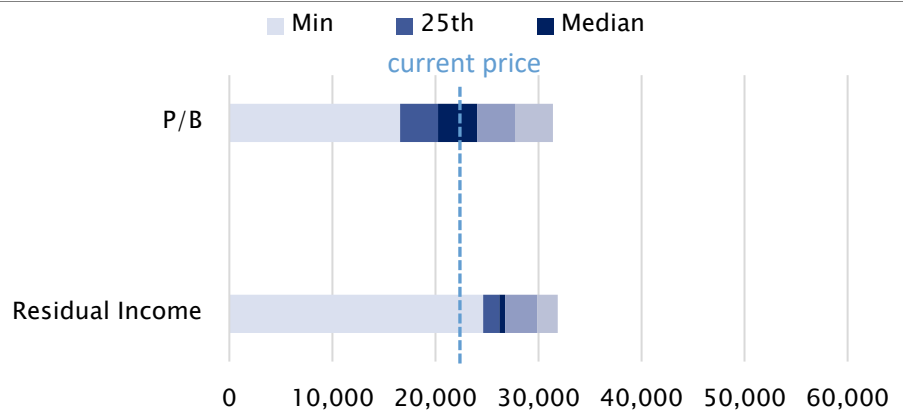


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	26.325	75,0%	19.743
P/B (trung vị ngành)	23.193	25,0%	5.798
Giá trị hợp lý ước tính			25.542

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 6: Biểu đồ định giá của VPB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn:	Chi phí vốn chủ sở hữu:						
	13,5%	14,0%	14,5%	15,2%	15,5%	16,0%	16,5%
16,0%	44.438	39.650	35.543	30.556	28.768	26.089	23.732
15,5%	42.797	38.208	34.272	29.489	27.774	25.202	22.940
15,0%	41.165	36.775	33.008	28.428	26.785	24.321	22.152
14,5%	39.542	35.350	31.751	27.373	25.802	23.445	21.368
14,0%	37.929	33.933	30.502	26.325	24.825	22.573	20.590
13,5%	36.325	32.525	29.259	25.282	23.853	21.707	19.815
13,0%	34.731	31.125	28.025	24.246	22.887	20.846	19.045
12,5%	33.147	29.733	26.797	23.216	21.927	19.990	18.280
12,0%	31.571	28.350	25.577	22.192	20.973	19.139	17.520

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	14,909	20,654
Dự báo của Yuanta	16,438	21,711
<i>% chênh lệch</i>	10.3%	5.1%
Mức cao nhất của các bên	19,494	27,624
Mức thấp nhất của các bên	9,120	13,203
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	2,059	2,865
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	2,448	3,220
<i>% chênh lệch</i>	18.9%	12.4%
Mức cao nhất của các bên	2,703	4,096
Mức thấp nhất của các bên	1,155	1,672

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	FY22	FY23	FY24	FY25
Cash	2,658	3,368	4,321	5,381
Loans and Advances to Banks:	47,965	60,766	49,387	61,496
Investment Securities:	90,869	115,119	123,070	153,244
Others:	1,082	1,371	1,759	2,191
Gross Loans:	438,338	548,415	693,367	849,882
(-) Specific Provisions:	(10,442)	(14,006)	(17,601)	(20,805)
(-) General Provisions:	(3,234)	(4,101)	(5,185)	(6,355)
Total provisions:	(13,676)	(18,106)	(22,786)	(27,160)
Net Loans:	424,662	530,309	670,581	822,722
Property, Plant and Equipment (PP&E):	1,219	1,219	1,219	1,219
Intangible Assets:	639	639	639	639
Real estate investment	0	0	0	0
Accrued interests:	7,879	5,121	4,609	4,148
Deferred tax:	567	567	567	567
Other Assets:	43,535	46,389	49,430	52,671
Total Assets:	631,013	777,456	921,734	1,124,388
Deposits:	303,151	384,052	492,775	613,593
Due to SBV:&Banks	142,178	142,178	142,178	142,178
Subordinated Notes:	63,700	63,700	63,700	63,700
Other Liabilities:	18,419	75,635	95,295	155,110
Total Liabilities:	527,511	665,643	794,047	974,702
Share Capital & Share Premium:	67,434	67,736	67,736	67,736
Reserves:	13,535	13,535	13,535	13,535
Treasury Shares	(883)	(581)	(581)	(581)
Retained Earnings:	16,752	25,256	39,033	58,755
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	-	-	-	-
Minorities Interest:	6,664	5,866	7,964	10,240
Total Equity	103,502	111,813	127,687	149,685
Total Liabilities & Equity:	631,013	777,456	921,734	1,124,388

Profit and Loss

(VND bn)	FY22	FY23	FY24	FY25
Total Net Interest Income:	41,021	47,702	59,656	73,890
Net Fee Income	6,438	7,396	9,480	11,863
Other non-ll	6,592	1,137	887	1,082
Total non-ll	13,030	8,533	10,367	12,945
Adj. TOI	54,051	56,234	70,023	86,835
Total expenses	(14,116)	(15,020)	(17,177)	(21,357)
Adj. PPOP	39,935	41,215	52,846	65,478
Gross Provisions:	(22,461)	(27,553)	(33,449)	(40,150)
Net other Incomes:	3,746	4,943	5,860	7,149
Net Provisions:	(18,715)	(22,610)	(27,589)	(33,001)
Pre-Tax Income:	21,220	18,605	25,258	32,477
(-) Income Taxes:	(4,311)	(3,721)	(5,052)	(6,495)
Net Income	16,909	14,884	20,206	25,981
(-) Minorities Interest:	1,259	1,555	1,505	1,675
(-) Others:	-	-	-	-
PATMI	18,168	16,438	21,711	27,656
Adjusted EPS		2,448	3,220	4,101

Các chỉ số chính

Financial Ratios	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	6%	19%	16%	25%	24%	24%	22%
Fee Income	21%	59%	15%	28%	25%	22%	21%
Adjusted. Other NII	117%	153%	-83%	-22%	22%	21%	20%
Operating costs	-6%	32%	6%	14%	24%	26%	23%
Provision	31%	17%	23%	21%	20%	18%	17%
Preprovision profit	19%	32%	3%	28%	24%	23%	21%
Adjusted Net profit	13%	55%	-10%	32%	27%	27%	24%
Assets	31%	15%	23%	19%	22%	21%	20%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	91%	92%	93%	94%	95%	95%	96%
Average Returns on Earnings Assets	2.65%	3.38%	2.52%	2.73%	2.86%	2.97%	3.05%
LOAN ANALYSIS							
Loan growth (% YoY)	22%	23%	25%	26%	23%	21%	20%
Net Loans to Interest Earnings Assets	70%	73%	73%	77%	77%	77%	77%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	4%	25%	27%	28%	25%	23%	22%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	54%	60%	65%	71%	75%	79%	82%
LIQUIDITY							
LDR	143%	140%	138%	136%	134%	132%	130%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	16,244	25,137	32,921	37,977	45,267	52,755	60,623
NPL ratio	4.57%	5.73%	6.00%	5.48%	5.33%	5.13%	4.93%
General Provisions to Gross loans	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
LLR	61%	54%	55%	60%	60%	60%	60%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average IEA	11.50%	11.58%	11.50%	11.04%	11.27%	11.32%	11.37%
Int. rate paid on Average IBL	4.12%	4.43%	4.96%	4.39%	4.62%	4.75%	4.87%
Interest rate spread	7.37%	7.14%	6.54%	6.65%	6.64%	6.57%	6.51%
NIM	7.77%	7.63%	7.32%	7.49%	7.64%	7.74%	7.82%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	10%	12%	13%	14%	13.7%	13.5%	13.5%
Other Non Interest income to total Inc	6%	12%	2%	1%	1.2%	1.2%	1.2%
OPERATING EFFICIENCY							
Cost to income ratio	24%	24%	25%	23%	23%	23%	23%
Adj. Cost to income ratio	26%	26%	27%	25%	25%	25%	25%
CREDIT COSTS							
Provision/Avg. loans	5.95%	5.66%	5.58%	5.39%	5.20%	5.06%	4.93%
PROFITABILITY							
Pre provision ROAA	6.27%	6.78%	5.85%	6.22%	6.40%	6.48%	6.54%
Pre provision ROAE	43.6%	42.1%	38.3%	44.1%	47.2%	49.1%	49.8%
ROAA	2.38%	2.87%	2.11%	2.38%	2.54%	2.68%	2.80%
ROAE	16.9%	19.1%	15.3%	18.1%	19.9%	21.4%	22.3%
Dividend payout ratio	0%	0%	44%	48%	37%	34%	34%
Dividend Yield	0.0%	0.0%	4.5%	4.5%	4.5%	5.5%	6.8%
VALUATIONS							
PER (x)	12.5x	8.1x	9.0x	6.8x	5.4x	4.2x	3.4x
PBR (x)	1.9x	1.5x	1.4x	1.2x	1.1x	0.9x	0.8x

Sacombank (STB)

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu tăng +2%
 Đóng cửa 16/08/2023
 Giá 32.900 đồng

Mục tiêu 12T 33.575 đồng

Tiêu điểm

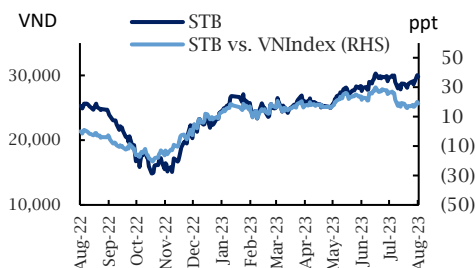
- ▶ Chúng tôi tăng giá mục tiêu +16% sau khi điều chỉnh cơ sở định giá sang năm 2024E.
- ▶ Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay sẽ đạt 16% in 2024.
- ▶ STB sẽ trích lập dự phòng cho toàn bộ tài sản tồn đọng trong năm 2023E và dự kiến không còn phải trích lập cho khoản mục này trong năm 2024E.
- ▶ Do đó, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận năm 2024 thêm +22%.

Quan điểm

- ▶ Hạ khuyến nghị xuống **NĂM GIỮ**, do định giá của STB không còn quá hấp dẫn.
- ▶ STB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 1,0x, cao hơn một chút so với trung vị ngành.
- ▶ Quá trình tái cơ cấu dự kiến sẽ hoàn tất trong năm 2023
- ▶ **Rủi ro:** Giá cổ phiếu STB sẽ phụ thuộc nhiều vào việc bán thành công 32,5% vốn cổ phần của STB hiện đang nắm giữ bởi VAMC.

Tổng quan doanh nghiệp: STB là ngân hàng niêm yết lớn 8 tại Việt Nam xét về tài sản với 4,7% thị phần vào cuối Q2/2023. Ngân hàng chủ yếu tập trung vào mảng cho vay bán lẻ và cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ. Việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015 khiến cho chất lượng tài sản gặp nhiều vấn đề, đây là một thách thức mà ban lãnh đạo ngân hàng đã và đang nỗ lực giải quyết. Tại thời điểm này, quan điểm của chúng tôi là giai đoạn tái cơ cấu đã cơ bản gần kết thúc và ban lãnh đạo xứng đáng được ghi nhận vì điều này. Tuy nhiên, câu hỏi quan trọng bây giờ là tiếp theo sẽ như thế nào?

Tương quan giá CP với VN-Index



Vốn hóa thị trường	2,5 tỷ USD
GTGD BQ6T	22 triệu USD
SLCP đang lưu hành	1.885 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	67,5%
Sở hữu nước ngoài	24,3%
Cổ đông lớn	5,6%
TS/VCSH năm 2024E (x)	14x
P/E 2024E (x)	5,5x
P/B 2024E (x)	1,0x
Room ngoại còn lại	5,7%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	0,0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025A
NIM (%)	3.35%	4.22%	4.12%	4.15%
Tăng trưởng TN Phí (%)	20%	-28%	18%	23%
CIR	47%	40%	42%	41%
Tăng trưởng PPOP (%)	66%	43%	9%	18%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	5,041	6,653	10,890	14,248
ROAA	0.91%	1.19%	1.68%	1.91%
ROAE điều chỉnh	13.8%	15.8%	21.4%	22.5%
PE (x)	10.8	8.1	5.0	3.8
PB (x)	1.4	1.2	1.0	0.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chuyên Viên Phân Tích:

Trần Tấn

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantacom.vn

Bloomberg code: YUTA

Sacombank (STB)

Định giá không còn hấp dẫn

Chúng tôi vẫn duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E là 16% YoY. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn tất tái cơ cấu trong năm 2024E, và tăng trưởng tín dụng của STB sẽ cao hơn so với trung vị ngành. Chúng tôi tăng dự báo thu nhập lãi ròng thêm +36% so với dự báo trước đó cho năm 2024E bởi vì chúng tôi giả định toàn bộ tài sản tồn đọng sẽ được xử lý và chuyển thành tài sản sinh lãi vào năm sau.

Chúng tôi kỳ vọng việc giải quyết tài sản tồn đọng sẽ hỗ trợ cho NIM trong năm 2023E mặc dù chi phí huy động vốn đã tăng cao trong 1H23. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ đạt 4,22% (+87 điểm cơ bản YoY) trong năm 2023E và 4,12% (-10 điểm cơ bản YoY) trong năm 2024E.

Quá trình tái cơ cấu được kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm nay. Chúng tôi dự báo STB sẽ không còn phải trích lập dự phòng cho trái phiếu VAMC trong năm 2024 do ngân hàng sẽ trích lập dự phòng cho toàn bộ các khoản tài sản tồn đọng này trong năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tăng dự báo chi phí dự phòng thêm +90% so với dự báo trước đó lên mức 4,9 nghìn tỷ đồng (-48% YoY) cho năm 2024, bởi vì chúng tôi cho rằng dự báo chi phí dự phòng cho năm 2024E trước đó của chúng tôi là khá thấp trong bối cảnh nợ xấu đang có xu hướng gia tăng trong toàn hệ thống ngành Ngân hàng ở thời điểm hiện tại.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2024 sẽ tăng +64% YoY và đạt 11 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do thu nhập lãi ròng tăng và dự phòng giảm so với cùng kỳ.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo lợi nhuận cho năm 2024E của chúng tôi thấp hơn 12% so với mức trung vị của các bên, có thể do giả định về khoản trích lập dự phòng của chúng tôi cao hơn.

Hạ khuyến nghị xuống thành NĂM GIỮ từ khuyến nghị MUA trước đó. Việc hạ khuyến nghị chủ yếu là do định giá. Câu chuyện phục hồi đang dần kết thúc, nhưng định giá của ngân hàng không còn rẻ so với ngành. STB đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 1,0x, cao hơn một chút so với mức trung vị 0.9x của toàn ngành.

Chúng tôi cho rằng định giá của STB chỉ nên tương đương hoặc cao hơn một chút so với mức trung vị ngành. Quan trọng hơn, định giá của STB sẽ vẫn ở mức thấp hơn so với các ngân hàng cùng quy mô nhưng chất lượng tốt hơn như ACB và MBB – thậm chí là sau khi ngân hàng hoàn tất việc tái cơ cấu. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,1x và mức sinh lời trong 12 tháng hiện chỉ là khoảng 2%.

Rủi ro giảm giá: Nợ xấu gia tăng, và đáng chú ý là lượng nợ xấu này không liên quan đến tài sản tồn đọng của quá trình tái cơ cấu. **Rủi ro tăng giá:** tín dụng tăng trưởng mạnh hơn so với kỳ vọng, và việc bán 32,5% vốn cổ phần hiện đang nắm giữ bởi VAMC sẽ diễn ra thành công sớm hơn dự kiến.

STB_Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	23,0	17,6	10,8	8,1	5,0	3,8
PEG	2,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,1
ROAA (%)	0,57%	0,67%	0,91%	1,19%	1,68%	1,91%
ROAE (%)	8,1%	9,5%	13,8%	15,8%	21,4%	22,5%
PBR (x)	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	0,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

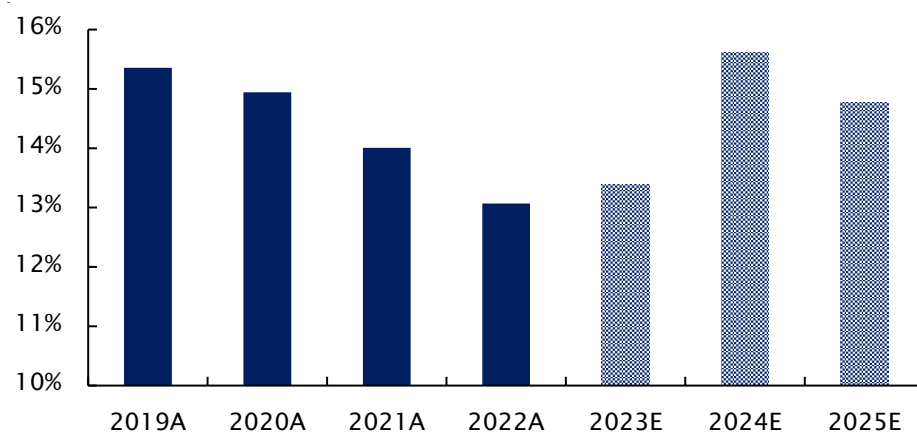
Tóm tắt KQKD Q2/2023 của STB [\(link\)](#)

STB	2Q23	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	5.751	-1%	121%
TN phí ròng (tỷ đồng)	654	-1%	-62%
Tổng thu nhập hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	6.671	-1%	45%
Chi phí HD (tỷ đồng)	3.049	-11%	28%
Dự phòng (tỷ đồng)	1.316	31%	-46%
PATMI (tỷ đồng)	1.925	1%	139%
NPL (%)	1,79%	60bps	51bps
LLR (%)	77%	-27ppt	-61ppt
CASA (%)	17,0%	-40bps	-5,6ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E của STB là 16% YoY do chúng tôi tin rằng ngân hàng sẽ hoàn tất tái cơ cấu trong năm 2023, và tốc độ tăng trưởng tín dụng của STB sẽ cao hơn so với trung bình ngành sau khi hoàn tất tái cơ cấu.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của STB



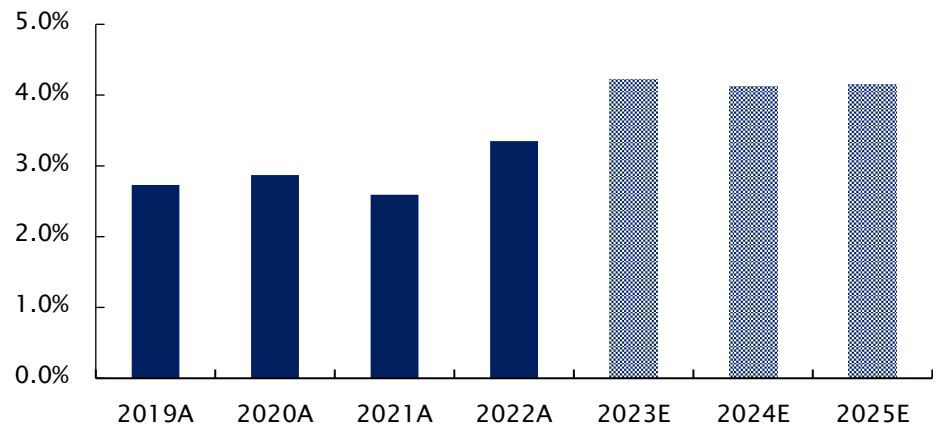
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	10.786	10.821	10.856	10.890	10.925	10.960	10.994
(+/-) % so với giá định ban đầu của chúng tôi	-1,0%	-0,6%	-0,3%		0,3%	0,6%	1,0%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chi phí huy động vốn tăng cao trong 1H23 sẽ ảnh hưởng đến NIM đối với tất cả các ngân hàng, bao gồm cả STB; tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng việc giải quyết phần tài sản không sinh lời còn lại của STB sẽ giúp hỗ trợ cho NIM do phần tài sản được giải quyết đó sẽ chuyển thành tài sản sinh lời. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ đạt 4,22% (+87 điểm cơ bản YoY) trong năm 2023E. Dự báo NIM của chúng tôi cho năm 2024E là 4,12% (-10 điểm cơ bản YoY).

Biểu đồ 2: NIM của STB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi giả định STB sẽ tiếp tục tăng dự phòng trong năm 2023 do ngân hàng sẽ đẩy nhanh tiến độ tái cơ cấu trong năm nay.

Chúng tôi cho rằng STB sẽ trích lập dự phòng cho toàn bộ khoản trái phiếu VAMC còn lại của ngân hàng trong năm 2023E. Do đó, chúng tôi cho rằng STB sẽ không cần phải trích lập dự phòng cho các khoản liên quan đến tài sản tồn đọng không sinh lời từ năm 2024, với giả định rằng toàn bộ tài sản tồn đọng đã được tái cơ cấu này sẽ không quay trở lại thành tài sản không sinh lời (NPA).

Mặc dù chúng tôi cho rằng STB sẽ không trích lập dự phòng cho khoản trái phiếu VAMC trong năm 2024, **chúng tôi vẫn tăng dự báo dự phòng +90% so với dự báo trước đó lên 4,9 nghìn tỷ đồng (-48% YoY) cho năm 2024E** nhằm hạn chế rủi ro suy giảm chất lượng tài sản do nợ xấu gia tăng. Dự báo trước đó đối với khoản dự phòng của năm 2024E là khá thấp xét trên điều kiện kinh tế và rủi ro nợ xấu ở thời điểm hiện tại.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận.

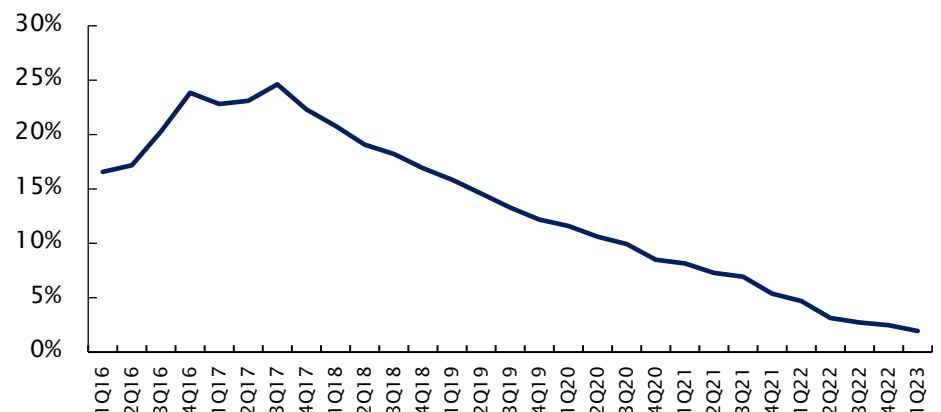
Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Chi phí dự phòng 2024E	(6.373)	(5.882)	(5.392)	(4.902)	(4.412)	(3.922)	(3.431)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	9.853	10.199	10.545	10.890	11.236	11.581	11.927
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-10%	-6%	-3%		3%	6%	10%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Quá trình tái cơ cấu gần như đã hoàn tất.

Ban lãnh đạo xứng đáng được đánh giá cao liên quan đến khả năng xử lý tài sản tồn đọng không sinh lời khá hiệu quả trong những năm vừa qua. Tổng giá trị tài sản không sinh lời ròng (bao gồm nợ xấu ròng, giá trị trái phiếu VAMC ròng, lãi dự thu, và các khoản phải thu liên quan đến tái cơ cấu) đã giảm mạnh từ mức khoảng 25% trong Q3/2017 chỉ còn khoảng ~2,6% trong Q2/2023 dựa trên tính toán của chúng tôi.

Dẫn đến, tỷ lệ tổng tài sản không sinh lời ròng / tổng vốn cổ phần của ngân hàng giảm từ 3,93x (Q3/2017) xuống chỉ còn 0,39x trong Q2/2023. Xu hướng này cho thấy sự nỗ lực đáng kể của ban lãnh đạo trong việc tái cơ cấu tài sản không sinh lời. Do đó, quá trình tái cơ cấu của STB về cơ bản đã hoàn tất.

Biểu đồ 3: NPAs/ Tổng tài sản của STB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của STB

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	2,56%	2,73%	2,87%	2,59%	3,35%	4,22%	4,12%	4,15%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	71,0%	69,5%	71,4%	69,4%	73,3%	83,0%	83,3%	82,5%
Chi phí/ thu nhập	72,9%	70,1%	67,5%	56,5%	46,7%	39,9%	41,7%	40,6%
LN trước dự phòng (PPOP)/Tổng tài sản	0,75%	0,92%	1,11%	1,48%	2,24%	2,80%	2,63%	2,71%
Dự phòng/ Tổng tài sản	0,41%	0,50%	0,64%	0,70%	1,60%	1,49%	0,67%	0,46%
LN HDKD/ tổng tài sản (OROA)	0,56%	0,67%	0,67%	0,92%	0,84%	1,57%	2,22%	2,53%
Đòn bẩy (x)	16,5	17,0	17,0	15,2	15,3	15,0	14,0	12,8
Lợi nhuận HDKD/ vốn chủ sở hữu	9,3%	11,4%	11,3%	14,0%	12,9%	23,4%	31,2%	32,5%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

Định giá của STB hiện đã không còn quá hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi. Cổ phiếu hiện đang giao dịch tương ứng với P/B 2024 là 1,0x, cao hơn một chút so với trung vị ngành (0.9x).

Chúng tôi không cho rằng STB sẽ có mức định giá tương đương với các ngân hàng cùng quy mô nhưng có chất lượng vượt trội hơn như ACB hay MBB, và quan điểm này của chúng tôi có thể không đồng thuận với các bên khác. Giá mục tiêu mới của STB tương ứng với P/B 2024E là 1,1x và mức sinh lời trong 12 tháng là 2%, và do đó chúng tôi hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ.

Định giá P/B của STB hiện đang cao hơn so với mức trung bình quá khứ, trong khi P/B của hầu hết các ngân hàng khác (thuộc danh sách khuyến nghị của chúng tôi) đều đang thấp hơn mức trung bình. Do đó, chúng tôi cho rằng mức định giá ở thời điểm hiện tại của STB không thực sự hấp dẫn khi so với các ngân hàng khác trong danh mục khuyến nghị của chúng tôi.

Biểu đồ 4: STB hiện đang giao dịch ở mức +1 lần độ lệch chuẩn

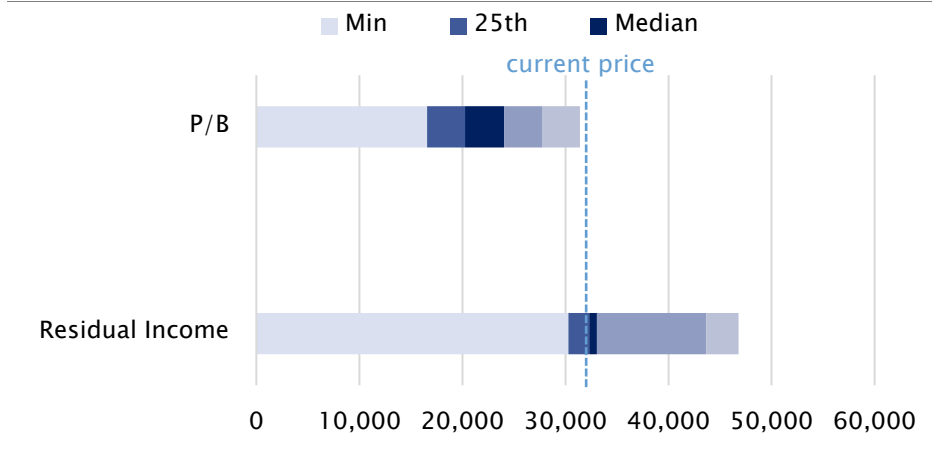


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Estimated Value	Weight (%)	Weighted value
Thu nhập thặng dư	33.055	75,0%	24.791
P/B (trung vị ngành)	35.137	25,0%	8.784
Giá trị hợp lý ước tính			33.575

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Biểu đồ định giá của STB



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chí phí vốn chủ sở hữu

	ROE dài hạn:	Chí phí vốn chủ sở hữu:						
		12,5%	13,0%	13,5%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%
	16,0%	66.936	59.390	52.925	38.236	35.935	32.461	29.378
	15,5%	64.516	57.269	51.058	36.932	34.718	31.372	28.402
	15,0%	62.105	55.158	49.199	35.634	33.506	30.288	27.429
	14,5%	59.705	53.055	47.348	34.342	32.298	29.208	26.461
	14,0%	57.315	50.961	45.505	33.055	31.096	28.132	25.496
	13,5%	54.935	48.875	43.669	31.773	29.899	27.062	24.536
	13,0%	52.565	46.799	41.841	30.496	28.707	25.995	23.579
	12,5%	50.205	44.731	40.021	29.225	27.519	24.933	22.627
	12,0%	47.856	42.673	38.209	27.960	26.337	23.876	21.678

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	7.839	12.477
Dự báo của Yuanta	6.653	10.890
% chênh lệch	-15,1%	-12,7%
Mức cao nhất của các bên	8.283	14.171
Mức thấp nhất của các bên	7.342	11.050
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	3.746	5.994
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3.529	5.777
% chênh lệch	-5,8%	-3,6%
Mức cao nhất của các bên	4.305	6.446
Mức thấp nhất của các bên	3.231	5.541

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash and Balances at Central Banks:	7,850	8,809	10,152	11,370
Loans and Advances to Banks:	25,294	38,589	44,472	49,809
Investment Securities:	68,801	72,101	83,095	89,773
Others:	301	338	390	436
Gross Loans:	438,628	497,363	575,029	659,949
(-) Specific Provisions:	(3,267)	(2,645)	(4,869)	(5,624)
(-) General Provisions:	(2,363)	(3,730)	(4,313)	(4,950)
Total provisions:	(5,630)	(6,376)	(9,181)	(10,573)
Net Loans:	432,998	490,988	565,848	649,375
Property, Plant and Equipment (PP&E):	4,490	4,490	4,490	4,490
Intangible Assets:	3,058	3,058	3,058	3,058
Real estate investment	0	0	0	0
Accrued interests:	5,079	4,825	3,136	2,823
Deferred tax:	243	243	243	243
Other Assets:	31,509	43,425	59,847	76,495
Total Assets:	591,908	680,652	790,619	905,667
Deposits:	454,740	510,283	588,086	658,656
Due to SBV:&"Banks	25,130	38,332	38,332	38,332
Subordinated Notes:	25,820	25,820	25,820	25,820
Other Liabilities:	34,148	60,431	81,654	111,826
Total Liabilities:	553,281	635,202	734,279	835,079
Share Capital & Share Premium:	20,602	20,602	20,602	20,602
Reserves + FX diff.:	4,223	4,223	4,223	4,223
Treasury Shares	-	-	-	-
Retained Earnings:	13,972	20,625	31,515	45,763
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	(169)	-	-	-
Minorities Interest	-	-	-	-
Total Equity	38,627	45,450	56,340	70,588
Total Liabilities & Equity:	591,908	680,652	790,619	905,667

Profit and Loss

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Total Net Interest Income:	17,147	24,639	27,658	31,902
Net Fee Income:	5,194	3,764	4,457	5,486
Other non-ll	1,055	1,290	1,103	1,264
Total non-ll	6,249	5,054	5,560	6,749
Adj. TOI	23,396	29,693	33,217	38,651
Total expenses	(10,921)	(11,858)	(13,841)	(15,693)
Adj. PPOP	12,475	17,835	19,377	22,958
Gross provisions	(8,882)	(9,480)	(4,902)	(3,868)
Net other incomes	2,745	1,081	971	1,118
Net Provisions:	(6,136)	(8,399)	(3,931)	(2,750)
Pre-Tax Income:	6,339	9,436	15,445	20,208
(-) Income taxes:	(1,298)	(1,887)	(3,089)	(4,042)
Net Income	5,041	7,549	12,356	16,166
Minority Interest	-	-	-	-
Bonus & Welfare	-	(896)	(1,466)	(1,918)
PATMI	5,041	6,653	10,890	14,248
Adjusted EPS		3,529	5,777	7,558

Các chỉ số chính

Financial Ratios	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	4%	4.3%	4.4%	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%
Fee Income	1.6%	2.0%	-2.8%	1.8%	2.3%	2.2%	2.0%
Adjusted. Other NII	7%	1.2%	2.2%	-1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
Operating costs	-1.1%	1.2%	9%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%
Provision	1.7%	1.50%	7%	-4.8%	-2.1%	-4%	1.1%
Preprovision profit	4.3%	6.6%	4.3%	9%	1.8%	1.9%	1.7%
Adjusted Net profit	3.4%	6.8%	3.2%	6.4%	3.1%	2.3%	1.8%
Assets	6%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	92%	92%	91%	91%	90%	89%	88%
Average Returns on Earnings Assets	0.65%	0.98%	1.14%	1.62%	1.85%	2.00%	2.08%
LOAN ANALYSIS							
Loan growth (% YoY)	1.4%	1.3%	1.3%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
Net Loans to Interest Earnings Assets	80%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	0%	6%	1.2%	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	88%	8.2%	8.0%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%
LIQUIDITY							
LDR	89%	9.5%	9.6%	9.6%	9.9%	10.0%	10.2%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	5,832	4,299	6,016	7,590	8,461	9,112	9,713
NPL ratio	1.50%	0.98%	1.21%	1.32%	1.28%	1.21%	1.14%
General Provisions to Gross loans	1.04%	0.54%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
LLR	1.19%	1.31%	1.06%	1.21%	1.25%	1.25%	1.25%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average IEA	6.44%	7.30%	8.98%	8.30%	8.49%	8.68%	8.86%
Int. rate paid on Average IBL	3.73%	3.89%	4.68%	4.09%	4.25%	4.38%	4.52%
Interest rate spread	2.71%	3.41%	4.30%	4.21%	4.24%	4.30%	4.34%
NIM	2.59%	3.35%	4.22%	4.12%	4.15%	4.20%	4.22%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	25%	2.2%	1.3%	1.3%	14.2%	14.9%	15.6%
Other Non Interest income to total Ir	5%	5%	4%	3%	3.3%	3.2%	3.2%
OPERATING EFFICIENCY							
Cost to income ratio	5.5%	4.2%	3.9%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%
Adj. Cost to income ratio	5.7%	4.7%	4.0%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%
CREDIT COSTS							
Provision/Avg. loans	0.98%	2.15%	2.03%	0.91%	0.63%	0.53%	0.51%
PROFITABILITY							
Pre provision ROAA	1.5%	2.2%	2.8%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
Pre provision ROAE	23.72%	34.23%	42.43%	38.07%	36.17%	34.33%	32.39%
ROAA	0.7%	0.9%	1.2%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%
ROAE	10%	1.4%	1.6%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
Dividend payout ratio			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
VALUATIONS							
PER (x)	17.6x	10.8x	8.1x	5.0x	3.8x	3.1x	2.6x
PBR (x)	1.6x	1.4x	1.2x	1.0x	0.8x	0.6x	0.5x

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu tăng	-9%
Đóng cửa	16/08/2023
Giá	47,500 đồng
Mục tiêu 12T	42,780 đồng

Tiêu điểm

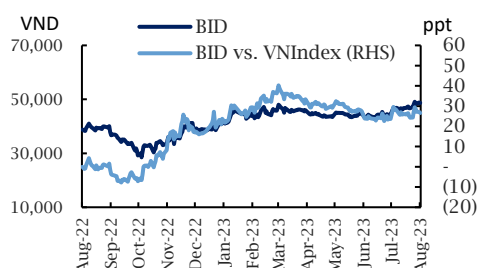
- ▶ Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm +10% do chuyển cơ sở định giá sang năm 2024E.
- ▶ Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 14% (+1 điểm phần trăm YoY so với dự báo trước đó) trong 2024E.
- ▶ Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận thêm +6%, đạt 22 nghìn tỷ đồng (+20% YoY)

Quan điểm

- ▶ **Khuyến nghị: NĂM GIỮ.**
- ▶ Định giá không thực sự hấp dẫn với P/B 2024E là 1,7x, so với trung vị ngành là 0,9x, mặc dù ROE 2024E của BID là 17% theo dự báo của chúng tôi, thấp hơn so với trung vị ngành là 20%.
- ▶ Mặc dù chúng tôi cho rằng BID xứng đáng với mức định giá cao hơn ngành nhờ vào quy mô và vị thế của BID, nhưng không thể so với VCB về mặt hiệu quả và chất lượng tài sản.

Tổng quan doanh nghiệp: BID là ngân hàng có quy mô tài sản lớn nhất tại Việt Nam. Ngân hàng có mạng lưới rộng khắp gồm 190 chi nhánh và 895 phòng giao dịch trên toàn quốc. Tính đến cuối Q2/2023, các khoản cho vay bán lẻ chiếm 43% tổng dư nợ, tiếp theo là cho vay doanh nghiệp lớn (35%) và cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ (22%).

Tương quan giá CP với VN-Index



BIDV (BID)

Lợi nhuận chủ yếu đến từ giảm dự phòng.

Chúng tôi vẫn giữ mức dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2023E là 13% YoY, nhưng chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E thêm +1 điểm phần trăm lên 14% YoY. Tiềm năng từ việc tăng vốn sẽ giúp thúc đẩy tín dụng tăng trưởng trong năm 2024E và những năm sau đó. BID dự kiến sẽ bán cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài, có thể là trong năm 2024.

Chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm nhẹ -4 điểm cơ bản còn 2,88% trong năm 2023E do chi phí huy động vốn tăng trong 1H23. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn sẽ giảm nhờ vào chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN và sự tăng trở lại của CASA. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ tăng +12 điểm cơ bản và đạt 3,00% vào năm 2024E.

BID giảm chi phí trích lập dự phòng -30% YoY giúp thúc đẩy tăng lợi nhuận trong 1H23, nhưng chúng tôi vẫn giữ định dự phòng sẽ tăng +9% YoY trong năm nay do nợ xấu gia tăng. Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ đạt 26 nghìn tỷ đồng (+9% YoY) trong năm 2023E và đạt 29 nghìn tỷ đồng (+10% YoY) trong năm 2024E.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo lợi nhuận cho năm 2024E của chúng tôi thấp hơn 17% so với các bên, có thể là do giả định về trích lập dự phòng của chúng tôi cao hơn.

Lợi nhuận năm 2022 và 1H23 của BID tăng chủ yếu do giảm trích lập dự phòng, chúng tôi cho rằng đây không phải là tăng trưởng lợi nhuận một cách bền vững. Mặc dù tỷ lệ LLR của BID khá cao ở mức 153%, nhưng việc cắt giảm dự phòng lúc này cũng không thực sự hợp lý khi mà tỷ lệ nợ xấu của Ngân hàng vẫn cao với 1,59% và tỷ lệ nợ nhóm 2 là 2,17%. Chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng của BID có phần bị hạn chế, trừ khi Ngân hàng có thể phát hành tăng vốn thành công.

Duy trì khuyến nghị NĂM GIỮ. BID đang giao dịch với P/B 2024E là 1,7x, cao hơn nhiều so với trung vị ngành là 0,9x, trong khi đó ROE 2024E của BID theo dự báo của chúng tôi chỉ là 17% thấp hơn so với ROE trung vị ngành là 20% (nguồn Bloomberg).

Có thể mức định giá cao của BID là nhờ vào mạng lưới rộng khắp cả nước và vị thế của một NHTMCP NN có quy mô lớn. Tuy nhiên, chúng tôi không nghĩ BID sẽ có mức định giá cao tương tự như VCB, do BID có hiệu quả hoạt động và chất lượng tài sản thấp hơn so với VCB. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,6x và mức sinh lời trong 12 tháng là -7%.

Rủi ro: Nợ xấu tăng mạnh hơn và tăng trưởng tín dụng tăng chậm hơn kỳ vọng. **Tiềm năng tăng giá:** phát hành cổ phần tăng vốn cho các nhà đầu tư nước ngoài thành công, và chi phí trích lập dự phòng thấp hơn dự báo.

Vốn hóa thị trường	10,2 tỷ USD
GTGD BQ6T	2,2 triệu USD
SLCP đang lưu hành	5.059 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	4%
Sở hữu nước ngoài	17,1%
Cổ đông lớn	96,3%
TS/VCSH năm 2024E (x)	18x
P/E 2024E (x)	10,7x
P/B 2024E (x)	1,7x
Room ngoại còn lại	12,9%
Tỷ suất cổ tức 2024E (%)	2,1%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Năm tài chính	2022A	2023A	2024A	2025A
NIM (%)	2.92%	2.88%	3.00%	3.02%
Tăng trưởng TN phí (%)	-15%	10%	19%	20%
CIR	35%	33%	33%	32%
Tăng trưởng PPOP (%)	16%	13%	16%	16%
Thu nhập ròng (tỷ đồng)	15,807	18,485	22,115	26,263
ROAA	0.95%	0.98%	1.07%	1.11%
ROAE điều chỉnh	16.6%	16.3%	16.7%	17.3%
PE (x)	14.9	12.8	10.7	9.0
PB (x)	2.3	1.9	1.7	1.4
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1%	0.0%	2.1%	2.1%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chuyên Viên Phân Tích:

Trần Tánh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

BID_ Báo cáo cập nhật

Chỉ số định giá

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PER (x)	40,6	27,0	14,9	12,8	10,7	9,0
PEG	(1,8)	0,5	0,2	0,8	0,5	0,5
ROAA (%)	0,48%	0,66%	0,95%	0,98%	1,07%	1,11%
ROAE (%)	7,4%	10,5%	16,6%	16,3%	16,7%	17,3%
PBR (x)	2,4	2,2	2,3	1,9	1,7	1,4
Tỷ suất cổ tức (%)	1,1%	0,6%	0,1%	0,0%	2,1%	2,1%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

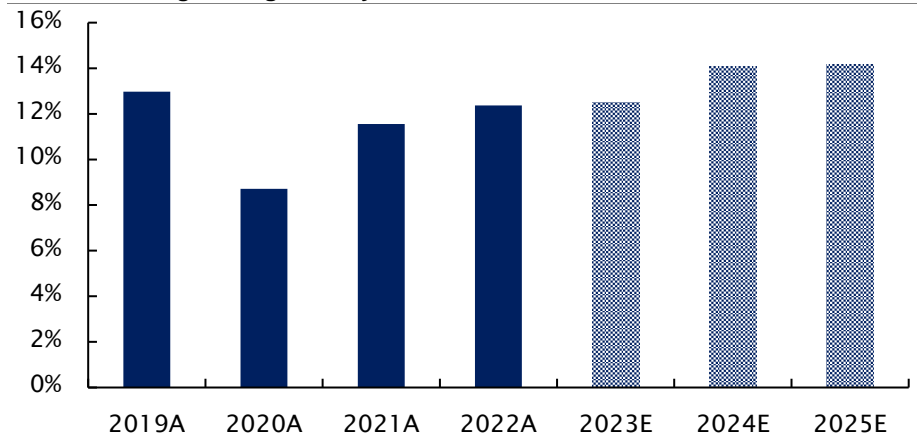
Tóm tắt KQKD Q2/2023 của BID [\(link\)](#)

BID	Q2/2023	% QoQ	% YoY
TN lãi ròng (tỷ đồng)	13.807	-1%	-5%
TN phí ròng (tỷ đồng)	1.671	10%	11%
Tổng thu nhập hoạt động điều chỉnh (tỷ đồng)	16.470	1%	-2%
Chi phí HD (tỷ đồng)	6.370	32%	23%
Dự phòng (tỷ đồng)	4.192	-24%	-35%
PATMI (tỷ đồng)	5.426	-1%	5%
NPL (%)	1,59%	5bps	57bps
LLR (%)	153%	-19ppt	-110ppt
CASA (%)	17,0%	80bps	-2,8ppt

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi duy trì mức dự báo tăng trưởng tín dụng của BID là 13% YoY trong năm 2023E và tăng dự báo thêm +1 điểm phần trăm cho năm 2024E lên 14% YoY. Tiềm năng từ việc bán 9% cổ phần thông qua phương thức phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư nước ngoài sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cho năm 2024E và những năm tới.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng cho vay của BID



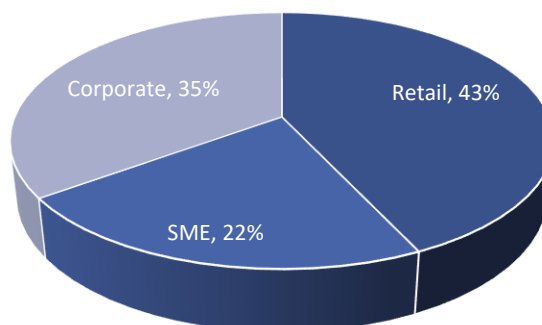
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của tăng trưởng cho vay đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-3ppt	-2ppt	-1ppt	Base	+1ppt	+2ppt	+3ppt
Tăng trưởng cho vay 2024E	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	21.941	21.999	22.057	22.115	22.174	22.232	22.290
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-0,8%	-0,5%	-0,3%		0,3%	0,5%	0,8%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: Cơ cấu các khoản cho vay của BID

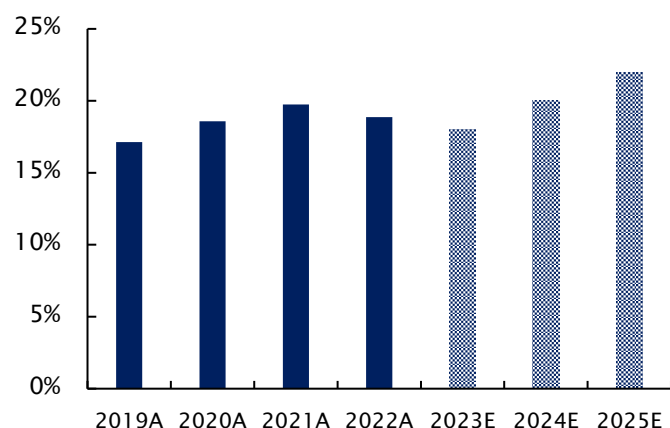


Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng

Chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm nhẹ -4 điểm cơ bản xuống còn 2,88% trong năm 2023E do chi phí huy động vốn tăng trong 1H23, trong khi đó các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước như BID sẽ đi đầu trong việc tuân theo chủ trương của NHNN về việc giảm lãi suất để hỗ trợ cho người đi vay nói riêng và toàn bộ nền kinh tế nói chung.

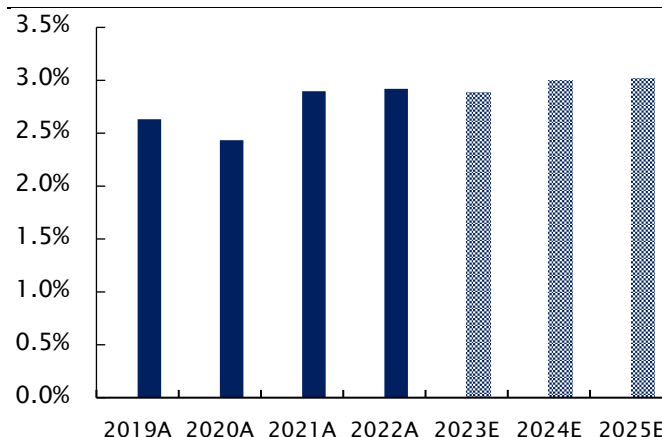
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chi phí huy động vốn sẽ giảm trong 2H23 và 2024E nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN và sự phục hồi của CASA. Hiện tỷ lệ CASA của BID ở mức 17%, tương đối thấp so với ngân hàng cùng quy mô như VCB (30% tính đến cuối Q2/2023). Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA của BID sẽ tăng lên 20% trong năm 2024E, và tỷ lệ NIM của BID sẽ tăng +12 điểm cơ bản lên 3,00% vào năm 2024E.

Biểu đồ 3: Tỷ lệ CASA của BID



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: NIM của BID



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

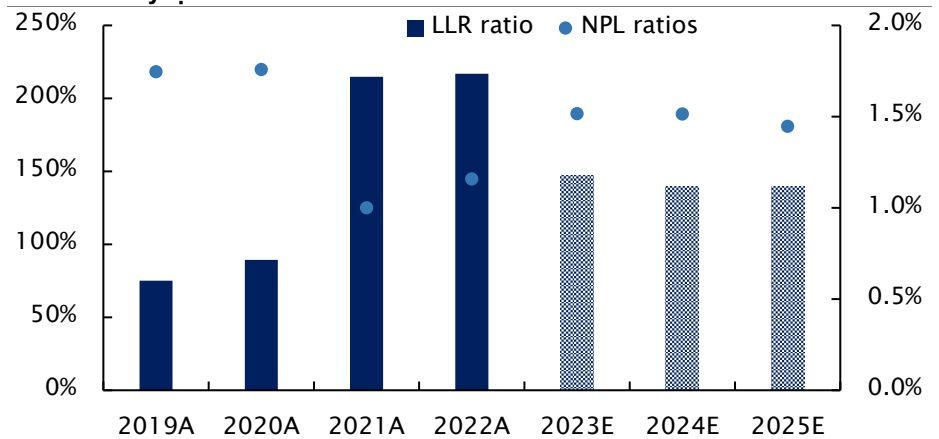
Chúng tôi dự báo chi phí trích lập dự phòng sẽ đạt 26 nghìn tỷ đồng trong năm 2023E (+9% YoY) và 29 nghìn tỷ đồng (+10% YoY) cho năm 2024E do nợ xấu tăng.

Tỷ lệ nợ xấu của BID tăng lên 1,59% (+5 điểm cơ bản QoQ / +57 điểm cơ bản YoY) trong Q2/2023, trong khi đó tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm còn 153% (-19 điểm phần trăm QoQ / -110 điểm phần trăm YoY). Đáng chú ý, tỷ lệ nợ nhóm 2 là 2,17% (-15 điểm cơ bản QoQ / nhưng +1 điểm phần trăm YoY) trong Q2/2023.

Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy về tác động của trích lập dự phòng đến lợi nhuận.

Phân tích độ nhạy	-30%	-20%	-10%	Base	+10%	+20%	+30%
Trích lập dự phòng 2024E	(37.525)	(34.638)	(31.752)	(28.865)	(25.979)	(23.092)	(20.206)
LN ròng 2024E (điều chỉnh)	16.170	18.152	20.134	22.115	24.097	26.079	28.060
(+/-) % so với giả định ban đầu của chúng tôi	-27%	-18%	-9%		9%	18%	27%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Tỷ lệ NPL và LLR của BID

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Phân tích Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA) của BID

Năm	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
NIM	2,83%	2,63%	2,43%	2,90%	2,92%	2,88%	3,00%	3,02%
TN lãi ròng/ TN hoạt động (điều chỉnh)	85,9%	84,1%	79,6%	83,1%	85,8%	86,5%	86,3%	86,0%
Chi phí/ thu nhập	39,6%	40,4%	39,4%	34,6%	34,5%	33,3%	32,7%	32,2%
LN trước dự phòng (PPOP)/Tổng tài sản	1,94%	1,82%	1,81%	2,25%	2,21%	2,20%	2,32%	2,36%
Dự phòng/ Tổng tài sản	1,50%	1,44%	1,55%	1,80%	1,24%	1,19%	1,19%	1,16%
Lợi nhuận HDKD/ tổng tài sản (OROA)	0,49%	0,43%	0,30%	0,48%	0,99%	1,03%	1,15%	1,22%
Đòn bẩy (x)	24,0	19,2	19,0	20,4	20,4	18,4	18,2	17,9
Lợi nhuận HDKD/ vốn chủ sở hữu	11,8%	8,2%	5,8%	9,8%	20,2%	18,9%	20,9%	21,9%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Định giá

BID đang giao dịch tương ứng với P/B 2024E là 1,7x, cao hơn so với trung vị ngành là 0,9x. Nhưng khả năng sinh lời của BID thấp hơn so với ngành: dự báo ROE 2024E của chúng tôi cho BID là 17% - thấp hơn đáng kể so với trung vị ngành là 20% (nguồn: Bloomberg).

Lợi nhuận của BID chủ yếu phụ thuộc vào việc giảm dự phòng trong năm 2022 và 1H23. Việc giảm dự phòng lúc này không thực sự phù hợp khi nguy cơ nợ xấu tăng. Tỷ lệ nợ xấu của BID tăng lên 1,59% (+5 điểm cơ bản QoQ / +57 điểm cơ bản YoY), trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm còn 153% (-19 điểm phần trăm QoQ / -110 điểm phần trăm YoY) trong Q2/2023. Hơn thế nữa, tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng đang khá cao ở mức 2,17% (-15 điểm cơ bản QoQ / nhưng +1 điểm phần trăm YoY) trong Q2/2023.

Chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng của BID có phần bị hạn chế, trừ khi BID có thể phát hành tăng vốn thành công để củng cố hệ số an toàn vốn (CAR). Do đó, mức định giá hiện tại của BID không thực sự hấp dẫn.

Có thể nhiều bên cho rằng BID xứng đáng với mức định giá cao hơn so với ngành nhờ vào quy mô tài sản, mạng lưới rộng lớn và lợi thế là một ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước quy mô lớn. Chúng tôi phần nào đồng tình với quan điểm này, tuy nhiên chúng tôi không nghĩ BID sẽ xứng đáng với mức định giá cao như VCB, khi mà BID có hiệu quả hoạt động và chất lượng tài sản thấp hơn so với VCB.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/B 2024E là 1,6x và mức sinh lời trong 12 tháng là -7%, và chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**.

Biểu đồ 6: BID hiện giao dịch cao hơn một chút so với PB trung bình lịch sử

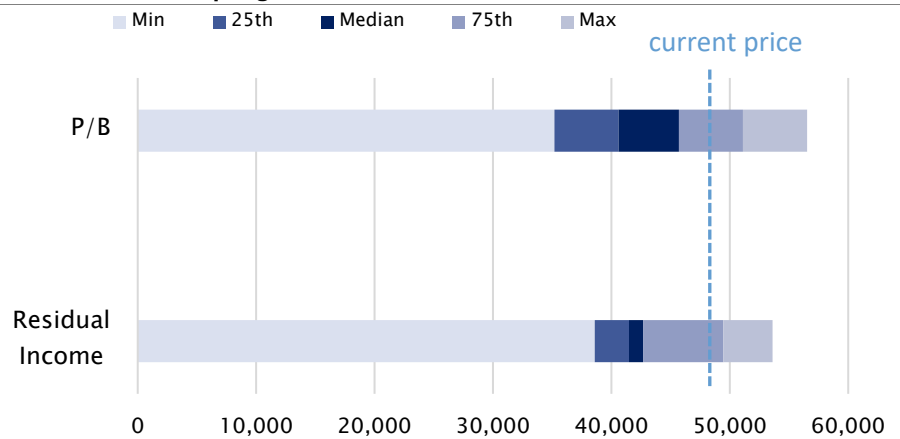


Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	41.945	75,0%	31.459
P/B (trung vị ngành)	45.310	25,0%	11.327
Giá trị hợp lý ước tính			42.786

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 7: Biểu đồ định giá của BID



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bảng thể hiện độ nhạy giữa: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

ROE dài hạn:	Chi phí vốn chủ sở hữu:						
	13,0%	13,5%	14,0%	14,8%	15,1%	15,6%	16,1%
16,0%	77.219	67.353	59.194	48.781	45.528	40.733	36.594
15,5%	74.334	64.876	57.053	47.061	43.939	39.333	35.357
15,0%	71.461	62.410	54.920	45.349	42.356	37.940	34.125
14,5%	68.601	59.955	52.797	43.643	40.780	36.553	32.899
14,0%	65.752	57.510	50.682	41.945	39.210	35.171	31.677
13,5%	62.916	55.075	48.576	40.254	37.647	33.795	30.461
13,0%	60.092	52.651	46.480	38.571	36.091	32.425	29.250
12,5%	57.280	50.237	44.392	36.894	34.542	31.061	28.044
12,0%	54.481	47.834	42.314	35.225	32.999	29.703	26.844

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2023E	2024E
Trung vị các bên	21.898	26.492
Dự báo của Yuanta	18.485	22.115
<i>% chênh lệch</i>	-15.6%	-16.5%
Mức cao nhất của các bên	23.100	28.800
Mức thấp nhất của các bên	20.994	24.711
EPS (đồng)		
Trung vị các bên	3.570	4.799
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	3.654	4.372
<i>% chênh lệch</i>	2,4%	-8,9%
Mức cao nhất của các bên	4.562	5.694

*Chúng tôi cho rằng số liệu Bloomberg không tính khoản mục quỹ khen thưởng phúc lợi khi tính lợi nhuận ròng.

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Báo cáo tài chính

Balance Sheet

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & Balances at SBV	125,164	139,835	158,126	178,969
Loans to banks	221,178	174,593	197,431	223,454
Investment securities	237,338	221,722	250,725	283,774
Invest. Associates	4,016	4,487	5,074	5,743
Gross Loans:	1,522,222	1,712,537	1,953,430	2,230,282
(-) Specific Provisions:	(26,904)	(25,363)	(26,817)	(28,506)
(-) General Provisions:	(11,322)	(12,767)	(14,562)	(16,626)
Total provisions:	(38,226)	(38,130)	(41,380)	(45,132)
Net Loans:	1,483,996	1,674,407	1,912,050	2,185,150
Fixed Tangible asset:	6,098	6,132	6,167	6,202
Intangible Assets:	4,436	4,436	4,436	4,436
Real estate investment	0	0	0	0
Accrued interests:	13,016	13,016	13,016	13,016
Deferred tax:	36	36	36	36
Other Assets:	25,332	25,332	25,332	25,332
Total Assets:	2,120,609	2,263,997	2,572,394	2,926,112
Deposits:	1,473,598	1,646,328	1,861,680	2,107,070
Due to SBV:	152,753	171,851	196,024	223,806
Due to Banks:	177,221	199,378	227,424	259,656
Subordinated notes	157,052	157,052	157,052	157,052
Other Liabilities:	55,796	(33,769)	(10,873)	15,240
Total Liabilities:	2,016,419	2,140,839	2,431,307	2,762,823
Capital & Premium:	66,204	66,204	66,204	66,204
Reserves:	12,448	12,448	12,448	12,448
Treasury Shares	-	-	-	-
Retained Earnings:	21,576	40,061	57,117	78,321
Minorities Interest:	4,722	4,445	5,318	6,315
Asset Revaluation:	-	-	-	-
FX Effect:	(760)	-	-	-
Total Equity:	104,190	123,158	141,087	163,289
Total Liabilities & Equity:	2,120,609	2,263,997	2,572,394	2,926,112

Profit and Loss

(VND bn)	2022A	2023E	2024E	2025E
Net Interest income	56,070	62,435	71,778	82,301
Net Fee Income	5,648	6,189	7,381	8,841
Other Non-IT	3,654	3,566	4,052	4,609
Total Non-IT	9,302	9,755	11,432	13,450
TOI	65,372	72,189	83,210	95,751
Total expenses	(22,557)	(24,014)	(27,197)	(30,831)
PPOP:	42,815	48,176	56,013	64,919
Gross Provisions:	(24,015)	(26,162)	(28,865)	(31,841)
NPL Recoveries:	4,210	4,911	5,065	5,176
Net Provisions:	(19,805)	(21,251)	(23,800)	(26,665)
Pre-Tax Income:	23,009	26,924	32,213	38,255
(-) Income Tax:	(4,589)	(5,385)	(6,443)	(7,651)
Net Income	18,420	21,540	25,770	30,604
(-) Minority Interest	(262)	(306)	(366)	(434)
(-) Others	(2,351)	(2,749)	(3,289)	(3,906)
Adj. Net Income	15,807	18,485	22,115	26,263
Adjusted Diluted EPS		3,654	4,372	5,192

Các chỉ số chính

Financial Ratios	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27
GROWTH PROJECTIONS							
Net interest income	31%	20%	11%	15%	15%	14%	13%
Fee Income	26%	-15%	10%	19%	20%	19%	18%
Other NII	-26%	27%	-2%	14%	14%	13%	12%
Operating costs	10%	16%	6%	13%	13%	13%	12%
Gross Provision	26%	-19%	9%	10%	10%	9%	8%
Preprovision profit	35%	16%	13%	16%	16%	15%	14%
Adjusted Net profit	50%	81%	17%	20%	19%	19%	17%
Assets	16%	20%	7%	14%	14%	13%	12%
ASSET ANALYSIS							
Earning assets to total assets	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Average Returns on Earnings Assets	0.54%	0.82%	0.85%	0.92%	0.96%	1.01%	1.05%
LOAN ANALYSIS							
Loan growth (% YoY)	12%	12%	13%	14%	14%	13%	13%
Net Loans to Interest Earnings Assets	76%	71%	75%	75%	75%	76%	76%
DEPOSIT ANALYSIS							
Deposit growth (YoY %)	13%	7%	12%	13%	13%	12%	12%
Deposits to Interest Bearing Liabilities	82%	73%	77%	77%	76%	76%	76%
LIQUIDITY							
Pure LDR	96%	101%	102%	103%	104%	105%	106%
ASSET QUALITY							
NPL (Category 3-5)	13,546	17,622	25,953	29,574	32,256	34,976	37,574
NPL ratio	1.00%	1.16%	1.52%	1.51%	1.45%	1.38%	1.32%
General Provisions to Gross loans	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
Loan loss coverage ratio	215%	217%	147%	140%	140%	140%	140%
SPREAD ANALYSIS							
Int. rate received on Average IEA	6.25%	6.30%	6.05%	5.97%	6.10%	6.23%	6.37%
Int. rate paid on Average IBL	3.48%	3.52%	3.30%	3.11%	3.23%	3.36%	3.50%
Interest rate spread	2.77%	2.78%	2.75%	2.86%	2.87%	2.87%	2.87%
NIM	2.90%	2.92%	2.88%	3.00%	3.02%	3.04%	3.05%
OTHER INCOME							
Fee income to total income	12%	9%	9%	9%	9.2%	9.6%	10.0%
Other Non Interest income to total Income	5%	6%	5%	5%	4.8%	4.7%	4.7%
OPERATING EFFICIENCY							
Cost to income ratio	31%	32%	31%	31%	31%	30%	30%
Adj. Cost to income ratio	35%	35%	33%	33%	32%	32%	31%
CREDIT COSTS							
Provision/avg. loans	2.30%	1.67%	1.62%	1.57%	1.52%	1.46%	1.41%
PROFITABILITY							
Pre provision ROA	2.25%	2.21%	2.20%	2.32%	2.36%	2.41%	2.45%
Pre provision ROE	44.4%	44.9%	42.4%	42.4%	42.7%	42.4%	41.6%
Adj. ROAA	0.66%	0.95%	0.98%	1.07%	1.11%	1.16%	1.21%
Adj. ROAE	10.5%	16.6%	16.3%	16.7%	17.3%	17.6%	17.7%
Dividend payout ratio	23%	3%	0%	27%	23%	19%	19%
Dividend Yield	0.6%	0.1%	0.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.6%
VALUATIONS							
PER (x)	27.0x	14.9x	12.8x	10.7x	9.0x	7.6x	6.5x
PBR (x)	2.2x	2.3x	1.9x	1.7x	1.4x	1.2x	1.1x

Nguồn: FiiPro, Yuanta Việt Nam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2023 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Matthew Smith, CFA

Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
di.luu@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)
lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)
dat.bui@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)
an.nguyen@yuanta.com.vn

Anh Nguyen

Sales Trader Supervisor
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)
anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868
hien.le@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)
vi.truong@yuanta.com.vn