

Ngành	Ngân hàng
Ngày báo cáo	23/05/2024
Giá hiện tại	91.000 VND
Giá mục tiêu	110.000 VND
GMT gần nhất	105.000 VND
TL tăng	20,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	20,9%

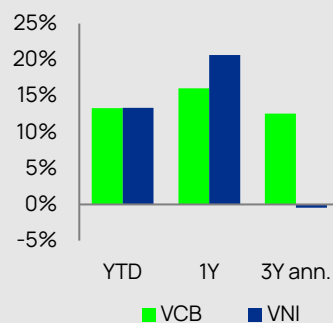
GT vốn hóa	516,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	33,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	124,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	74,8%
SL cổ phiếu lưu hành	5,589 tỷ

	VCB	Peers	VNI
P/E (trượt)	15,6x	7,0x	15,9x
P/B (ht)	2,9x	1,2x	1,8x
ROE	20,0%	18,5%	12,1%
ROA	1,9%	1,3%	1,9%

Tổng quan về Ngân hàng

Thành lập năm 1963, VCB là ngân hàng lớn thứ 2 trong 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2023 và là ngân hàng có lợi nhuận lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết ngày 30/06/2009.

Diễn biến giá cổ phiếu



TS. Nguyễn Anh Duy
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
LN trước dự phòng (tỷ đồng)	45,809	52,673	63,917	76,900
% YoY	-2.2%	15.0%	21.3%	20.3%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	33,033	36,522	46,455	56,441
% YoY	10.5%	10.6%	27.2%	21.5%
EPS	11.8%	10.6%	19.4%	21.5%
NIM	3.00%	3.12%	3.33%	3.50%
Tỷ lệ CASA	35.2%	36.2%	36.2%	37.2%
Nợ xấu/cho vay	0.98%	0.98%	0.88%	0.88%
Chi phí tín dụng	0.36%	0.49%	0.35%	0.33%
Tỷ lệ CIR	32.4%	32.4%	31.4%	30.6%
P/B	3.1x	2.3x	2.0x	1.7x
P/E	17.1x	15.5x	13.0x	10.7x
ROE	22.0%	18.3%	18.3%	19.0%
ROA	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%

Tăng trưởng tín dụng dự kiến tăng tốc từ quý 2/2024

- Chúng tôi tăng 4,8% giá mục tiêu cho Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB) lên 110.000 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2025, tác động lớn hơn so với mức điều chỉnh giảm 2% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024 - 2028 (thay đổi lần lượt -3,5%/0,5%/-5,6 %/-2,8%/7,7% trong năm 2024/25/26/27/28). Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên P/B mục tiêu ở mức 3,2 so với báo cáo cập nhật gần nhất. Chúng tôi giảm 3,5% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 xuống 36,5 nghìn tỷ đồng (+10,6% YoY) do (1) thu nhập lãi ròng (NII) giảm 1,1% dựa trên dự báo tăng trưởng tín dụng thấp hơn của chúng tôi, (2) thu nhập phí ròng (NFI) giảm 1,3% (bao gồm lãi từ giao dịch ngoại hối) và (3) chi phí dự phòng tăng 12,8%.
- Chúng tôi duy trì giả định về đợt phát hành riêng lẻ 363,3 triệu cổ phiếu sẽ diễn ra vào cuối năm 2024. Ban lãnh đạo VCB cho biết ngân hàng sẽ tổ chức các buổi gặp gỡ với nhà đầu tư vào quý 2/2024. Chúng tôi duy trì giả định giá phát hành riêng lẻ ở mức 100.000 đồng/cổ phiếu.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:** (1) Kế hoạch huy động vốn không tiến triển như kỳ vọng; (2) tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến; (3) tỷ lệ nợ xấu hình thành cao hơn dự kiến; (4) rủi ro phát sinh từ việc tham gia phục hồi tổ chức tín dụng gặp khó khăn (DCI).

Tăng trưởng tín dụng quý 1/2024 kém khả quan. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện từ quý 2/2024. Tăng trưởng tín dụng quý 1/2024 yếu, ở mức -0,3% so với mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 0,9%. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do (i) yếu tố thời vụ; (ii) mức tăng mạnh trong quý 4/2024 và (iii) sự thận trọng của VCB trong hoạt động tín dụng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tăng trưởng mạnh hơn từ quý 2/2024 nhờ giải ngân mạnh cho các dự án lớn như Sân bay quốc tế Long Thành và các dự án khí đốt. Kế hoạch tăng trưởng tín dụng năm 2024 của VCB duy trì ở mức thận trọng, vào khoảng 12%. Chúng tôi cho rằng cho vay doanh nghiệp (bao gồm cả khách hàng FDI) là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng nửa đầu năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng tỷ trọng cho vay dành cho khách hàng FDI đã tăng từ 18% trong quý 4/2023 lên 20,5% trên tổng dư nợ cho vay doanh nghiệp tính đến quý 1/2024. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, các khoản cho vay bán lẻ sẽ tăng từ nửa cuối năm 2024.

VCB đã sử dụng bộ đệm dự phòng trong quý 1/2024 để hỗ trợ chi phí dự phòng do chất lượng tài sản giảm trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng thấp, một xu hướng chung ở hầu hết các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi. Tỷ lệ bao phủ nợ quý 1/2024 giảm từ 230% xuống 203% QoQ. Mặc dù chúng tôi không nhận thấy áp lực buộc VCB phải tăng bộ đệm dự phòng, nhưng với kế hoạch lợi nhuận thận trọng của VCB cho năm 2024 dẫn đến chúng tôi điều chỉnh tăng 12,8% chi phí dự phòng lên 7 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm rằng VCB sẽ giảm dần bộ đệm dự phòng trong 3 năm tới. Việc này sẽ phần nào hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của VCB trong 3 năm tới.

Triển vọng năm 2024: LNST năm 2024 giảm do trích lập dự phòng dự kiến tăng

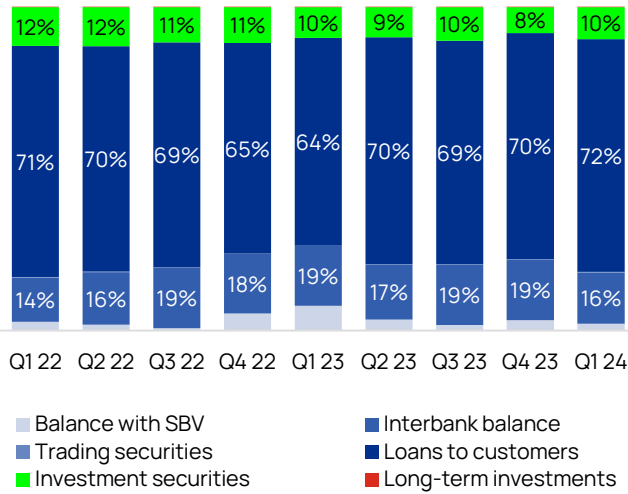
Hình 1: Dự báo cho năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 mới/2023	Nhận định của Vietcap
NII	53.621	60.271	60.920	12,4%	
NFI (bao gồm giao dịch ngoại hối)	11.440	13.768	14.001	20,4%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,7% NFI dự phóng năm 2024 (bao gồm cả lợi nhuận từ giao dịch ngoại hối) do KQKD quý 1/2024 thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ giao dịch ngoại hối sẽ tăng do nhu cầu ngoại hối ngày càng tăng đi cùng với kỳ vọng kim ngạch xuất/nhập khẩu tăng trong năm nay. Chúng tôi kỳ vọng mảng bancassurance sẽ phục hồi nhẹ. Tuy nhiên, phục hồi dự kiến sẽ thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi.
Tổng NOII	14.103	17.604	17.838	24,8%	
TOI	67.723	77.875	78.758	15,0%	
OPEX	(21.916)	(25.202)	(25.203)	15,0%	
PPOP	45.808	52.673	53.555	15,0%	
Chi phí dự phóng	(4.565)	(6.991)	(6.197)	53,1%	
LNST sau lợi ích CĐTS	33.032	36.522	37.862	10,6%	
NIM	3,00%	3,12%	3,12%	12 điểm cb	* NIM quý 1/2024 đạt 3,14% (+25 điểm cơ bản QoQ). Mức cải thiện QoQ chủ yếu là do COF điều chỉnh theo mức giảm lãi suất tiền gửi nhanh hơn IEY. Chúng tôi duy trì dự báo NIM trong năm 2024, chúng tôi duy trì quan điểm cho rằng VCB sẽ tiếp tục đưa ra lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ phục hồi kinh tế
Lợi suất IEA	6,04%	5,44%	5,44%	-60 điểm cb	
COF	3,41%	2,62%	2,61%	-79 điểm cb	
Tỷ lệ CASA*	35,2%	36,2%	36,2%	1,0 điểm %	
CIR	32,4%	32,4%	32,0%	0 điểm cb	
Tỷ lệ nợ xấu	0,98%	0,98%	0,90%	0 điểm cb	* Chúng tôi điều chỉnh tăng 8 điểm cơ bản cho tỷ lệ nợ xấu sau khi tỷ lệ nợ xấu quý 1/2024 cao hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tăng cường xử lý nợ xấu. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu được cải thiện trong các quý tới sẽ bù đắp cho chi phí tín dụng cao. Chúng tôi duy trì giả định tỷ lệ xử lý nợ cao, ở mức 0,55% so với năm 2023 là 0,45%.
Tổng dư nợ cho vay	1.270.360	1.422.803	1.435.507	12,0%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng tín dụng năm 2024 xuống 12,0% do mức tăng trưởng tín dụng quý 1/2024 thấp hơn dự kiến.
Tiền gửi khách hàng	1.395.695	1.556.203	1.591.092	11,5%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng tiền gửi sau khi điều chỉnh giảm tăng trưởng tín dụng.
Giấy tờ có giá	19.913	28.913	22.913	45,2%	
Tổng tài sản	1.839.223	2.086.069	2.123.839	13,4%	
Tổng vốn chủ sở hữu	168.449	233.574	238.311	41,6%	* Chúng tôi duy trì giả định VCB sẽ phát hành 363,3 triệu cổ phiếu thông qua phát hành riêng lẻ vào tháng 12/2024. Ngân hàng có kế hoạch tổ chức roadshow từ quý 2/2024. VCB dự kiến sẽ sử dụng toàn bộ lợi nhuận giữ lại của năm tài chính 2023 để chia cổ tức.
ROAE	21,7%	18,3%	18,6%	-3,7 điểm %	
ROAA	1,81%	1,86%	1,91%	5 điểm cb	
LDR quy định	80,4%	81,3%	80,4%	1,0 điểm %	

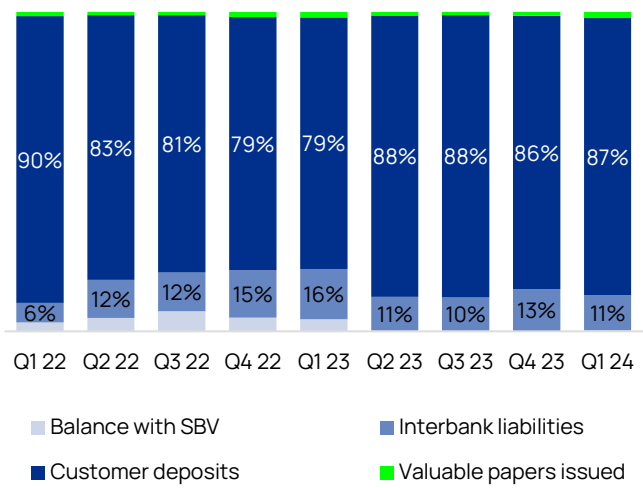
Nguồn: VCB, Vietcap (* Tỷ lệ CASA bao gồm tiền gửi không kì hạn, tiền gửi vốn chuyên dụng và tiền gửi kỳ quỹ).

Số liệu bảng cân đối kế toán hàng quý

Hình 2: Chi tiết tài sản sinh lãi (IEA)



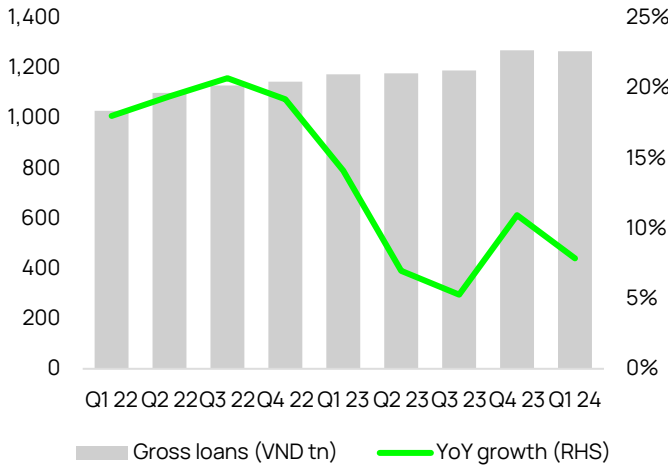
Hình 3: Chi tiết nợ phát sinh lãi



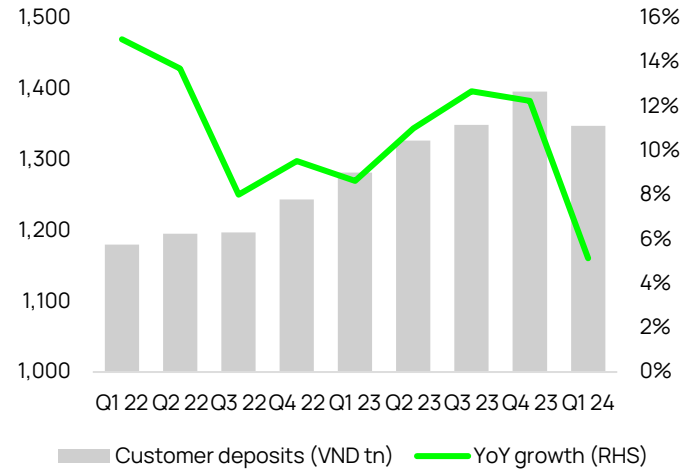
Nguồn: VCB, Vietcap

Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 4: Cho vay khách hàng



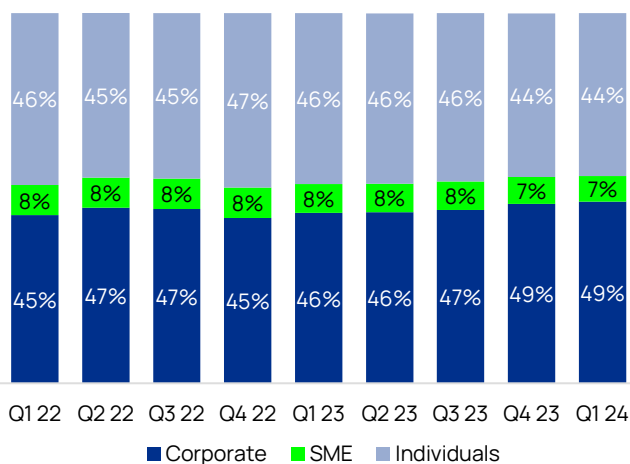
Hình 5: Tiền gửi khách hàng



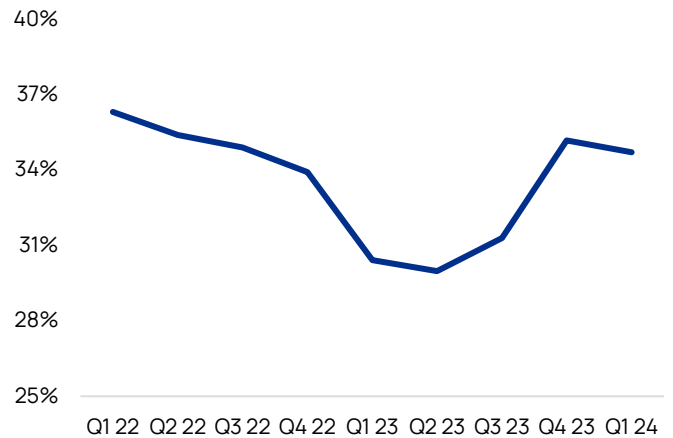
Nguồn: VCB, Vietcap

Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 6: Dự nợ cho vay theo nhóm khách hàng



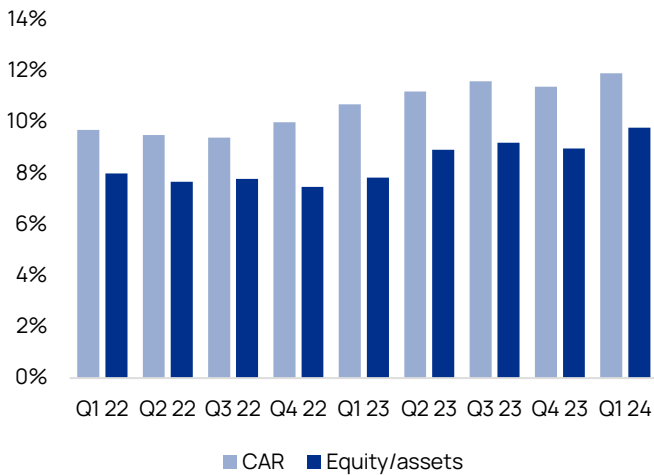
Hình 7: Tỷ lệ CASA



Nguồn: VCB, Vietcap

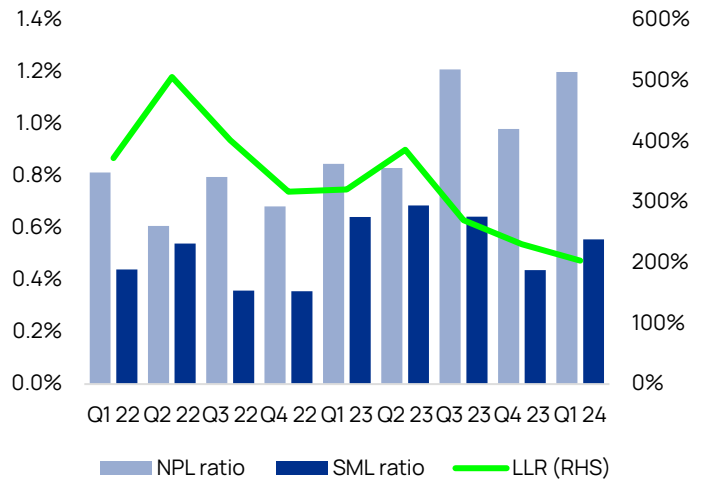
Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 8: Tỷ lệ CAR và đòn bẩy (vốn chủ sở hữu/tài sản)



Nguồn: VCB, Vietcap

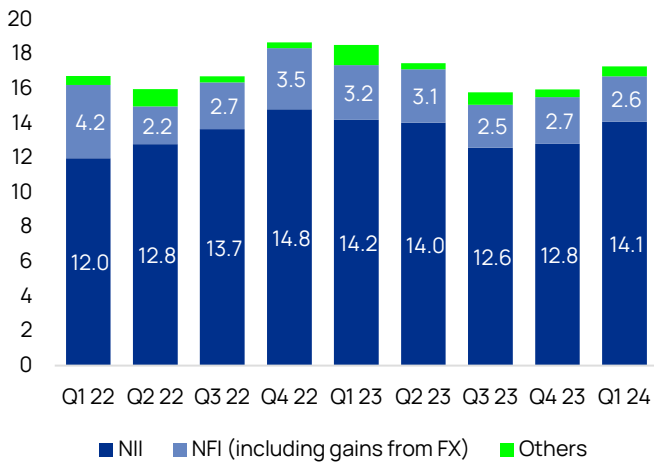
Hình 9: Chất lượng tài sản



Nguồn: VCB, Vietcap

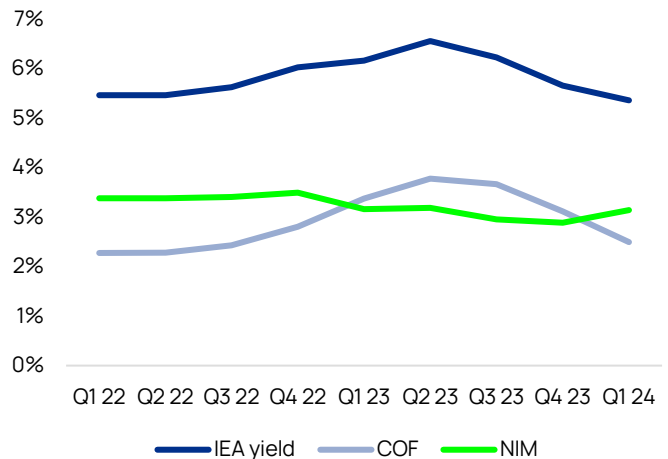
Báo cáo KQKD và lợi nhuận hàng quý

Hình 10: TOI (nghìn tỷ đồng)



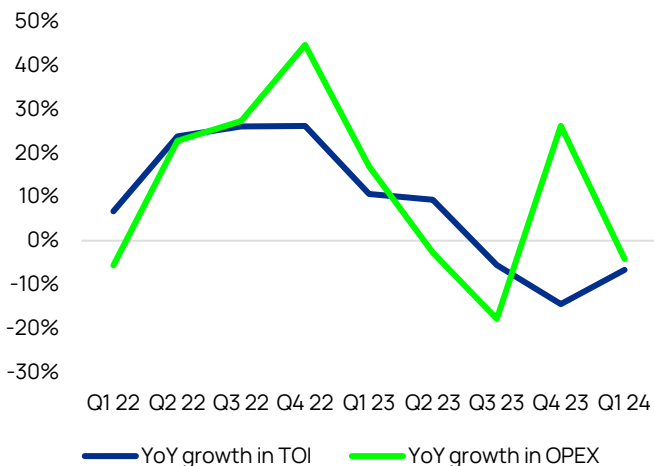
Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 11: Lợi suất IEA, COF và NIM



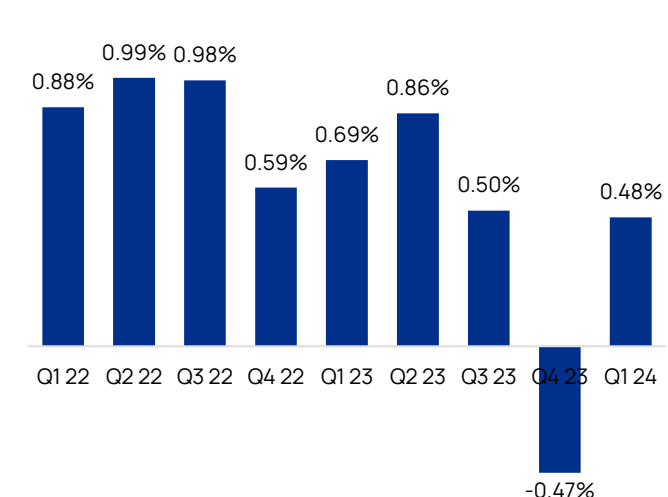
Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 12: Tăng trưởng YoY của TOI và OPEX



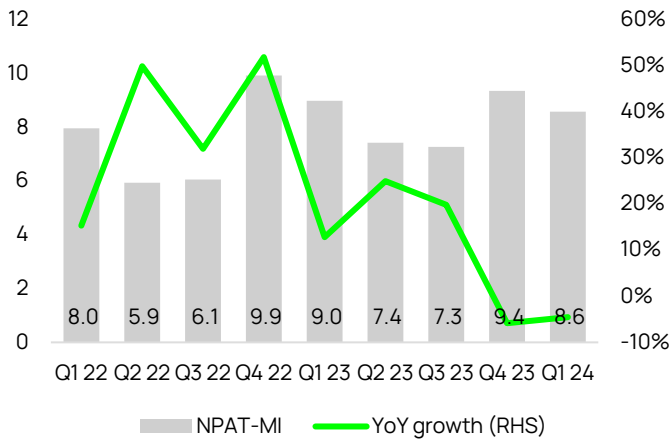
Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 13: Chi phí tín dụng quy năm



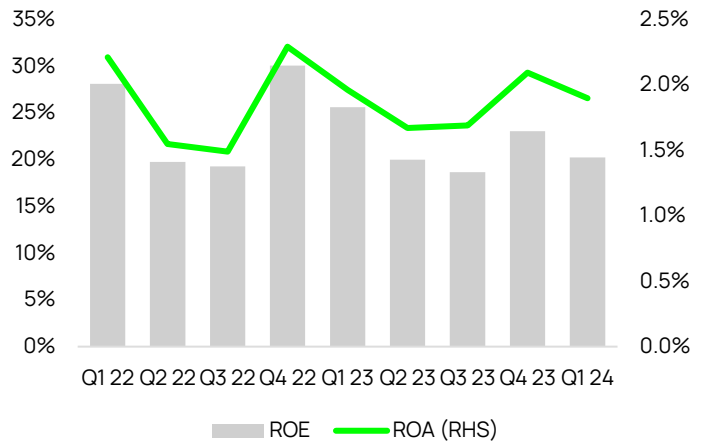
Nguồn: VCB, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS (nghìn tỷ đồng) & tăng trưởng YoY



Nguồn: VCB, Vietcap

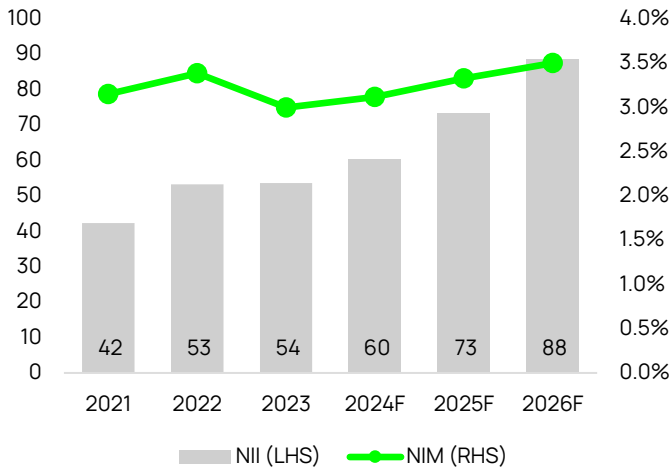
Hình 15: ROA và ROE



Nguồn: VCB, Vietcap

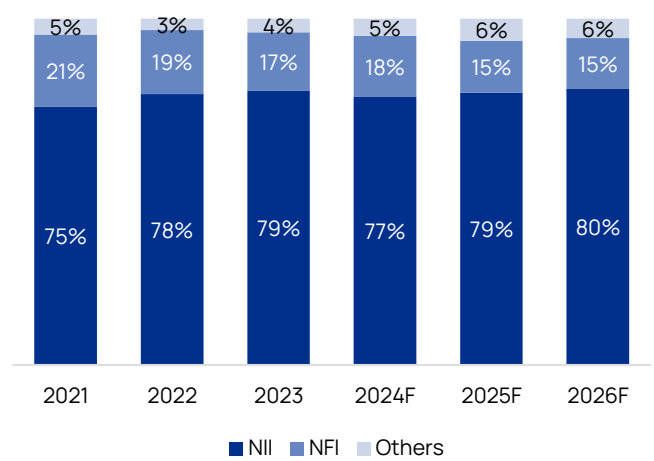
Chỉ số hàng năm

Hình 16: NIM (%) và NII (nghìn tỷ đồng)



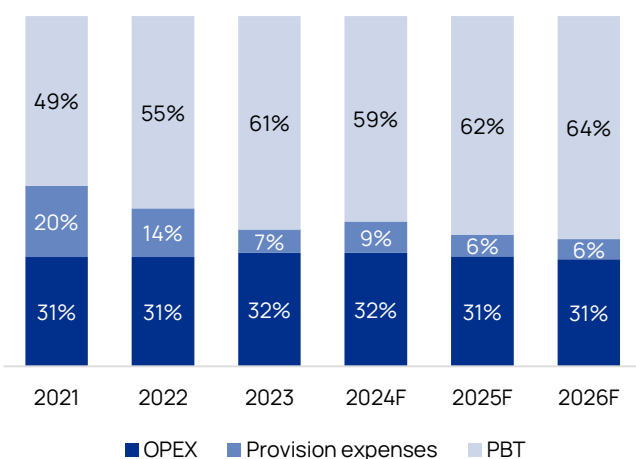
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 17: Các thành phần TOI



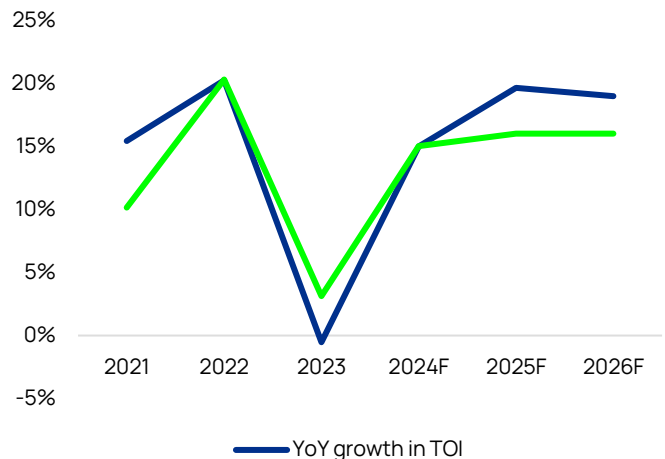
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 18: OPEX, chi phí dự phòng và LNTT trên TOI (%)



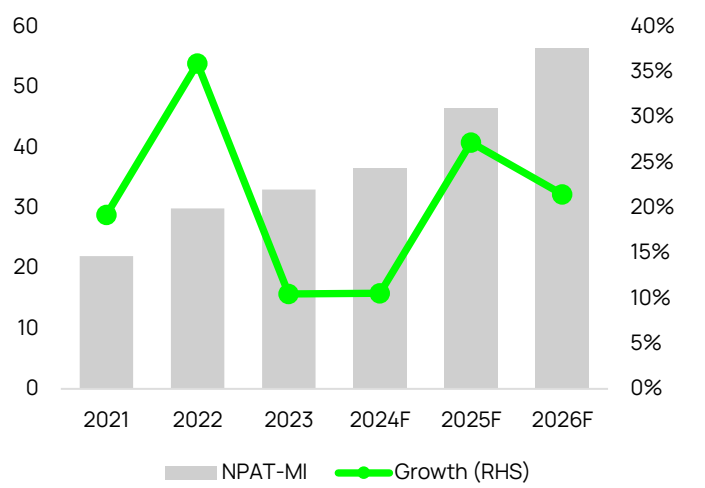
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 19: Tăng trưởng TOI và OPEX



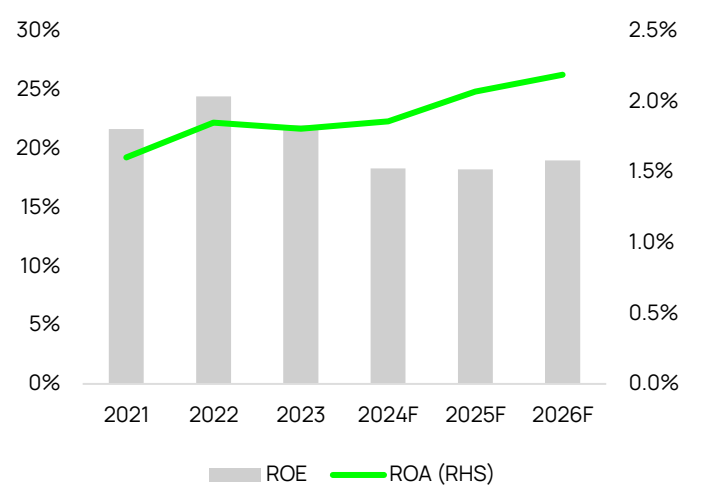
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 20: LNST sau lợi ích CĐTS (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng % YoY



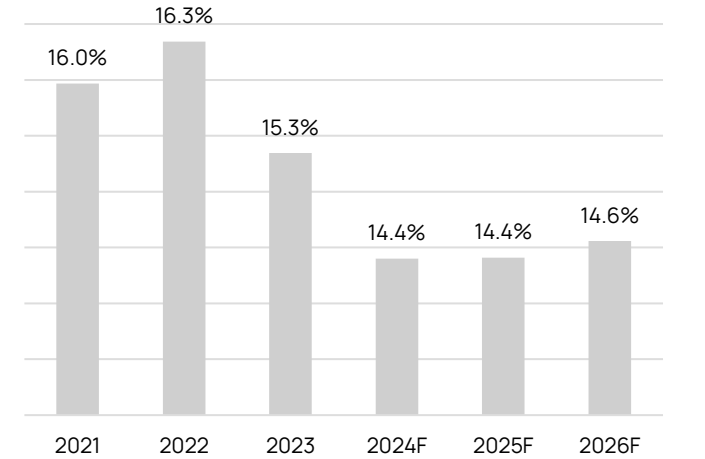
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 21: ROA và ROE



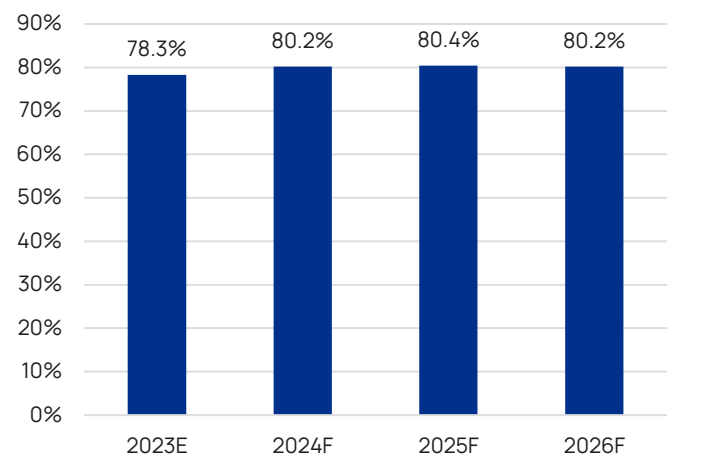
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 22: Thị phần cho vay trong danh mục theo dõi của chúng tôi



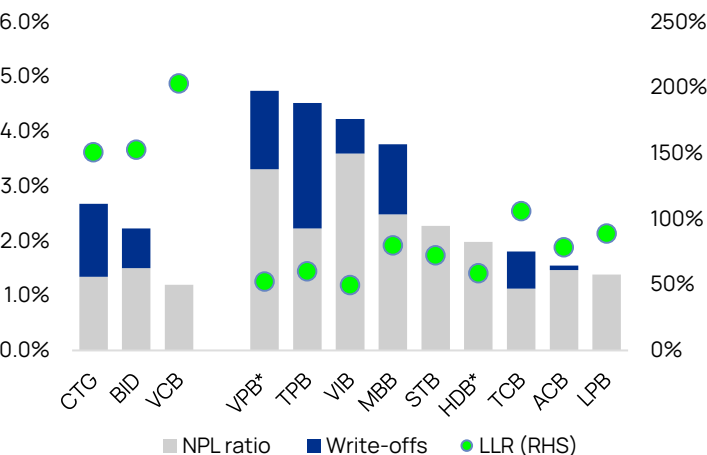
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap dự báo

Hình 23: Tài sản tính theo rủi ro tín dụng (RWA) trên tổng tài sản



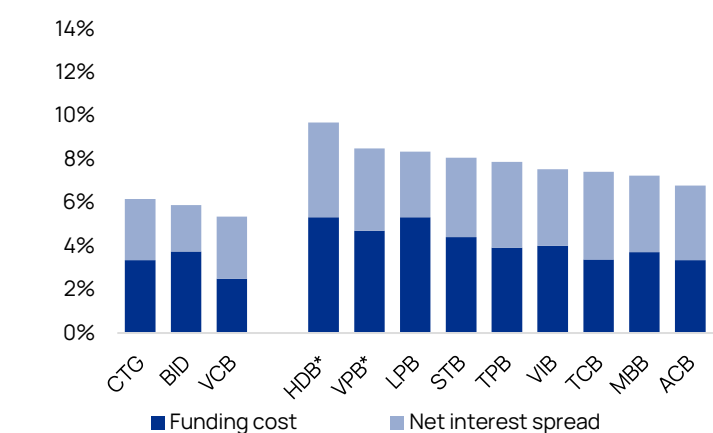
Nguồn: VCB, Vietcap dự báo

Hình 24: Tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ xử lý nợ trên khoản vay gộp hàng năm và tỷ lệ bao phủ nợ** của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi (12T 2023)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (* ngân hàng riêng lẻ; ** Tỷ lệ bao phủ nợ là tỷ lệ phần trăm của tổng số dư dự phòng trên nợ xấu)

Hình 25: Lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi (12T 2023)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (* ngân hàng riêng lẻ)

Định giá

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá để đưa ra giá mục tiêu ước tính cho VCB vào giữa năm 2025: (1) Phương pháp thu nhập thặng dư với trọng số 50% và (2) Phương pháp P/B mục tiêu với trọng số 50%.

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng 4,8% giá mục tiêu xuống còn 110.000 đồng/cổ phiếu do tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang giữa năm 2025, bị ảnh hưởng một phần bởi mức giảm 2% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024 – 2028 của chúng tôi (lần lượt thay đổi -3,5%/0,5%/ -5,6%/ -2,8%/7,7% trong năm 2024/25/26/27/28).

Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định về tỷ lệ bao phủ nợ (LLR) của VCB sẽ giảm dần về mức trung vị của các ngân hàng trong phương pháp thu nhập thặng dư – ngay cả khi thực tế trong những năm tới không thực sự diễn ra như giả định của chúng tôi – để các mô hình định giá có thể so sánh một cách hợp lý giữa các ngân hàng. Lý do là do tỷ lệ LLR/nợ xấu cao của VCB cho thấy ngân hàng đã trích lập dự phòng nhiều hơn so với các ngân hàng khác (chênh lệch giữa tỷ lệ LLR/nợ xấu của VCB và trung vị của các ngân hàng tăng từ 27 điểm % trong năm 2012 lên 150 điểm % trong quý 4/2023), điều này khiến cho vốn chủ sở hữu của VCB thấp hơn so với giá trị hợp lý. Chúng tôi giả định tỷ lệ LLR/nợ xấu năm 2028 giảm xuống 140% so với mức 150% trong dự báo trước đây.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng hệ số beta riêng cho VCB tương tự như trong báo cáo cập nhật trước đây của chúng tôi, được ước tính dựa trên beta 2 năm gần nhất từ Bloomberg (50% trọng số) và beta bằng 1,0 (50% trọng số) để phản ánh giả định beta sẽ có xu hướng hồi quy về mức trung bình trong dài hạn. Điều này dẫn đến beta của VCB gần như không đổi là 0,90.

Hình 26: Tóm tắt định giá

(đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Trọng số	Đóng góp
Số cổ phiếu lưu hành (tỷ)			5,589
Thu nhập thặng dư	92.767	50%	46.383
P/B mục tiêu tại 3,2 lần giá trị sổ sách dự phóng năm 2024	127.230	50%	63.615
Giá mục tiêu			110.000
Giá hiện tại			91.000
Tỷ lệ tăng (%)			20,9
Lợi suất cổ tức (%)			0,0
Tổng mức sinh lời (%)			20,9
P/B dự phóng năm 2024 tại giá mục tiêu			2,63x
Khuyến nghị			MUA

Nguồn: Vietcap

Thu nhập thặng dư

Hình 27: Chi phí vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu	Trước đó	Điều chỉnh
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%	6,0%
Beta (*)	0,90	0,90
Phần bù rủi ro thị trường	8,0%	8,0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,2%	13,2%

Nguồn: Vietcap (* hệ số beta được tính dựa trên trung bình beta 2 năm gần nhất từ Bloomberg với trọng số 50% và beta bằng 1,0, cũng với trọng số 50%)

Hình 28: Mô hình thu nhập thặng dư

(Tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
ROE (sử dụng VCSH đầu kỳ)	22,1%	19,9%	20,5%	22,0%	22,5%
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Biên độ	9,0%	6,7%	7,3%	8,8%	9,3%
Giá trị vốn CSH (đầu kỳ)	164.919	233.574	275.401	318.485	372.557
Thu nhập thặng dư (TNTD)	14.812	15.708	20.187	28.041	34.717
Giá trị hiện tại (GTHT) của TNTD	13.924	13.048	14.818	18.190	19.900
Tổng GTHT của TNTD					79.881
GTHT của giá trị cuối (tốc độ tăng trưởng trung gian 5% trong 10 năm và tăng trưởng vô hạn 3%)					273.690
Giá trị VCSH đầu kỳ (giá trị sổ sách năm 2023)					164.919
Giá trị VCSH hiện tại					518.489
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ)					5,589
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (VND)					92.767

Nguồn: Vietcap (Chúng tôi giả định VCB sẽ phát hành 363,3 triệu cổ phiếu thông qua phát hành riêng lẻ vào tháng 12/2024 với tổng số tiền thu được là 36,3 nghìn tỷ đồng).

P/B mục tiêu

Để đưa ra mức P/B mục tiêu phù hợp cho VCB, chúng tôi sử dụng Mô hình tăng trưởng Gordon (GGM) với ROE ổn định là 21,6% (ROE trung bình giai đoạn 2018-2028), chi phí vốn chủ sở hữu là 13,2% và tăng trưởng cuối là 3,0%, cho ra mức P/B 'hợp lý' là 1,8 lần (Error! Reference source not found.). Ngoài ra, chúng tôi áp dụng mức chênh lệch 75% từ mức P/B 'hợp lý' để đưa ra P/B mục tiêu là khoảng 3,2 lần. Với chất lượng tài sản ổn định và nguồn dự phòng mạnh, chúng tôi cho rằng VCB vẫn được định giá cao hơn so với các ngân hàng khác.

P/B mục tiêu của chúng tôi cao hơn 167% so với P/B mục tiêu của trung vị các ngân hàng khác là 1,20 lần. VCB đã giao dịch ở mức cao hơn trung vị ngành là 130% trong 3 năm qua và hiện đang giao dịch ở mức chênh lệch khoảng 83% so với mức P/B dự phóng năm 2024 của trung vị các ngân hàng khác là 1,2 lần (Error! Reference source not found.). VCB có định giá cao hơn so với các ngân hàng khác dựa theo 5 lý do sau:

- VCB là ngân hàng dẫn đầu về tài trợ thương mại và thanh toán quốc tế, với thị phần 19,2% tính đến cuối năm 2023. VCB cũng có hoạt động mạnh trên thị trường ngoại hối Việt Nam với thu nhập từ ngoại hối tăng với CAGR là 20,0% trong 5 năm qua, đóng góp khoảng 8,4% vào TOI.
- Tỷ lệ CASA và tiền gửi có kỳ hạn bằng ngoại tệ của VCB nằm trong top 3 các ngân hàng thương mại trong nước và là yếu tố hàng đầu giúp VCB đạt được chi phí huy động thấp nhất trong số các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.
- VCB có lợi thế so với các ngân hàng khác khi nắm giữ một trong những hệ thống thanh toán ngoại hối liên ngân hàng lớn. Ngoài ra, tất cả các ngân hàng ở Việt Nam đều có tiền gửi ngoại tệ tại tài khoản thanh toán VCB.
- VCB có tỷ lệ LLR/nợ xấu là 230% trong quý 4/2023, cao hơn 150 điểm % so với mức trung bình các ngân hàng khác và cao nhất trong số các ngân hàng Việt Nam. Với bộ đệm dự phòng vững chắc và bảng cân đối kế toán lành mạnh được hỗ trợ bởi cơ sở khách hàng chất lượng cao và phương pháp giải ngân khoản vay thận trọng, VCB có vị thế tốt để ứng phó với những bất ổn kinh tế.
- Tiềm năng tăng trưởng ROE và ROA nhờ khai thác dần các phân khúc ngân hàng bán lẻ chưa được khai thác và nhận được hạn mức tín dụng cao hơn từ NHNN thông qua việc tham gia hỗ trợ một tổ chức tín dụng yếu kém.

Hình 29: Phân tích độ nhạy của P/B cuối năm 2024 của VCB trong mối tương quan với ROE rút ra từ Mô hình tăng trưởng Gordon và tốc độ tăng trưởng cuối, giả định các biến số khác không đổi

		ROE trung bình trong giai đoạn 2018-2028				
		17,6%	19,6%	21,6%	23,6%	25,6%
Tốc độ TT cuối %	1,50%	1,38	1,55	1,72	1,89	2,06
	2,00%	1,39	1,57	1,75	1,93	2,11
	2,50%	1,41	1,60	1,79	1,98	2,16
	3,00%	1,43	1,63	1,83	2,02	2,22
	3,50%	1,46	1,66	1,87	2,08	2,28

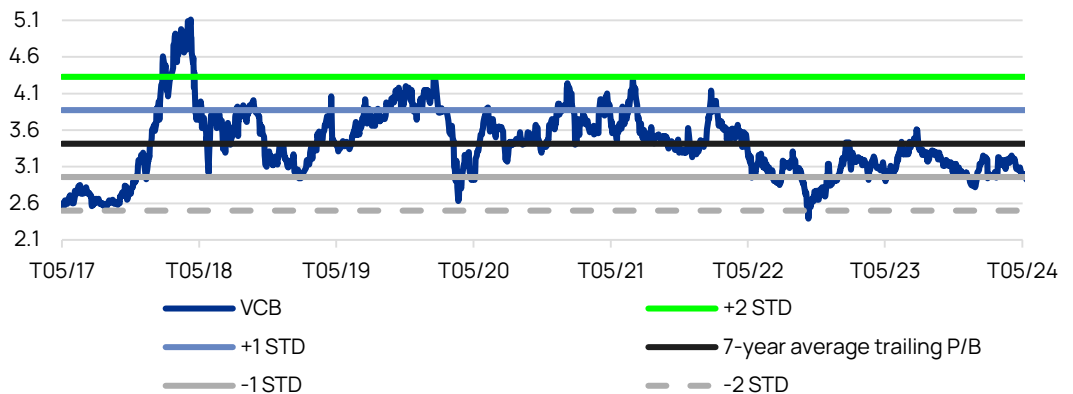
Nguồn: Vietcap

Hình 30: Phương pháp P/B mục tiêu

	Giá trị hợp lý
P/B mục tiêu	3,2x
Giá trị vốn CSH dự phóng năm 2024 (tỷ đồng)	233.574
Giá trị thị trường mục tiêu của vốn CSH (tỷ đồng)	747.438
Giá trị phát hành (tỷ đồng)	36.329
Giá trị trước phát hành (tỷ đồng)	711.109
Số cổ phiếu lưu hành (tỷ)	5,589
Giá trị sổ sách/cổ phiếu dự phóng 2024 (đồng)	39.240
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)	127.230

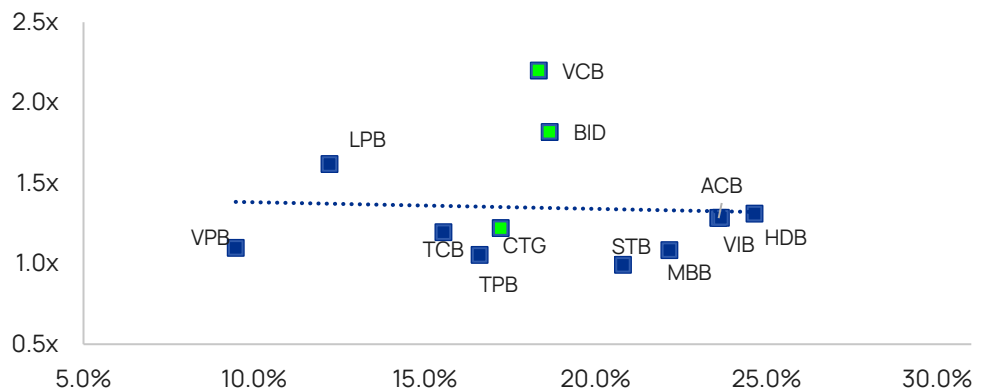
Nguồn: Vietcap

Hình 31: Hệ số P/B trượt của VCB trong 7 năm qua



Nguồn: Dữ liệu Fiinpro cập nhật ngày 23/02/2024, Vietcap

Hình 32: P/B ngân hàng Việt Nam (trục y) và ROE (trục x) (2024)



Nguồn: Vietcap (các chấm màu xanh lá cây biểu thị các ngân hàng quốc doanh; số liệu tính toán vào ngày 23/02/2024)

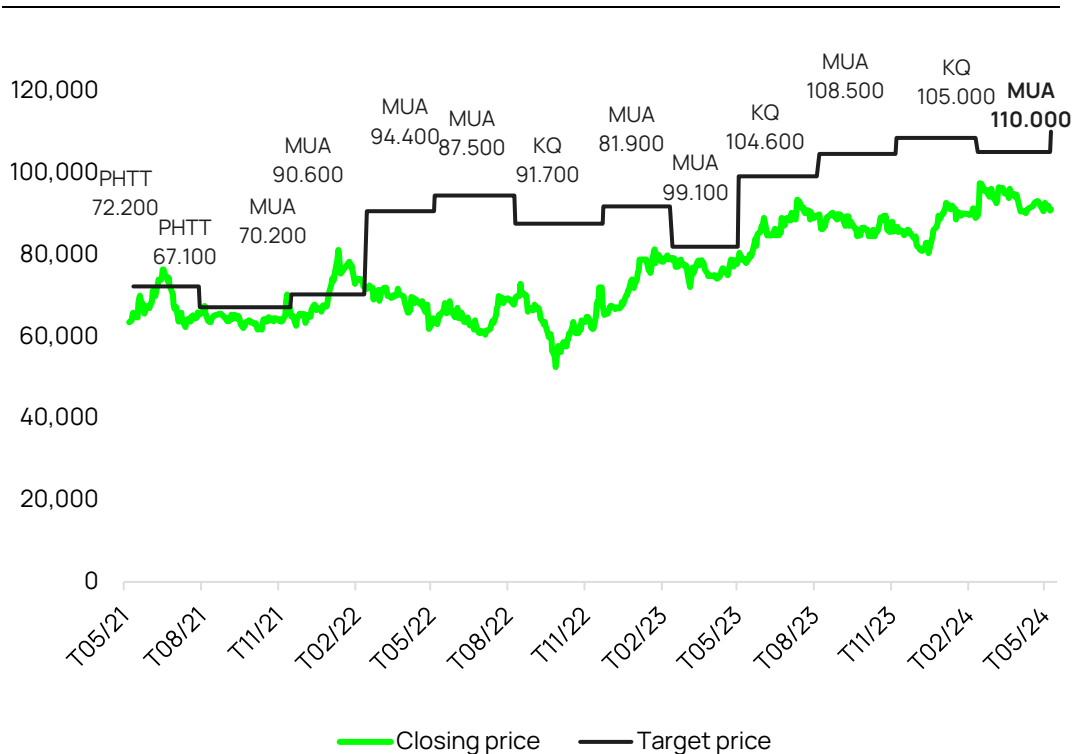
Hình 33: Dự báo của Vietcap cho các ngân hàng tại Việt Nam

Mã	Vốn hóa (tỷ USD)	P/E			P/B			ROE			ROA	Tỷ lệ đòn bẩy	Tỷ lệ nợ xấu
		2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	TTM	2023	2023
ACB	4,4	6,9	6,1	5,2	1,55	1,29	1,07	24,8%	23,2%	22,6%	2,46%	10,1	1,22%
BID	11,3	15,1	12,2	10,8	2,40	1,82	1,59	19,8%	18,7%	17,9%	0,97%	18,7	1,25%
CTG	7,2	10,6	9,0	6,6	1,41	1,22	1,03	17,1%	17,2%	20,0%	1,04%	15,9	1,13%
MBB	5,0	5,9	5,4	4,6	1,32	1,08	0,90	24,5%	22,2%	21,2%	2,52%	9,8	1,60%
VPB	6,3	14,4	11,8	10,1	1,17	1,13	1,08	8,3%	9,4%	10,5%	1,11%	5,8	3,20%
STB	2,1	7,4	6,8	4,5	1,17	1,00	0,82	18,3%	18,5%	23,0%	1,20%	14,7	2,28%
HDB	2,9	7,1	5,9	5,1	1,62	1,31	1,06	24,7%	24,6%	23,0%	1,98%	13,0	1,51%
TCB	7,0	9,7	8,2	6,8	1,34	1,20	1,05	14,8%	15,5%	16,4%	2,30%	6,5	1,16%
TPB	1,6	9,1	7,0	5,4	1,24	1,05	0,88	13,7%	16,6%	17,8%	1,30%	10,9	2,05%
VIB	2,3	6,7	5,9	4,9	1,50	1,29	1,07	24,3%	23,7%	24,0%	2,28%	10,8	3,14%
LPB	2,4	13,2	14,5	13,9	1,80	1,62	1,45	19,2%	12,2%	12,1%	1,10%	11,2	1,34%
Trung vị		9,1	7,0	5,4	1,41	1,22	1,06	19,2%	18,5%	20,0%	1,30%	10,9	1,51%
VCB	20,5	17,3	15,6	13,1	3,05	2,20	1,99	21,7%	18,3%	18,3%	1,80%	10,9	0,98%

Nguồn: Vietcap (cập nhật ngày 23/05/2024)

Lịch sử khuyến nghị

Hình 34: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi vay	108.122	105.247	126.231	151.511
Chi phí lãi vay	(54.501)	(44.977)	(53.004)	(63.151)
Thu nhập lãi thuần	53.621	60.271	73.227	88.360
Thu nhập từ phí dịch vụ	11.440	13.768	13.893	16.289
Thu nhập ngoài lãi khác	2.663	3.836	6.032	6.162
Tổng thu nhập ngoài lãi	14.103	17.604	19.925	22.452
Tổng thu nhập từ HĐKD	67.723	77.875	93.152	110.812
Chi phí ngoài lãi	(21.915)	(25.202)	(29.234)	(33.912)
Chi phí quản lý khác	0	0	0	0
Tổng chi phí hoạt động	(21.915)	(25.202)	(29.234)	(33.912)
LN từ HĐKD trước dự phòng	45.809	52.673	63.917	76.900
Chi phí dự phòng	(4.565)	(6.991)	(5.811)	(6.303)
Thu nhập/chi phí khác	0	0	0	0
LN trước thuế	41.244	45.682	58.107	70.596
Thuế	(8.189)	(9.136)	(11.621)	(14.119)
LN ròng	33.054	36.546	46.485	56.477
Lợi ích CBTS/cổ tức ưu đãi	(21)	(23)	(30)	(36)
LN ròng được chia	33.033	36.522	46.455	56.441
Số CP lưu hành cuối năm (tr)	5.589	5.952	5.952	5.952
Số CP bình quân gia quyền (tr)	5.589	5.589	5.952	5.952
EPS (VND)*	5.321	5.883	7.027	8.537
Cổ tức tiền mặt/CP (VND)	0	0	1.300	1.500

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tiền đương tiền	14.505	15.996	18.358	21.087
Tiền gửi tại NHNN	58.105	74.520	59.889	69.406
Tiền gửi tại và cho vay các TCTD khác	336.469	376.297	444.355	481.286
Đầu tư ngắn hạn	70.266	80.437	92.503	106.378
Cho vay khách hàng	1.241.675	1.392.870	1.612.560	1.874.950
Chứng khoán đầu tư - HTM	78.010	93.477	112.173	134.607
Đầu tư dài hạn	2.225	2.335	2.399	2.468
Tài sản và trang thiết bị	7.708	7.452	7.210	6.983
Tài sản khác	30.651	42.684	49.300	57.188
Tổng tài sản	1.839.613	2.086.069	2.398.746	2.754.354
Nợ NHNN	1.671	1.753	2.012	2.311
Huy động và vay liên ngân hàng	213.839	217.047	227.899	239.294
Vốn cho vay và ủy thác khác	0	0	0	0
Tiền gửi khách hàng	1.395.698	1.556.203	1.805.195	2.094.027
Công cụ tài chính khác	118	118	118	118
Giấy tờ có giá	19.913	28.913	31.913	34.913
Nợ khác	43.362	48.349	56.085	65.058
Tổng nợ	1.674.601	1.852.382	2.123.222	2.435.721
Vốn CSH của cổ đông*	164.919	233.574	275.401	318.485
Lợi ích CBTS	94	112	124	148
Tổng nợ và vốn CSH	1.839.613	2.086.069	2.398.746	2.754.354

TỶ LỆ (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng cho vay	10,9	12,0	15,5	16,0
Tăng trưởng tiền gửi	12,2	11,5	16,0	16,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-0,5	15,0	19,6	19,0
Tăng trưởng LN từ HĐKD trước DP	-2,2	15,0	21,3	20,3
Tăng trưởng LNST	10,5	10,6	27,2	21,5
Chất lượng tài sản				
Nhóm 2 / Tổng dư nợ	0,44	0,45	0,40	0,30
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,98	0,98	0,88	0,88
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	230,3	214,0	212,1	186,0
Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ	0,36	0,49	0,35	0,33
Thanh khoản				
CAR theo Basel II	11,6	11,4	11,6	11,7
Tỷ lệ cho vay/ tiền gửi theo quy định	80,4	81,3	81,9	82,8

TỶ LỆ (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Khả năng sinh lời				
NIM	3,00	3,12	3,33	3,50
Lợi suất tài sản sinh lãi	6,04	5,44	5,74	6,00
Chi phí huy động	3,41	2,62	2,74	2,85
Chi phí / thu nhập	32,4	32,4	31,4	30,6
Tỷ lệ CASA	35,2	36,2	37,2	37,2
Cơ cấu ROE (trong % tổng tài sản)				
NII	2,94	3,07	3,27	3,43
Dự phòng	(0,25)	(0,36)	(0,26)	(0,24)
NIM sau dự phòng	2,69	2,71	3,01	3,18
Thu nhập ngoài lãi	0,77	0,90	0,89	0,87
Chi phí hoạt động	(1,20)	(1,29)	(1,31)	(1,32)
Thuế	(0,45)	(0,47)	(0,52)	(0,55)
ROAA	1,81	1,86	2,07	2,19
Tổng tài sản trên vốn CP	12,2	9,9	8,8	8,7
ROAE	22,0	18,3	18,3	19,0

Nguồn: VCB, Vietcap (* Pha loãng EPS năm 2024 do chúng tôi giả định sẽ phát hành 363,3 triệu cổ phiếu thông qua đợt phát hành riêng lẻ vào tháng 12/2024 với tổng số vốn huy động dự phóng là 36,3 nghìn tỷ đồng)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

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