

TECHCOMBANK (TCB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường
VND53.600

Giá mục tiêu
VND70.000

Tỷ suất cổ tức
0,00%

Khuyến nghị
KHẢ QUAN

Ngành
Tài chính

Ngày 10/02/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**
Định giá: **Tích cực**

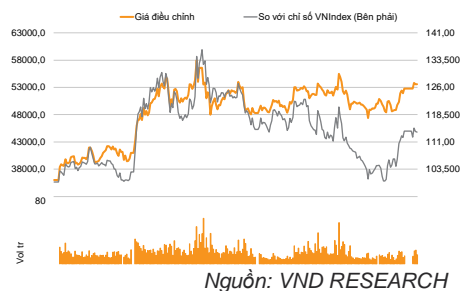
Consensus*: Mua:15 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 5,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng giá mục tiêu 9,4%

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	58.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	38.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	585.560tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	188.185
Free float (%)	77
P/E trượt (x)	10,4
P/B hiện tại (x)	2,04

Cơ cấu sở hữu

Masan	15,0%
Chủ tịch và người thân	10,0%
Nguyễn Cảnh Sơn	3,3%
Khác	71,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng tươi sáng

- Lợi nhuận (LN) ròng 2021 của TCB tăng 46,4% svck lên 18 nghìn tỷ đồng.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận 2022 tăng 26% svck đạt 22,7 nghìn tỷ đồng.
- Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu cao hơn là 70.000đ/cp.

2021 tiếp tục là một năm khởi sắc của TCB...

Với tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ (+26,5% svck) và biên lãi thuần (NIM) tăng 82 điểm cơ bản svck, thu nhập lãi thuần (NII) trong năm 2021 của TCB đã ghi nhận tăng 42,4% svck. Thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng 20,3% svck, trong đó thu nhập từ phí (NFI) tăng 41% svck nhờ vào tăng trưởng thu nhập từ bảo hiểm (+88% svck) và phí dịch vụ (+40% svck). Mặt khác, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng chỉ tăng 2% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng là 0,9%). LN ròng 2021 tăng mạnh 46% svck lên 18 nghìn tỷ đồng (cao hơn 5% so với dự phóng của chúng tôi).

...với các chỉ số tài chính lành mạnh

NIM năm 2021 tăng 82 điểm cơ bản lên 5,7% - cao thứ hai toàn ngành dựa trên (i) hệ số CASA cao (50,5%) và (ii) mở rộng cho vay cá nhân. LDR (77%) và CAR (15%) tương ứng ổn định. Tuy nợ xấu tăng 77% svck do hệ quả của đại dịch nhưng tỷ lệ nợ xấu vẫn được kiểm soát tốt (0,66% cuối 2021 so với 0,5% cuối 2020). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 163% cuối 2021 (2020 đạt 171%). ROE và ROA cải thiện lên 21,7% và 3,6% từ mức 18% và 3% trong 2020, trở thành 1 trong những ngân hàng có tỷ lệ sinh lời cao nhất Việt Nam.

Tự tin tiến bước trong năm 2022

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 22%/21% giai đoạn 2022-23. Tuy vậy với hệ số CAR cao, TCB có thể được nâng hạn mức tín dụng cao hơn trong năm nay. NIM dự báo duy trì ổn định ở mức 5,7% nhờ tỷ lệ CASA cao và khả năng tiếp tục mở rộng cho vay khách hàng cá nhân, giúp giảm bớt áp lực chi phí vốn tăng trong năm nay. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng sẽ chỉ tăng 5,6% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng giảm xuống 0,7% từ 0,9%) nhờ vào chất lượng tài sản vững chắc vốn có của ngân hàng. Cuối cùng, chúng tôi ước tính LNR sẽ tăng 26%/21% svck trong 2022-23; theo đó ROE được cải thiện lên mức 22% (2021: 21,7%).

Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu cao hơn là 70.000đ/cp.

TCB đang giao dịch ở mức P/BV 1,6 lần, thấp hơn trung bình ngành 1,9 lần dù TCB là một ngân hàng có nền tảng ngân hàng vững chắc, lợi thế cạnh tranh rõ ràng, khả năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh. Giá mục tiêu trong 1 năm của chúng tôi dựa trên sự kết hợp của P/BV 2,1 lần và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 13,9%, LTG: 3%). Việc IPO công ty chứng khoán TCBS sẽ là động lực tăng giá mạnh mẽ cho TCB. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến dẫn đến tăng trưởng tín dụng thấp hơn và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	18.751	26.699	32.890	40.283
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,9%	5,7%	5,7%	5,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	27.379	37.076	45.682	55.076
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.611)	(2.665)	(2.815)	(3.332)
LN ròng (tỷ)	12.325	18.038	22.720	27.441
Tăng trưởng LN ròng	22,3%	46,4%	26,0%	20,8%
EPS điều chỉnh	3.515	5.136	6.459	7.801
BVPS	21.179	26.264	32.270	40.086
ROAE	18,1%	21,7%	22,1%	21,6%

Nguồn: VND RESEARCH

TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG

Kết quả 2021: vượt kỳ vọng

Hình 1: So sánh KQKD Q4/21 và 2021 (tỷ đồng)

	Q4/21	Q4/20	% svck	Q3/21	% sv quý trước	2021	2020	% svck	Dự báo VNDIRECT	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	7.245	5.456	32,8%	6.742	7,4%	26.699	18.751	42,4%	24.616	108,5%	Cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ vào tăng trưởng tín dụng tốt và NIM mở rộng
Thu nhập ngoài lãi	2.914	2.306	26,4%	2.037	43,1%	10.378	8.627	20,3%	10.378	100,0%	
Tổng thu nhập HĐKD	10.159	7.762	30,9%	8.779	15,7%	37.076	27.379	35,4%	34.625	107,1%	
Chi phí hoạt động	(3.392)	(2.307)	47,0%	(2.628)	29,1%	(11.173)	(8.967)	24,6%	(10.387)	107,6%	Cao hơn dự báo của chúng tôi
LN trước dự phòng	6.767	5.455	24,1%	6.151	10,0%	25.903	18.411	40,7%	24.237	106,9%	
Chi phí dự phòng	(627)	(366)	71,2%	(589)	6,5%	(2.665)	(2.611)	2,1%	(2.684)	99,3%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi
LN trước thuế	6.140	5.089	20,7%	5.562	10,4%	23.238	15.800	47,1%	21.554	107,8%	
LN sau thuế	4.592	3.953	16,2%	4.338	5,9%	18.038	12.325	46,4%	17.157	105,1%	Cao hơn dự báo của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các chỉ tiêu chính của TCB theo quý

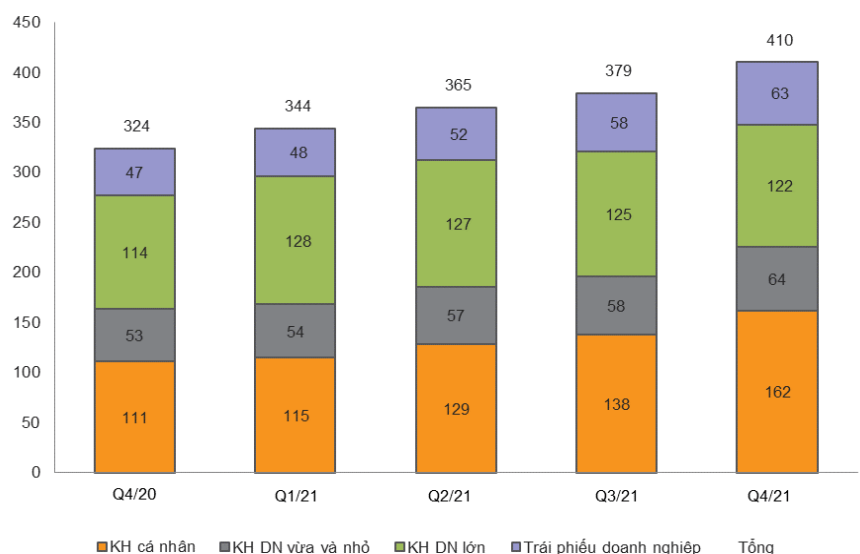
Các chỉ tiêu chính	Q4/18	Q1/19	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập HĐKD	58,5%	78,1%	68,2%	69,5%	58,9%	69,9%	66,8%	68,7%	70,3%	68,6%	71,6%	76,8%	71,3%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập HĐKD	41,5%	21,9%	31,8%	30,5%	41,1%	30,1%	33,2%	31,3%	29,7%	31,4%	28,4%	23,2%	28,7%
NIM (dự phòng cả năm)	4,0%	4,5%	3,9%	4,3%	4,4%	4,7%	4,3%	5,6%	5,6%	5,8%	5,9%	5,6%	5,6%
Chi phí/thu nhập	41,7%	36,6%	33,6%	33,5%	35,3%	35,4%	31,2%	33,2%	29,7%	28,7%	28,1%	29,9%	33,4%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%	1,1%	0,9%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	85,1%	87,7%	77,1%	77,1%	94,8%	117,9%	108,6%	148,0%	171,0%	219,4%	258,9%	184,4%	162,9%
Chi phí tín dụng (dự phòng cả năm)	1,1%	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	1,3%	1,0%	1,3%	1,1%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%
ROAA (trượt 12 tháng)	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,3%	3,6%	3,7%	3,6%
ROAE (trượt 12 tháng)	21,5%	18,6%	17,0%	17,2%	17,8%	17,7%	17,6%	17,7%	18,1%	20,0%	21,5%	22,1%	21,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhìn chung, thu nhập lãi thuần của TCB tăng trưởng 42% svck lên 26,7 nghìn tỷ đồng trong 2021, dẫn dắt bởi tăng trưởng tín dụng cao và NIM cải thiện

- TCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng 26,5% svck trong 2021 (CAGR 2019-21: 25,3%), chủ yếu nhờ tín dụng cá nhân tăng trưởng mạnh, đạt 162 nghìn tỷ đồng (+45,9% svck). Tăng trưởng tín dụng SMEs và tín dụng bán buôn lần lượt là 22% và 7% svck.

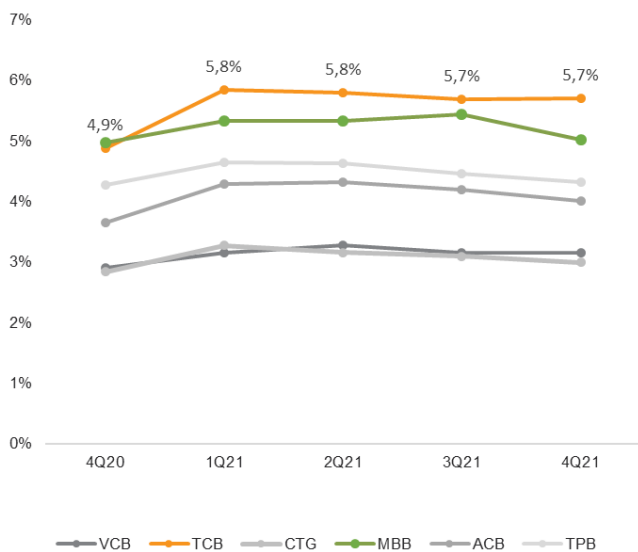
Hình 3: Cơ cấu tín dụng theo phân khúc (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

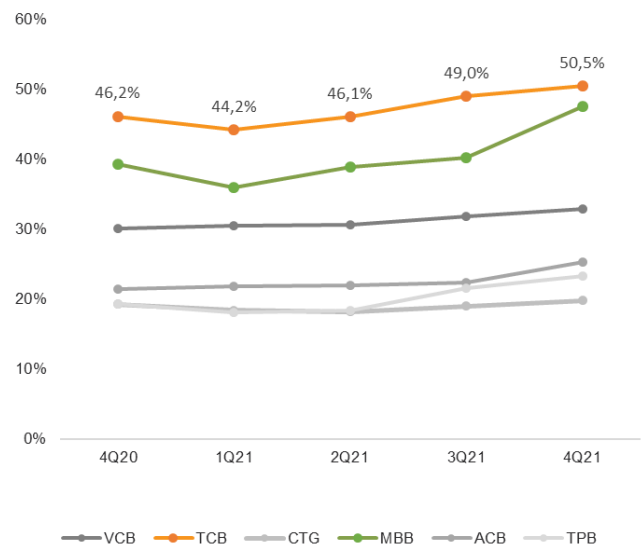
- TCB đã tạo ra sự khác biệt với các ngân hàng khác khi là ngân hàng có tỷ lệ CASA đạt mức 50,5% cuối 2021 (cuối 2020 là 46,2%) - mức cao nhất trong ngành từ 46,2% (trung bình ngành chỉ là 26% trong 2021). Kết hợp với việc lãi suất huy động thấp nhất trong lịch sử đã giúp chi phí huy động vốn của TCB giảm đáng kể xuống chỉ còn 2,2%. Mặt khác, TCB là ngân hàng niêm yết duy nhất cải thiện lợi suất tài sản của mình trong năm 2021 (7,6% từ 7,5% năm 2020) do chiến lược tập trung mở rộng cho vay cá nhân. Do đó, NIM của TCB đã tăng 82 điểm cơ bản lên 5,7% trong 2021 (2020: 4,9%).

Hình 4: TCB ghi nhận NIM cao nhất trong các ngân hàng (trừ VPB)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: ... nhờ vào tỷ lệ CASA vượt trội



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

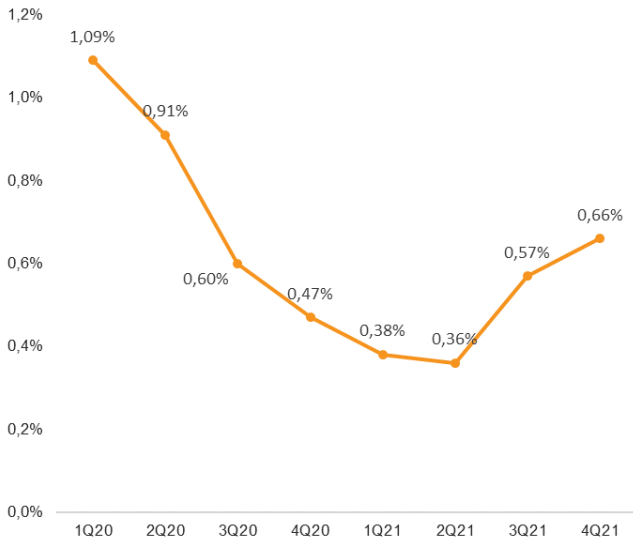
Thu nhập ngoài lãi (Non-Il) ghi nhận mức tăng trưởng 20,3% lên 10,4 nghìn tỷ đồng trong 2021, trong đó thu nhập từ phí là yếu tố chính đóng góp vào sự tăng trưởng nói trên (+41% svck). Sự tăng trưởng vững chắc của thu nhập từ phí chủ yếu đến từ: mảng phí dịch vụ +40%, banca +88%, môi giới +238% và quản lý tài sản +45%. Trong đó, phí bảo lãnh phát hành trái phiếu giảm 17% svck do các quy định mới đã làm ảnh hưởng tiêu cực đến việc phát hành trái phiếu.

Mặc dù chi phí hoạt động của TCB tăng 30% svck do đầu tư mạnh vào CNTT và phát triển nguồn nhân lực, tỷ lệ chi phí/thu nhập hoạt động (CIR) ghi nhận giảm xuống mức 30% từ 32% trong 2020.

Chi phí dự phòng chỉ tăng 2% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng là 0,9%). Nợ xấu tăng 77% theo chúng tôi không phải là vấn đề đáng lo ngại vì tỷ lệ nợ xấu vẫn đang ở mức thấp là 0,66% vào cuối 2021 (năm 2020 là 0,5%). Dự phòng tổn thất cho vay tăng 69% so với cùng kỳ, tương đương với LLR là 163% vào cuối 2021.

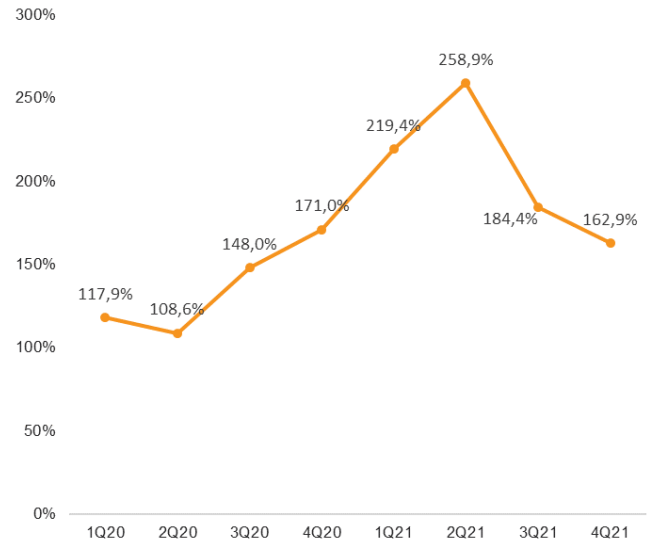
- Nợ nhóm 2 tăng 19% svck, chiếm 0,62% tổng dư nợ.
- Nợ tái cơ cấu giảm xuống còn 1,9 nghìn tỷ đồng vào cuối 2021, tương đương 0,5% tổng dư nợ.

Hình 6: Tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức thấp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: TCB duy trì tỷ lệ LLR ở mức cao thông qua việc liên tục gia tăng trích lập dự phòng trước đó



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự phóng cho giai đoạn 2022-23

Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay của TCB là 22%/21% trong giai đoạn 2022-23 (CARG giai đoạn 2019-21 là 22,7%). Hơn nữa, do hệ số CAR ghi nhận mức cao nhất trong ngành (15% vào cuối 2021), TCB có thể được cấp hạn mức tín dụng tốt hơn so với các ngân hàng khác trong năm nay.

Chúng tôi ước tính NIM của TCB sẽ duy trì ở mức 5,7% trong 2022-23 nhờ (i) lợi suất cho vay cải thiện thông qua việc tiếp tục tập trung mở rộng cho vay cá nhân và (ii) CASA ổn định ở mức cao nhất trong ngành. TCB vẫn còn dư địa để tăng cho vay cá nhân nhờ (i) tỷ lệ LDR thấp (75%) vào cuối 2021 và (ii) danh mục cho vay khách hàng cá nhân vẫn ở mức vừa phải (chiếm 47% trong tổng dư nợ). Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng TCB có thể tiếp tục duy trì tỷ lệ CASA cao do TCB đã là ngân hàng tiên phong trong việc áp dụng chính sách Zero fee với một nền tảng công nghệ vững chắc nhằm tạo lợi ích tối đa cho khách hàng. Tổng kết lại, chúng tôi tin rằng TCB là một trong số ít ngân hàng Việt Nam có thể duy trì được hệ số NIM cao bất chấp lãi suất huy động sẽ gia tăng trong năm nay.

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ phí sẽ giữ được đà tăng trưởng mạnh 20% svck trong 2022-23, nhờ vào mảng phí dịch vụ và bảo hiểm.

Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động trong 2022-23 sẽ tăng trưởng 23%/20% svck do TCB có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào chuyển đổi số để củng cố lợi thế cạnh tranh hiện có của mình; CIR sẽ duy trì ở mức 30% trong 2022-23.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí tín dụng trong 2022-23 sẽ giảm xuống còn 0,7% từ 0,9% trong 2021 dựa trên chất lượng tài sản vững chắc vốn có của ngân hàng. Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của TCB sẽ tăng 5,6%/18% trong 2022-23.

Kết luận, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của TCB sẽ tăng 26%/21% svck trong 2022-23, lần lượt đạt 22,7 nghìn tỷ đồng và 27,4 nghìn tỷ đồng. ROE tiếp tục cải thiện lên 22% (từ 21,7% trong 2021).

Hình 8: Thay đổi dự phóng cho năm 2022-24

	FY21	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
		FY22	FY23	FY24	FY22	FY23	FY24	FY22	FY23	FY24	
Thu nhập lãi	26.699	29.959	35.952	41.529	32.890	40.283	49.114	9,8%	12,0%	18,3%	Nâng dự phóng do tăng trưởng tín dụng cao và NIM duy trì
Thu nhập ngoài lãi	10.378	11.962	14.557	16.930	12.791	14.793	16.709	6,9%	1,6%	-1,3%	
Tổng thu nhập hoạt động	37.076	41.921	50.509	58.459	45.682	55.076	65.823	9,0%	9,0%	12,6%	
Chi phí hoạt động	(11.173)	(12.996)	(15.658)	(18.122)	(13.704)	(16.523)	(19.747)	5,5%	5,5%	9,0%	
LN trước dự phòng	25.903	28.926	34.851	40.337	31.977	38.553	46.076	10,5%	10,6%	14,2%	
Chi phí dự phòng	(2.665)	(2.696)	(3.259)	(3.932)	(2.815)	(3.332)	(3.669)	4,4%	2,2%	-6,7%	Tỷ lệ chi phí dự phòng giảm từ 0,9% xuống 0,7%
LN trước thuế	23.238	26.230	31.592	36.405	29.162	35.222	42.407	11,2%	11,5%	16,5%	
LN ròng	18.038	20.879	25.148	28.978	22.720	27.441	33.039	8,8%	9,1%	14,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu cao hơn là 70.000đ/cp.

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 1 năm cho TCB tăng 9,4% lên 70.000 đồng (tiềm năng tăng giá 30,6%) dựa trên tăng trưởng EPS 2022-23 cao hơn 8,2-9,1% so với dự phóng cũ và hệ số P/BV không đổi là 2,1 lần. Giá mục tiêu 70.000 đồng của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư (COE: 13,9%; LTG: 3,0%) và P/BV 2022 là 2,1 lần, tỷ trọng bằng nhau.

Ở mức giá hiện tại, TCB đang giao dịch với P/BV dự phóng là 1,6 lần, thấp hơn 13% so với mức trung bình 1,9 lần của toàn ngành mặc dù TCB là một ngân hàng có nền tảng ngân hàng vững chắc, lợi thế cạnh tranh rõ ràng, khả năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh. Chúng tôi cho rằng TCB xứng đáng được định giá ở mức P/BV là 2,1 lần (tương đương với mức +1 độ lệch chuẩn) để phản ánh một cách đầy đủ hơn về tiềm năng và giá trị nội tại của ngân hàng.

Mặt khác, việc IPO tiềm năng của công ty chứng khoán TCBS cũng là một tiềm năng tăng giá mạnh mẽ cho TCB. Rủi ro suy giảm bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng tín dụng thấp hơn và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Hình 9: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Chi phí vốn chủ sở hữu						
Tăng trưởng dài hạn	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
						3,0%
(tỷ VND)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	92.211					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	45.075					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	112.901					
Giá trị vốn chủ sở hữu	250.187					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.511					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	71.260					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	71.260	35.630
Hệ số P/B (2,1 lần cho năm 2022)	50%	68.736	34.368
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			69.998
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			70.000

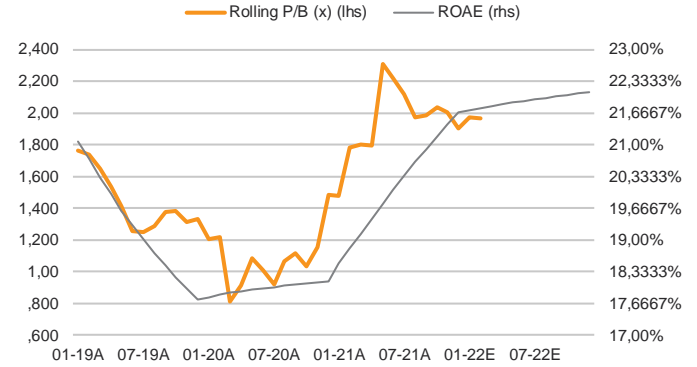
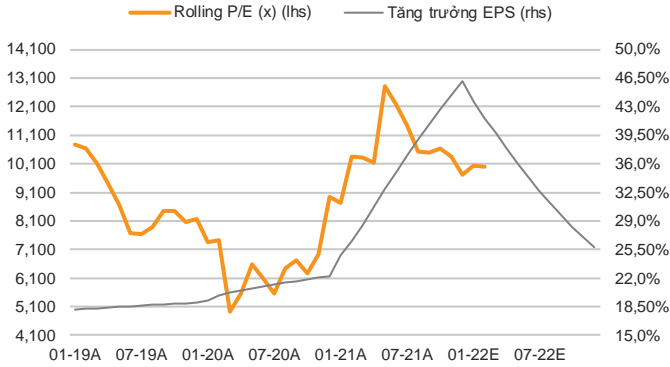
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 09/02/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa triệu đô	P/BV (x)			P/E (x)		trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
			tiền nội tệ	tiền nội tệ		T12M	FY22	FY23	FY22	FY23	%	FY22	FY23	FY22	FY23
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	91.900	118.700	19.163	3,1	3,1	2,6	19,1	15,9	23,8%	20,0%	21,0%	1,7%	1,8%
Vietinbank	CTG VN	Khả quan	36.450	41.700	7.718	1,9	1,6	1,4	16,9	14,1	17,3%	15,0%	15,8%	1,0%	1,1%
VPBank	VPB VN	Trung lập	36.600	41.000	7.169	2,1	1,6	1,4	10,9	8,5	22,7%	16,1%	17,0%	3,0%	3,2%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Trung lập	33.650	31.400	5.602	2,1	1,8	1,5	10,9	8,6	24,2%	23,0%	23,0%	2,3%	2,4%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	35.600	41.800	4.238	2,1	1,7	1,4	8,0	7,0	18,8%	24,0%	23,5%	2,2%	2,2%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	41.350	52.000	2.882	2,5	1,9	1,6	11,0	9,0	23,1%	20,7%	20,6%	2,1%	2,2%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Trung lập	24.950	25.700	1.323	1,8	1,5	1,2	8,9	7,4	18,9%	17,0%	17,7%	1,1%	1,2%
NH TMCP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Trung lập	47.600	46.400	3.257	3,0	2,4	1,9	10,5	8,9	18,6%	23,0%	22,0%	2,0%	2,0%
Trung bình						2,3	1,9	1,6	11,6	9,6	20,9%	19,9%	20,1%	2,1%	2,2%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	53.500	70.000	8.276	2,0	1,6	1,3	8,3	6,9	26,0%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(VNDtỷ)	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	26.699	32.890	40.283
Thu nhập lãi suất ròng	10.378	12.791	14.793
Tổng lợi nhuận hoạt động	37.076	45.682	55.076
Tổng chi phí hoạt động	(11.173)	(13.704)	(16.523)
LN trước dự phòng	25.903	31.977	38.553
Tổng trích lập dự phòng	(2.665)	(2.815)	(3.332)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	23.238	29.162	35.222
Thuế	(4.840)	(5.978)	(7.220)
Lợi nhuận sau thuế	18.399	23.184	28.001
Lợi ích cổ đông thiểu số	(361)	(464)	(560)
LN ròng	18.038	22.720	27.441

Bảng cân đối kế toán

(VNDtỷ)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	347.341	424.151	513.904
Cho vay các ngân hàng khác	70.584	84.701	101.641
Tổng cho vay	417.925	508.852	615.546
Chứng khoán - Tổng cộng	103.363	123.255	147.085
Các tài sản sinh lãi khác	4.909	5.154	5.412
Tổng các tài sản sinh lãi	526.197	637.261	768.042
Tổng dự phòng	(4.442)	(5.363)	(6.387)
Tổng cho vay khách hàng	343.606	419.529	508.296
Tổng tài sản sinh lãi ròng	521.755	631.897	761.655
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.579	3.865	4.174
Tổng đầu tư	1.102	1.190	1.285
Các tài sản khác	41.949	44.957	48.182
Tổng tài sản không sinh lãi	46.629	50.012	53.642
Tổng tài sản	568.384	681.910	815.297
Nợ khách hàng	314.753	371.408	441.975
Dư nợ tín dụng	33.680	41.089	50.129
Tài sản nợ chịu lãi	348.432	412.497	492.105
Tiền gửi	112.459	137.200	167.384
Tổng tiền gửi	460.891	549.697	659.488
Các khoản nợ lãi suất khác	0	0	0
Tổng các khoản nợ lãi suất	460.891	549.697	659.488
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	14.437	17.605	13.200
Tổng nợ không lãi suất	14.437	17.605	13.200
Tổng nợ	475.328	567.302	672.688
Vốn điều lệ và	35.109	35.109	35.109
Thặng dư vốn cổ phần	476	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	47.469	70.190	97.631
Các quỹ thuộc VCSH	9.156	8.000	8.000
Vốn chủ sở hữu	92.211	113.299	140.740
Lợi ích cổ đông thiểu số	845	1.309	1.869
Tổng vốn chủ sở hữu	93.056	114.607	142.609
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	568.384	681.910	815.297

	12-21A	12-22E	12-23E
Chi số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,4%	18,0%	19,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	25,2%	22,1%	21,2%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	42,4%	23,2%	22,5%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	40,7%	23,4%	20,6%
Tăng trưởng LN ròng	46,4%	26,0%	20,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	28,1%	21,1%	20,5%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	5.145	6.471	7.816
BVPS (VND)	26.264	32.270	40.086
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	46,1%	25,8%	20,8%

Các chỉ số chính

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,7%	5,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(30,1%)	(30,0%)	(30,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	0,7%	0,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,7%	0,7%	0,7%
LN/ TB cho vay	0,9%	0,7%	0,7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	15,1%	16,3%	16,9%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	99,7%	102,8%	104,4%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	7,6%	7,9%
Chi phí cho các quỹ	2,2%	2,3%	2,5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,3%	5,3%	5,4%
ROAE	21,7%	22,1%	21,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: thao.tranthu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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