

## MUA

Mục tiêu tăng (giảm): **+19%**

Đóng cửa ngày **08/04/2022**

Giá **38.800 đồng**

Giá MT 12T **46.050 đồng**

### Tiêu điểm

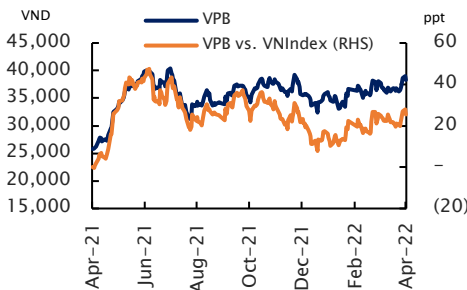
- Chúng tôi tăng dự báo LNST của CĐT mẹ lên +7% đối với năm 2022E và +5% đối với năm 2023E
- Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng do nguồn vốn tăng cao hơn.
- Biên lãi ròng (NIM) sẽ được cải thiện do tiền gửi CASA tăng.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên +26% so với mức định giá trước đó.

### Quan điểm

- **Nâng khuyến nghị lên MUA** với tỷ suất sinh lời kỳ vọng trong 12T là 19%.
- **Định giá hợp lý:** VPB đang giao dịch với P/B 2022E là 1,7x, ROE và ROA kỳ vọng lần lượt đạt 15,4% và 2,6%.
- **Chất xúc tác:** kế hoạch bán cổ phần có thể sẽ hoàn thành trong 1H22. Nguồn vốn gia tăng sẽ hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng kinh doanh.

**Tổng quan:** VPB là một ngân hàng vững chắc có nguồn vốn dồi dào, khả năng sinh lời cao và ban lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm. CAR theo Basel II là 14,3% tính đến cuối Q4/2021. Vào tháng 4/2021, VPB đã bán 49% cổ phần tại FE Credit cho Sumitomo Mitsui. Trong năm 2022, VPB đã mua lại 97,4% CTCK VPBank (tiền thân là CTCK ASC).

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	7,4 tỷ USD
Giá trị giao dịch BQ 6T	26 triệu USD
SLCP đang lưu hành	4.445 triệu CP
Tỷ lệ chuyên nhượng tự do	70%
Sở hữu NN	17,5%
Cổ đông lớn	10,4%
2022E TS/VCSH(*)	6,2x
2022E P/E (*)	12,2x
2022E P/B (*)	1,7x
Room NN còn lại	0,0%
2022E Tỷ suất cổ tức (*)	0,0%

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

	2021A	2022E	2023E	2024E
NIM (%)	7,77%	7,73%	8,00%	8,18%
Tăng trưởng phí (%)	21%	42%	8%	19%
CIR	24%	23%	23%	22%
Tăng trưởng PPOP(%)	21%	21%	21%	19%
LNST CĐT S (tỷ đồng)	11.721	14.626	18.064	23.165
ROAA (%)	2,38%	2,60%	2,92%	3,23%
ROAE (%)	16,9%	15,4%	15,8%	16,7%
PE (x)	11,8	12,2	9,8	7,7
PB (x)	2,1	1,7	1,4	1,2
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, ước tính của Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Tánh Trần

+84 28 3622 6868 ext 3874

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

Bloomberg code: YUTA

## Ngân Hàng Việt Nam Thịnh Vượng

### Nguồn vốn dồi dào thúc đẩy tăng trưởng kinh doanh

**Nguồn vốn tăng cao sẽ giúp hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng kinh doanh.** Với nguồn vốn dồi dào của VPB, chúng tôi ước tính dư nợ cho vay sẽ tăng trưởng +21% trong năm 2022E.

**Chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn sẽ giảm** do tiền gửi CASA tăng và sẽ hỗ trợ cho biên lãi ròng (NIM). Nếu ngân hàng bán vốn thành công sẽ giúp làm giảm thêm chi phí huy động vốn của ngân hàng trong tương lai.

**Thu nhập phí được thúc đẩy** bởi việc gia hạn thỏa thuận bancassurance độc quyền với AIA lên thành 19 năm (thời hạn cũ là 15 năm).

**Hiệu quả sử dụng chi phí sẽ được cải thiện** nhờ vào hiệu quả chuyển đổi số của ngân hàng.

**Chúng tôi giả định rằng chi phí tín dụng của VPB sẽ tăng lên** dù cho việc hoãn phân loại nhóm nợ. Chúng tôi tăng khoản dự phòng của nợ tái cơ cấu trong mô hình định giá và xem đây là một cách thận trọng khi định giá ngân hàng VPB.

**Chúng tôi tăng dự báo LNST của CĐT mẹ lên +7%** đối với năm 2022E, với động lực thúc đẩy chính là sự gia tăng dự báo của thu nhập phí và giảm chi phí hoạt động; trong khi đó giả định trích lập dự phòng tăng. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2022E tăng +25% YoY.

**Dự báo LNST của CĐT mẹ năm 2022E của chúng tôi thấp hơn 4%** so với các bên. Chúng tôi cho rằng có thể là do giả định trích lập dự phòng của chúng tôi cao hơn so với các bên.

**Nguồn vốn sẽ tăng mạnh** (có thể đạt mức cao nhất ngành ngân hàng Việt Nam) sau khi thoái vốn FE Credit và hoàn tất các kế hoạch tăng vốn trong năm 2022E. Với điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, chúng tôi ước tính tỷ lệ an toàn vốn (CAR) sẽ đạt 20% nếu thương vụ thoái vốn diễn ra thành công (vui lòng xem bảng 3).

**Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA.** VPB đang giao dịch tương ứng với P/B năm 2022E là 1,7x, so với trung vị ngành là 1,6x. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức sinh lời +19%. Chất xúc tác có thể mang lại tác động tích cực lên giá cổ phiếu đến từ việc VPB dự kiến bán 15% cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2022E, và chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ hoàn thành trong 1H22. Chúng tôi kỳ vọng giá bán có thể cao hơn 11-17% so với giá hiện tại (vui lòng xem bảng 2).

### 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.

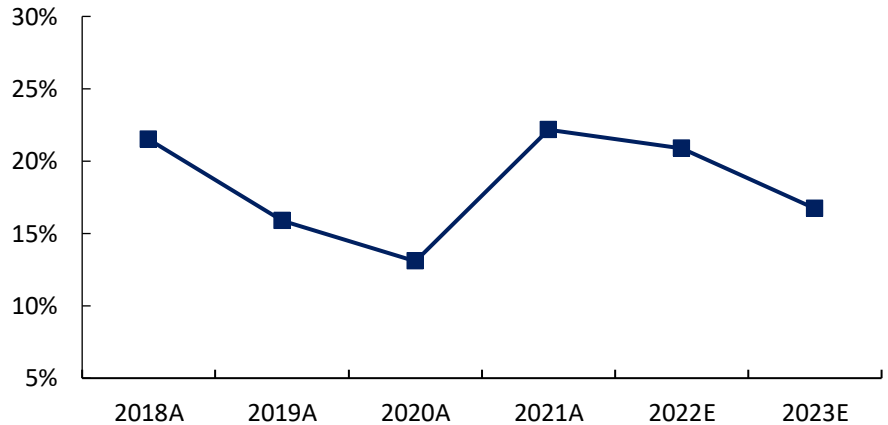
**Bảng 1: Định giá**

Chỉ số định giá	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
PER điều chỉnh (x)	11,9	9,4	11,8	12,2	9,8	7,7
PEG	0,9	0,4	(0,6)	(3,8)	0,4	0,3
ROA (%)	2,36%	2,62%	2,38%	2,60%	2,92%	3,23%
ROE (%)	21,5%	21,9%	16,9%	15,4%	15,8%	16,7%
PBR (x)	2,3	1,9	2,1	1,7	1,4	1,2
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

### Mở rộng tốc độ tăng trưởng tín dụng do nguồn vốn dồi dào hơn

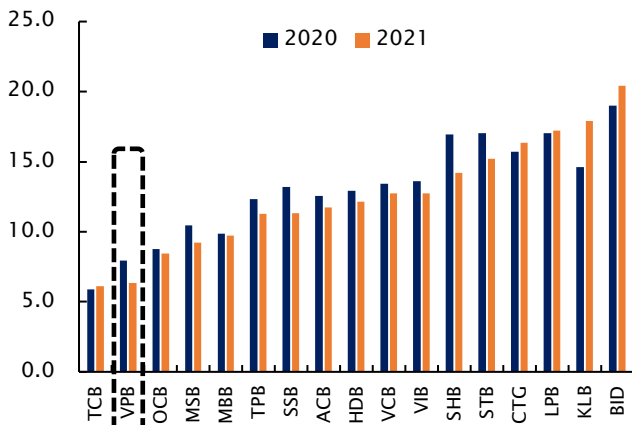
Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng lên 6 điểm % (ppt) và kỳ vọng đạt 21% trong năm 2022E. Nguồn vốn của VPB được củng cố sau khi hoàn tất thoái vốn FE Credit và tiềm năng từ việc bán vốn cho đối tác nước ngoài trong năm 2022E, điều này sẽ giúp VPB nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng**

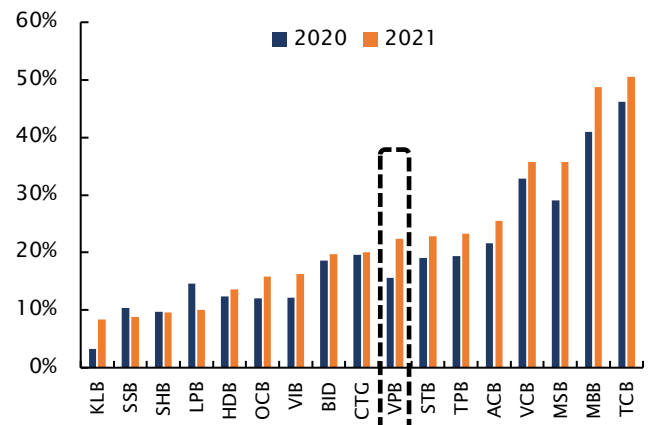
Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

### Gia tăng vốn sẽ làm giảm đòn bẩy, từ đó làm giảm chi phí huy động vốn dài hạn

Tỷ lệ đòn bẩy (tài sản / vốn chủ sở hữu) của VPB là 6,3x – đây là mức thấp thứ hai trong ngành, và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ đòn bẩy sẽ giảm sâu hơn nữa khi nguồn vốn gia tăng thông qua kế hoạch bán 15% cổ phần cho các nhà đầu tư nước ngoài.

**Biểu đồ 2: Tỷ lệ đòn bẩy (tài sản/VCSH) của các NH**

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

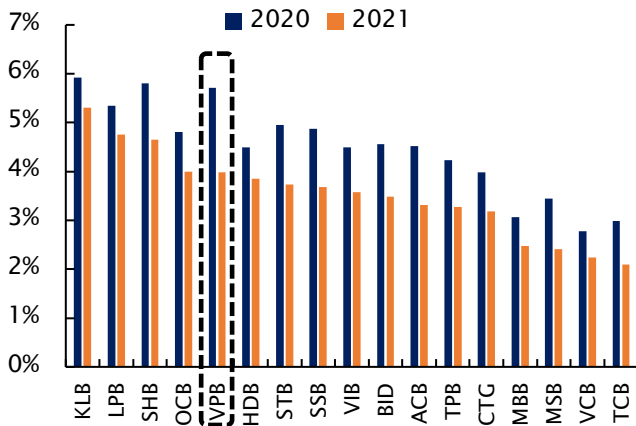
**Biểu đồ 3: Tỷ lệ CASA của các NH**

Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

Chúng tôi dự báo biên lãi ròng (NIM) sẽ đạt 7,9%, tăng +10 điểm cơ bản (bps) so với cùng kỳ trong năm 2022E vì chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn sẽ giảm do CASA được cải thiện. Tỷ lệ CASA năm 2021 của VPB là 22%, khá thấp so với VCB (36%), MSB (36%), MBB (49%), và TCB (50%). Tuy nhiên, CASA của VPB đang trong xu hướng tăng và chúng tôi cho rằng tỷ lệ CASA của VPB sẽ tăng mạnh hơn nữa trong tương lai nhờ vào chiến lược số hóa của ngân hàng. Ngân hàng kỳ vọng tăng tỷ lệ CASA lên đạt mức 23-27% trong năm 2022E.

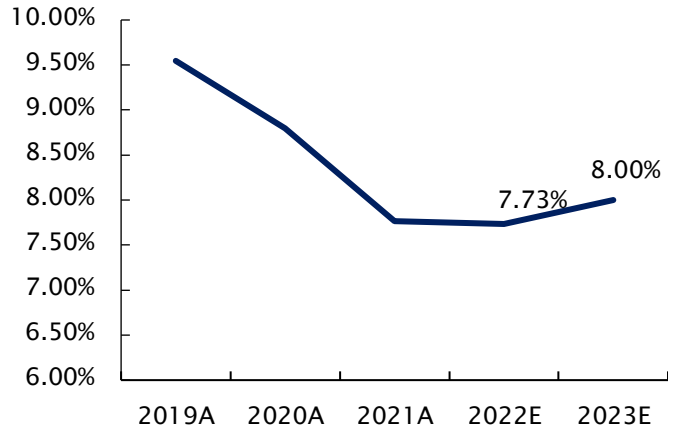
Chúng tôi không phản ánh lợi ích của việc giảm đòn bẩy từ việc tăng vốn do bán cổ phần cho đối tác nước ngoài vào dự báo NIM của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn dài hạn sẽ giảm thấp hơn nếu kế hoạch bán cổ phần thành công, và điều này rõ ràng sẽ giúp hỗ trợ NIM tốt hơn.

**Biểu đồ 4: Chi phí huy động vốn của các ngân hàng**



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 5: Biên lãi ròng (NIM)**



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

**Thu nhập phí có thể sẽ tăng.** Như dự kiến, VPB và AIA đã quyết định gia hạn thỏa thuận bancassurance độc quyền lên thành 19 năm (so với thời hạn cũ là 15 năm) hồi tháng 3. Mặc dù chi tiết thông tin về giá trị của thỏa thuận này vẫn chưa được công bố, nhưng rõ ràng khoản phí ghi nhận trước sẽ thúc đẩy thu nhập phí của VPB.

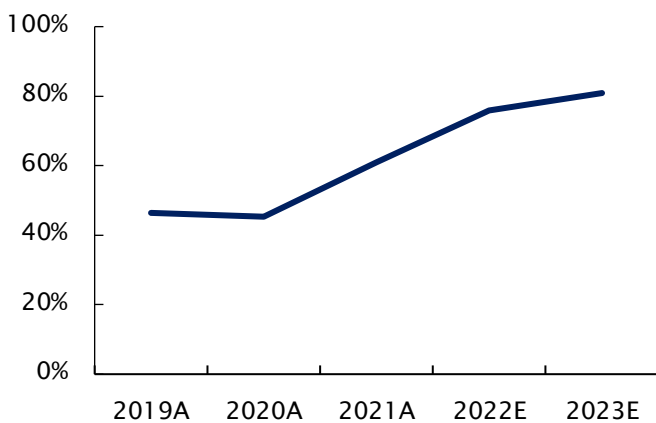
### Tăng giả định chi phí tín dụng

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng ngân hàng sẽ tăng trích lập dự phòng trong thời gian tới do nợ xấu được công bố có thể sẽ tăng trong tương lai. Đây rõ ràng là một chiến lược thận trọng, xét từ góc độ quản trị rủi ro hoạt động cũng như góc độ định giá của chúng tôi đối với cổ phiếu. Dự phòng cao hơn sẽ làm tăng tỷ lệ bao phủ của ngân hàng, nhưng với kỳ vọng nợ xấu cũng có thể sẽ gia tăng trong năm 2022E, các nhà đầu tư nên xem xét các số liệu này một cách cẩn trọng khi ước tính định giá của cổ phiếu.

**Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VPB chỉ đạt 61% (+16ppt YoY) tính đến cuối Q4/2021.** Chúng tôi cho rằng tỷ lệ LLR của VPB hiện đang khá thấp, thậm chí tỷ lệ LLR công bố trong và ngoài bảng CĐKT cũng chỉ đạt khoảng 92%. Ngân hàng nên gia tăng dự phòng để hạn chế rủi ro chất lượng tài sản bị suy giảm, và VPB đã tăng dự phòng lên +31% YoY để củng cố chất lượng tài sản tốt hơn trong năm 2021.

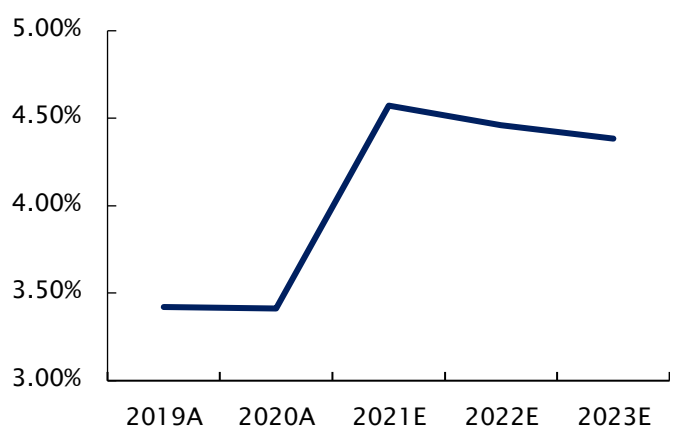
Chúng tôi cho rằng VPB sẽ tiếp tục tăng dự phòng trong năm 2022E. Thậm chí nếu dự phòng của ngân hàng không thực sự tăng lên, thì các nhà đầu tư vẫn nên giả định dự phòng sẽ tăng khi thực hiện định giá cổ phiếu. Chúng tôi giả định chi phí tín dụng sẽ đạt 21,5 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) trong năm 2022E.

**Biểu đồ 6: Tỷ lệ LLR hợp nhất của VPB**



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

**Biểu đồ 7: Tỷ lệ NPL**



Nguồn: FiinPro, Yuanta Việt Nam

## Chất xúc tác: VPB dự kiến bán 15% cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài

Ngân hàng dự kiến bán 15% cổ phần cho các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài thông qua chào bán riêng lẻ trong năm 2022. Đến nay, những thông tin liên quan đến các nhà đầu tư, định giá, hoặc khi nào (nếu thương vụ thực sự xảy ra) vẫn chưa được công bố chi tiết. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giao dịch này sẽ diễn ra trong 1H22. Bảng phía dưới trình bày các kịch bản định giá khác nhau khi VPB thực hiện bán 15% cổ phần cho các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài.

Chúng tôi kỳ vọng số cổ phần này sẽ được định giá cao hơn 11-17% so với giá thị trường.

**Bảng 2: Giá bán ước tính cho các nhà đầu tư chiến lược**

	2022E					
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	103.604					
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	4.445					
Giá trị sổ sách / cổ phiếu (đồng)	23.305					
Giá thị trường (ngày 06/04) (đồng)	40.000					
2022E P/B	1,7x					
<b>Giá định P/B</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,9x</b>	<b>2,0x</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,2x</b>
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	39.619	41.950	44.280	46.611	48.941	51.272
Chênh lệch cho so với giá hiện tại	-1%	5%	11%	17%	22%	28%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, ước tính của Yuanta Việt Nam

**Tác động đối với CAR: Nếu VPB có thể bán cổ phần với mức giá cao hơn 11-17%**, chúng tôi ước tính tỷ lệ CAR sẽ tăng khoảng 20%, đây có thể là mức cao nhất ngành. Tỷ lệ CAR cao sẽ hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh, tuy nhiên sẽ gây áp lực lên ROE. Với nguồn vốn dồi dào, việc sử dụng nguồn vốn như thế nào sẽ là yếu tố cần được xem xét.

**Bảng 3: Tác động của việc bán vốn cổ phần lên CAR**

Giá phát hành		39.619	41.950	44.280	46.611	48.941	51.272
P/BV	x	1,7x	1,8x	1,9x	2,0x	2,1x	2,2x
Chênh lệch so với mức giá hiện tại	%	-1%	5%	11%	17%	22%	28%
Vốn cấp 1 hiện có	tỷ đồng	78.372	78.372	78.372	78.372	78.372	78.372
Vốn cấp 1 sau khi huy động vốn	tỷ đồng	105.149	106.724	108.299	109.874	111.449	113.024
Vốn cấp 2	tỷ đồng	3.156	3.156	3.156	3.156	3.156	3.156
<b>Tài sản có rủi ro (RWA)</b>	<b>tỷ đồng</b>	<b>571.324</b>	<b>571.324</b>	<b>571.324</b>	<b>571.324</b>	<b>571.324</b>	<b>571.324</b>
Tỷ lệ CET 1 trước huy động vốn	%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
<b>Tỷ lệ CET 1 sau huy động vốn</b>	<b>%</b>	<b>18,4%</b>	<b>18,7%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,8%</b>
CAR trước huy động vốn	%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
<b>CAR sau huy động vốn</b>	<b>%</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,3%</b>

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, ước tính của Yuanta Việt Nam

## Định giá

Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập thặng dư	48,972	75.0%	36,729
P/B	37,289	25.0%	9,322
<b>Giá trị hợp lý ước tính</b>			<b>46,051</b>

### Mô hình định giá thu nhập thặng dư

Tốc độ tăng trưởng thu nhập ròng dài hạn:	4.0%
Thu nhập ròng dự kiến 1 năm sau giai đoạn dự báo:	80,702
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư:	281,358
(+) Vốn chủ sở hữu cổ đông hiện hữu:	86,278
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn Thu nhập thặng dư:	64,266
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư:	67,162

**Giá trị vốn chủ sở hữu tương ứng: 217,706**

**Giá cổ phiếu tương ứng: 48,972**

Nguồn: Yuanta Việt Nam

### Bảng phân tích độ nhạy: ROE vs. Chi phí vốn chủ sở hữu

		Chi phí vốn chủ sở hữu ban đầu (giảm 0,4% hằng năm):						
		13,0%	13,5%	14,0%	14,3%	14,6%	15,1%	15,6%
ROE dài hạn:	16,0%	85.968	73.945	64.018	58.542	53.928	47.181	41.414
	15,5%	82.421	70.900	61.384	56.134	51.709	45.236	39.702
	15,0%	78.890	67.868	58.762	53.737	49.499	43.300	37.997
	14,5%	75.373	64.850	56.152	51.349	47.300	41.373	36.300
	14,0%	71.872	61.844	53.552	48.972	45.109	39.453	34.610
	13,5%	68.386	58.852	50.964	46.606	42.928	37.542	32.927
	13,0%	64.915	55.872	48.387	44.249	40.757	35.639	31.251
	12,5%	61.459	52.905	45.821	41.903	38.595	33.744	29.583
	12,0%	58.019	49.952	43.267	39.567	36.442	31.858	27.922

Nguồn: Yuanta Việt Nam

### Yuanta vs. các bên

Thu nhập ròng (tỷ đồng)	2022E	2023E
Trung bình các bên	15.152	19.175
<b>Dự báo của Yuanta</b>	<b>14.626</b>	<b>18.064</b>
% chênh lệch	-3,5%	-5,8%
Mức cao nhất của các bên	20.353	26.134
Mức thấp nhất của các bên	12.876	15.479
EPS (đồng)		
Trung bình các bên	3.304	4.104
<b>Dự báo của Yuanta (điều chỉnh)</b>	<b>3.327</b>	<b>3.463</b>
% chênh lệch	0,7%	-15,6%
Mức cao nhất của các bên	4.009	5.011
Mức thấp nhất của các bên	2.849	3.482

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

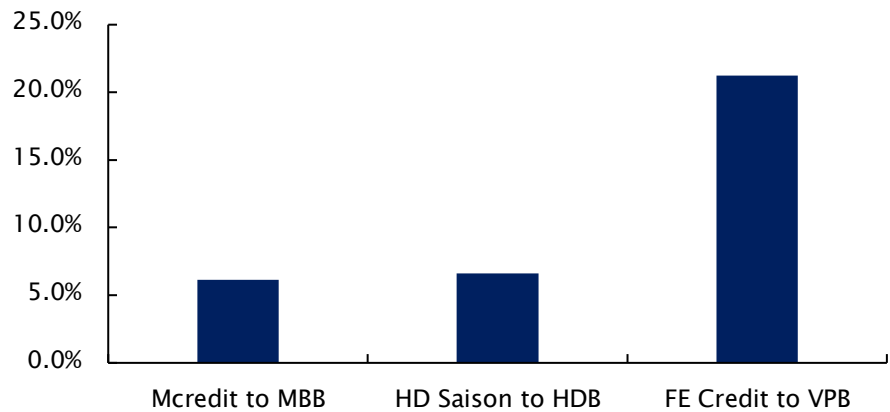
### Rủi ro đối với quan điểm đầu tư của chúng tôi

Mạng tài chính tiêu dùng không có tài sản bảo đảm của VPB vẫn là mối lo ngại chính do đại dịch tác động lên khả năng trả nợ của khách hàng. Tuy nhiên, rủi ro của VPB đối với mạng tài chính tiêu dùng không có tài sản bảo đảm đã giảm đi một nửa sau khi ngân hàng bán 49% cổ phần của FE Credit cho Sumitomo Mitsui vào năm ngoái.

Theo quan điểm của chúng tôi, các ngân hàng có liên quan tới mảng tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo (như VPB, HDB và MBB) có thể bị ảnh hưởng nhiều nhất dưới tác động của đại dịch. VPB có thể bị tác động nhiều hơn đáng kể so với HDB và MBB do VPB có tỷ trọng mảng tài chính tiêu dùng cao hơn. Tính đến Q4/2021, FE Credit chiếm 21% tổng dư nợ hợp nhất của VPB, trong khi HD Saison chỉ chiếm 7% tổng dư nợ hợp nhất của HDB và Mcredit chỉ chiếm khoảng 6% tổng dư nợ hợp nhất của MBB (xem biểu đồ 8 bên dưới).

**Tuy nhiên, xét về mặt tích cực** thì chúng tôi cho rằng thời kỳ tồi tệ nhất của đại dịch đã đi qua khi câu chuyện phục hồi của nền kinh tế vĩ mô tại Việt Nam đang dần trở rõ ràng hơn thông qua các số liệu vĩ mô. Ngoài ra, VPB đã giảm một nửa tỷ lệ sở hữu tại FE Credit sau khi bán 49% cổ phần cho Sumitomo Mitsui trong năm 2021, điều này giúp làm giảm rủi ro do tác động đến từ mảng tài chính tiêu dùng không có tài sản đảm bảo.

**Biểu đồ 8: Cho vay tiêu dùng trên tổng dư nợ của các ngân hàng**



*Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam*

**Một rủi ro khác** là kế hoạch bán cổ phần có thể bị trì hoãn hoặc bị hủy bỏ, việc này có thể sẽ gây nên tác động tiêu cực đối với tâm lý nhà đầu tư, theo quan điểm của chúng tôi.

## Dữ liệu tài chính trọng yếu (Trước vs Sau)

Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ đồng)	Trước		Sau		% thay đổi (sau vs. trước)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Cho vay gộp:	387.589	443.929	429.416	501.193	10,8%	12,9%
<b>Tổng tài sản:</b>	<b>549.187</b>	<b>625.782</b>	<b>637.453</b>	<b>737.970</b>	<b>16,1%</b>	<b>17,9%</b>
Tiền gửi:	300.740	344.777	288.472	340.874	-4,1%	-1,1%
<b>Tổng nợ phải trả:</b>	<b>445.009</b>	<b>504.436</b>	<b>533.850</b>	<b>613.083</b>	<b>20,0%</b>	<b>21,5%</b>
Vốn và thặng dư:	25.665	25.665	45.134	45.134	75,9%	75,9%
Tổng vốn chủ sở hữu:	94.186	109.854	103.604	124.887	10,0%	13,7%
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu:</b>	<b>549.187</b>	<b>625.782</b>	<b>637.453</b>	<b>737.970</b>	<b>16,1%</b>	<b>17,9%</b>

Báo Cáo Thu Nhập (tỷ đồng)	Trước		Sau		% thay đổi (sau vs. trước)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>Thu nhập lãi ròng</b>	46.426	53.626	41.891	50.954	-10%	-5%
Thu nhập phí ròng	5.420	7.254	5.781	6.270	7%	-14%
Thu nhập ngoài lãi khác	1.288	1.295	1.794	2.076	39%	60%
<b>Tổng thu nhập hoạt động điều chỉnh:</b>	<b>53.134</b>	<b>62.175</b>	<b>49.465</b>	<b>59.300</b>	<b>-7%</b>	<b>-5%</b>
Tổng chi phí:	(15.572)	(18.219)	(12.362)	(14.336)	-21%	-21%
<b>LNHKD trước dự phòng PPOP:</b>	<b>37.562</b>	<b>43.956</b>	<b>37.103</b>	<b>44.963</b>	<b>-1%</b>	<b>2%</b>
Dự phòng gộp	(20.603)	(22.371)	(21.511)	(24.105)	4%	8%
Thu nhập khác	2894	3300	3.653	4.230	26%	28%
Dự phòng ròng:	(17.709)	(19.071)	(17.858)	(19.875)	1%	4%
<b>Lợi nhuận trước thuế:</b>	<b>19.853</b>	<b>24.885</b>	<b>19.245</b>	<b>25.088</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>
(-) Thuế:	(3.970)	(4.977)	(3.849)	(5.018)	-3%	1%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>15.883</b>	<b>19.908</b>	<b>15.396</b>	<b>20.071</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>
(-) Lợi ích CĐTS	(2.188)	(2.742)	(770)	(2.007)	-65%	-27%
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>13.695</b>	<b>17.166</b>	<b>14.626</b>	<b>18.064</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>

Nguồn: Yuanta Việt Nam

## Báo cáo tài chính (đã điều chỉnh)

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2021A	2022E	2023E	2024E
Tiền mặt và số dư tại NHNN	13.206	15.753	18.615	21.975
Cho vay các ngân hàng	57.105	59.986	70.883	83.680
CK kinh doanh & đầu tư	82.769	95.846	113.256	131.691
Khác	1.312	1.565	1.849	2.183
<b>Tổng cho vay gộp</b>	<b>355.281</b>	<b>429.416</b>	<b>501.193</b>	<b>582.557</b>
(-) Dự phòng cụ thể:	(7.234)	(11.326)	(14.020)	(15.548)
(-) Dự phòng chung:	(2.657)	(3.211)	(3.748)	(4.356)
<b>Tổng dự phòng:</b>	<b>(9.891)</b>	<b>(14.537)</b>	<b>(17.768)</b>	<b>(19.905)</b>
<b>Cho vay ròng:</b>	<b>345.390</b>	<b>414.879</b>	<b>483.425</b>	<b>562.652</b>
TSCĐ hữu hình:	1.217	1.217	1.217	1.217
TSCĐ vô hình:	656	656	656	656
Đầu tư BĐS	-	-	-	-
Tiền lãi dự thu:	4.897	4.652	3.024	2.722
Các tài sản khác:	40.857	42.900	45.045	47.297
<b>Tổng tài sản:</b>	<b>547.409</b>	<b>637.453</b>	<b>737.970</b>	<b>854.072</b>
Tiền gửi:	241.837	288.472	340.874	402.413
Nợ NHNN & các NH khác:	123.073	123.073	123.073	123.073
Giấy tờ có giá	81.296	81.296	81.296	81.296
Khoản nợ phải trả khác:	14.925	41.009	67.840	95.332
<b>Tổng nợ phải trả:</b>	<b>461.131</b>	<b>533.850</b>	<b>613.083</b>	<b>702.115</b>
Vốn và thặng dư	45.134	45.134	45.134	45.134
Quỹ dự trữ	12.559	12.559	12.559	12.559
Cổ phiếu quỹ	(1.761)	(1.761)	(1.761)	(1.761)
Lợi nhuận giữ lại	22.439	37.065	55.129	78.294
Lợi ích CĐTS:	7.906	10.606	13.826	17.731
<b>Tổng vốn chủ sở hữu:</b>	<b>86.278</b>	<b>103.604</b>	<b>124.887</b>	<b>151.958</b>
<b>Tổng nợ phải trả &amp; VCSH</b>	<b>547.409</b>	<b>637.453</b>	<b>737.970</b>	<b>854.072</b>

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

### Báo Cáo Thu Nhập

(tỷ đồng)	2021A	2022E	2023E	2024E
Thu nhập lãi ròng	34.349	41.891	50.954	60.854
Thu nhập phí ròng	4.059	5.781	6.270	7.433
TN ngoài lãi khác	3.086	1.794	2.076	2.403
<b>Tổng TN ngoài lãi</b>	<b>7.145</b>	<b>7.574</b>	<b>8.346</b>	<b>9.835</b>
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>41.494</b>	<b>49.465</b>	<b>59.300</b>	<b>70.690</b>
Tổng chi phí	(10.719)	(12.362)	(14.336)	(16.966)
<b>PPOP</b>	<b>30.775</b>	<b>37.103</b>	<b>44.963</b>	<b>53.724</b>
Dự phòng gộp:	(19.219)	(21.511)	(24.105)	(26.445)
Thu hồi nợ xấu:	2.808	3.653	4.230	4.895
Dự phòng ròng:	(16.411)	(17.858)	(19.875)	(21.550)
<b>LN trước thuế:</b>	<b>14.364</b>	<b>19.245</b>	<b>25.088</b>	<b>32.174</b>
(-) Thuế thu nhập:	(2.887)	(3.849)	(5.018)	(6.435)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>11.478</b>	<b>15.396</b>	<b>20.071</b>	<b>25.739</b>
(-) Lợi ích CĐTS	244	(770)	(2.007)	(2.574)
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>11.722</b>	<b>14.626</b>	<b>18.064</b>	<b>23.165</b>



Các hệ số tài chính (đã điều chỉnh)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
<b>DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG</b>						
Thu nhập lãi thuần	24,2%	5,5%	6,2%	22,0%	21,6%	19,4%
Thu nhập phí	73,1%	20,2%	20,9%	42,4%	8,5%	18,5%
Thu nhập ngoài lãi khác (điều chỉnh)	867,3%	25,3%	181,8%	-41,9%	15,8%	15,7%
Chi phí hoạt động	16,1%	-7,7%	-5,9%	15,3%	16,0%	18,3%
Dự phòng	21,6%	6,8%	31,4%	11,9%	12,1%	9,7%
Lợi nhuận trước dự phòng (điều chỉnh)	39,5%	15,5%	21,1%	20,6%	21,2%	19,5%
Lợi nhuận ròng (điều chỉnh)	14,6%	26,1%	12,6%	24,8%	23,5%	28,2%
Tài sản	16,7%	11,1%	30,6%	16,4%	15,8%	15,7%
<b>PHÂN TÍCH TÀI SẢN</b>						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	92%	93%	91%	92%	93%	94%
Lợi nhuận BQ trên tài sản sinh lời	2,57%	2,83%	2,65%	2,70%	2,84%	3,12%
<b>PHÂN TÍCH TÍN DỤNG</b>						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	16%	13%	22%	21%	17%	16%
Cho vay / tài sản sinh lời	73%	74%	70%	71%	70%	70%
<b>PHÂN TÍCH TIỀN GỬI</b>						
Tăng trưởng tiền gửi (% YoY)	25%	9%	4%	19%	18%	18%
Tiền gửi / tổng nợ bình quân	64%	64%	52%	54%	56%	57%
<b>THANH KHOẢN</b>						
Tỷ lệ LDR thuần	118%	123%	143%	144%	142%	140%
<b>CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b>						
Tỷ lệ NPL	3,42%	3,41%	4,57%	4,46%	4,38%	4,22%
Dự phòng / cho vay gộp	0,75%	0,71%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
Tỷ lệ LLR	46%	45%	61%	76%	81%	81%
<b>PHÂN TÍCH CHÊNH LỆCH</b>						
Lãi suất nhận được trên TS sinh lời BQ	15,52%	14,24%	11,50%	11,22%	11,45%	11,58%
Lãi suất phải trả trên tổng nợ BQ	6,16%	5,71%	3,98%	3,80%	3,83%	3,84%
Chênh lệch lãi suất	9,36%	8,53%	7,51%	7,42%	7,62%	7,74%
NIM	9,55%	8,79%	7,77%	7,73%	8,00%	8,18%
<b>THU NHẬP KHÁC</b>						
TN phí (điều chỉnh) / tổng TN	8%	9%	10%	12%	11%	11%
TN ngoài lãi khác (điều chỉnh) / tổng TN	3%	3%	7%	4%	4%	3%
<b>HIỆU QUẢ VẬN HÀNH</b>						
Tỷ lệ CP/ TN	34%	29%	24%	23%	23%	22%
Tỷ lệ CP/ TN (điều chỉnh)	36%	31%	26%	25%	24%	24%
<b>CHI PHÍ TÍN DỤNG</b>						
Dự phòng / tổng dư nợ BQ	5,71%	5,34%	5,95%	5,48%	5,18%	4,88%
<b>KHẢ NĂNG SINH LỜI</b>						
ROAA (điều chỉnh)	2,36%	2,62%	2,38%	2,60%	2,92%	3,23%
ROAE (điều chỉnh)	21,5%	21,9%	16,9%	15,4%	15,8%	16,7%
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>ĐỊNH GIÁ</b>						
P/E (x)	11,9x	9,4x	11,8x	12,2x	9,8x	7,7x
P/B (x)	2,3x	1,9x	2,1x	1,7x	1,4x	1,2x

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, 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

© 2020 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 and 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

**China**  
Beijing Rep. Office  
Shanghai Rep. Office  
Shenzhen Rep. Office

**Hong Kong**  
Yuanta Securities Hong Kong  
Polaris Securities  
Hong Kong Rep. Office

**Vietnam**  
Yuanta Securities Vietnam

**Myanmar**  
Myanmar Rep. Office

**Cambodia**  
Yuanta Securities Cambodia



**South Korea**  
Yuanta Securities Korea  
Hanshin Mutual Savings

**Taiwan**  
Yuanta Securities  
Yuanta Bank  
Yuanta Life

**Philippines**  
Yuanta Saving Bank

**Indonesia**  
Yuanta Securities Indonesia

**Thailand**  
Yuanta Securities Thailand

## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

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

### Institutional Research

**Matthew Smith, CFA**  
Head of Research  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)  
[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

**Tam Nguyen**  
Analyst (Property)  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)  
[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

**Di Luu**  
Assistant Analyst  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)  
[di.luu@yuanta.com.vn](mailto:di.luu@yuanta.com.vn)

**Binh Truong**  
Deputy Head of Research (O&G, Energy)  
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)  
[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

**Tanh Tran**  
Deputy Manager (Banks)  
Tel: +84 28 3622 6868 (3874)  
[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

**Anh Nguyen**  
Sales Trader Supervisor  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)  
[anh.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:anh.nguyen2@yuanta.com.vn)

**Dat Bui**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)  
[dat.bui@yuanta.com.vn](mailto:dat.bui@yuanta.com.vn)

**Trung Nguyen**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)  
[trung.nguyen1@yuanta.com.vn](mailto:trung.nguyen1@yuanta.com.vn)

**Vi Truong**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)  
[vi.truong@yuanta.com.vn](mailto:vi.truong@yuanta.com.vn)