

## NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND14,700	VND20,700	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 12/09/2022

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

Consensus\*: Mua:3 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -9,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 2,4%
- Tăng lợi nhuận ròng 35,9%/14,9% giai đoạn 2022-2023

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	23.419
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	94.299
Thị giá vốn (tỷ VND)	22.103
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	5,83
P/B hiện tại (x)	1,05

### Cơ cấu sở hữu

Tổng Công ty Bưu điện Việt Nam	12,7%
H.T.H	5,0%
Ông Nguyễn Đình Thắng	3,6%
Khác	78,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

## Xuôi chèo mát mái

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/22 tăng mạnh 93,7% svck đạt 1.435 tỷ đồng, giúp LN trước thuế 6T22 tăng 76,1% svck, đạt 74,8% kế hoạch cả năm.
- Nâng dự báo LN ròng lên 35,9%/14,9% so với dự báo cũ giai đoạn 2022-23 phản ánh việc điều chỉnh tín dụng tháng 9/22 và thu nhập chứng khoán.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 20.700 đồng/cp sau khi điều chỉnh P/B 2022 và điều chỉnh LN ròng giai đoạn 2022-2023.

### LN ròng Q/22 tăng mạnh nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và thu nhập từ hoạt động chứng khoán

Cho vay tăng trưởng 8,6% so với đầu năm vào cuối Q2/22 từ mức giảm 0,6% so với đầu năm cuối Q1/22, trong đó cho vay bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ 22,6% so với đầu năm. NIM tăng 64 điểm cơ bản svck nhờ lãi tiền gửi giảm từ 10-50 điểm cơ bản svck ở tất cả các kỳ hạn, giúp thu nhập lãi (NII) tăng 39,7% svck. Thu nhập ngoài lãi tăng 196,1% svck chủ yếu nhờ LPB đã bán hết chứng khoán vốn, mang lại khoản thu nhập 356 tỷ đồng. Điều này giúp LN trước thuế tăng gần gấp đôi trong Q2/22, và 6T22 tăng 76,1% svck đạt 3.589 tỷ đồng, đạt 74,8% kế hoạch cả năm của ngân hàng. Nếu không có khoản thu nhập bất thường này, LN trước thuế tăng 57,6% svck.

### Chất lượng tài sản đang được cải thiện

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm về 1,4% cuối Q2/22 từ mức 1,42% cuối Q1/22, nhưng vẫn cao hơn mức 1,37% cuối Q4/21. LPB xóa nợ 243 tỷ đồng trong 6T22, giúp tỷ lệ xóa nợ đạt 0,1% - thấp hơn mức 0,2% trong 6T21. LPB cũng tăng cường trích lập dự phòng 54,1% svck, giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) lên 121,3% cuối Q2/22 – cao nhất từ trước đến nay.

### Chúng tôi nâng lợi nhuận ròng giai đoạn 2022-2023 lên 35,9%/14,9%

Chúng tôi nâng NIM từ mức 3,3%/3,3% lên 3,5%/3,4% giai đoạn 2022-2023 nhưng hạ tăng trưởng cho vay từ 18% xuống 11,5%/12,5% nhằm phản ánh việc điều chỉnh tăng trưởng tín dụng từ Ngân hàng Nhà nước tháng 9 vừa qua. Chúng tôi cũng tăng thu nhập ngoài lãi lên 69,9% năm 2022 phản ánh khoản thu nhập bất thường trong Q2/22. Về mặt chi phí, chúng tôi hạ CIR xuống 45% từ mức 50% khi LPB đã quản lý chi phí hiệu quả trong 6T22. Chi phí dự phòng tăng lên 94,9%/61,1% do chúng tôi lo ngại về nợ xấu khi thông tư 14/2021 hết hiệu lực. Kết quả, lợi nhuận ròng tăng 35,9%/14,9% giai đoạn 2022-2023 so với dự báo cũ.

### Giữ khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 20.700 đồng/cp

Chúng tôi đã thay đổi LN ròng 2022-2023 nhưng hạ P/B mục tiêu từ 1,6 lần xuống 1,5 lần nhằm phản ánh bối cảnh tín dụng bị thắt chặt. Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát và nợ xấu cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	6.720	9.017	10.378	11.478
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,5%	3,5%	3,4%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	7.771	10.051	12.267	13.112
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(699)	(1.322)	(1.325)	(1.399)
LN ròng (tỷ)	1.862	2.873	4.282	4.487
Tăng trưởng LN ròng	16,3%	54,3%	49,0%	4,8%
EPS điều chỉnh	1.610	2.338	2.979	3.122
BVPS	13.243	13.960	14.430	21.246
ROAE	13,9%	18,5%	22,6%	19,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## XUÔI CHÈO MÁT MÁI

**Q2/22 nhìn lại: tăng trưởng mạnh mẽ nhờ tín dụng hồi phục và khoản thu nhập bất thường**

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q2/22 và 6T22 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q2/22	% svck	Q1/22	% sv quý trước	6T22	% svck	Dự báo năm 2022	% Dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	3.045	39,7%	2.876	5,9%	5.921	39,9%	9.206	64,3%	Cao hơn chúng tôi dự báo do NIM cao hơn chúng tôi kỳ vọng.
Thu nhập ngoài lãi	728	196,1%	385	89,2%	1.113	104,6%	1.112	100,0%	Cao hơn chúng tôi dự báo do khoản thu nhập từ hoạt động chứng khoán trong Q2/22.
Tổng thu nhập HĐKD	3.773	55,5%	3.260	15,7%	7.033	47,3%	10.318	68,2%	
Chi phí hoạt động	(1.342)	22,7%	(1.153)	16,4%	(2.495)	17,6%	(5.599)	44,6%	Thấp hơn so với dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước dự phòng	2.431	82,6%	2.107	15,4%	4.538	71,0%	4.719	96,1%	
Chi phí dự phòng	(637)	57,0%	(312)	104,5%	(949)	54,1%	(680)	139,6%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi do ngân hàng đã tăng trích lập dự phòng trong Q2/22.
Lợi nhuận trước thuế	1.793	93,8%	1.795	-0,1%	3.589	76,1%	4.039	88,8%	
Lợi nhuận sau thuế	1.435	93,7%	1.421	1,0%	2.588	60,0%	3.151	82,2%	Cao hơn dự báo của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

Hình 2: Các chỉ tiêu chính của LPB theo quý

Các chỉ tiêu chính	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HĐKD	96,2%	85,3%	91,3%	77,9%	87,3%	89,9%	90,6%	90,8%	88,2%	80,7%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HĐKD	3,8%	14,7%	8,7%	22,1%	12,7%	10,1%	9,4%	9,2%	11,8%	19,3%
NIM (Dự phóng cả năm)	3,0%	3,0%	3,6%	3,7%	3,5%	3,6%	3,3%	4,2%	4,1%	4,3%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,4%	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	82,3%	72,8%	73,2%	89,6%	94,5%	96,5%	98,2%	110,7%	117,7%	121,3%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	-0,1%	0,3%	0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	62,1%	61,9%	57,6%	58,7%	43,7%	45,1%	53,7%	58,1%	35,4%	35,6%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng	-6,6%	38,7%	12,5%	35,5%	15,9%	30,5%	26,2%	34,2%	14,8%	26,2%

Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

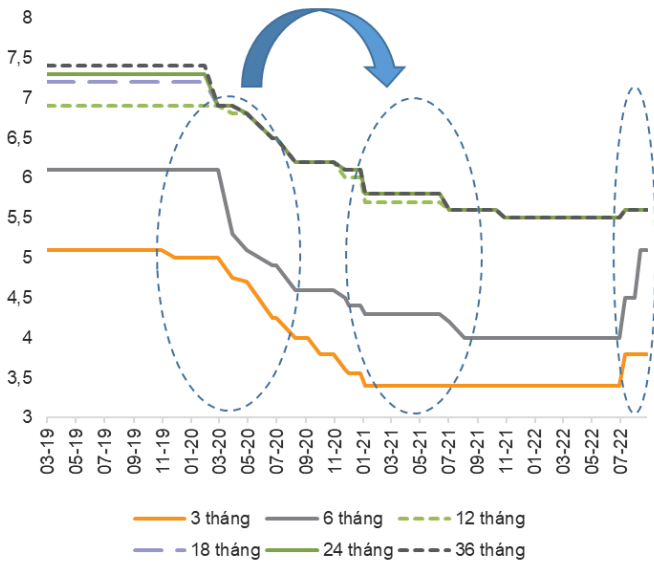
### LPB là một trong số ít các ngân hàng cải thiện được NIM nửa đầu năm

Cho vay tăng trưởng 8,6% so với đầu năm vào cuối Q2/22, thấp hơn 9,3% so với đầu năm trong 6T21, và 9,35% so với đầu năm của toàn ngành. Trong đó, cho vay bán lẻ tăng 22,6% so với đầu năm, đóng góp hơn 52,6% tổng các khoản cho vay. Chúng tôi cho rằng LPB có thể đạt 11% hạn mức tăng trưởng tín dụng từ Ngân hàng Nhà nước trong đợt điều chỉnh vào tháng 9 vừa rồi. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng LPB đạt khoảng 12-13% năm 2023 do CAR đang khá thấp (~9%) và LDR cao (~83%) vào cuối Q2/22. Do đó chúng tôi dự báo cho vay tăng trưởng 11,5%/12,5% giai đoạn 2022-2023 (thấp hơn mức 18% năm 2021).

Trong 6T22, tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi giảm 24 điểm cơ bản svck khi ngân hàng đã giảm lãi suất cho vay để giúp đỡ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Trong khi đó, chi phí vốn giảm 75 điểm cơ bản svck nhờ: 1) lãi suất tiền gửi giảm từ 30-50 điểm cơ bản svck đối với các kỳ hạn và 2) ngân hàng đã sử dụng giấy tờ có giá và tiền gửi từ các ngân hàng khác nhiều hơn trong thời gian này, tỷ trọng trên tổng nghĩa vụ nợ chịu lãi của 2 khoản này tăng lên 31,2% vào cuối Q2/22 từ mức 20,1% vào cuối Q2/21. Nhờ vào đó, LPB là một trong số ít các ngân hàng cải thiện được NIM (+58 điểm cơ bản svck lên 4,13%) trong 6T22.

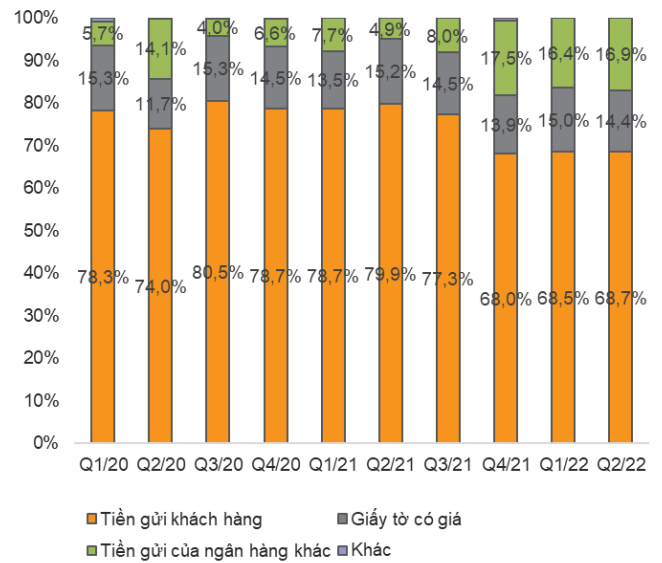
Với nửa cuối năm 2022, chúng tôi nhận thấy lãi tiền gửi và lãi suất liên ngân hàng đã tăng mạnh từ tháng 7 (30-110 điểm cơ bản với các kỳ hạn tiền gửi). Mặt khác, tỷ suất sinh lời của tài sản sinh lãi sẽ tăng nhẹ nhưng sẽ kém hơn so với đà tăng của chi phí vốn. Do đó, chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm trong nửa cuối năm và đạt 3,5% cả năm 2022 (~2021) và 3,4% năm 2023.

Hình 3: Lãi suất tiền gửi LPB tăng từ tháng 7/2022 (%)



Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

Hình 4: LPB thay đổi tỷ trọng nghĩa vụ nợ chịu lãi



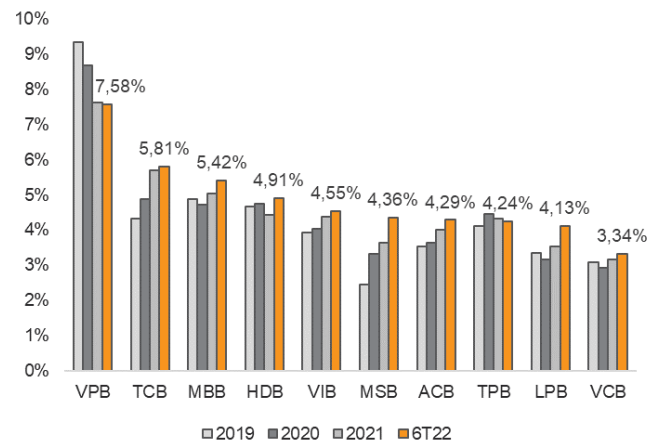
Nguồn: VNDIRECT Research, LPB

Hình 5: LPB là một trong số ít các ngân hàng cải thiện được NIM trong 6T22 (điểm cơ bản)

Ngân hàng	Tỷ suất sinh lãi	Chi phí vốn	NIM
VCB	-	(1)	1
TCB	1	-	-
VPB	(22)	(7)	(15)
BID	(4)	(3)	(1)
CTG	(2)	2	(3)
MBB	(4)	(6)	1
ACB	(6)	(5)	(1)
VIB	(1)	(2)	-
TPB	(7)	(3)	(4)
OCB	(1)	(3)	1
HDB	3	(3)	5
LPB	(2)	(8)	6
STB	(9)	(2)	(6)
MSB	2	(3)	7

Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

Hình 6: NIM các ngân hàng qua các năm (%)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

### Chúng tôi bất ngờ với việc quản lý chi phí hiệu quả của ngân hàng

Trong 6T22, chi phí hoạt động tăng 17,6% svck, trong đó chi phí nhân công tăng 28,5% svck trong khi chi phí tài sản giảm 2,2% svck. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính của chi phí tài sản giảm là do ngân hàng đã giảm bớt số lượng phòng giao dịch từ 613 cuối Q2/21 xuống 585 cuối Q2/22. CIR cũng đã giảm một cách đầy ngoạn mục xuống 35,5% trong 6T22 từ mức 44,4% 6T21 và 50% trong năm 2021. Nếu không có khoản thu nhập bất thường, 6T22 CIR là 37,4%, vẫn là mức thấp nhất từ trước đến nay của LPB.

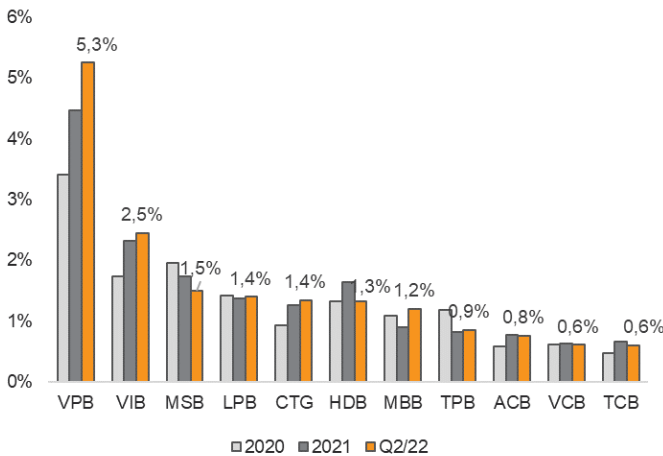
Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy CIR của ngân hàng thường tăng mạnh trong nửa cuối năm, đặc biệt là chi phí nhân công và chi phí quảng cáo. Bên cạnh đó, ngân hàng vẫn đang trong chu trình đầu tư vào hệ thống công nghệ, do đó chúng tôi kỳ vọng CIR trong nửa cuối năm 2022 đạt 57% (~2021), giúp CIR cả năm giảm về 45%. Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng CIR sẽ tăng nhẹ do ngân hàng sẽ không có khoản thu nhập bất thường, chúng tôi dự báo CIR đạt 46% năm 2023.

**Chất lượng tài sản đang ở mức khá tốt**

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm về 1,4% vào cuối Q2/22 từ mức 1,42% cuối Q1/22 nhưng cao hơn 1,37% cuối Q4/21 trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) cải thiện lên 121,3% cuối Q2/22 từ mức 117,7% cuối Q1/22.

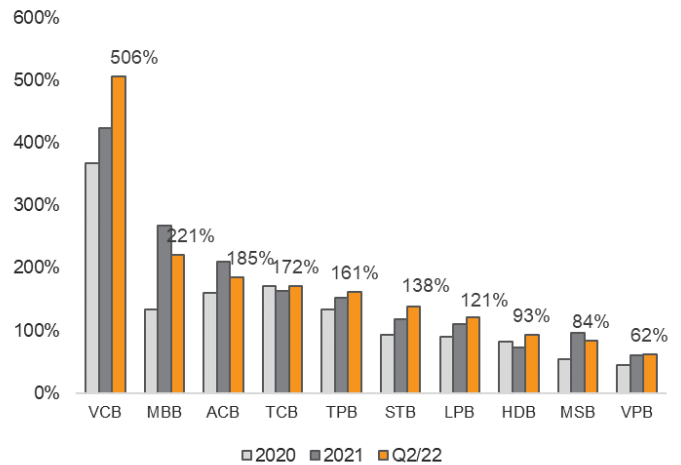
Ngân hàng cũng đã xóa nợ 243 tỷ đồng trong 6T22, nâng tỷ lệ xóa nợ đạt 0,1% - thấp hơn mức 0,2% trong 6T21. Chúng tôi nhận thấy nợ xấu nhóm 3 và 5 tăng trưởng lần lượt là 67,5% và 37,8% svck vào cuối Q2/22. Ngân hàng cũng đã trích lập dự phòng (54,1% svck), giúp tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt 121,3% cuối Q2/22 – cao nhất từ trước đến nay.

**Hình 19: Tỷ lệ nợ xấu (NPL) các ngân hàng (%)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 20: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu các ngân hàng (LLR) (%)**



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

**Điều chỉnh dự báo 2022-2023**

Chúng tôi ước tính LPB đạt khoảng 11% tăng trưởng tín dụng từ Ngân hàng Nhà nước trong đợt điều chỉnh tín dụng toàn ngành tháng 9 vừa qua, và khoảng 12-13% trong năm 2023 do ngân hàng có CAR khá thấp (~9%) và LDR cao (~84%) vào cuối Q2/22, do đó chúng tôi hạ tăng trưởng cho vay từ 18%/17% xuống 11,5%/12,5% giai đoạn này. Tuy nhiên chúng tôi nâng NIM từ 3,3% dự báo cũ lên 3,5%/3,4% giai đoạn này nhằm phản ánh việc NIM cao hơn kỳ vọng trong 6T22 (4,13%). Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ khó duy trì được chi phí vốn thấp như giai đoạn 6T22, do đó chúng tôi dự báo NIM về mức 3,5%/3,4% giai đoạn 2022-2023. Do đó, thu nhập từ lãi (NII) tăng 12,7%/10% so với dự báo cũ giai đoạn 2022-2023.

Chúng tôi nâng thu nhập ngoài lãi lên 1.889 tỷ đồng năm 2022 nhằm phản ánh khoản thu nhập bất thường từ hoạt động chứng khoán, nợ xấu và thu nhập từ phí cao hơn chúng tôi kỳ vọng trong Q2/22. Trong nửa sau của năm, mặc dù ngân hàng không còn khoản thu nhập bất thường nữa, nhưng chúng tôi cho rằng các sản phẩm về thẻ, bảo hiểm...vẫn sẽ tăng trưởng nhờ các chiến dịch quảng cáo và chính sách mới. Do đó chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi tăng 35% svck nếu không có khoản thu nhập bất thường trong năm 2022.

Chúng tôi cũng giảm CIR về 45%/46% từ mức 50% dự báo cũ nhằm phản ánh CIR thấp hơn kỳ vọng trong nửa đầu năm (35%) giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi dự báo ngân hàng vẫn tiếp tục đầu tư vào công nghệ trong thời gian này, do đó chúng tôi nâng CIR cao hơn so với 6T22.

Chúng tôi nâng chi phí dự phòng nhằm phản ánh việc chi phí dự phòng cao hơn chúng tôi kỳ vọng trong 6T22. Chúng tôi ước tính chi phí tín dụng là 0,6% giai đoạn 2022-2023, thấp hơn mức 0,69% năm 2021 khi bán lẻ và SME phục hồi sẽ giúp LPB giảm chi phí tín dụng hơn so với năm 2021. Do đó chi phí dự phòng tăng 94,9% và 61,1% so với dự báo cũ giai đoạn 2022-2023.

Kết quả, LN ròng tăng 35,9%/14,9% so với dự báo cũ giai đoạn 2022-2023.

Hình 7: Thay đổi dự phóng (tỷ đồng)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Thu nhập lãi	9.206	10.434	10.378	11.478	12,7%	10,0%	Chúng tôi giảm tăng trưởng cho vay về 11,5%/12,5% nhưng nâng NIM lên 3,5%/3,4% giai đoạn 2022-2023.
Thu nhập ngoài lãi	1.112	1.317	1.889	1.634	69,9%	24,1%	Chúng tôi nâng thu nhập ngoài lãi nhằm phản ánh khoản thu nhập bất thường Q2/22.
Tổng thu nhập HDKD	10.318	11.751	12.267	13.112	18,9%	11,6%	
Chi phí hoạt động	(5.599)	(5.875)	(5.520)	(6.032)	-1,4%	2,7%	Chúng tôi giảm CIR giai đoạn 2022-2023 về 45%/46% phản ánh chi phí đã được quản lý hiệu quả hơn trong 6T22.
Lợi nhuận trước dự phòng	4.719	5.875	6.747	7.081	43,0%	20,5%	
Chi phí dự phòng	(680)	(868)	(1.325)	(1.399)	94,9%	61,1%	Chúng tôi nâng chi phí dự phòng nhằm phản ánh tác động của Covid-19 và thực tế cao hơn chúng tôi dự báo trong 6T22.
Lợi nhuận trước thuế	4.039	5.007	5.422	5.682	34,2%	13,5%	
Lợi nhuận sau thuế	3.151	3.906	4.282	4.487	35,9%	14,9%	Thay đổi do những điều chỉnh trên.

Nguồn: VNDIRECT Research

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 20,700 đ/cp

Hiện tại, LPB đang giao dịch ở mức 1,0 lần P/B năm 2022, thấp hơn 18,6% so với mức trung bình 3 năm 1,23 lần. Chúng tôi tin mức giá hiện tại là phù hợp để tích lũy cổ phiếu LPB trong dài hạn khi ngân hàng duy trì được ROE ở mức 22,6%/19,2% giai đoạn 2022-2023.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn chủ sở hữu: 14,6%; tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/B mục tiêu 1,5 lần cho năm 2022 – chúng tôi hạ P/B mục tiêu từ mức 1,6 lần nhằm phản ánh bối cảnh thắt chặt tín dụng của toàn ngành ngân hàng và chi phí vốn tăng.

Rủi ro giảm giá bao gồm lạm phát và nợ xấu cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Hình 8: Tính toán giá mục tiêu của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	19.809	9.904,52
Hệ số P/B (1,5 lần cho năm 2022)	50%	21.644	10.822,15
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			20.727
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			<b>20.700</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 9: Định giá thu nhập thặng dư

Giả 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%
Phản bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%

(tỷ VND)

Giá trị sổ sách đầu kỳ	16.802
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	5.172
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	6.970
Giá trị vốn chủ sở hữu	28.944
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.461
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	<b>19.809</b>

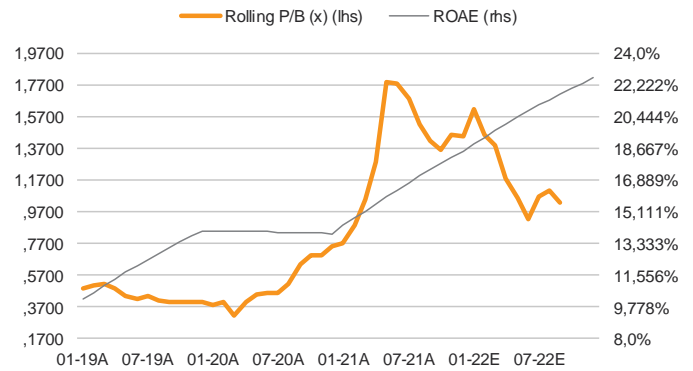
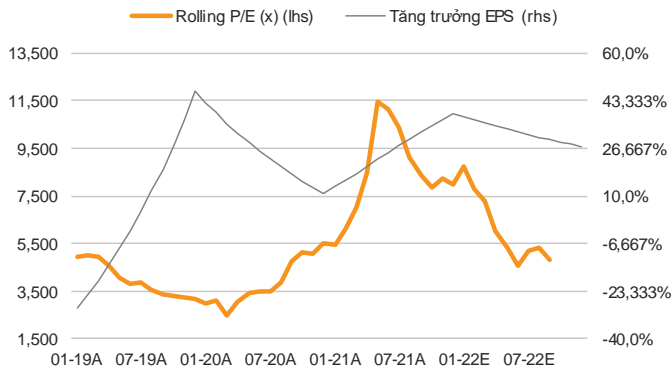
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 09/09/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa ( tỷ USD)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE %		ROA %	
						2022	2023	2022	2023	%	2022	2023	2022	2023
Techcombank	TCB VN	Khả quan	37.650	62.300	5,7	1,2	1,0	6,0	5,1	17,9%	22,0%	21,0%	3,7%	3,7%
VPBank	VPB VN	Khả quan	30.500	44.400	5,9	1,4	1,2	6,6	6,8	24,5%	23,9%	18,7%	3,6%	2,9%
NHTM CP Quân đội	MBB VN	Khả quan	22.700	34.000	4,4	1,2	1,0	5,7	4,8	21,7%	24,5%	23,8%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	24.000	33.400	3,5	1,2	1,0	5,6	4,7	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	27.000	38.500	1,8	1,4	1,1	7,4	6,0	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	23.600	34.400	2,1	1,5	1,3	6,0	5,9	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
<b>Trung bình</b>						<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>20,3%</b>	<b>23,8%</b>	<b>22,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>
<b>NH TMCP Bưu điện Liên Việt</b>	<b>LPB VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>14.700</b>	<b>20.700</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>8,0%</b>	<b>22,6%</b>	<b>19,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,3%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>9.017</b>	<b>10.378</b>	<b>11.478</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>1.034</b>	<b>1.889</b>	<b>1.634</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>10.051</b>	<b>12.267</b>	<b>13.112</b>
Tổng chi phí hoạt động	(5.090)	(5.520)	(6.032)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>4.960</b>	<b>6.747</b>	<b>7.081</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(1.322)</b>	<b>(1.325)</b>	<b>(1.399)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.638</b>	<b>5.422</b>	<b>5.682</b>
Thuế	(765)	(1.140)	(1.194)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.873</b>	<b>4.282</b>	<b>4.487</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>2.873</b>	<b>4.282</b>	<b>4.487</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	208.954	232.984	262.107
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>208.954</b>	<b>232.984</b>	<b>262.107</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	38.939	44.780	51.497
Các tài sản sinh lãi khác	32.391	35.634	40.979
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>280.284</b>	<b>313.398</b>	<b>354.584</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(3.188)</b>	<b>(3.513)</b>	<b>(4.046)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>205.783</b>	<b>229.649</b>	<b>258.240</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>277.096</b>	<b>309.886</b>	<b>350.537</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.751	2.971	3.269
Tổng đầu tư	316	341	375
Các tài sản khác	9.030	9.753	10.728
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>12.097</b>	<b>13.065</b>	<b>14.372</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>289.194</b>	<b>322.951</b>	<b>364.909</b>
Nợ khách hàng	180.273	209.117	242.576
Dư nợ tín dụng	36.738	41.146	47.318
Tài sản nợ chịu lãi	217.011	250.263	289.894
Tiền gửi	1.703	1.788	1.877
Tổng tiền gửi	218.714	252.051	291.771
Các khoản nợ lãi suất khác	46.281	54.612	62.804
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>264.995</b>	<b>306.663</b>	<b>354.575</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7.397	(4.796)	(15.237)
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>7.397</b>	<b>(4.796)</b>	<b>(15.237)</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>272.392</b>	<b>301.867</b>	<b>339.338</b>
Vốn điều lệ và	12.036	12.036	12.036
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	2.582	6.864	11.352
Các quỹ thuộc VCSH	2.184	2.184	2.184
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.802</b>	<b>21.084</b>	<b>25.571</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.802</b>	<b>21.084</b>	<b>25.571</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>289.194</b>	<b>322.951</b>	<b>364.909</b>

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	3,3%	16,0%	16,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	18,3%	11,5%	12,5%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	34,2%	15,1%	10,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	58,7%	36,0%	5,0%
Tăng trưởng LN ròng	54,3%	49,0%	4,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	21,0%	11,8%	13,1%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.522	3.214	3.368
BVPS (VND)	13.960	14.430	21.246
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	39,0%	27,4%	4,8%

**Các chỉ số chính**

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	3,5%	3,4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(50,6%)	(45,0%)	(46,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,2%	1,1%	1,3%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,3%	1,1%	1,3%
LN/ TB cho vay	0,7%	0,6%	0,6%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	7,8%	9,1%	9,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,3%	93,1%	90,4%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,2%	8,4%	8,4%
Chi phí cho các quỹ	4,9%	5,1%	5,1%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,4%	3,4%	3,3%
ROAE	18,5%	22,6%	19,2%

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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Lê Quốc Việt – Chuyên viên phân tích

Email: [Viet.lequoc2@vndirect.com.vn](mailto:Viet.lequoc2@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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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