

# NGÀNH NGÂN HÀNG

**TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN  
ỔN ĐỊNH TRONG BỐI CẢNH  
KHÓ LƯỜNG**



Nguyễn Ngọc Thành – [thanh.nn@vdsc.com.vn](mailto:thanh.nn@vdsc.com.vn)



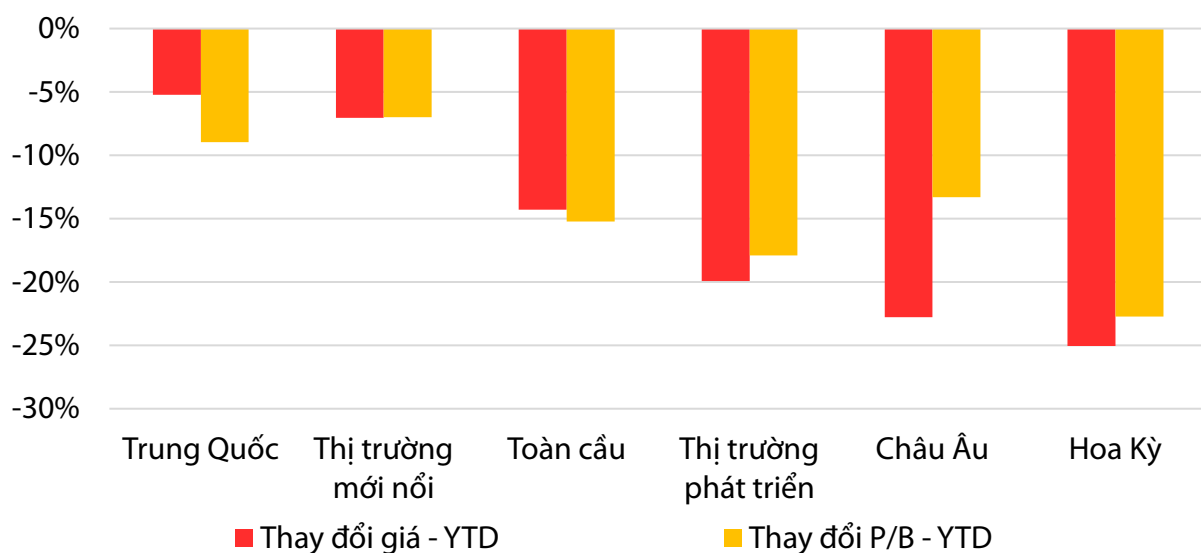
**Cổ phiếu ngân hàng trên trường quốc tế điều chỉnh trong nửa đầu năm 2022, dẫn đầu là các ngân hàng quy mô lớn**

- Các ngân hàng (NH) trên toàn cầu không tránh khỏi làn sóng bán tháo tài sản rủi ro có thể do lo ngại lạm phát, tăng lãi suất và suy thoái. 92 ngân hàng lớn trên 25 quốc gia đã giảm 17% giá trị trong 6T22. Mức giảm giá trung bình của tứ phân vị thứ nhất và thứ hai xếp hạng theo tổng tài sản lần lượt là -13% và -8% so với -6% của toàn bộ danh mục. Với sự bình thường hóa chính sách gắt gao ở các nền kinh tế phát triển, các ngân hàng ở Mỹ và châu Âu cũng giảm mạnh hơn so với các ngân hàng so sánh hoặc ở các thị trường mới nổi.

**Tại Việt Nam, các hệ số định giá bị sụt giảm trên diện rộng trong khi kết quả lợi nhuận vẫn tương đối khả quan**

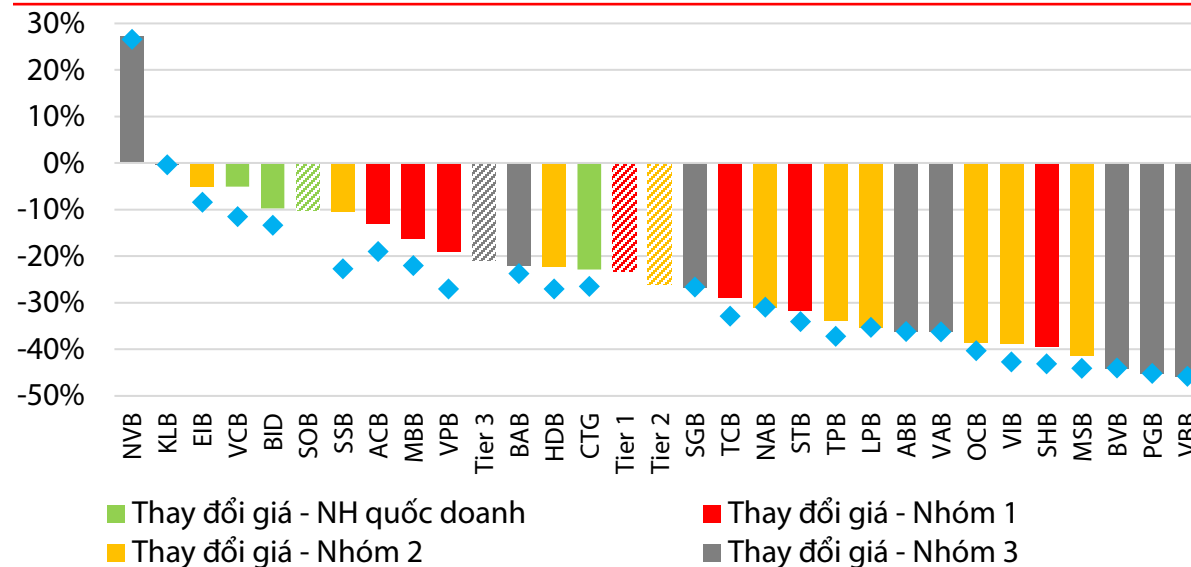
- Trong 6T22, hầu hết các NH Việt Nam đều có diễn biến giá tiêu cực. Tính trung bình, các NH quy mô vừa bao gồm các ngân hàng Nhóm 1 và Nhóm 2 có mức giảm lớn nhất. Các NH quốc doanh tương đối trụ vững nhờ mức độ phơi nhiễm rủi ro đối với DN BĐS thấp hơn trong giai đoạn thắt chặt chính sách được cho là một trong những yếu tố kích hoạt tâm lý lo ngại rủi ro. Ngược lại, mức giảm trung vị thể hiện mối tương quan với quy mô của ngân hàng. Hệ số P/B giảm trung bình -31% trong khi của các NH khác trên toàn cầu giảm -5%.

**Hình 1: Diễn biến các chỉ số ngành ngân hàng trên toàn cầu (YTD, %)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Chỉ số bởi MSCI. Dữ liệu tới 30/6

**Hình 2: Thay đổi giá và chỉ số định giá (YTD, %)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu tới 30/6

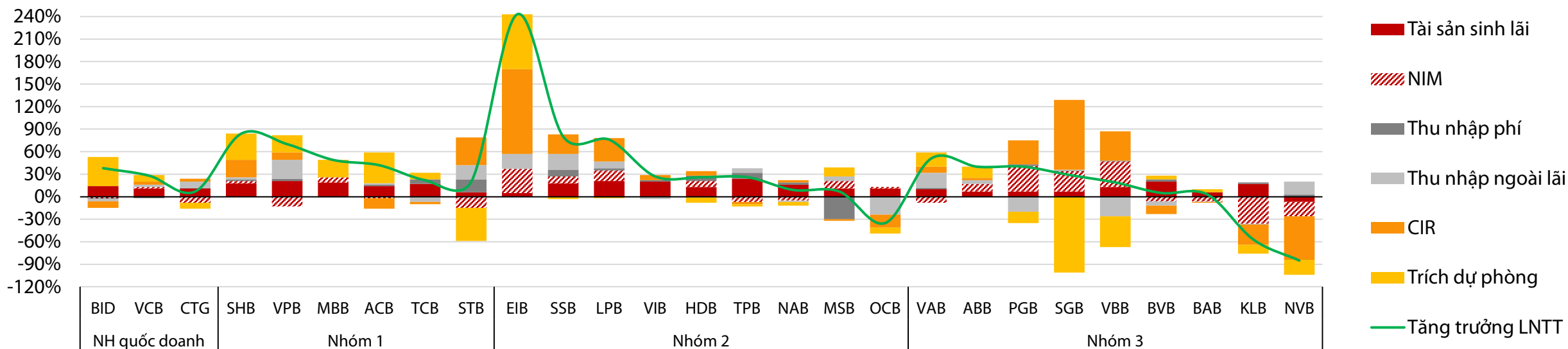
**Sự phân hóa trong tăng trưởng lợi nhuận hàng quý của các ngân hàng phù hợp với dự báo trước đó với việc các ngân hàng lớn có lợi thế**

- Tăng trưởng lợi nhuận (LN) ngành đạt 31% YoY trong Q1/22, tăng trở lại từ mức 7% trong Q4/21 và 12% trong Q3/21. Đà tăng được kéo dài sang Q2/22 với 36% YoY, mang lại mức tăng trưởng 33% cho 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa ngày càng lớn trong tăng trưởng LN giữa các NH với các NH lớn có xu hướng đạt LN tốt hơn. Các NH quốc doanh và Nhóm 1 có mức tăng trưởng LN bình quân lần lượt 23% với 46%, còn đối với Nhóm 2 và Nhóm 3 là 29% và 8%. Điều này phù hợp với kỳ vọng trước đây của chúng tôi về sự phân hóa trong tăng trưởng LN ngành trong nửa đầu năm 2022, chủ yếu do sự khác biệt về tốc độ phục hồi của khách hàng, bộ đệm dự phòng và nền so sánh.

**Tăng trưởng tín dụng vẫn là cấu phần tăng trưởng lớn trong khi cắt giảm chi phí tín dụng biên trở thành động lực mới ở một số ngân hàng**

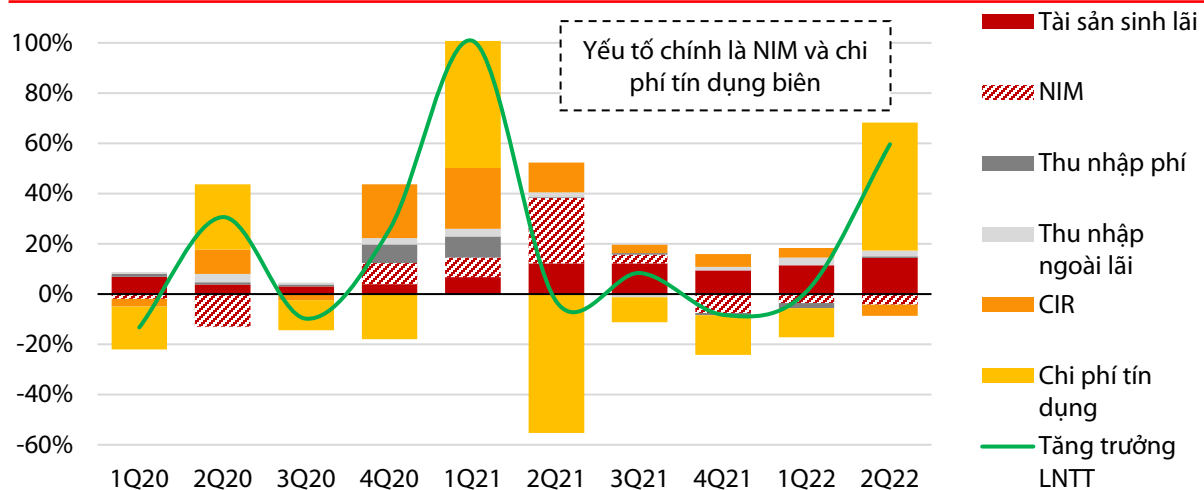
- Yếu tố tăng trưởng chính là khác nhau giữa các ngân hàng nhưng tăng trưởng tín dụng theo năm vẫn là động lực quan trọng với mức đóng góp bình quân vào tăng trưởng LNTT cao nhất (13% YoY) với độ lệch chuẩn thấp nhất (7%). Không có xu hướng rõ ràng đối với sự đóng góp từ NIM do sự khác biệt về nền lãi suất, nhu cầu huy động so với hạn mức tăng trưởng tín dụng và khả năng huy động nguồn ngoài tiền gửi KH. Chi phí tín dụng đã tác động tích cực đến tăng trưởng như kỳ vọng. Biến động ít của CIR là phù hợp dự báo.

**Hình 3: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT nửa đầu năm 2022 (% YoY)**

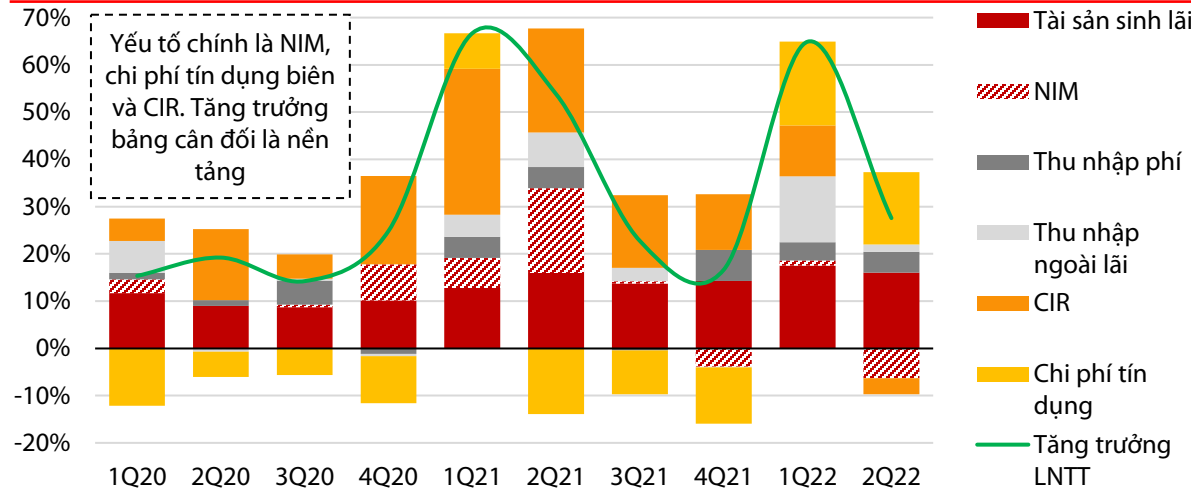


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. 27 NH niêm yết được phân loại theo các nhóm dựa trên cơ sở tín dụng. Nhóm 1 bao gồm VPB, TCB, MBB, ACB, STB, SHB. Nhóm 2 bao gồm VIB, TPB, LPB, HDB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB.

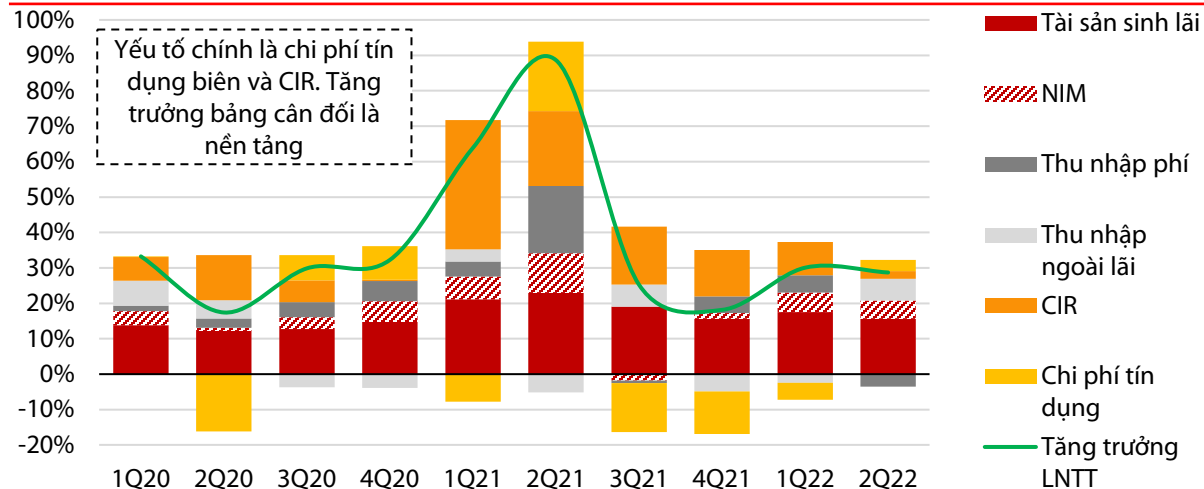
**Hình 4: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH quốc doanh (% YoY)**



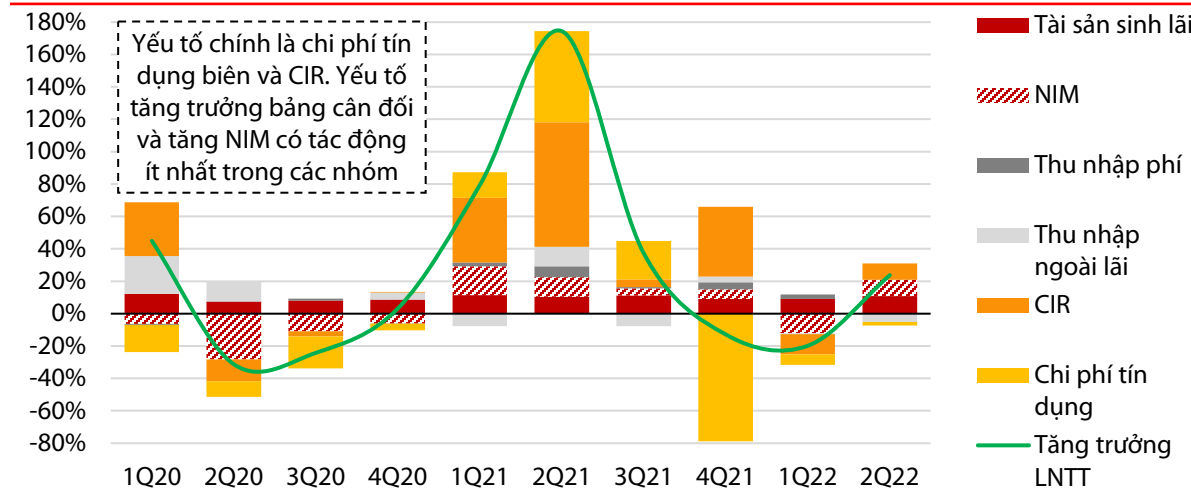
**Hình 5: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH Nhóm 1 (% YoY)**



**Hình 6: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH Nhóm 2 (% YoY)**



**Hình 7: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH Nhóm 3 (% YoY)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. 27 NH niêm yết được phân loại theo các nhóm dựa trên cơ sở tín dụng. Nhóm 1 bao gồm VPB, TCB, MBB, ACB, STB, SHB. Nhóm 2 bao gồm VIB, TPB, LPB, HDB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB.

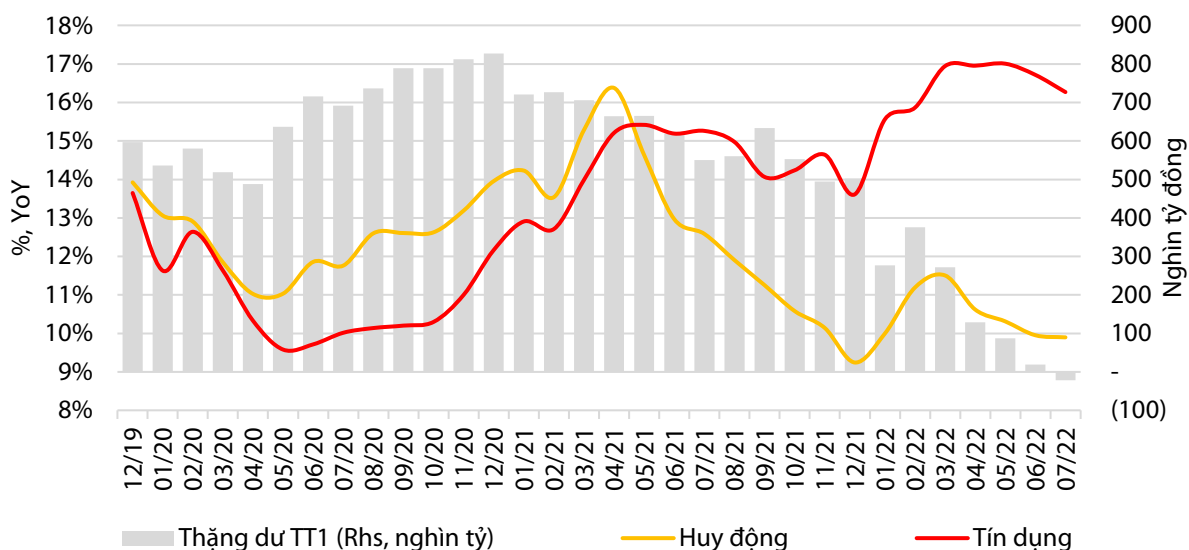
**Chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động giảm một phần do tiền gửi bằng ngoại tệ**

• Tiền gửi ngoại tệ đã cản trở tăng trưởng tổng tiền gửi giai đoạn 2021-2022. Đến 21/12/21, tiền gửi ngoại tệ giảm -1,5% YTD còn tín dụng ngoại tệ tăng 17,4% YTD, cho thấy nhu cầu khỏe và thanh khoản giảm. Từ 23/3/22 - một tháng sau chiến sự ở Ukraine và một tuần sau đợt tăng lãi suất đầu tiên của Fed, tiền gửi ngoại tệ tăng 41 nghìn tỷ lên mức đỉnh khoảng 957 nghìn tỷ (4,4% YTD, dẫn dắt mức 2,4% YTD của tổng tiền gửi). Tín dụng ngoại tệ vẫn ổn định với mức tăng 5,9% so với 4,1% của tổng tín dụng. Kể từ đó, chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động ngoại tệ mở rộng khi tiền gửi ngoại tệ giảm -9% (khoảng 90 nghìn tỷ) từ đỉnh xuống mức -5,4% YTD vào 9/5 còn tăng trưởng tín dụng ngoại tệ là 7,4% YTD. Đến giữa tháng 6, mức chênh lệch thu hẹp do tiền gửi ngoại tệ tăng trở lại (-2,3% YTD). Từ đỉnh, sụt giảm tiền gửi ngoại tệ đã trực tiếp làm tổng tiền gửi giảm -0,5% YTD.

**Việc tăng lãi suất huy động niêm yết trong khu vực ngân hàng tư nhân không thể ngăn thặng dư thị trường 1 đạt mức thấp lịch sử**

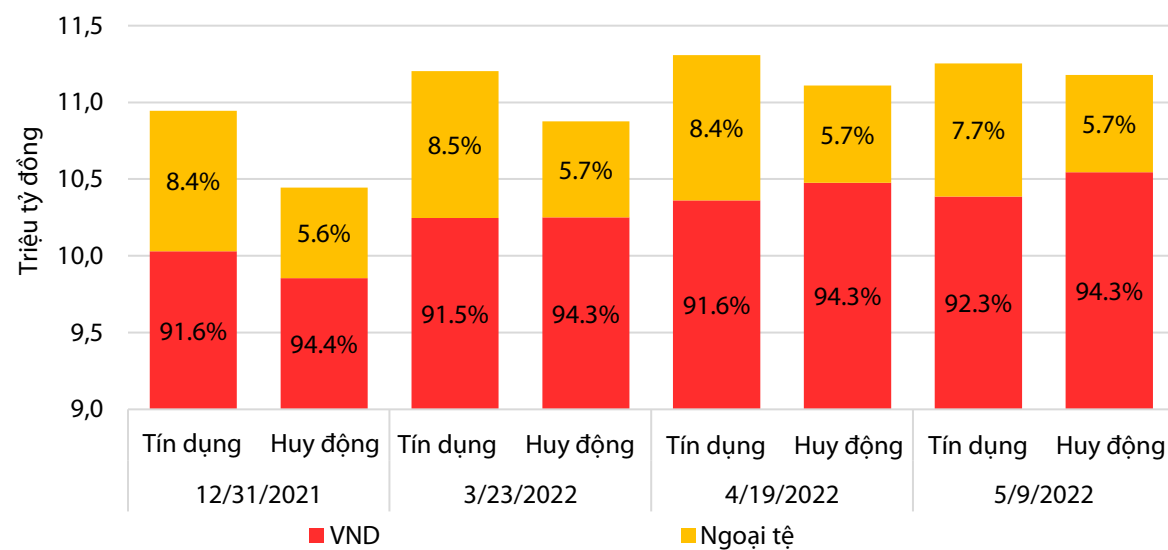
• Tiền gửi VNĐ dẫn dắt tổng tiền gửi trong 6T22, hỗ trợ bởi việc tăng lãi suất huy động. Tổng tiền gửi tăng nhanh so với của năm 2021, 4,5% YTD. Tăng trưởng tín dụng đã tiệm cận với hạn mức được cấp vào tháng 6 (9,4% YTD), cho thấy dư địa hạn chế và tăng trưởng chậm lại cho đến khi có hạn mức mới. Dư nguồn thị trường 1 đã âm kể từ tháng 7.

**Hình 8: Tăng trưởng tín dụng – huy động, thặng dư TT1 (% YoY, VNĐ)**



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Cấu trúc tín dụng – tiền gửi của hệ thống ngân hàng**

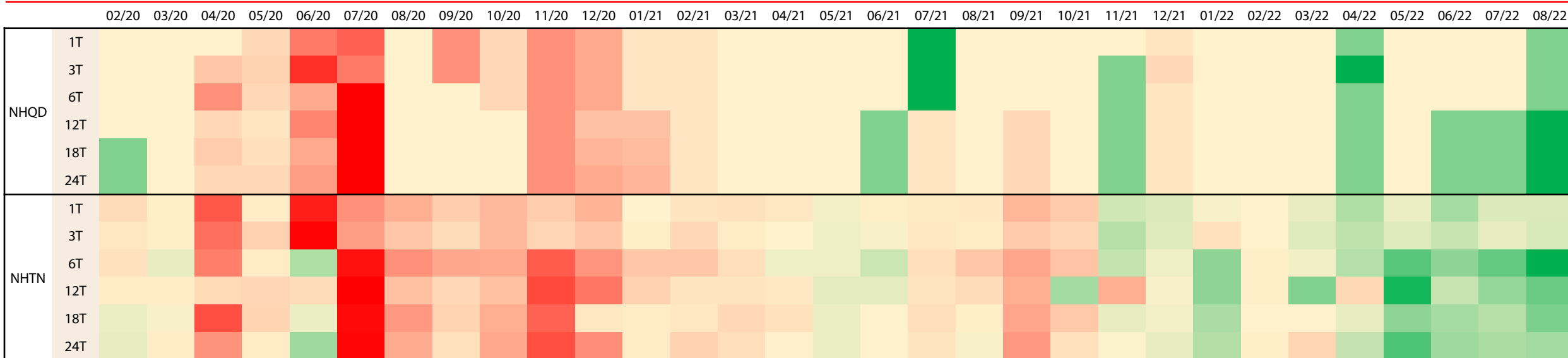


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

**Lãi suất huy động niêm yết tăng mạnh hơn dự kiến nhưng huy động vốn không như mong muốn**

- Chúng tôi đã dự báo lãi suất tăng trong nửa cuối năm. Hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu cao hơn năm ngoái góp phần làm nhu cầu huy động tăng, thúc đẩy tần suất điều chỉnh tăng lãi suất huy động niêm yết. Các ngân hàng tư nhân tích cực hơn trong việc điều chỉnh. Trong 8T/22, các NH quốc doanh đã tăng lãi suất từ 0,1-0,3%, chủ yếu ở giữa năm. Các kỳ hạn dài hơn được điều chỉnh tăng nhiều hơn so với kỳ hạn ngắn. Các ngân hàng tư nhân lớn đã điều chỉnh lãi suất niêm yết lên trung bình 72 điểm cơ bản. Mức tăng đáng kể nhất tại một NH là 190 điểm cơ bản trong 8T. Chi phí tiền gửi đã tăng trung bình 15 điểm cơ bản trong 6T/22 ở tất cả các nhóm. Các NH quốc doanh tăng 10 điểm cơ bản trong khi các ngân hàng Nhóm 1 tăng 22 điểm so với năm ngoái, cho thấy tính lan truyền yếu ở các NH lớn. Chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động vẫn mở rộng trong 6T22.
- Có áp lực mang tính cấu trúc đối với các NH quy mô nhỏ liên quan đến khả năng tăng trưởng bằng cân đối và lợi thế nguồn vốn như dự báo ở BCCL 2022. Bất chấp việc tăng lãi suất huy động ít hơn ngành, các NH quốc doanh vẫn có mức tăng trưởng huy động tốt trong 6T22 (3,5% YTD) nhờ lợi thế nguồn vốn từ tệp khách hàng và năng lực định giá. Các NH Nhóm 3 gặp khó khăn trong việc tăng tiền gửi, chỉ đạt 1,3% YTD. Các NH Nhóm 1 và 2 dẫn đầu về tăng trưởng huy động cũng có mức tăng LS huy động bình quân lớn nhất.

**Bảng 1: Thay đổi lãi suất huy động niêm yết theo tháng của các nhóm ngân hàng (%)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt. Hình 1: màu theo mức độ thay đổi so với tháng trước. Lãi suất được trích dẫn là lãi suất cao nhất có thể ở mỗi kỳ hạn

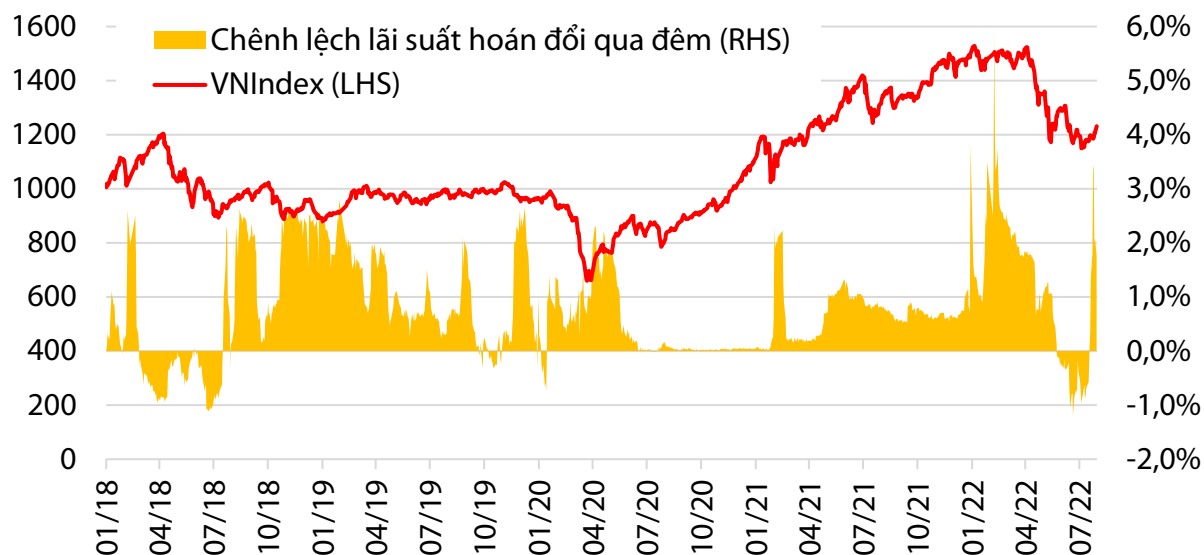
**Chênh lệch lãi suất USD/VND liên ngân hàng liên tục chịu áp lực mặc dù NHNN đã can thiệp**

• Trong vài năm trở lại đây, chỉ có một vài lần chênh lệch lãi suất USD/VND liên ngân hàng âm. Hình 10 cho thấy mối tương quan tương đối giữa chênh lệch lãi suất và hiệu suất của thị trường chứng khoán tại các thời điểm chênh lệch lãi suất hợp đồng hoán đổi đi vào vùng âm. Chênh lệch âm cũng làm tăng áp lực lên tỷ giá hối đoái. Tỷ giá USD/VND tăng mạnh kể từ đầu năm chủ yếu do sự phân cực chính sách và dòng vốn USD suy yếu. Cụ thể, nguy cơ suy thoái toàn cầu và nhu cầu yếu đã làm suy giảm cán cân thương mại và dòng vốn FDI. Bằng cách làm tăng nhu cầu USD cho các mục đích đầu cơ cũng như phòng ngừa rủi ro, nó đã tạo ra một vòng lặp liên tục đè nặng lên tỷ giá hối đoái và chính sách tiền tệ hỗ trợ. NHNN đã ứng biến tốt để cân đối giữa các mục tiêu ngắn hạn và dài hạn với nguồn lực dồi dào. Tiền đồng đã giảm giá.

**Lạm phát - tăng trưởng tín dụng - lãi suất - tỷ giá hối đoái: Ứng phó linh hoạt để duy trì mục tiêu cuối**

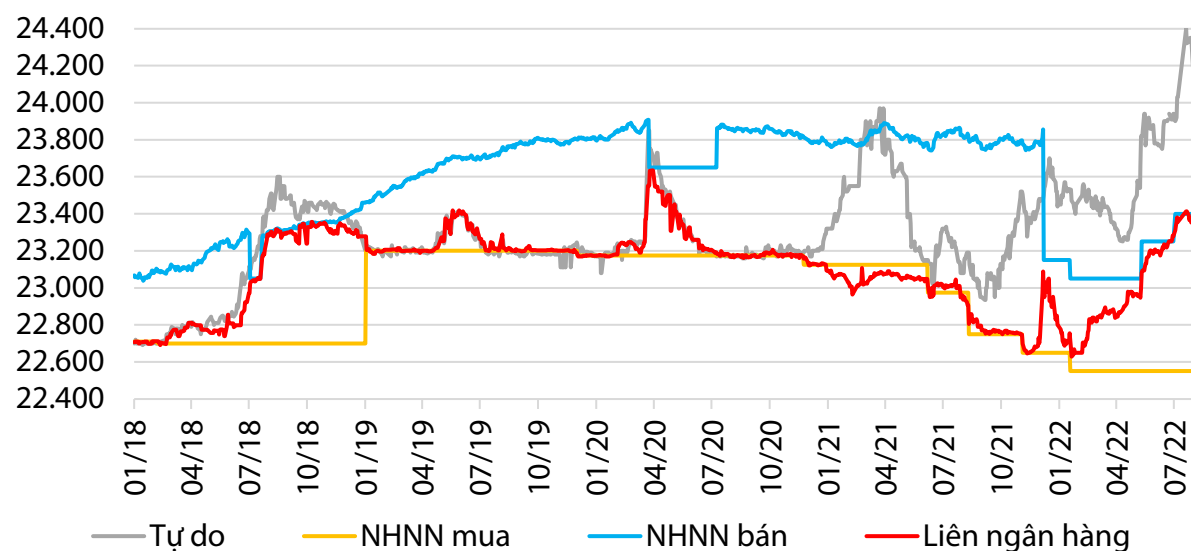
• Dự trữ ngoại hối và hợp đồng kỳ hạn được sử dụng để cân đối dòng USD với nhu cầu giao ngay và thanh khoản VNĐ. NHNN phát hành tín phiếu và mua có kỳ hạn với LS đầu thầu để kịp thời rút/bơm VNĐ với kỳ hạn, chi phí phù hợp. Mục đích để điều tiết thanh khoản VNĐ, qua đó, tác động LS VNĐ liên ngân hàng và chênh lệch LS hợp đồng hoán đổi.

**Hình 10: Chênh lệch lãi suất hợp đồng hoán đổi qua đêm và VNIndex**



Nguồn: VBMA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng và thị trường tự do**



Source: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

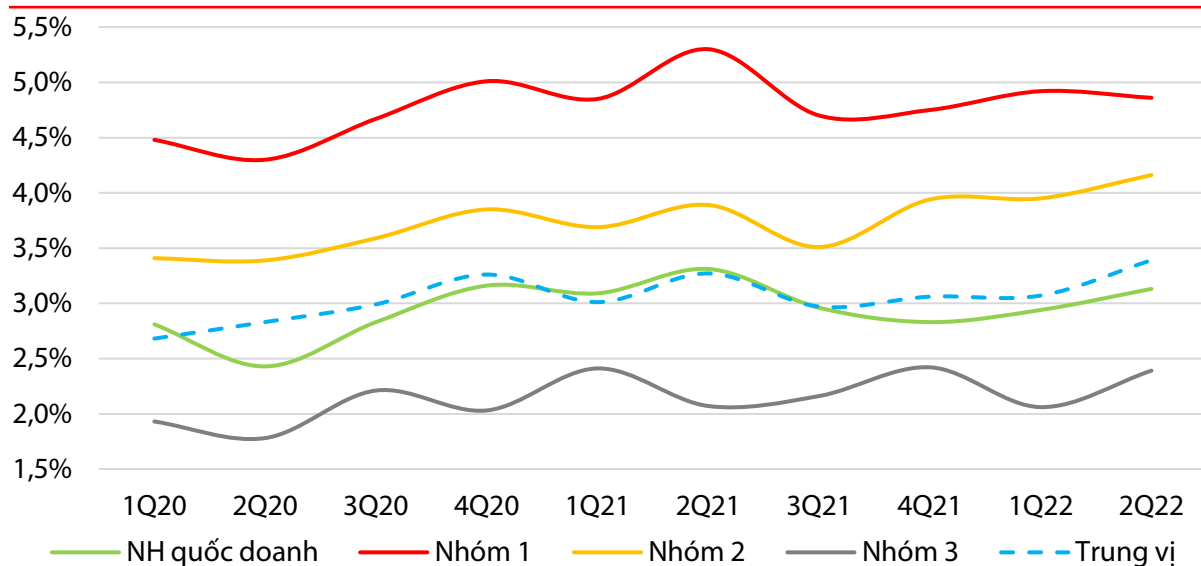
**Sự mở rộng mạnh mẽ của bảng cân đối được hỗ trợ bởi nguồn vốn ngoài tiền gửi khách hàng**

- Tổng tài sản tăng 8% YTD và 19% YoY trong 6T. Đáng chú ý, các NH quốc doanh dẫn đầu với mức tăng 12% YTD, bằng mức tăng của cả năm 2021. Năm 2021, các NH quốc doanh đã chậm hơn trong khi NH Nhóm 1 và Nhóm 2 có mức tăng trưởng cao nhất nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao. Tình hình đảo ngược trong 6T/22 nhờ thay đổi phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng đến từ việc kiểm soát tín dụng BĐS. Sự mở rộng bảng cân đối mạnh mẽ của ngành được hỗ trợ một phần từ tiền gửi khách hàng (5% YTD, 11% YoY), bị cản trở bởi môi trường lãi suất thấp và giải ngân vốn đầu tư công chậm. Nguồn lực còn lại chủ yếu đến từ thị trường liên ngân hàng khi các chỉ tiêu thanh khoản theo quy định bị hạn chế và tốc độ giải ngân vốn đầu tư công không đạt như kỳ vọng.

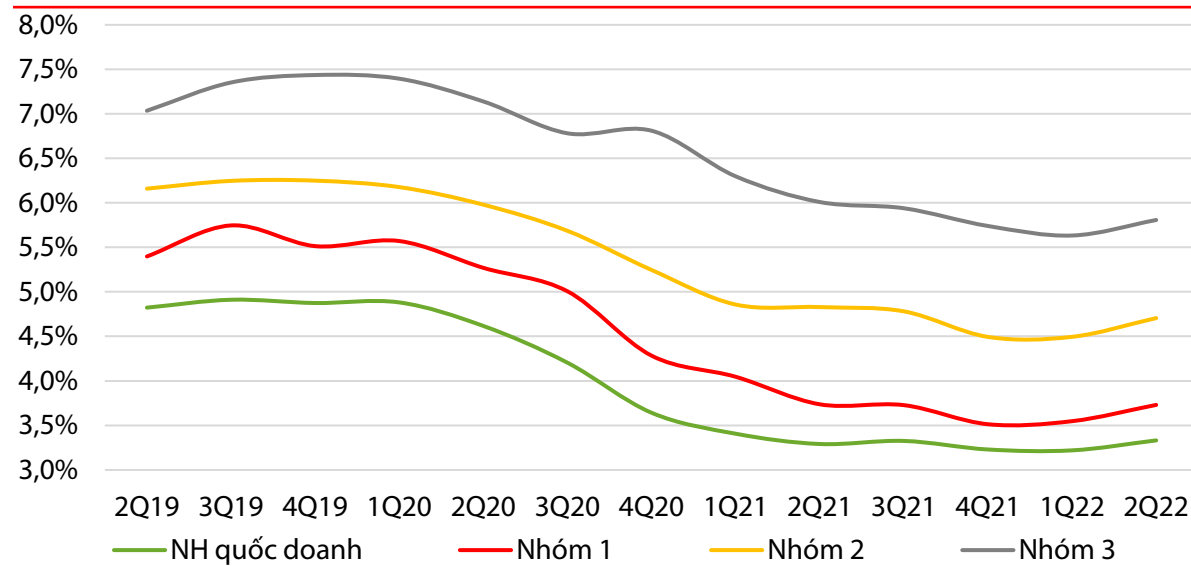
**NIM thay đổi tích cực toàn ngành nhờ quản lý tốt tỷ lệ thanh khoản, cân đối lãi suất thị trường 1 và nhu cầu huy động, và tái phân bổ nguồn lực**

- LS tăng kéo lãi suất huy động tăng trong 6T22. Tuy nhiên, tốc độ thay đổi giữa các NH là khác nhau. Mức tăng của các NH quốc doanh ít hơn so với các NH khác do quyền lực định giá mạnh hơn và vai trò trong việc thiết lập lãi suất tham chiếu. NIM bình quân tăng ổn định kể từ mức đáy trong Q3/21. Động lực khác của NIM là LDR thị trường 1 tăng.

**Hình 12: NIM (quy năm)**



**Hình 13: Lãi suất huy động bình quân (% , quy năm)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rông Việt. 27 NH niêm yết được phân loại theo các nhóm dựa trên cơ sở tín dụng. Nhóm 1 bao gồm VPB, TCB, MBB, ACB, STB, SHB. Nhóm 2 bao gồm VIB, TPB, LPB, HDB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB.

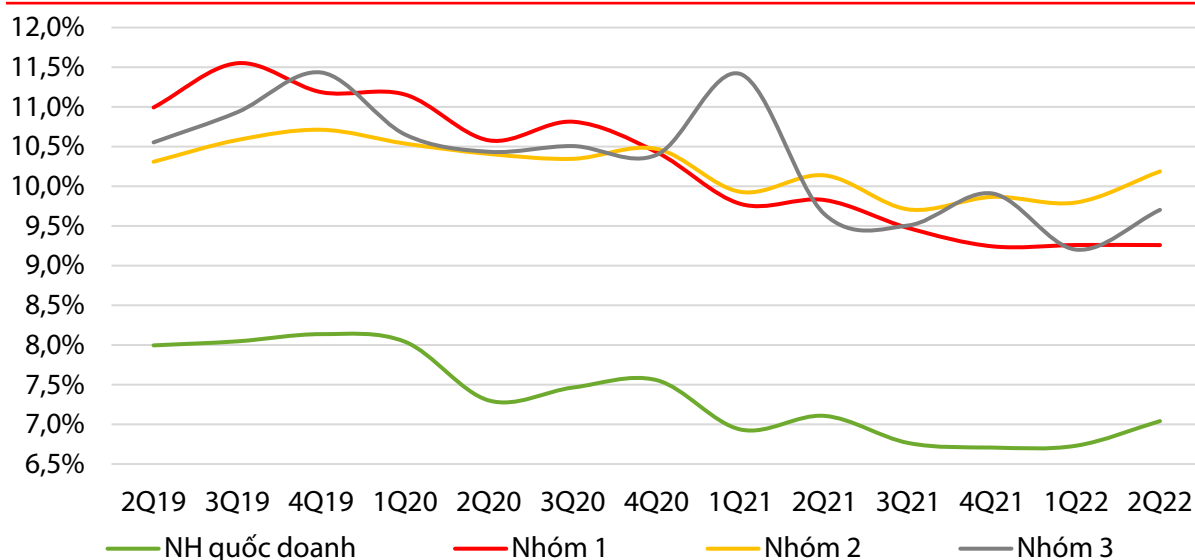
## Những khó khăn về khả năng tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận đã gây áp lực lên đà thu nhập lãi thuần

- Chênh lệch LS TT1 trong Q1 và Q2/22 mở rộng so với nửa cuối năm 2021 tại các NH quốc doanh và Nhóm 2 trong khi các nhóm khác không thể chuyển hết chi phí gia tăng cho KH. LS cho vay của các NH Nhóm 1 đi ngang kể từ Q4/21 mặc dù chi phí tiền gửi trung bình tăng 22 điểm cơ bản và tăng toàn diện lãi suất niêm yết. Tăng trưởng tín dụng ổn định (10% YTD, 17% YoY) trong khi tăng trưởng huy động chậm lại, giúp tăng mạnh tổng thu nhập HĐ 6T. Doanh thu 6T22 của ngành đạt hơn 272 nghìn tỷ, tăng trưởng 19%, đặt nền tảng cho mức tăng trưởng LN 33%. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đã chậm lại kể từ Q3/21 nếu loại trừ các khoản đột biến. Tăng trưởng tổng thu nhập HĐ sau điều chỉnh ở mức 16-17% YoY trong Q1 và Q2/22, chỉ nhỉnh hơn mức 12-16% trong nửa cuối năm 2021. Động lượng này thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh trong Q2/21 (44% YoY), một phần do nền so sánh cao.

## Biến động tạm thời trong thu nhập ngoài lãi không thể hỗ trợ tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động

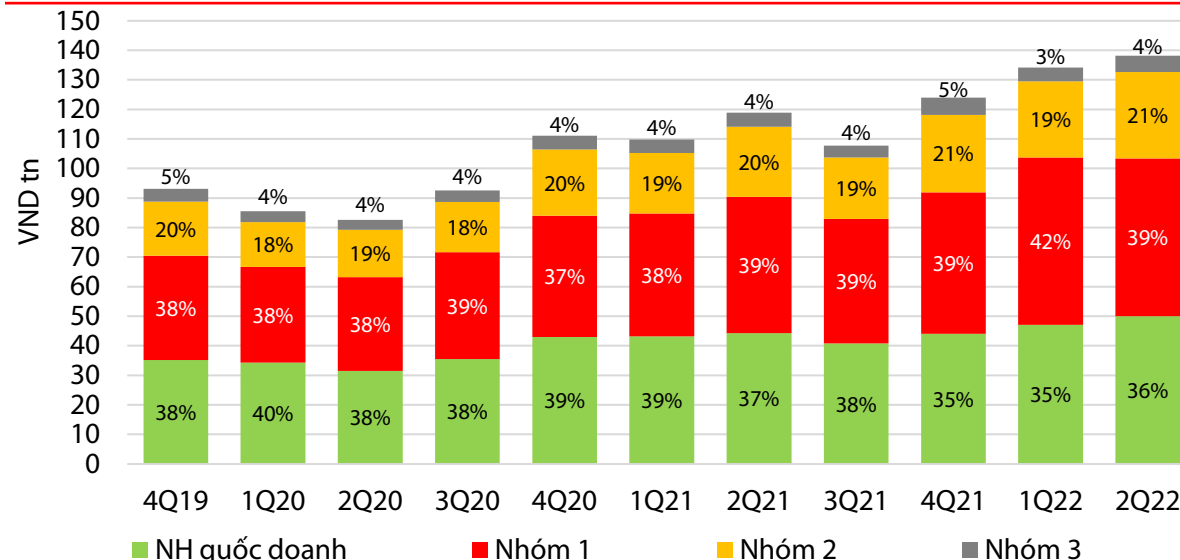
- Thu nhập phí (12% YoY) gặp khó khăn do nền so sánh, cạnh tranh phí và sự điều chỉnh trên thị trường tài sản làm giảm động lượng mặc dù có sự hỗ trợ từ sự phục hồi của mảng dịch vụ thẻ, tăng trưởng trong phân khúc bancassurance và tài trợ thương mại. Doanh số bán ngoại tệ tốt không thể thúc đẩy tăng trưởng cho thu nhập ngoài lãi trong 6T/22.

**Hình 14: Lãi suất cho vay bình quân (% , quy năm)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

**Hình 15: Tổng thu nhập hoạt động theo nhóm NH (tỷ đồng, %)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

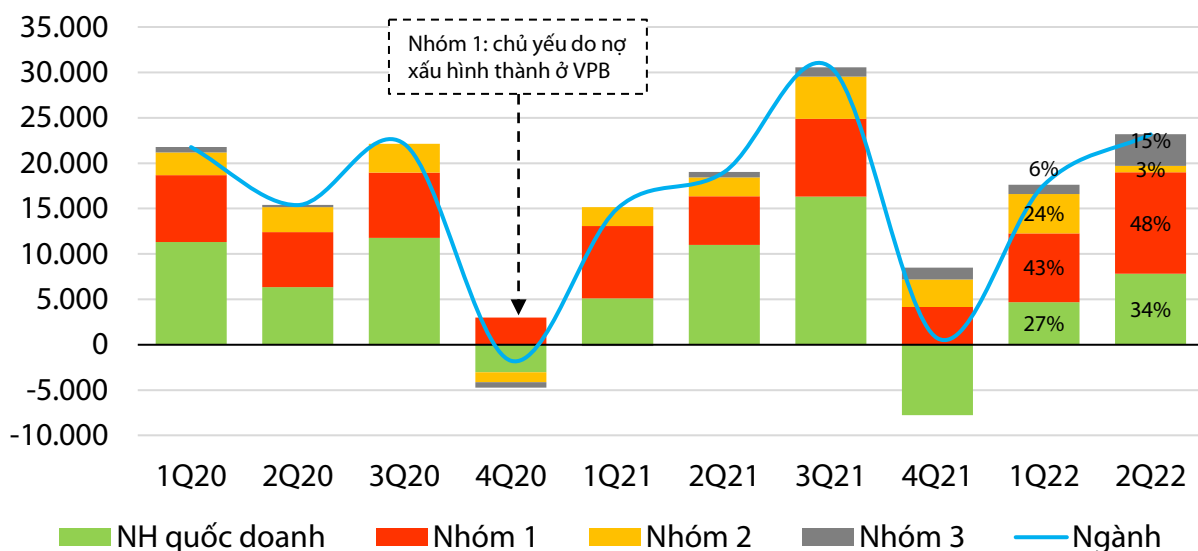
**Sức khỏe bảng cân đối vẫn ổn định ở hầu hết các ngân hàng trong nửa đầu năm bất chấp áp lực pháp lý đối với thị trường BĐS và TPDN**

Mặc dù thị trường tài sản biến động mạnh và khả năng cung cấp vốn bị cản trở đối với một số lĩnh vực, chất lượng các khoản cho vay vẫn tốt. Nợ cơ cấu giảm đều tại các ngân hàng lớn, kéo theo đó là tổng dư nợ của các khách hàng cơ cấu giảm và hoàn nhập dự phòng. Nhu cầu xin cơ cấu cũng giảm bớt. Diễn biến tỷ lệ nợ xấu của các nhóm ngân hàng có kết quả trái chiều. Các ngân hàng quốc doanh đã cải thiện mạnh mẽ bảng cân đối và tỷ lệ nợ xấu cũng như xây dựng vùng đệm dự phòng dày. Số liệu của các ngân hàng tư nhân lớn bị lệch do mảng tài chính tiêu dùng phục hồi chậm. Các ngân hàng tư nhân với tệp khách hàng cao cấp vẫn có bảng cân đối vững mặc cho các cú sốc trên thị trường BĐS và TPDN. Điều này phù hợp với các dự báo trước đây của chúng tôi về sự phục hồi hình chữ K và được hỗ trợ bởi tác động không rõ ràng của chính sách tài khóa.

**Khả năng chuyển nhóm xấu hơn của nợ cơ cấu vẫn duy trì lành mạnh tại các ngân hàng lớn như dự kiến**

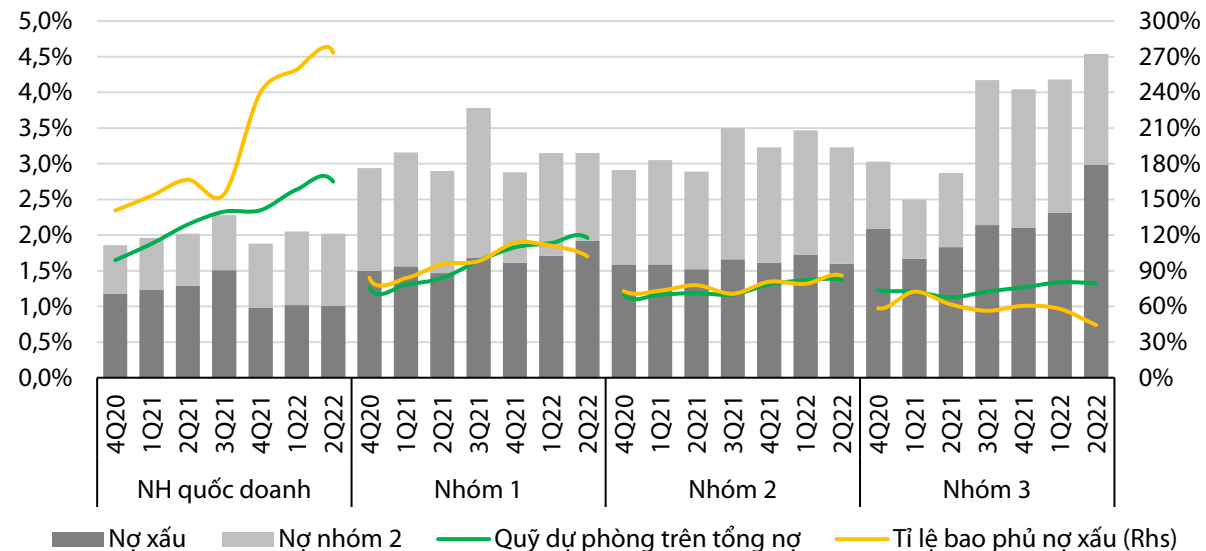
Các NH trong danh mục có hơn 54 nghìn tỷ nợ cơ cấu trong Q2/22, giảm so với mức 90 nghìn tỷ năm 2021. Các khoản này hầu hết có tình trạng trả nợ bình thường do nền kinh tế phục hồi tương đối tốt. Chất lượng tài sản duy trì. Kết hợp bộ đệm dự phòng được củng cố năm 2021, tỷ lệ bao phủ vẫn ở mức cao và thậm chí còn tăng ở các NH quốc doanh.

**Hình 16: Nợ xấu hình thành ròng (Tỷ VND)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

**Hình 17: Chất lượng và tỷ lệ bao phủ của dư nợ cho vay (%)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

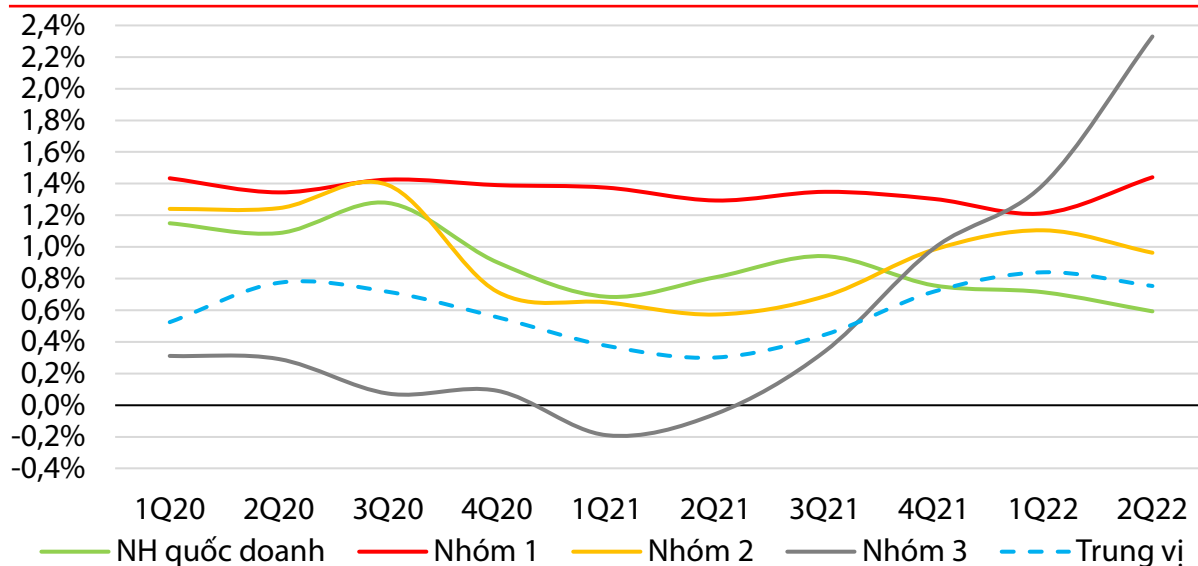
**Chi phí tín dụng biên dường như đã đạt đỉnh trên toàn ngành trong 6T/22 nhờ trích lập chặt chẽ đối với tổng dư nợ của khách hàng cơ cấu**

- Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng tăng trở lại ở các NH quốc doanh nhưng giữ mức thấp ở các NH Nhóm 2. Đường cong tỷ lệ hình thành nợ xấu cho thấy tín hiệu phục hồi tốt của KH tại các NH lớn và tại khách hàng trung và cao cấp. Đường này của các NH Nhóm 1 và 3 cho thấy xu hướng ngược lại trong 6T/22 do tác động từ mảng tài chính tiêu dùng và sự phục hồi chậm của KH thu nhập thấp. Hầu hết NH trong danh mục đều đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ cơ cấu trước thời hạn, giảm bớt áp lực về chi phí tín dụng biên.

**Áp lực dự phòng có dấu hiệu hạ nhiệt trên nhiều mặt nhưng chỉ ở các ngân hàng lớn**

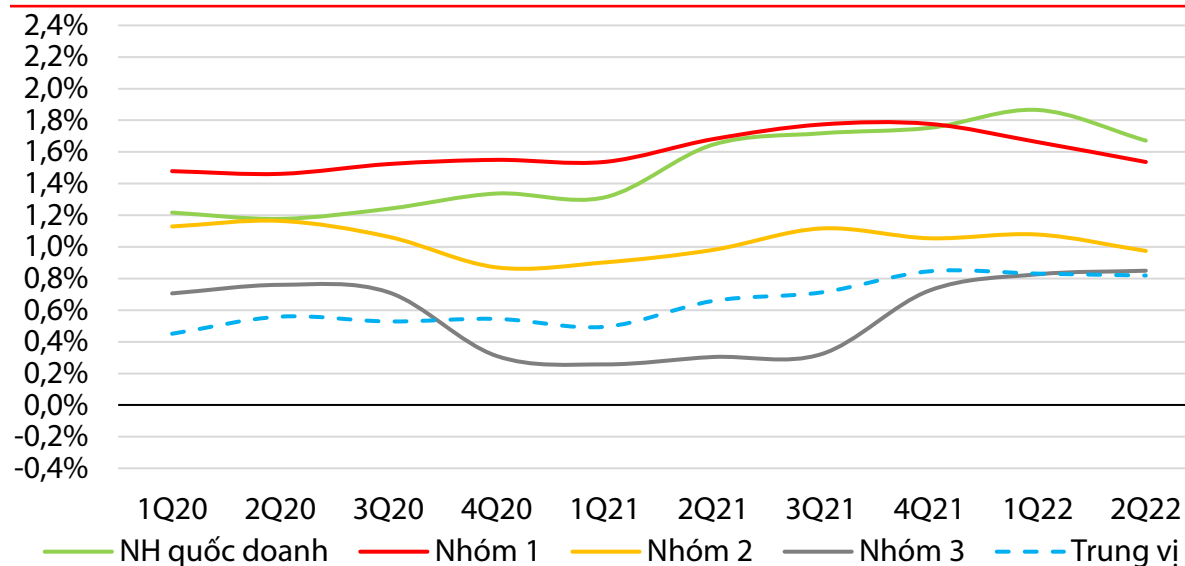
- Áp lực trích lập dự phòng giảm dần trong 6T/22 nhờ các chất xúc tác khác nhau. Tuy nhiên, bộ đệm và tính đầy đủ của dự phòng phân hóa giữa các nhóm NH. Hầu hết NH lớn đều đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ cơ cấu, tạo nền so sánh cao cho chi phí tín dụng. Các KH cơ cấu với sức khỏe tài chính tốt đã được báo cáo có trạng thái thanh toán bình thường, cho thấy khả năng hoàn nhập dự phòng. Đà phục hồi kinh tế như dự đoán ít nhất sẽ hỗ trợ các NH có tệp khách hàng có khả năng tài chính mạnh. Do đó, các NH quốc doanh và một số NH Nhóm 1 có nhiều khả năng giảm chi phí rủi ro tín dụng hơn trong nhiều trường hợp trong khi các ngân hàng Nhóm 2 sẽ chỉ được hỗ trợ tương đối.

**Hình 18: Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng (Dồn 12T)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

**Hình 19: Chi phí tín dụng biên (Dồn 12T)**

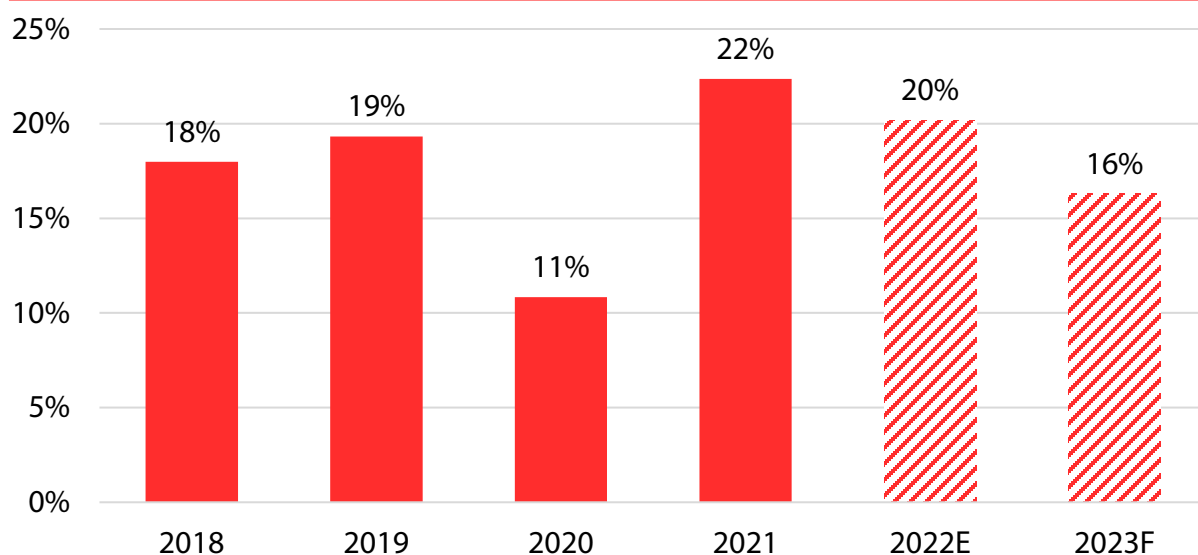


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

**Biến động gia tăng trong định hướng chính sách tiền tệ gây rủi ro cho luận điểm tăng trưởng bằng cân đối trước đây của chúng tôi**

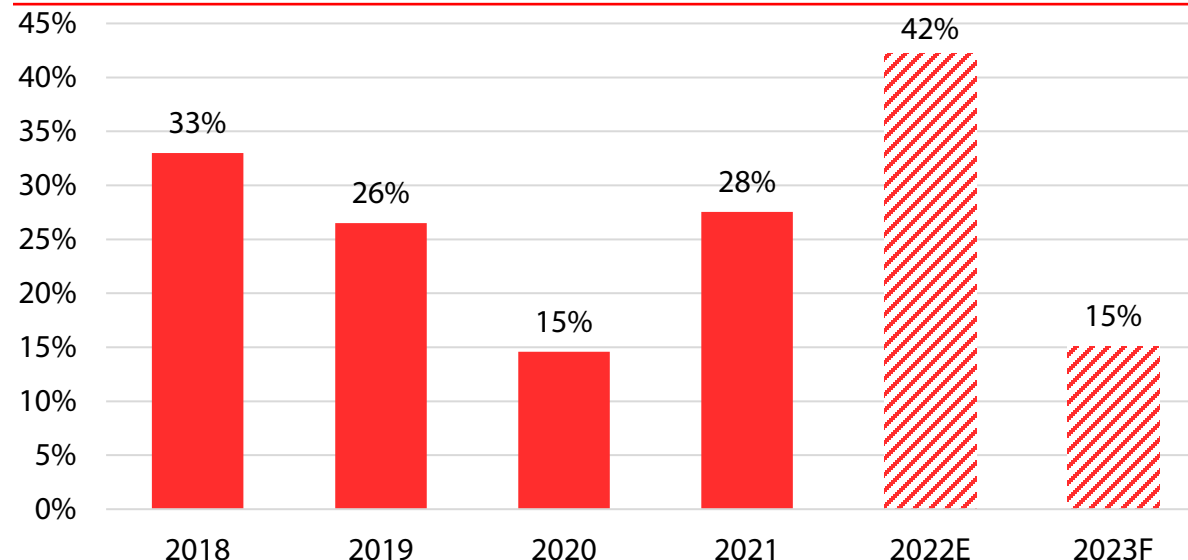
- Quan điểm trong BCCL 2022: “Cơ hội sẽ chủ yếu đến từ con sóng phục hồi. Chúng tôi kì vọng cao vào việc hoàn nhập dự phòng và chi phí tín dụng biên giảm, vốn sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN đáng kể, nhưng đồng thời có tính toán đến khả năng xảy ra gián đoạn và tốc độ hồi phục không như kì vọng.” Đầu năm 2022, chúng tôi kì vọng chính sách tiền tệ mở rộng sẽ tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng tại các NH tư nhân lớn với vốn và thanh khoản tốt. Tuy nhiên, những diễn biến bất ngờ dẫn đến việc lưỡng lự cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng mới và phân bổ hạn mức giữa các NH đã ảnh hưởng dự báo động lực tăng trưởng. **Chúng tôi xem những khó khăn về chính sách là tạm thời, do đó duy trì quan điểm về tiềm năng tăng trưởng của TCB, MBB và ACB.** Các cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi có nhiều dư địa điều tiết đảm bảo tăng trưởng LN cao như dự kiến cũng như khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể tốt trong môi trường chi phí cao hơn và bối cảnh không chắc chắn. Chúng tôi thậm chí đã điều chỉnh tăng một số dự phóng. So với BCCL 2022, giai đoạn tăng trưởng được đẩy về phía trước do chi phí tín dụng biên giảm nhanh hơn (-51 điểm cơ bản so với -25 điểm trước đây). Tăng trưởng tổng thu nhập năm 2022 được điều chỉnh tăng từ 17% lên 20% trong khi dự báo tăng trưởng LNTT 2022 tăng từ 27% lên 42%. Dự báo tăng trưởng tổng thu nhập HĐ và LNTT năm 2023 được điều chỉnh giảm lần lượt 2% và 8%.

**Hình 20: Tăng trưởng tổng thu nhập HĐ của danh mục**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

**Hình 21: Tăng trưởng LNTT của danh mục**



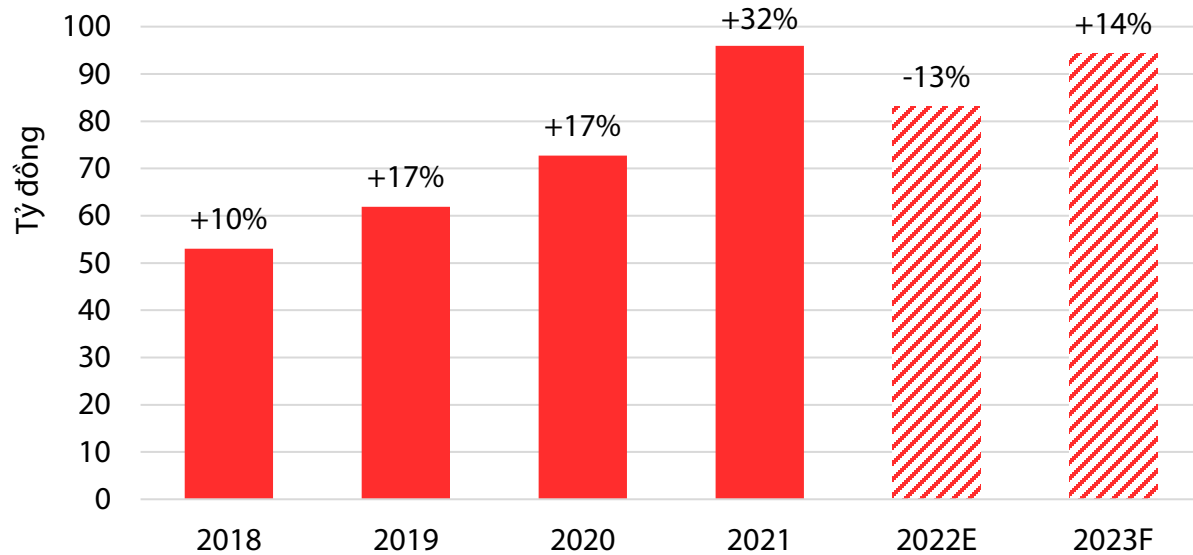
Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

"..., chúng tôi dự báo một số ngân hàng sẽ có hoàn nhập dự phòng... VCB và ACB được kỳ vọng sẽ đại diện xu hướng này nhờ bộ đệm dự phòng tốt. CTG và BID có phần rủi ro hơn. TCB và MBB ước tính sẽ có chi phí tín dụng biên giảm so với cùng kỳ thấp hơn so với ngành do diễn biến tích cực và ổn định năm 2021..." - Báo cáo Chiến lược 2022.

**Độ nhạy của chi phí rủi ro đối với LN sẽ là động lực quan trọng trong bối cảnh lo ngại về tăng trưởng**

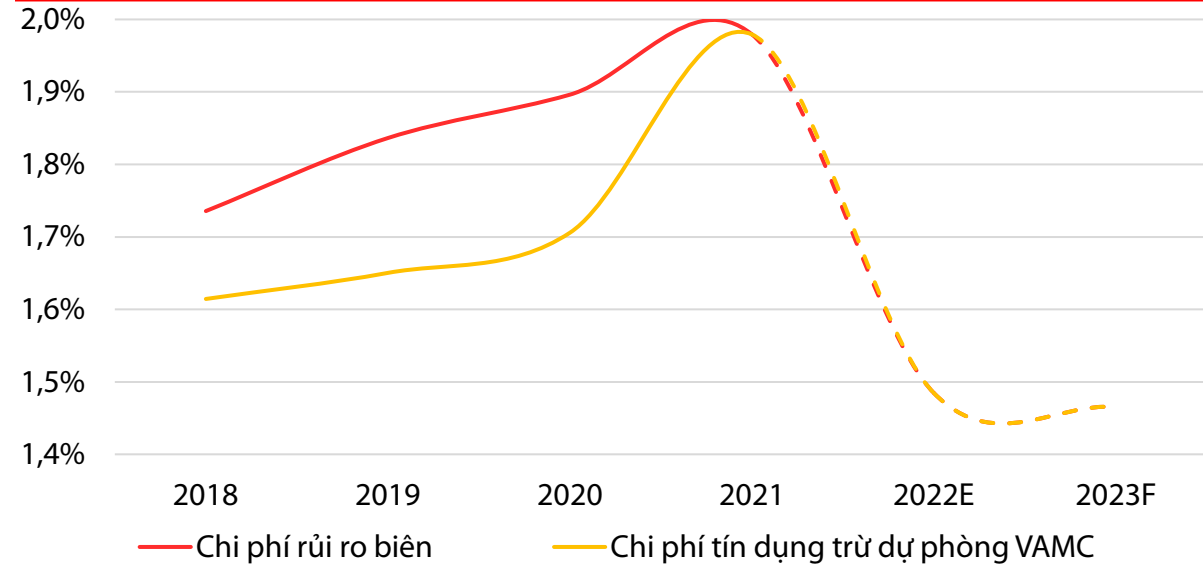
- Một số động lực tăng trưởng trở nên bất định do bối cảnh vĩ mô nhưng các luận điểm vẫn ổn định. KQKD 6T/22 của các cổ phiếu lựa chọn nhìn hơn so với mong đợi. Tuy nhiên, do biến động ngắn hạn, chúng tôi đã thêm một số kịch bản đầu tư. **Khi hạn chế trong tăng trưởng tín dụng áp lực các NH tư nhân lớn, quản lý chi phí rủi ro mang lại sự chắc chắn hơn.** Luận điểm phục hồi kinh tế vẫn trụ vững trong ngắn hạn, phù hợp với dự báo phục hồi hình chữ K và có thể được hỗ trợ bởi đầu tư công trong nửa cuối năm. Do đó, VCB, CTG và BID được kỳ vọng sẽ có kết quả khả quan. Chúng tôi nghiêng về hai NH đầu tiên hơn vì lợi thế về định giá. **Tìm kiếm tăng trưởng trong một môi trường chi phí cao hơn với những ràng buộc có thể thúc đẩy việc "hướng đến chất lượng".** Các NH sẽ cân bằng giữa tăng trưởng và hiệu quả tổng thể. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ vượt qua những khó khăn với việc phân bổ vốn hiệu quả trong khi MBB sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ bộ đệm dự phòng. Cắt giảm chi phí rủi ro là quan điểm đầu tư chính trong nửa cuối năm.

**Hình 22: Chi phí tín dụng của danh mục của chúng tôi**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

**Hình 23: Chi phí tín dụng biên của danh mục của chúng tôi**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

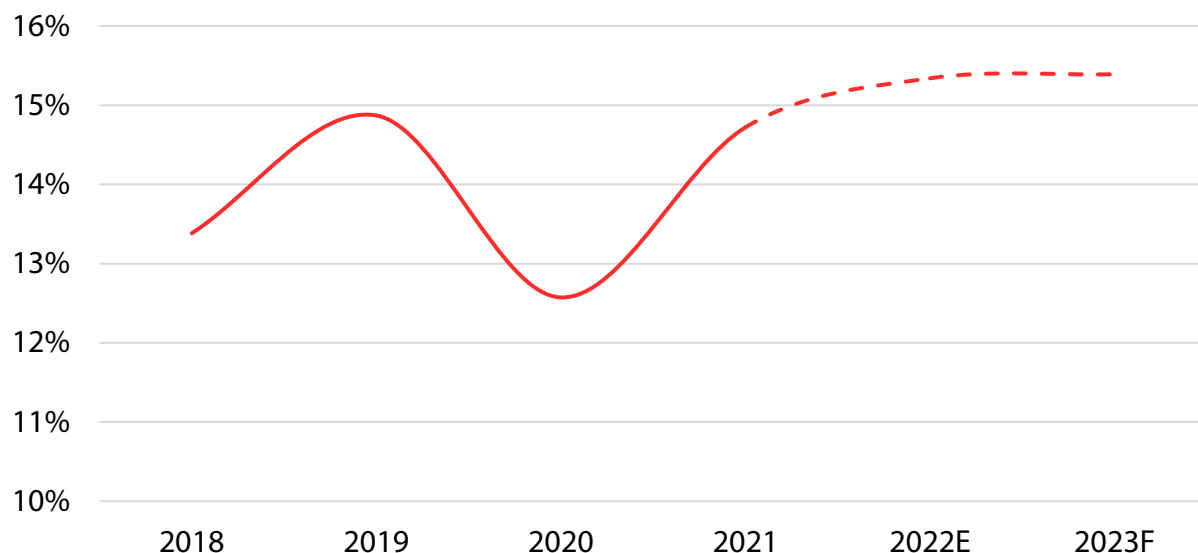
## Sự không chắc chắn của hạn mức tăng trưởng tín dụng và phân bổ giữa các ngân hàng

Từ một động lực quan trọng của các NH tư nhân, hạn mức tăng trưởng tín dụng hiện tiềm ẩn rủi ro điều chỉnh và là ẩn số khi định hướng chính sách không cụ thể. Dù NHNN cam kết tăng trưởng tín dụng 14%, chúng tôi vẫn chưa chắc chắn về quy mô, tần suất và thời điểm cấp hạn mức và phân bổ giữa các NH. Điều đó ảnh hưởng đến kế hoạch vốn và huy động. Việc thay đổi chính sách tín dụng có thể dẫn đến mức tăng trưởng tín dụng giữa các NH không lệch nhiều, lấy đi lợi thế tăng trưởng của một số NH tư nhân. Chúng tôi không thay đổi nhiều dự báo tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2022-2023 nhưng nhận thấy nhiều dư địa để các NH linh hoạt đối phó với tác động trong trường hợp bất ngờ tiêu cực.

## NIM mở rộng là yếu tố tích cực trong khi tác động khó đoán lên tiền gửi do bất ổn vĩ mô gây lo ngại về sự thu hẹp chênh lệch tăng trưởng tín dụng - tiền gửi

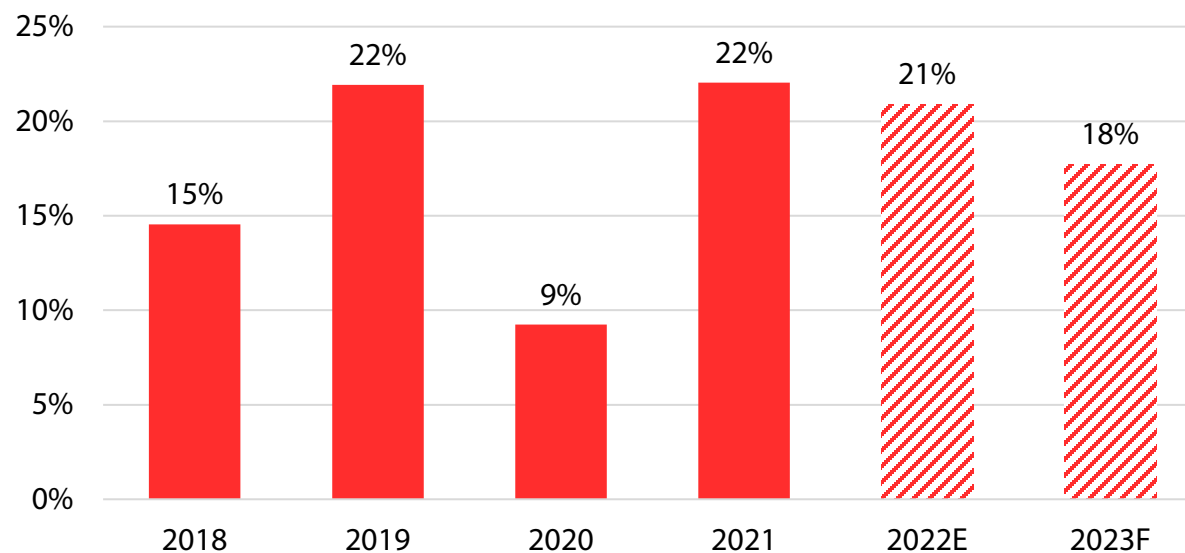
Nguồn vốn ngoài tiền gửi KH sẽ tăng về cơ cấu nhờ vay nước ngoài. Các tỷ lệ thanh khoản theo quy định bị hạn chế cũng dẫn đến nguồn vốn liên ngân hàng cao ổn định. Bên cạnh LSHĐ cao hơn, tốc độ giải ngân đầu tư công và hiệu quả sử dụng vốn sẽ quyết định cơ cấu và khả năng tăng trưởng tiền gửi, có thể thu hẹp chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động do hạn mức tăng trưởng tín dụng bị hạn chế. NIM sẽ gặp cả khó khăn và thuận lợi nhưng nền so sánh chắc chắn là hỗ trợ.

**Hình 24: Tăng trưởng cho vay của danh mục của chúng tôi**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

**Hình 25: Tăng trưởng thu nhập lãi của danh mục của chúng tôi**

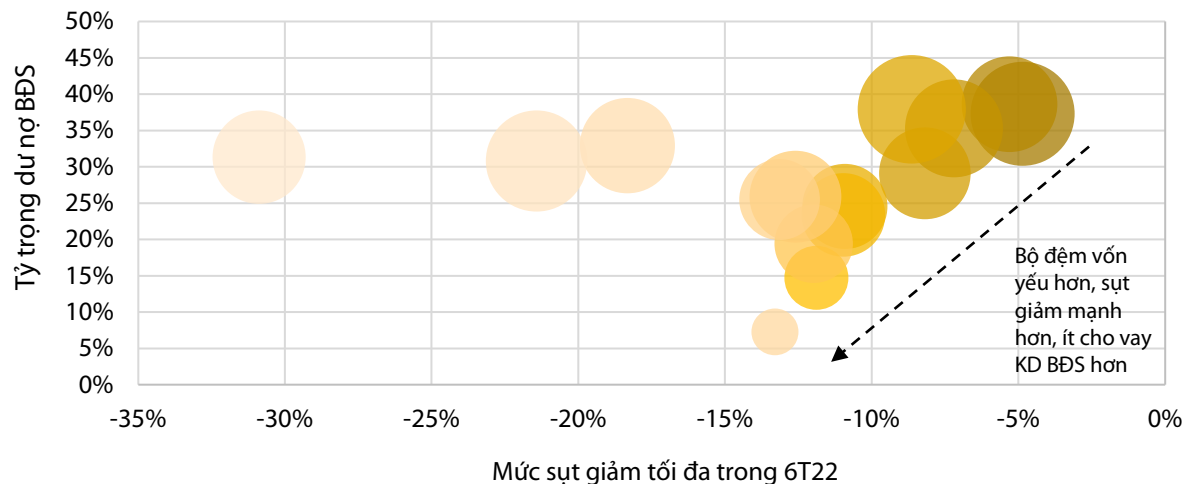


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

**Thị trường BĐS thắt chặt cần được nhìn nhận như một rủi ro hệ thống**

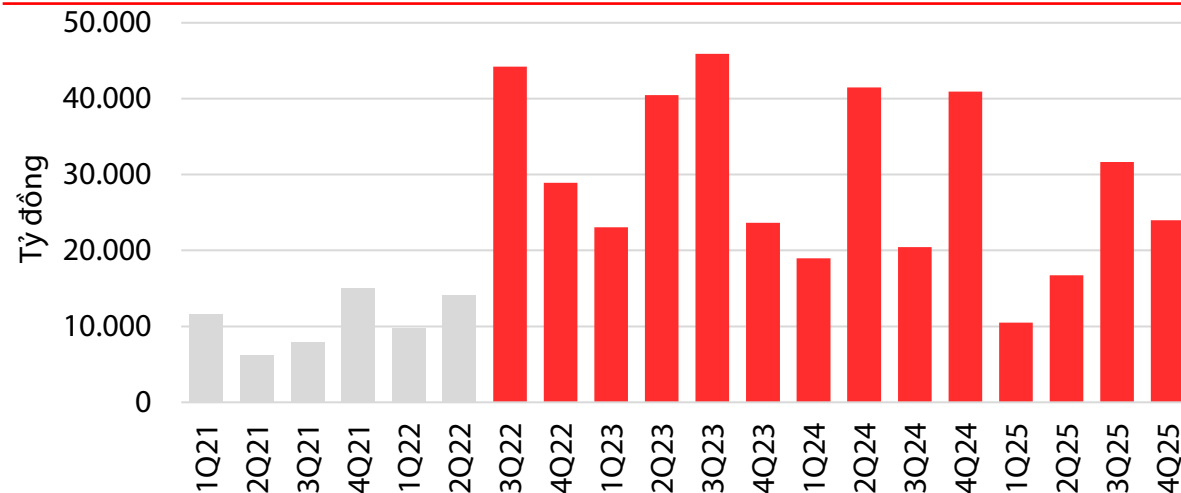
- Với sự thâm nhập sâu của BĐS vào hoạt động NH và vai trò trong nền kinh tế, sự thắt chặt của thị trường BĐS hoặc các chủ đầu tư lớn gặp khó khăn sẽ có tác động rộng rãi đến NH và các thành phần khác. Kết hợp với trường hợp tiền lệ ở Trung Quốc, chúng tôi xem rủi ro BĐS ở Việt Nam, bao gồm cả vấn đề TPDN, là rủi ro hệ thống và theo đó được phản ánh đồng đều. Cách tiếp cận lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi xem xét đến tuyến phòng thủ cuối cùng – vốn. Các NH Trung Quốc có bộ đệm vốn nhỏ hơn (độ lớn bong bóng) có xu hướng giảm giá nhiều hơn mặc dù tỷ lệ cho vay đối với các nhà phát triển BĐS thấp hơn. Trong khi đó, có mối tương quan yếu giữa mức độ phơi nhiễm, bộ đệm vốn và mức sụt giảm tối đa ở Việt Nam trong 6T/22. Do đó, đà giảm giá trong 6T/22 có thể đến từ hiệu ứng lan tỏa hoặc xuất phát từ các mối quan ngại hoặc vấn đề tâm lý khác.

**Hình 27: Mức giảm tối đa và dư nợ BĐS của các NH Trung Quốc**

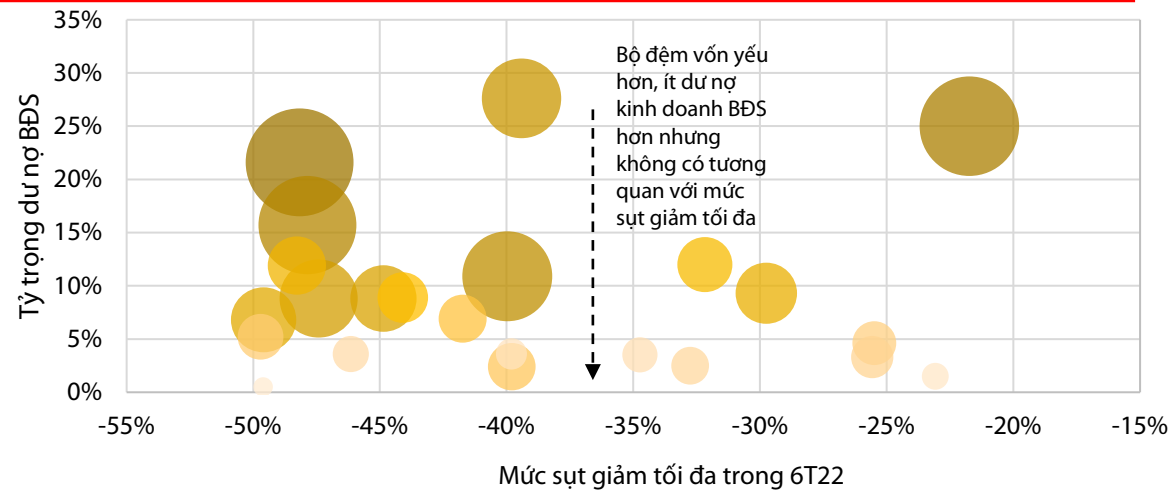


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Trục ngang: mức giảm tối đa trong 6T. Trục dọc: Cho vay đối với nhà phát triển BĐS trên tổng dư nợ. Kích thước: Cho vay nhà phát triển BĐS trên tổng vốn CSH.

**Hình 26: Phân kỳ đảo hạn TPDN của các nhà phát triển BĐS**



**Hình 28: Mức giảm tối đa và dư nợ BĐS của các NH Việt Nam**



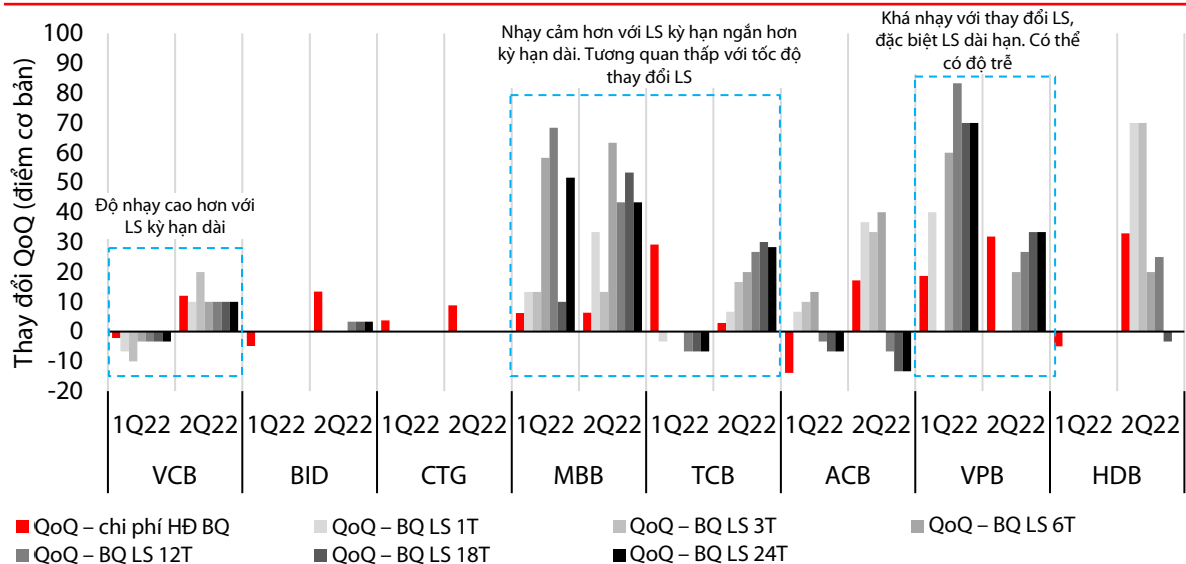
## Cạnh tranh định giá sẽ gây căng thẳng cho NIM và khiến các ngân hàng nhỏ gặp khó khăn

• Việc tăng lãi suất (LS) là không thể tránh khỏi. Các NH Việt Nam có chênh lệch kỳ hạn lớn, được Thống đốc NHNN đề cập. Chúng tôi kỳ vọng làn sóng tăng lãi suất sẽ còn trong vài năm tới nhưng tốc độ sẽ chậm. Hành vi người gửi tiền đã thay đổi tại các NH số hóa và hệ sinh thái được kết nối tốt, giảm tác động dẫn truyền từ tăng lãi suất niêm yết lên chi phí tiền gửi bình quân. Cạnh tranh lãi suất có khả năng xảy ra ở các NH nhỏ hơn, gây áp lực lớn lên NIM do môi trường chi phí đang thay đổi. Kết hợp với cơ cấu kỳ hạn của các ngân hàng, chúng tôi cho rằng sẽ có NH được hưởng lợi khi lãi suất huy động niêm yết cao hơn, bao gồm cả TCB và MBB trong danh mục của chúng tôi. Chênh lệch LS thị trường 1 cũng sẽ thu hẹp tại một số ngân hàng trong quá trình tái cân bằng kỳ hạn tiền gửi. Nhìn chung, triển vọng NIM là phân hóa, nhưng nền so sánh sẽ hỗ trợ.

## Tìm kiếm tăng trưởng trong môi trường chi phí cao hơn đặt nặng lên phí vốn và quản lý bảng cân đối

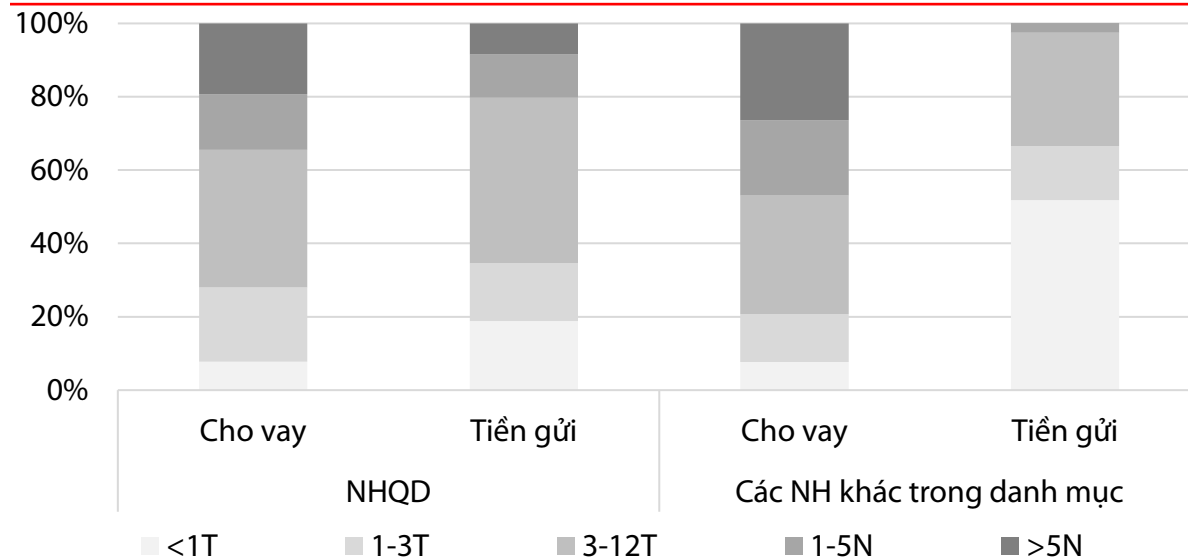
• Khi LS tăng, vốn trở nên đắt hơn. Sự gia tăng biên của vốn huy động với chi phí cao đòi hỏi lợi nhuận điều chỉnh rủi ro cao hơn. Đi vào các phân khúc rủi ro hơn có thể mang lại lợi nhuận không như mong muốn do chi phí huy động và chi phí vốn tăng. Yêu cầu phân bổ và quản lý vốn hiệu quả sẽ dẫn đến thay đổi chiến lược tại một số ngân hàng.

**Hình 29: Tương quan giữa LS niêm yết và chi phí tiền gửi bình quân**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. \* Lãi suất niêm yết trung bình trong quý. Lãi suất được trích dẫn là lãi suất cao nhất có thể ở mỗi kỳ hạn.

**Hình 30: Cơ cấu kỳ hạn của các NH trong phạm vi của chúng tôi**



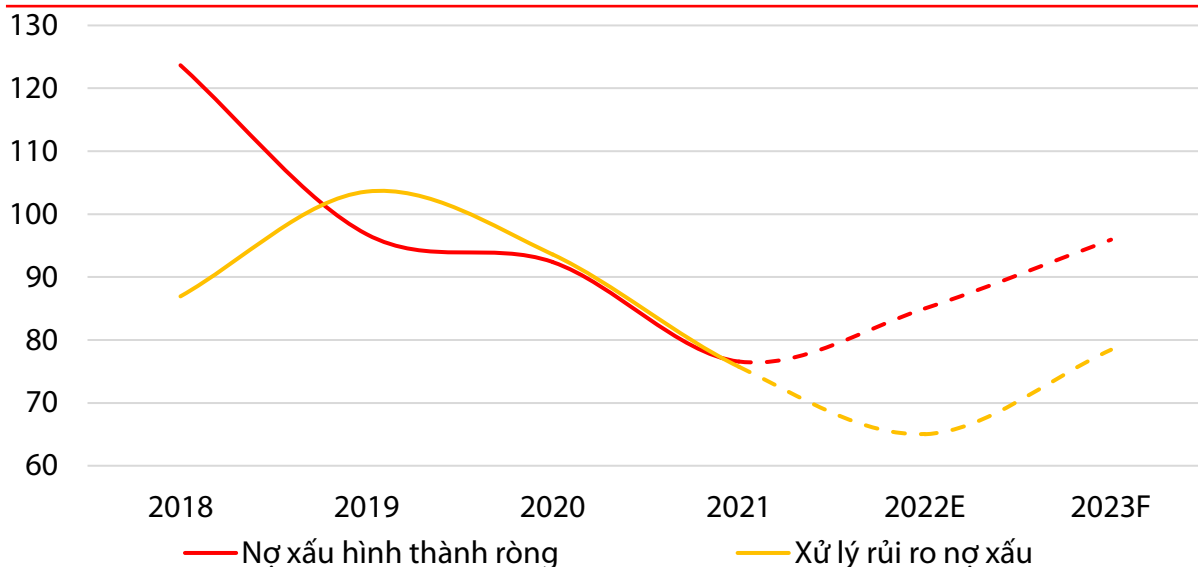
**Biến động dự kiến trong động lượng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động**

- Tăng trưởng doanh thu tại các ngân hàng sẽ có xu hướng khác nhau đến từ sự không chắc chắn và đặc thù của các ngân hàng. Trong khi hạn mức tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ có những tác động trái chiều do độ nhạy khác nhau, NIM sẽ được hỗ trợ bởi nền so sánh, thúc đẩy động lượng thu nhập lãi thuần. Thu nhập ngoài lãi sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ của đóng góp từ các công ty con cũng như tăng trưởng bền vững của bancassurance và tài trợ thương mại. Động lượng này sẽ phục hồi từ 6T/22.

**Thuận lợi từ phía chi phí rủi ro để chống lại những bất ổn bên ngoài và thúc đẩy tăng trưởng thu nhập**

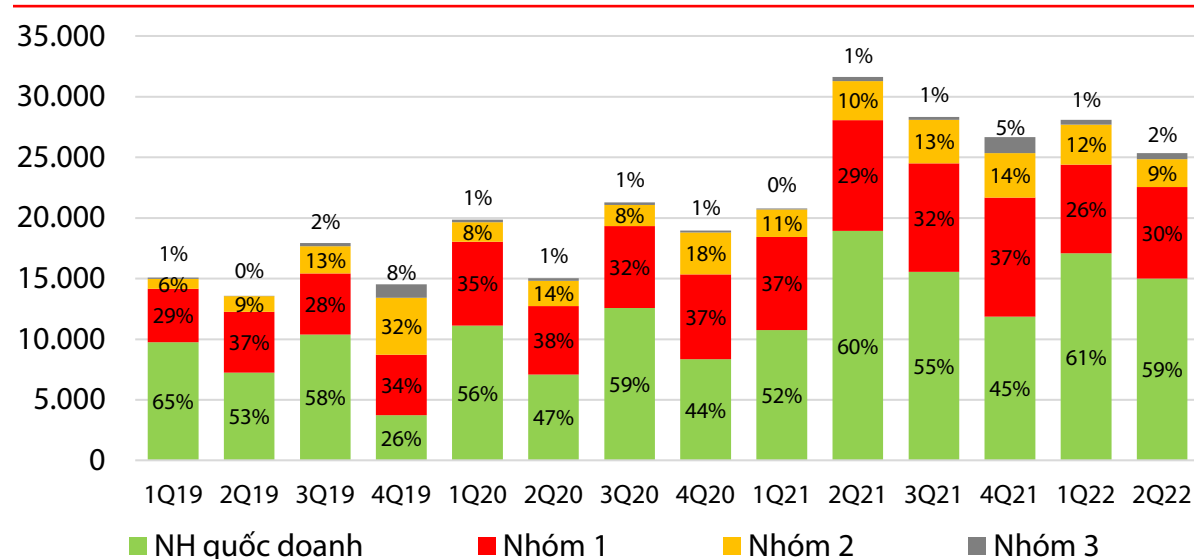
- Khả năng ổn định của bảng cân đối qua các cú sốc sẽ giúp cải thiện chi phí tín dụng tại các NH thận trọng. Chúng tôi kỳ vọng sự suy giảm tương đối của nợ cơ cấu, gây áp lực lên hình thành nợ xấu và xóa nợ. Tỷ lệ bao phủ có thể giảm ở các NH quốc doanh do dư nợ các doanh nghiệp lớn nhưng sức khỏe của bảng cân đối sẽ không bị ảnh hưởng tổng thể.
- Tỷ lệ nợ xấu hình thành được dự báo sẽ tăng trong nửa cuối năm và 2023 nhưng không đổi so với mức trước Covid. Nợ cơ cấu và sự bình thường hóa ở việc chuyển nhóm nợ xấu là nguyên nhân. Dự địa và khả năng tiếp tục giảm chi phí rủi ro tín dụng sẽ phân hóa. Các NH quốc doanh và NH tư nhân lớn có lợi thế hơn nhờ bộ đệm dự phòng.

**Hình 31: Chi phí tín dụng biên của danh mục của chúng tôi**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

**Hình 32: Mức trích lập dự phòng (Tỷ VND)**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

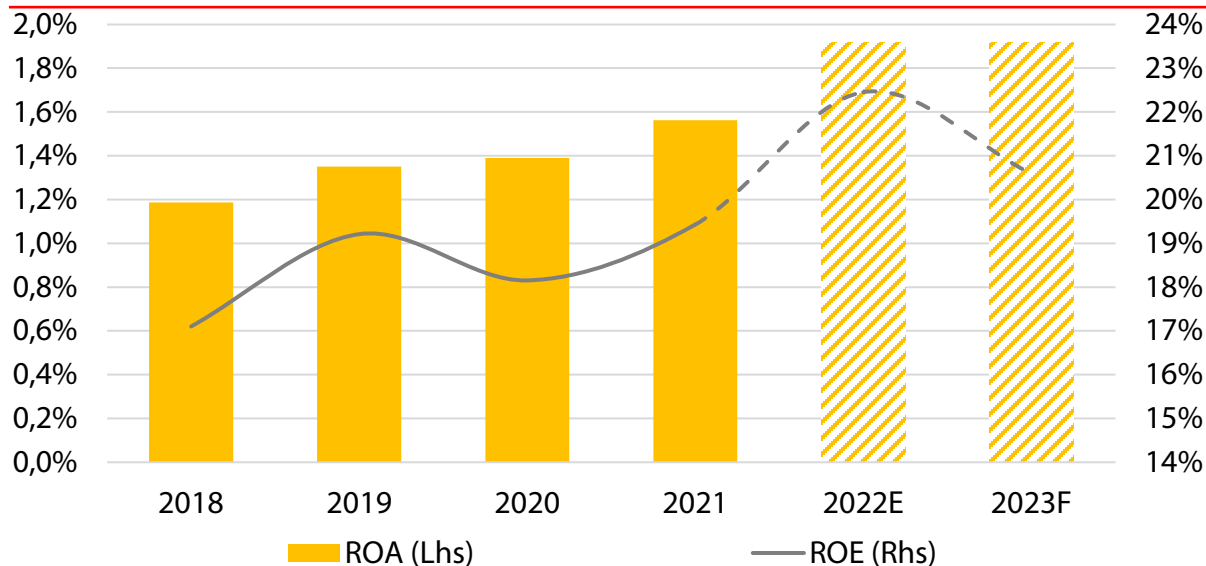
**Cân bằng giữa hiệu quả hoạt động ngân hàng với khả năng sinh lợi tổng thể và tăng trưởng**

• Hiệu quả tổng thể sẽ được ưu tiên để bảo toàn cơ sở vốn. Chúng tôi kỳ vọng ROA và ROE sẽ tăng trong năm 2022 do cải thiện chi phí rủi ro. Chỉ số hiệu quả năm 2023 sẽ bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2022 vì tăng vốn. Hiệu quả phân bổ vốn sẽ được xem xét cẩn thận trong một môi trường chi phí cao và dưới những ràng buộc của bảng cân đối. Các giới hạn đó đến từ sự sẵn có của các nguồn vốn phụ thuộc vào hạn mức tăng trưởng tín dụng và đầu tư công. Bên cạnh đó, các ngân hàng nhỏ sẽ gặp khó khăn trong việc phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả để mang lại đủ lợi nhuận. Chúng tôi duy trì ưu tiên của mình đối với các ngân hàng có quy mô lớn so với các ngân hàng nhỏ hơn.

**Hệ số định giá là bộ đệm tốt**

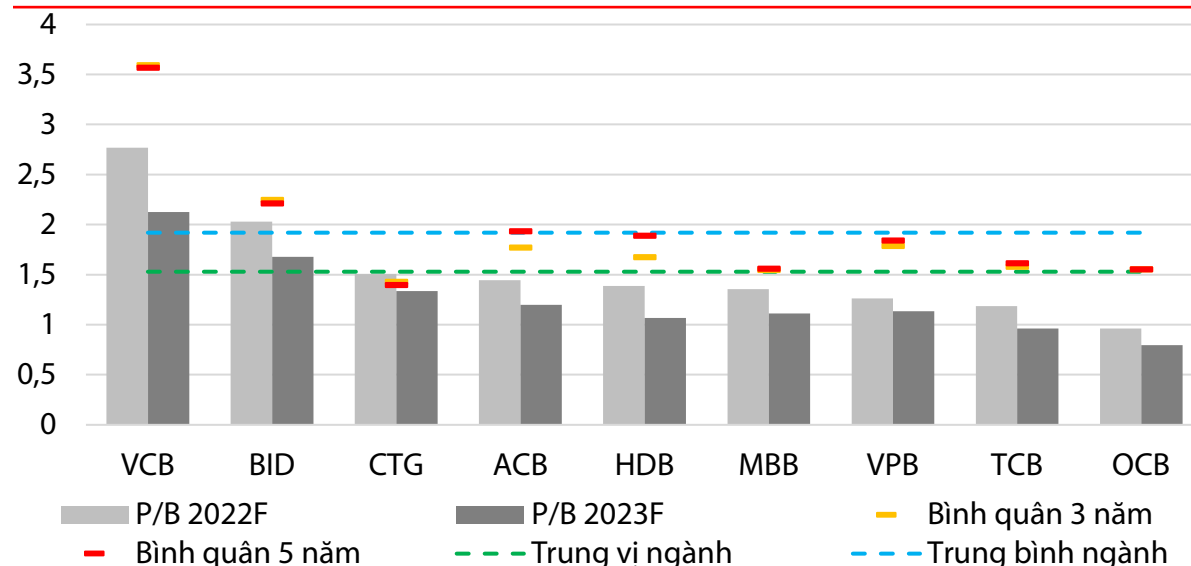
• Định giá đã trở nên hấp dẫn trên toàn ngành khi so sánh với hệ số lịch sử. Ngay cả khi so sánh mức P/B lịch sử ở môi trường chi phí cao, chúng tôi cũng nhận thấy cán cân rủi ro/lợi nhuận chấp nhận được đối với danh mục của chúng tôi. Yếu tố còn lại là câu chuyện, bao gồm lợi ích từ chương trình nhận chuyển giao bắt buộc, phát hành riêng lẻ và chia cổ tức.

**Hình 33: ROA và ROE của danh mục của chúng tôi**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

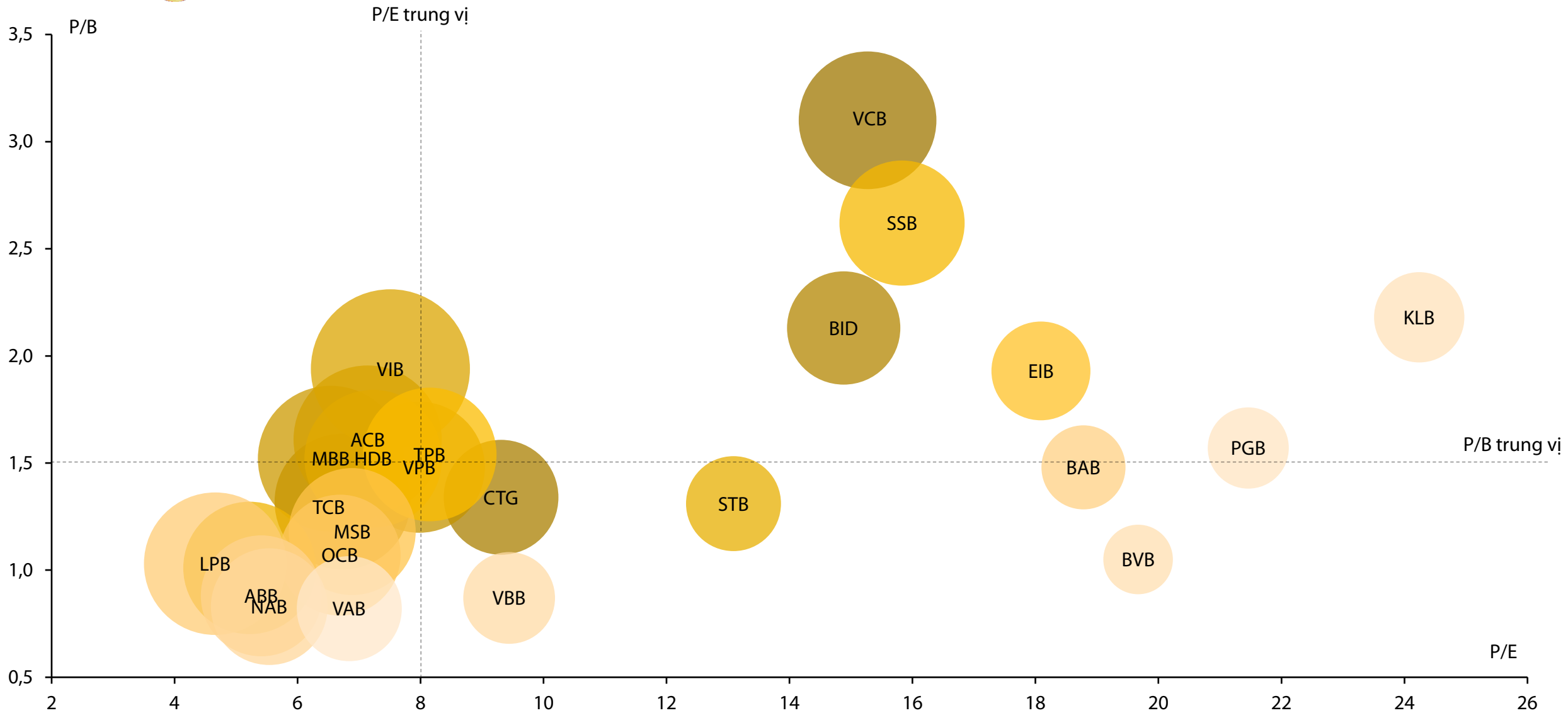
**Hình 34: P/B lịch sử và dự phóng của danh mục của chúng tôi**



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (dồn 12T, %YoY)	Tăng trưởng thu nhập phí thuần (dồn 12T, %YoY)	Tăng trưởng TNHĐ (dồn 12T, %YoY)	Tăng trưởng LNST (dồn 12T, %YoY)	NIM (dồn 12T)	Tỷ lệ nợ xấu (%)	ROA (%)	ROE (%)	P/E (dồn 12T)	P/B	Tăng trưởng tín dụng (YTD, %)
<b>VCB</b>	380.968	96.900	14,1%	-15,2%	11,5%	21,5%	3,2%	0,6%	1,7%	21,7%	15,3	3,1	14,4%
<b>BID</b>	194.247	37.400	16,2%	1,3%	8,5%	28,9%	2,8%	1,0%	0,7%	14,7%	14,9	2,1	9,4%
<b>CTG</b>	136.724	34.000	3,7%	6,9%	8,8%	-10,1%	2,8%	1,3%	0,9%	15,1%	9,3	1,3	9,7%
<b>TCB</b>	136.224	62.700	28,2%	49,5%	20,0%	25,1%	5,6%	0,6%	3,4%	21,1%	6,7	1,3	7,6%
<b>VPB</b>	133.809	46.200	3,9%	18,0%	21,9%	34,8%	7,2%	5,3%	3,1%	19,6%	8,0	1,5	13,6%
<b>MBB</b>	102.770	42.800	32,2%	10,5%	28,0%	50,9%	5,3%	1,2%	2,5%	24,2%	6,5	1,5	14,6%
<b>ACB</b>	83.929	33.600	15,2%	29,3%	17,8%	21,3%	4,1%	0,8%	2,3%	25,1%	7,1	1,6	9,3%
<b>SSB</b>	61.606	n/a	45,6%	113,5%	53,4%	73,7%	3,1%	1,6%	1,7%	17,9%	15,8	2,6	13,9%
<b>VIB</b>	54.800	n/a	26,2%	6,6%	19,1%	22,7%	4,3%	2,4%	2,3%	28,9%	7,5	1,9	9,7%
<b>HDB</b>	50.406	32.000	19,8%	66,8%	20,1%	29,3%	4,7%	1,3%	1,9%	21,6%	7,2	1,5	14,8%
<b>STB</b>	46.942	n/a	-8,7%	42,6%	7,2%	3,1%	2,3%	1,3%	0,7%	10,3%	13,1	1,3	6,1%
<b>TPB</b>	44.764	n/a	28,4%	23,9%	32,0%	27,2%	4,1%	0,9%	1,9%	20,4%	8,1	1,5	9,1%

Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại thời điểm 10/8/2022.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng đại diện cho ROE. Giá cổ phiếu tại 10/8/2022. Loại trừ SGB và NVB.

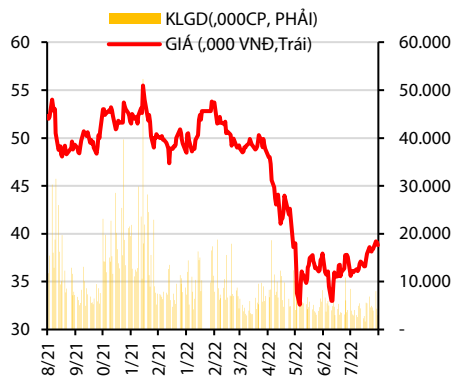
**MUA: +62%**

**GTT: 38.800**

**GMT: 62.700**

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH



Ngành  
 Vốn hóa (tỷ đồng)  
 SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
 KLBQ 3 tháng (nghìn CP)  
 GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
 SH NĐTNN còn lại (%)  
 BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng  
 5.826  
 3.511  
 5.144  
 188  
 0.0  
 56 – 32,55

	2021A	2022E	2023F
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	26.699	32.300	38.522
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	37.076	44.700	52.991
LNST (tỷ VNĐ)	18.038	22.638	26.716
ROA (%)	3,6	3,6	3,6
ROE (%)	21,52	21,8	20,8
Tăng trưởng tài sản (%)	29,4	18,8	19,8
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	26.264	32.712	40.321
P/E (x) (*)	9,8	6,1	5,1
P/B (x) (*)	1,4	1,2	1,0

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Tốc độ chậm lại tạm thời nhưng triển vọng tăng trưởng bảng cân đối trung dài hạn vẫn ổn định nhờ các lợi thế cạnh tranh chắc chắn

• Dù khả năng tăng trưởng chậm lại trong năm 2022 do điều kiện thắt chặt, chúng tôi duy trì triển vọng dài hạn cho năng lực tăng trưởng bảng cân đối và cải thiện ROE. Các yếu tố nền tảng không bị suy giảm bởi các cú sốc ngắn hạn: cơ sở hạ tầng công nghệ hàng đầu, nền tảng vốn mạnh để chống chịu các tình huống căng thẳng như các cú sốc trong lĩnh vực bất động sản, và hệ sinh thái khép kín. TCB có thể duy trì khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động trong nhiều môi trường nhờ chi phí huy động vốn và giá các cơ sở tín dụng cạnh tranh cũng như năng lực tài chính khách hàng cao. Trong 6T22, TCB đã cân đối tổng thể NIM, chi phí rủi ro và phân bổ vốn để thích ứng với sự bất định như hạn mức tăng trưởng tín dụng không như kỳ vọng.

### Nguồn lực huy động đa dạng và bền vững được hỗ trợ bởi mạng lưới tiền gửi bán lẻ phân khúc cao cấp và các nguồn huy động quốc tế dài hạn quy mô lớn

• Nhờ hệ sinh thái quản lý tài sản rộng lớn giúp giữ lại dòng tiền, TCB có thể tăng trưởng cơ sở tiền gửi với CASA ổn định đồng thời huy động quốc tế cho nguồn vốn dài hạn và lãi suất tốt.

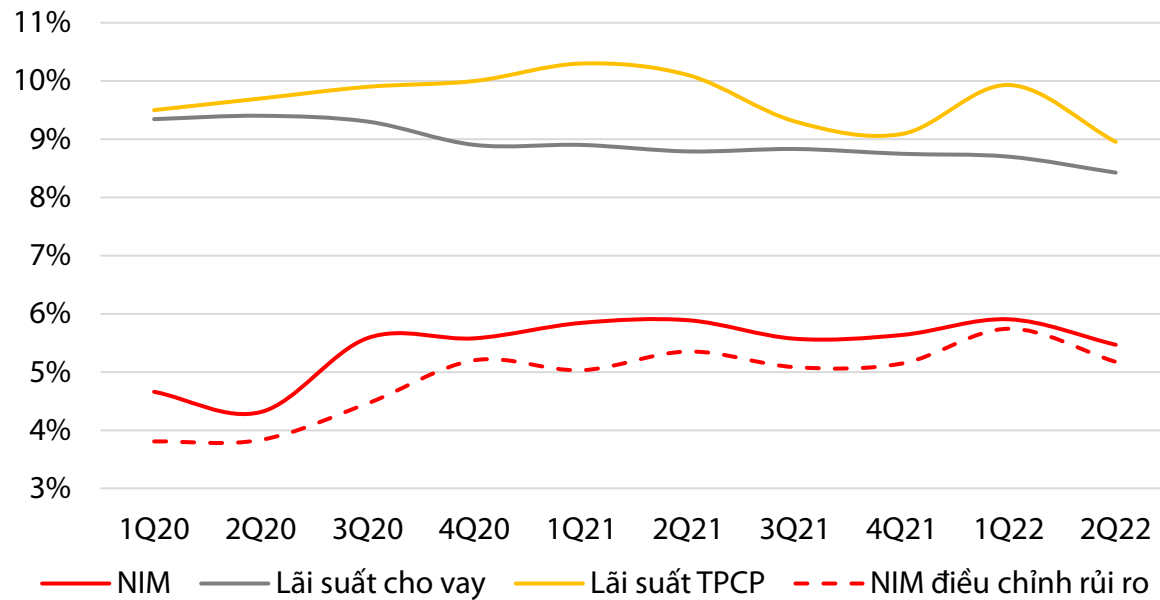
### Được thúc đẩy bởi đà phục hồi kinh tế năm 2022, TCB có nền tảng vững chắc để tăng trưởng toàn diện và tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động

• Nhờ cắt giảm chi phí dự phòng như kì vọng và tăng trưởng thu nhập phí đồng đều, TCB vẫn duy trì bảng cân đối khỏe và đà tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong nửa đầu năm dù áp lực lên biên NIM gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ duy trì động lượng và hiệu quả hoạt động trong 6T cuối năm nhờ chi phí rủi ro tín dụng và hồ sơ rủi ro của khách hàng tiếp tục cải thiện.

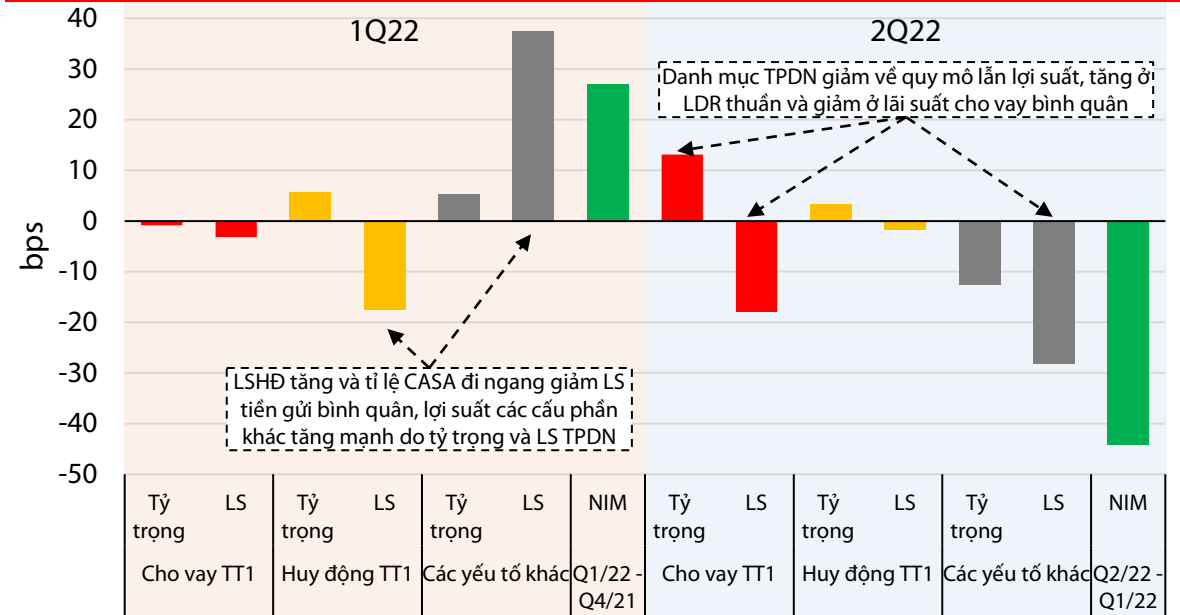
## RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

• Sự không chắc chắn trong đà phục hồi kinh tế trung hạn do vĩ mô toàn cầu, và trong hạn mức tăng trưởng tín dụng, thị trường bất động sản và triển vọng TPDN do chính sách thắt chặt.

**Hình 1: NIM, NIM điều chỉnh rủi ro và các lợi suất (quy năm, %)**



**Hình 2: Cấu phần thay đổi NIM theo quý (quy năm, %)**



**Bất chấp những khó khăn từ tăng trưởng tín dụng và NIM, tốc độ tăng trưởng vẫn duy trì nhờ nguồn thu nhập đa dạng và chi phí rủi ro giảm**

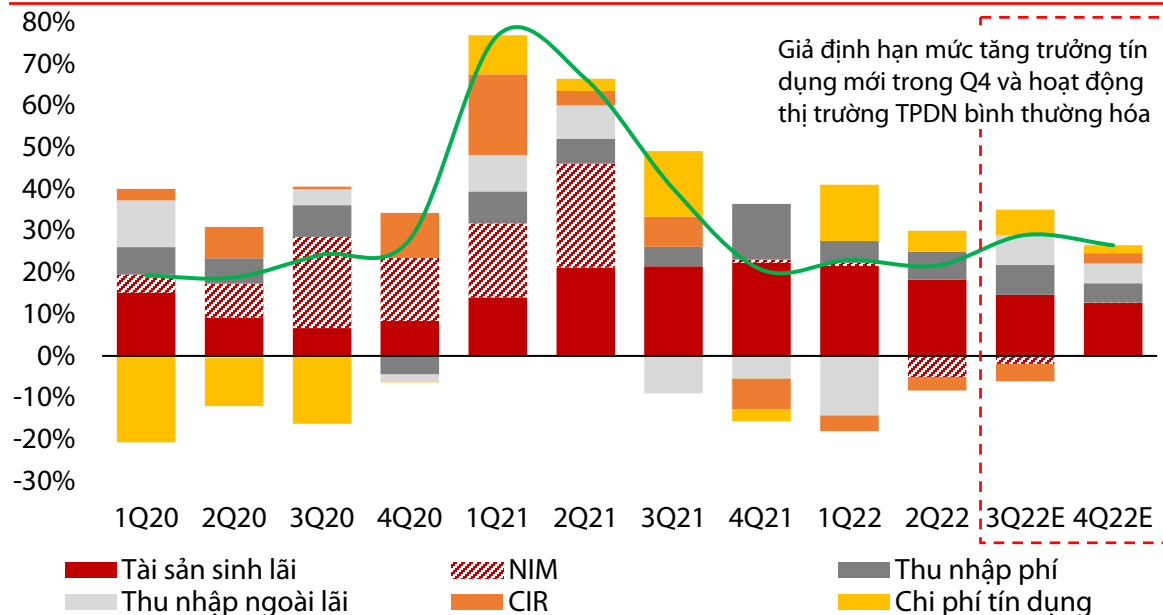
- Ngược với kỳ vọng về hạn mức cao năm 2022, TCB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu ở mức trung bình, do đó, cản trở khả năng mở rộng. Tăng trưởng tín dụng riêng lẻ là 8,5% YTD trong 6T22, tăng nhẹ so với mức 7,9% ở Q1. NIM Q1 đi ngang trước khi giảm mạnh trong Q2/22. Tăng trưởng LNTT Q1 (23% YoY) và Q2 (22% YoY) chủ yếu nhờ tăng trưởng tài sản (24% YoY trong 6T22), thu nhập phí (39% YoY trong 6T22) và chi phí tín dụng. Bảng cân đối lành mạnh với tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức thấp (0,6%).

**Lợi nhuận ngân hàng toàn diện được chú trọng để tăng cường hiệu quả phân bổ vốn và hồ sơ rủi ro ngân hàng**

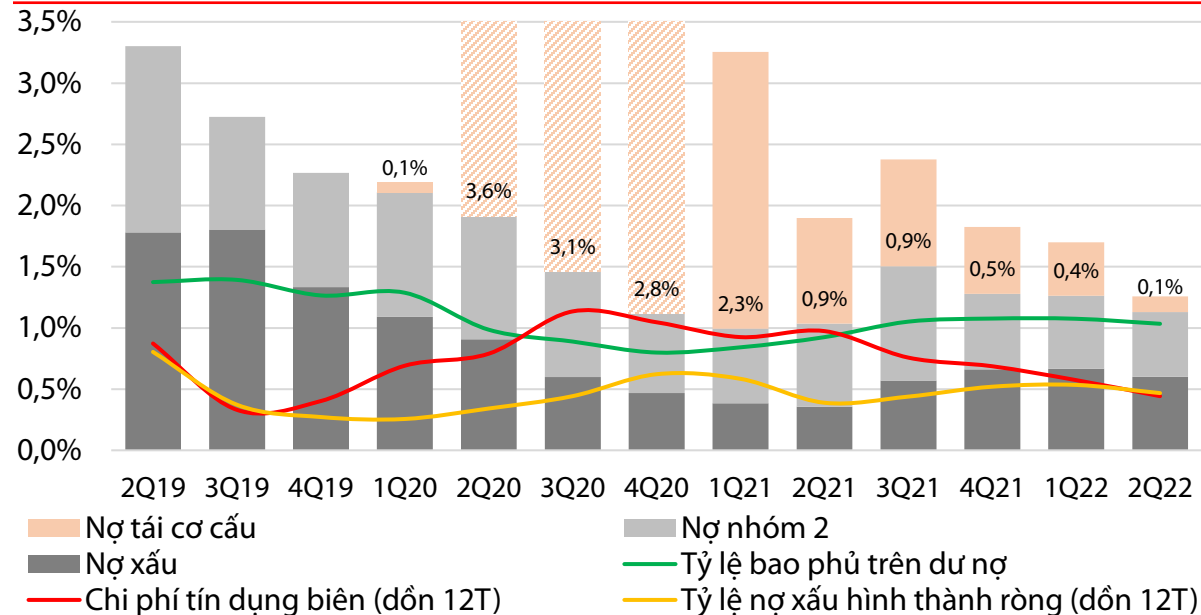
- Do dư địa mở rộng bảng cân đối bị hạn chế trên cả khía cạnh phân bổ tín dụng và chi phí, TCB thay đổi định hướng để đảm bảo khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể. Tăng trưởng tổng thu nhập được dẫn dắt bởi mảng phí dù mảng TPDN chậm lại trong Q2. Tăng trưởng trong môi trường chi phí cao thúc đẩy phân bổ vốn hiệu quả, dịch chuyển sang phân khúc cao và thu nhập ngoài lãi. Hồ sơ rủi ro cải thiện toàn diện nhờ năng lực tài chính KH phục hồi. Trọng số rủi ro giảm xuống 108% và hệ số CAR (Basel II) tăng lên.

Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Các cấu phần tăng trưởng LNTT và dự phóng (% YoY)**



**Hình 4: Chất lượng tài sản và các chỉ tiêu bộ đệm dự phòng (%)**



**Tập trung vào NIM điều chỉnh theo rủi ro và thu nhập ngoài lãi để mang lại tăng trưởng ổn định**

- Chúng tôi điều chỉnh dự báo cho những khó khăn trong tăng trưởng bằng cân đối. TCB được dự báo sẽ dựa trên đà phục hồi kinh tế và số hóa để giảm chi phí rủi ro tín dụng và bán chéo các sản phẩm ngoài lãi như thẻ, ngoại hối, thanh toán. Mạng bancassurance bị cạnh tranh gay gắt nhưng vẫn tăng trưởng 33% về doanh số APE trong 6T22. TCB sẽ hoàn nhập dự phòng trái phiếu trong nửa cuối năm, ước tính hơn 500 tỷ đồng. TCB kỳ vọng hoạt động thị trường TPDN phục hồi tốt sẽ hỗ trợ thu nhập phí và bù đắp sự sụt giảm ở mảng thu hồi nợ đã xóa. Thu nhập phí được dự báo tăng 45% trong nửa cuối năm và 23% năm 2023, dẫn dắt tăng trưởng tổng thu nhập lần lượt đạt 24% và 19%.
- Dự phóng tăng trưởng tín dụng và NIM năm 2022 bị điều chỉnh giảm. TCB sẽ duy trì động lượng ổn định trong Q3-Q4/22 với thu nhập ngoài lãi cải thiện và tăng trưởng tài sản chậm lại. NIM sẽ dao động quanh mức 5,4-5,6% trong năm 2022-2023. Tỷ lệ CASA sẽ tăng trở lại, chủ yếu nhờ nguồn cung vốn dồi dào hơn. Chi phí tín dụng sẽ duy trì dưới 0,5% nhờ danh mục tốt. Chúng tôi duy trì LNTT 2022 ở mức 29,0 nghìn tỷ (25% YoY) nhưng giảm 5% LNTT 2023 (18% YoY) để phản ánh tốc độ tăng trưởng tài sản chậm hơn.

Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

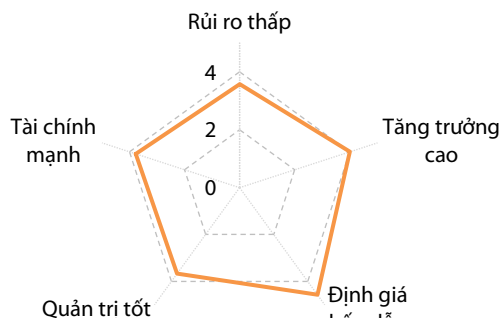
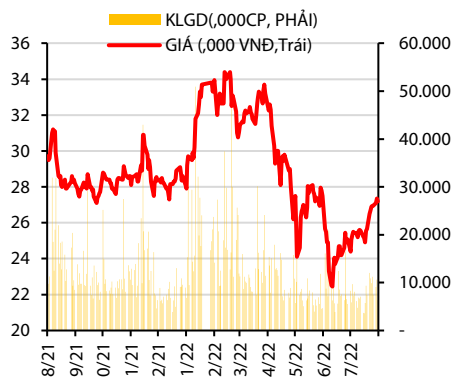
**MUA: 57%**

**GTT: 27.200**

**GMT: 42.800**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KLBO 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng  
102.770  
3.778  
8.139  
209  
0,0  
34,9 - 21,85

	2021A	2022E	2023F
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	26.200	36.015	43.007
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	36.934	46.714	54.687
LNST (tỷ VNĐ)	12.697	18.024	21.162
ROA (%)	2,3	2,7	2,5
ROE (%)	22,6	25,7	24,5
Tăng trưởng tài sản (%)	22,7	23,9	22,1
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	16.538	20.101	24.489
P/E (x) (*)	8,0	5,5	4,6
P/B (x) (*)	1,7	1,4	1,1

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Quá trình chuyển đổi số nhanh chóng tận dụng các lợi thế mang tính cấu trúc để chuyển đổi và củng cố hệ sinh thái nhằm mở rộng bền vững và hiệu quả**

- Tích cực nâng cao trải nghiệm khách hàng tạo ra động lực mạnh mẽ cho việc mở rộng CASA. Cùng với mối quan hệ với các DN quân đội lớn giúp MBB duy trì được chi phí huy động vốn thấp. Điều này giúp ngân hàng dễ dàng điều hướng tín dụng đến các phân khúc mong muốn, đáp ứng mục tiêu của tập đoàn trong các giai đoạn kinh tế. Việc đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi giúp đảm bảo sử dụng vốn hiệu quả. Cơ sở khách hàng bán lẻ ngày càng mở rộng cũng tạo điều kiện thuận lợi cho thu ngoài lãi từ các sản phẩm bán chéo như bảo hiểm và thẻ tín dụng.

**Hệ sinh thái rộng lớn và toàn diện, khả năng sinh lời và hiệu quả tổng thể ổn định cùng với nền tảng vốn tốt tạo cơ sở cho tham vọng trở thành tập đoàn tài chính**

- Chiến lược 2022-2026 đặt mục tiêu biến ngân hàng thành một tập đoàn tài chính công nghệ với quy mô số hóa toàn diện. Các công nghệ cốt lõi tự xây dựng với nhân sự nội bộ cho phép cập nhật và bảo trì kịp thời và tiết kiệm chi phí, đảm bảo tính cạnh tranh. Kết hợp với lợi thế về cơ sở khách hàng, MBB có khả năng mang lại suất sinh lợi cao thông qua cải thiện biên NIM và tổn thất tín dụng. Hệ sinh thái đa dạng với ngân hàng làm trung tâm sẽ hỗ trợ chuyển đổi toàn diện thành một tập đoàn tài chính.

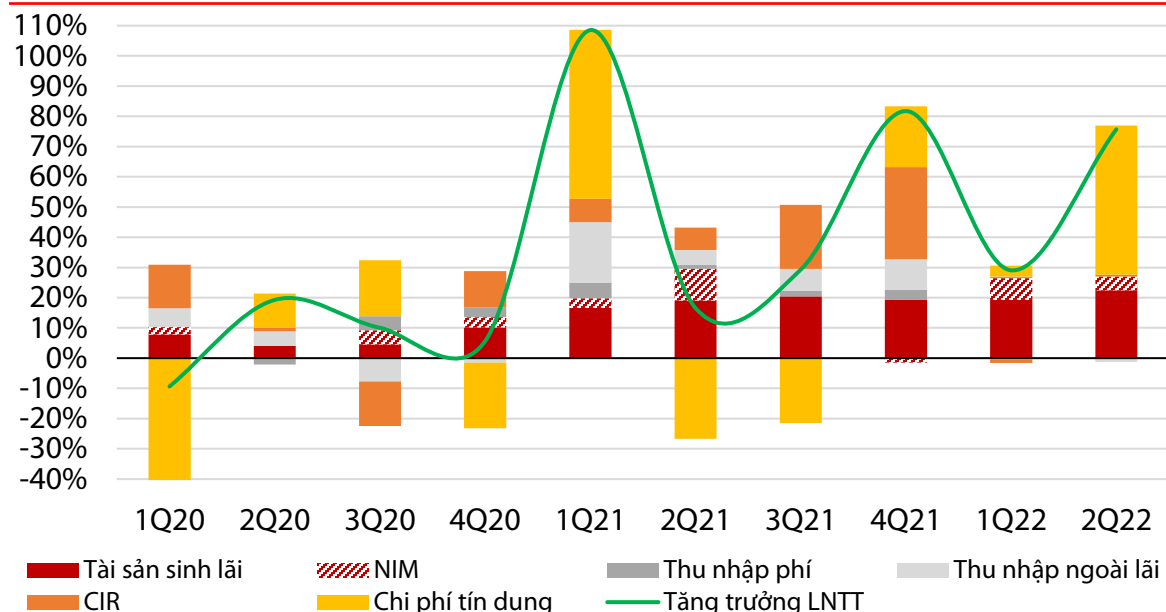
**Tăng trưởng lợi nhuận biến động trong 6 tháng đầu năm 2022 tạo kỳ vọng cho xu hướng trong nửa cuối năm trên nền tảng bộ đệm dự phòng**

- Tăng trưởng LNTT 6T22 49% đến từ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao và quản trị chi phí. Bộ đệm dự phòng dày và NIM duy trì sẽ giúp đạt mức tăng trưởng 35% trong nửa cuối năm 2022.

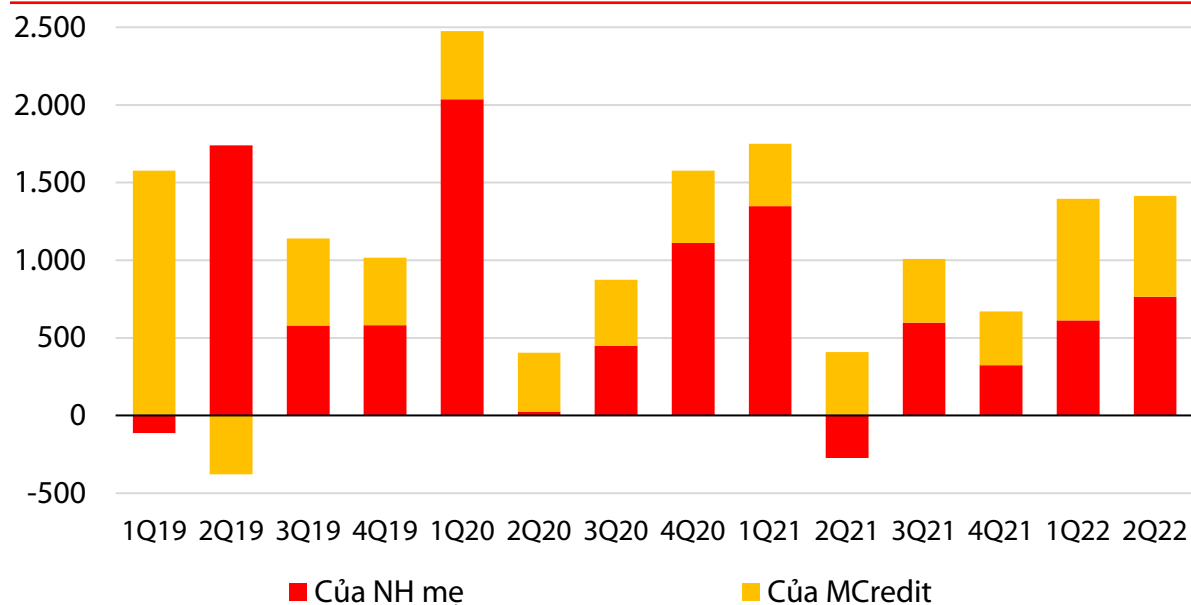
**RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM**

- Rủi ro giảm giá đến từ tính ổn định của nguồn vốn và sự phục hồi chậm hơn dự kiến ở các phân khúc chiến lược. Sự không chắc chắn từ việc nhận chuyển giao NH là rủi ro ở cả hai phía.

**Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT (% YoY)**



**Hình 2: Nợ xấu hình thành ròng hàng quý (tỷ đồng)**



**Dù thu nhập phí yếu hơn kì vọng, MBB vẫn tăng trưởng tổng thu nhập cao nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng hàng đầu và đà phục hồi ở NIM và chi phí tín dụng**

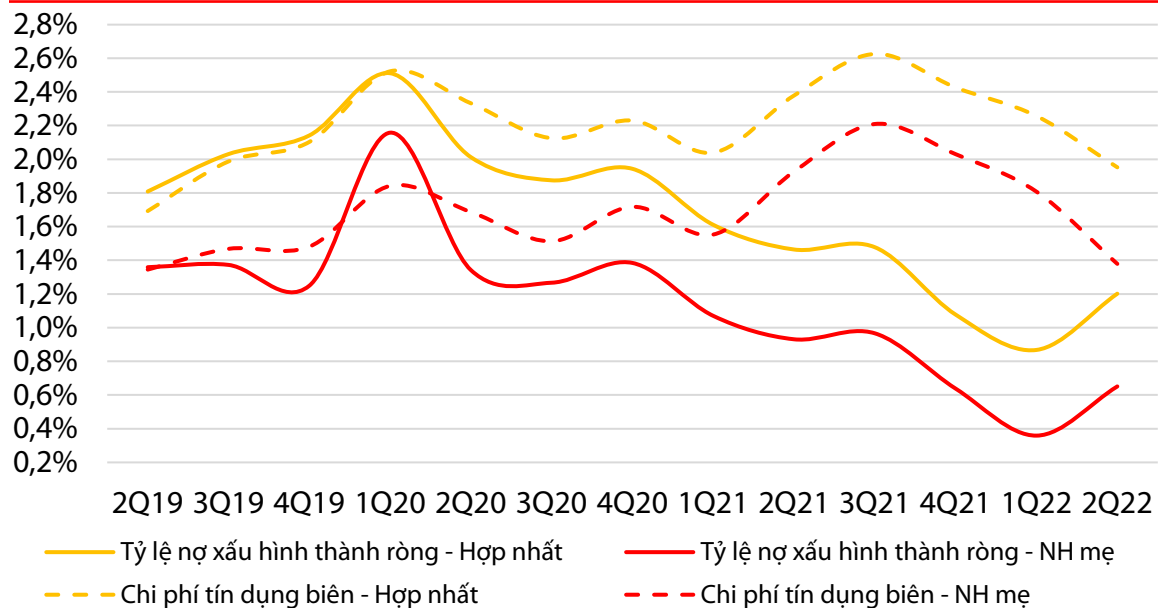
- Thu nhập phí hầu như đi ngang so với cùng kỳ trong 6T22 (2% YoY) do biên lợi nhuận thu nhập từ bảo hiểm giảm. Doanh số thu hồi nợ đã xóa cũng giảm mạnh, khiến tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đạt -4%. Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động 26% YoY chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (39% YoY). Trong đó, hạn mức tăng trưởng tín dụng ban đầu cao (15% đối với NH mẹ) và NIM phục hồi tốt (tăng 0,6% từ 2H21 và 6T21) là động lực. Chênh lệch LS thị trường 1 mở rộng cũng như LS cho vay tăng trở lại từ nền thấp trong nửa cuối năm 2021 trong khi LS huy động ổn định. Chi phí tín dụng giảm 17% YoY trong 6T22 nhờ hoàn nhập dự phòng ở nợ cơ cấu do KH trả nợ tốt.

**Bộ đệm dự phòng vững chắc đã giúp MBB tăng trưởng ngay cả khi sức khỏe bảng cân đối tương đối yếu hơn**

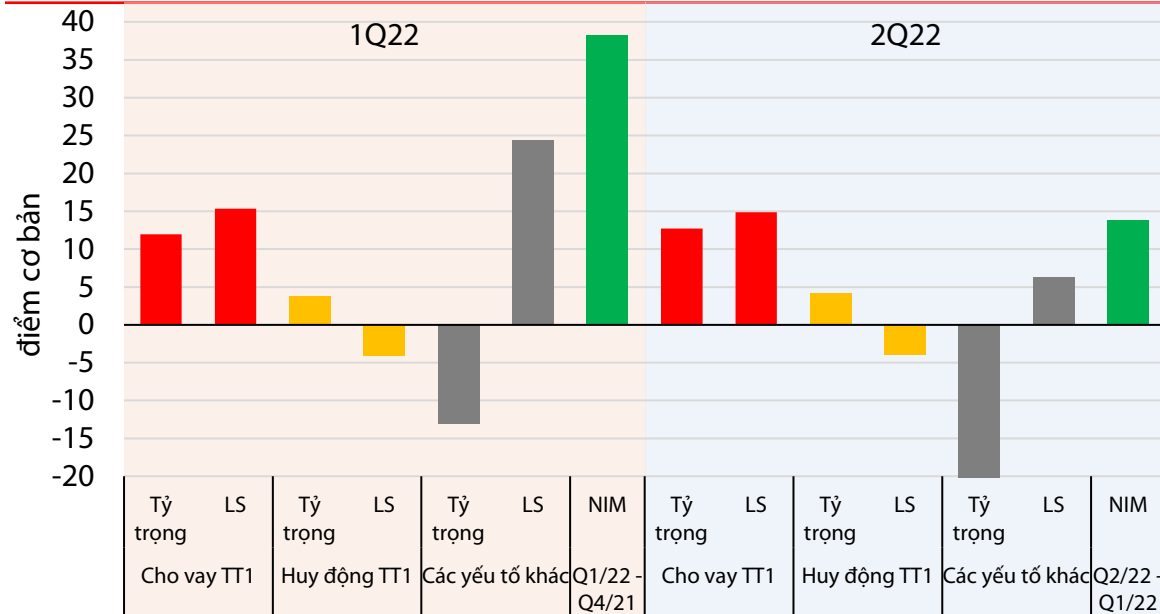
- Tỷ lệ nợ xấu vẫn tăng trong 6 tháng đầu năm 2022 do tốc độ phục hồi không đồng đều giữa các phân khúc và có thể do độ trễ ở mảng tài chính tiêu dùng. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh và bắt đầu hội tụ với chi phí tín dụng biên. Dư nợ cơ cấu dao động trong 6 tháng đầu năm 2022, chiếm 0,8% dư nợ.

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu hình thành và chi phí tín dụng biên (dồn 4Q)**



**Hình 4: Các thành phần trong thay đổi NIM theo quý (quy năm, %)**



**Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng LN dần bình thường hóa nhưng tiềm năng nhiều bất ngờ**

- NIM phục hồi nhờ LS cho vay và phân bổ tín dụng tốt hơn. Chúng tôi kỳ vọng NIM 2H22 sẽ giảm nhẹ so với 6T (-21 điểm cơ bản) do LS huy động tăng (32 điểm cơ bản). Hạn mức tăng trưởng tín dụng cao như một lợi ích từ việc tham gia nhận chuyển giao NH sẽ gây áp lực lên nhu cầu huy động. Tuy nhiên, nền so sánh thấp của NIM sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng cao của thu nhập lãi thuần, vốn dự kiến tăng 36% YoY trong 6T cuối năm 2022 trước khi bình thường hóa còn 19% YoY năm 2023 do các áp lực ở NIM. Thu nhập phí sẽ phục hồi toàn diện trong nửa cuối năm 2022 (28% YoY). Doanh số thu hồi nợ đã xóa sẽ đi ngang. LNTT 2H22 dự kiến giảm nhẹ so với 6T22 (-3%). Tốc độ tăng trưởng LN cuối năm 2022 sẽ ở mức cao (35% YoY), giúp tăng trưởng LN cả năm đạt 42%. LNTT năm 2023 sẽ ở mức 27,4 nghìn tỷ (17% YoY). MBB kỳ vọng tỷ lệ chuyển nhóm ở nợ cơ cấu thấp (dưới 10%), nhờ đó, giảm áp lực trích lập dự phòng. Bộ đệm tốt này đã đóng góp lớn trong 6T22 và chúng tôi kỳ vọng xu hướng tương tự trong 2H. MBB có thể sẽ hoàn tất hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu trong năm 2022, giúp MBB trụ vững với chi phí tín dụng cải thiện mạnh mẽ. Chương trình nhận chuyển giao bắt buộc NH sẽ mở ra nhiều bất ngờ tiềm năng thời gian tới. Nó có thể giúp ngân hàng được ưu tiên trong bối cảnh môi trường chính sách và vĩ mô đang không chắc chắn.

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

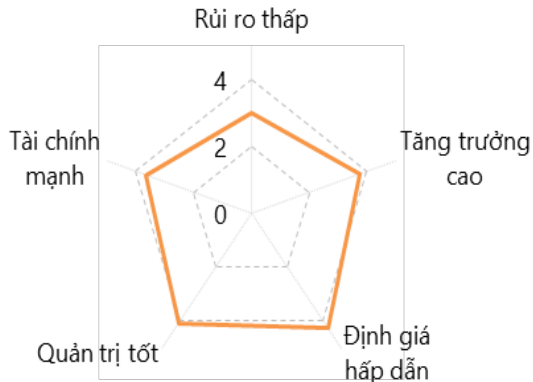
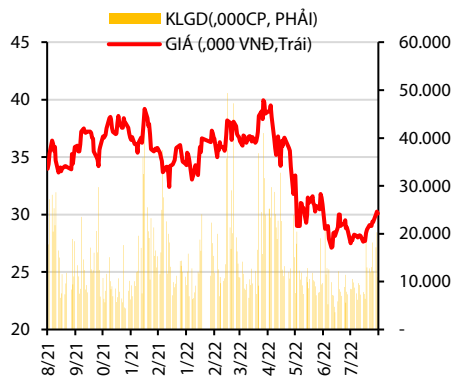
**MUA: +53%**

**GTT: 30.100**

**GMT: 46.200**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

	2021A	2022E	2023F
Ngân hàng			
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	34.349	41.575	52.730
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	44.301	58.288	71.270
LNST (tỷ VND)	11.808	19.912	23.560
ROA (%)	2,4	3,2	3,2
ROE (%)	17,0	20,3	19,2
Tăng trưởng tài sản (%)	30,7	25,4	15,0
GTSS/cổ phiếu (VND)	19.447	24.014	26.853
P/E (x) (*)	9,0	7,0	6,5
P/B (x) (*)	1,8	1,3	1,1

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Hệ sinh thái số toàn diện dành cho phân khúc khách hàng đông đảo nhất là nền tảng cho tiềm năng tăng trưởng vượt trội và khả năng sinh lời cao trong một số chu kỳ**

- Nhờ nguồn vốn gia tăng từ khoản phí trả trước, thoái vốn và phát hành riêng lẻ, VPB mở rộng mạnh mẽ hệ sinh thái bên cạnh tăng cường bộ đệm thanh khoản và vốn. Hệ sinh thái của VPB có tính toàn diện cao hàng đầu mặc dù chưa kết nối hoàn toàn. Chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn cải thiện hơn nhờ vào các nguồn vốn quốc tế có chi phí cạnh tranh và tích hợp sâu rộng hệ sinh thái giúp giữ dòng tiền. Tiềm năng tăng trưởng đến từ mảng tài chính tiêu dùng và KH đại chúng, thúc đẩy tăng trưởng và khả năng sinh lời trong các chu kỳ kinh tế mở rộng.

**Vị thế vững chắc trong mảng lợi nhuận cao nhờ mô hình tiên phong đã kiểm chứng và quản trị rủi ro**

- VPB khẳng định vị thế ở phân khúc đại chúng trước khi mở rộng sang nhóm thu nhập cao hơn. Mô hình quản lý rủi ro của VPB, bao gồm cả việc thu hồi nợ, giúp đảm bảo khả năng mở rộng quy mô và cân cân rủi ro – lợi nhuận cũng như tạo nên lợi thế cạnh tranh cao. Việc đa dạng hóa nhóm khách hàng một cách chọn lọc giúp củng cố khả năng sinh lời và vùng đệm vốn.

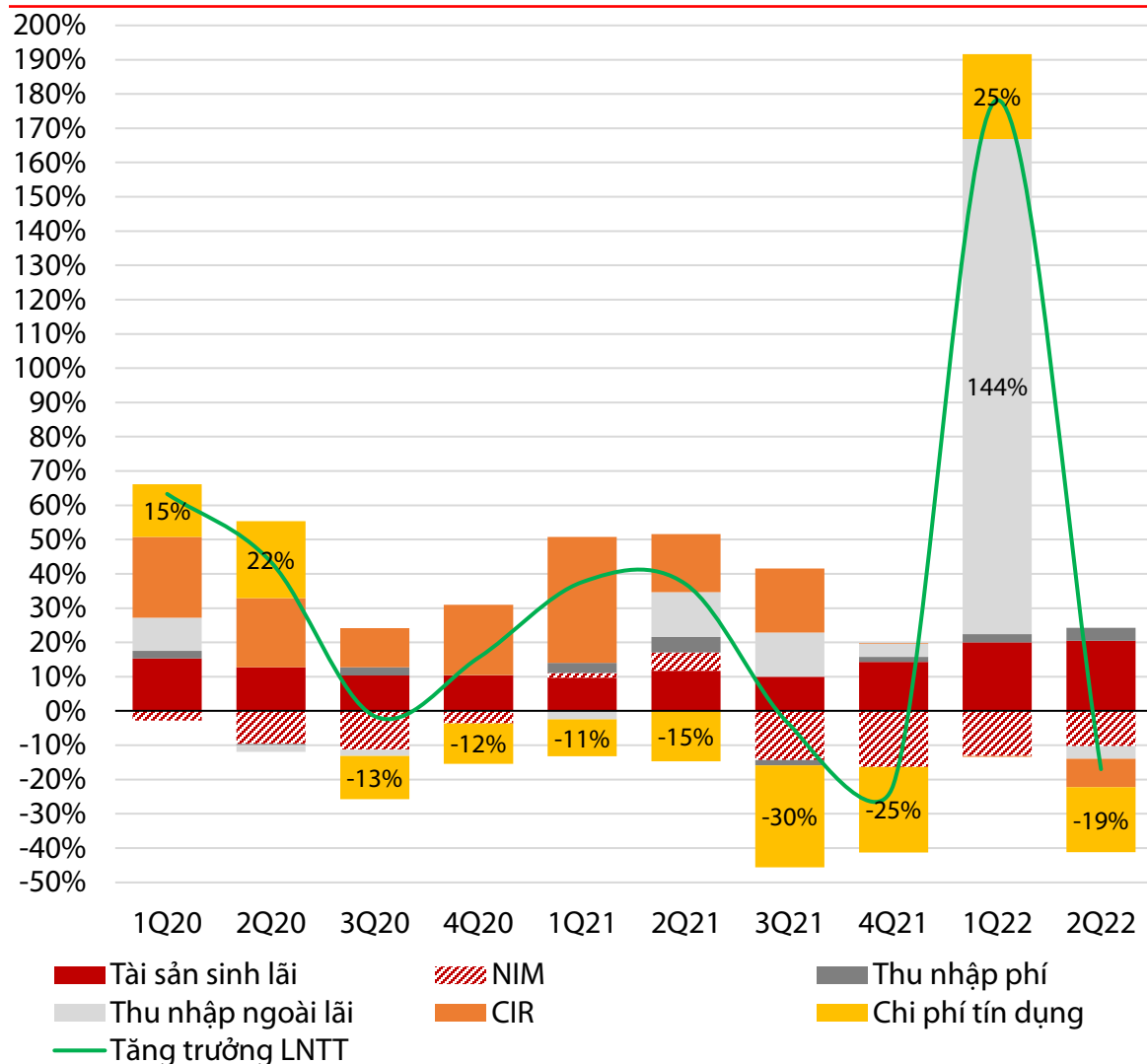
**Tăng trưởng tổng thu nhập 6T22 ở mức trung bình và sự không chắc chắn về khả năng mở rộng bảng cân đối khiến nghi ngờ việc đạt KH năm nhưng chất xúc tác vẫn còn**

- Tăng trưởng LN 6T22 biến động trong khi tăng trưởng tổng thu nhập điều chỉnh ở mức trung bình. Chi phí tín dụng và khoản phí trả trước là động lực chính. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng 6T cuối năm cao với đóng góp lớn hơn từ công ty con và chi phí rủi ro. Tuy nhiên, khả năng hoàn thành kế hoạch năm đầy tham vọng vẫn bị nghi ngờ khi nền tảng vĩ mô không chắc chắn.

**RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM**

- Rủi ro tăng giá: đóng góp mạnh hơn dự kiến từ các công ty con. Rủi ro giảm giá: sự phục hồi yếu của khách hàng thu nhập thấp và sự không chắc chắn ở quy mô nợ cơ cấu bị chuyển nhóm.

**Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT (% , YoY)**



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

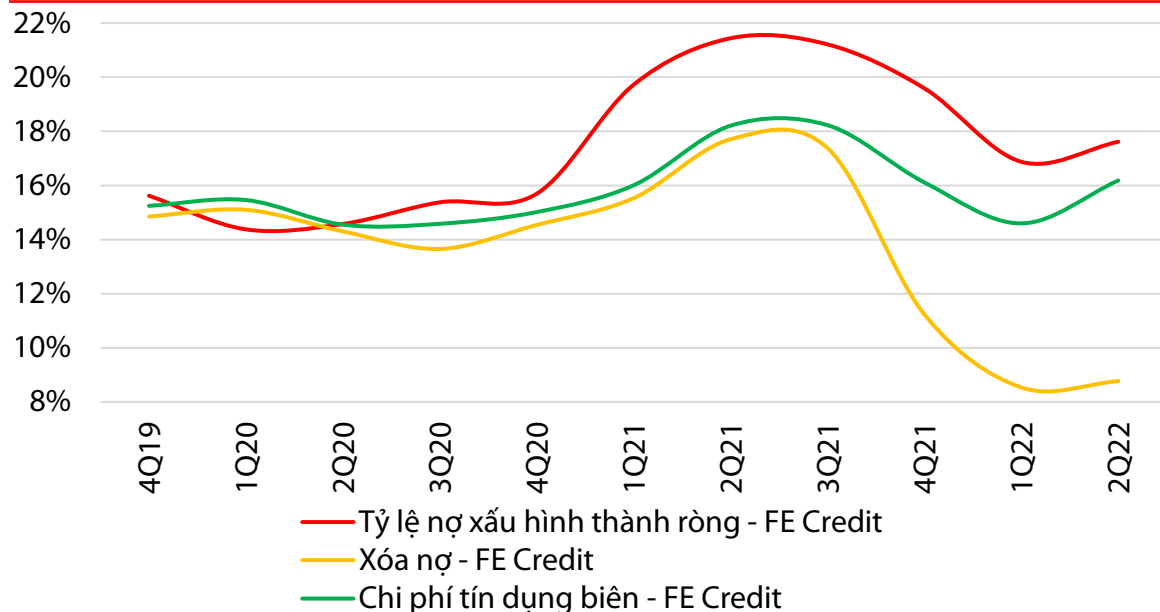
**Tăng trưởng cốt lõi ở mức trung bình vẫn duy trì do áp lực lên NIM, thiếu đóng góp từ các công ty con mới được đầu tư và các khó khăn từ công ty tài chính tiêu dùng**

- Tăng trưởng LNTT lên đến 178% YoY trong Q1/22 trước khi giảm mạnh trong Q2/22 (-17% YoY). Không bao gồm phí gia hạn bancassurance, tăng trưởng thu nhập cho thấy sự phục hồi tốt trong Q1 (39% YoY) từ mức thấp vào cuối năm 2021.
- Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ do ngân hàng mẹ đã sử dụng hết hạn mức ban đầu khoảng 15%. NIM hợp nhất trong Q1 và Q2/22 giảm xuống còn 6,8-6,9% so với cuối năm 2021 do ảnh hưởng của thị trường tài chính tiêu dùng. Thu nhập lãi thuần 6T/22 tăng 11% YoY, do tác động từ kết quả của FE Credit và đóng góp khiêm tốn vào tăng trưởng lợi nhuận (70% YoY). Thu nhập lãi thuần của ngân hàng mẹ tăng nhanh trong 6T/22, ở mức 28% YoY.
- Về phía thu nhập ngoài lãi, thu nhập phí thuần có khả năng phục hồi trên diện rộng trong khi các khoản thu ngoài lãi khác được hỗ trợ mạnh mẽ bởi phí gia hạn. Thu nhập từ giao dịch trái phiếu yếu do nền so sánh cao, lợi suất trái phiếu tăng và mức đóng góp thấp từ công ty chứng khoán.

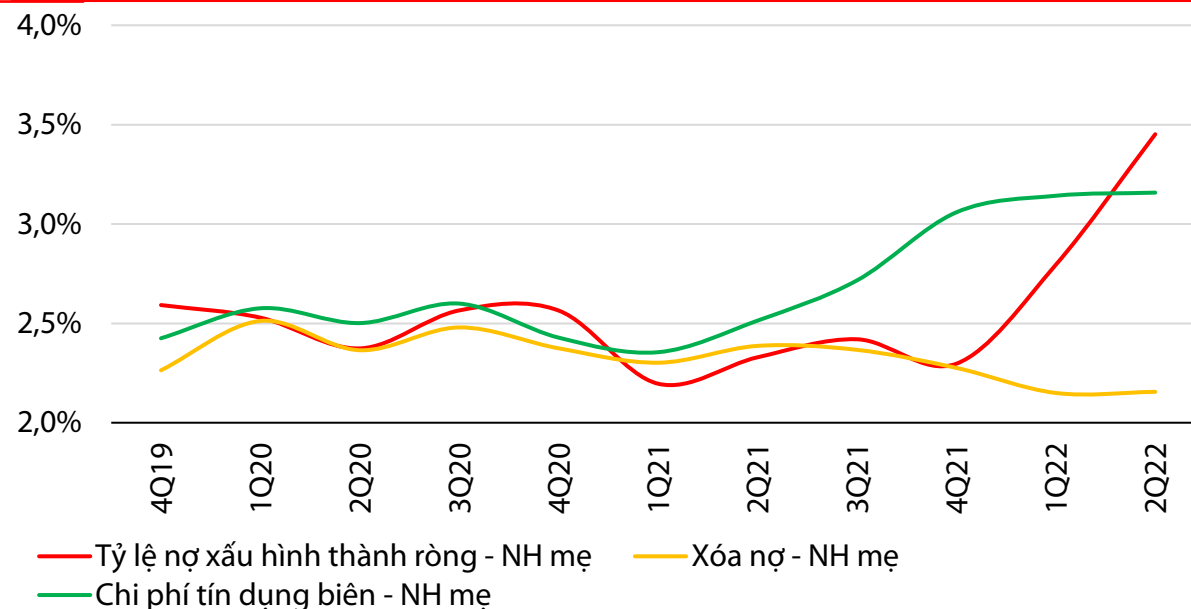
**Phí trả trước bancassurance làm giảm áp lực lên sức khỏe bảng cân đối**

- Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng lên 4,0% (hợp nhất) và 2,0 (ngân hàng mẹ). Tỷ lệ nợ xấu hình thành liên tục cho thấy áp lực từ việc phục hồi chậm của khách hàng, cả tại ngân hàng mẹ và FE Credit. Các khoản cho vay tái cơ cấu giảm tốt xuống còn 2,5% tổng dư nợ, chủ yếu tại ngân hàng mẹ. FE Credit chứng kiến dư nợ tái cơ cấu tăng trong Q2/22. Chi phí tín dụng biên cũng căng thẳng dẫn đến đóng góp âm trong Q2/22, khiến LNTT giảm trực tiếp 19%.

**Hình 2: Nợ xấu hình thành, XLRR, dự phòng của FE Credit (Đơn 12T)**



**Hình 3: Nợ xấu hình thành, XLRR, dự phòng của NH mẹ (Đơn 12T)**



**Tình hình vĩ mô đặt câu hỏi về việc hoàn thành kế hoạch năm đầy tham vọng nhưng vẫn kỳ vọng tăng trưởng cao và kế hoạch vốn sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ**

- Với mục tiêu LNTT 2022, VPB có thể gặp khó khăn trong việc hoàn thành kế hoạch trong trường hợp phục hồi kém tiếp diễn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 90% trong 2H22, bằng 87% kế hoạch, và tăng trưởng 20% năm 2023. Con số này được thúc đẩy bởi mức tăng tổng thu nhập hoạt động lần lượt là 26% YoY và 22% YoY. Các công ty con đầu tư mới dự kiến sẽ đóng góp nhiều hơn từ nửa cuối 2022. Dự báo lợi nhuận cũng ngụ ý tốc độ tăng trưởng có thể đạt đỉnh trong năm 2022. Tuy nhiên, ngân hàng sẽ được hỗ trợ bởi các chất xúc tác vốn, bao gồm khả năng về chương trình nhận chuyển giao TCTD và phát hành riêng lẻ đang chờ. Điểm rơi các sự kiện này là không chắc chắn cũng như hạn mức tăng trưởng tín dụng mà ngân hàng đang kỳ vọng cao. Chúng tôi thận trọng dự phóng mức tăng trưởng tín dụng 22% với ngân hàng mẹ. NIM dự kiến tăng mạnh lên 8,0% trong nửa cuối năm nhờ khách hàng phục hồi, qua đó, lợi suất cho vay tốt hơn. Chi phí huy động vốn sẽ tăng do lãi suất huy động cao hơn nhưng quy mô vốn sẽ hỗ trợ. Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng biên được dự báo đạt đỉnh trong nửa cuối năm. Những yếu tố này dự kiến sẽ không nhanh chóng trở về mức bình thường dù được dự báo đóng góp lớn vào tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2022 và năm 2023.

Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

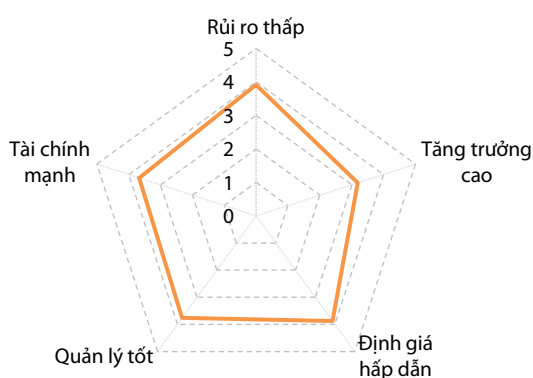
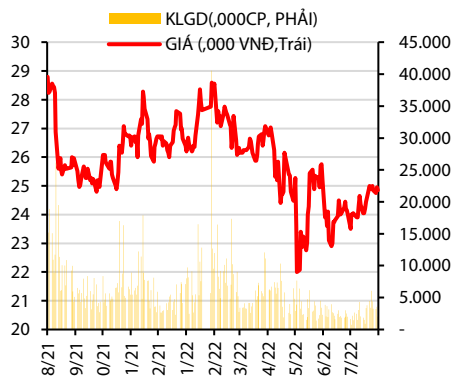
**MUA: +35%**

**GTT: 24.850**

**GMT: 33.600**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng  
83.929  
3.377  
2.929  
71  
0,0  
29,08 - 22

	2021A	2022E	2023F
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	18.945	22.447	26.089
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	23.564	27.874	33.165
LNST (tỷ VNĐ)	9.603	13.224	15.291
ROA (%)	2,0	2,4	2,4
ROE (%)	23,9	25,7	23,9
Tăng trưởng tài sản (%)	18,7	13,2	14,2
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	13.294	17.210	20.737
P/E (x) (*)	12,3	6,4	5,5
P/B (x) (*)	2,6	1,4	1,2

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Nền tảng huy động ổn định được hỗ trợ bởi mạng lưới tiền gửi bán lẻ hàng đầu sẽ đảm bảo tăng trưởng bảng cân đối và khả năng bán chéo**

- ACB có nền tảng ngân hàng bán lẻ mạnh, gồm phân khúc KH cá nhân và SME. Cơ sở khách hàng đang tăng trưởng đều đặn tập trung vào phân khúc trung và cao cấp đảm bảo cấu trúc huy động ổn định và khả năng định hướng biên NIM, giúp ACB điều tiết tốc độ tăng trưởng bảng cân đối phù hợp với khẩu vị rủi ro và tăng cường khả năng bán chéo.

**Cách tiếp cận cho vay thận trọng và liên tục cải thiện hoạt động số hóa sẽ tạo nền tảng để đạt và duy trì hiệu quả hoạt động tổng thể bền vững**

- Với chiến lược tăng trưởng phù hợp, ACB có thể mở rộng cho vay thận trọng để duy trì bảng cân đối lành mạnh và phân bổ vốn hiệu quả, dẫn đến chi phí rủi ro và lợi nhuận được kiểm soát tốt, đồng thời giúp ngân hàng trụ vững trong kịch bản khác nhau. Nền tảng vốn và thanh khoản dồi dào sẽ đảm bảo năng lực và dư địa tăng trưởng trong các giai đoạn không thuận lợi.

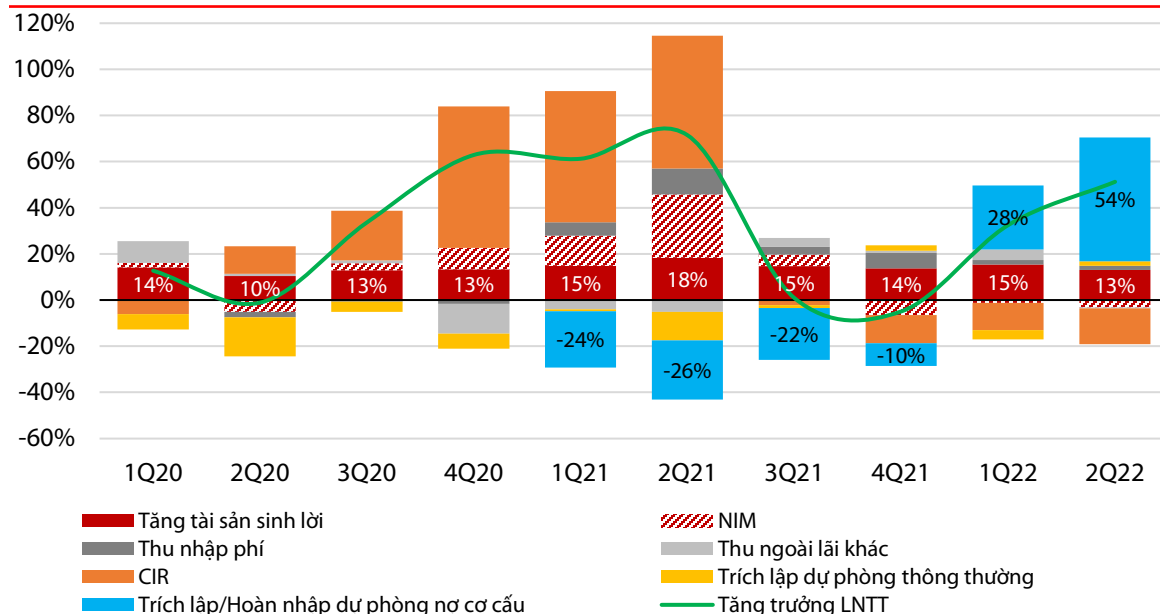
**Mặc dù ít chịu ảnh hưởng từ các sự kiện bất lợi trên thị trường, khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể tiếp tục được ưu tiên so với tăng trưởng**

- Động lượng tăng trưởng bắt đầu bứt phá năm 2022, đạt lần lượt 33% YoY và 51% YoY trong Q1 và Q2/22. Giảm chi phí tín dụng là động lực chính, đặc biệt việc hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu. Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc hoàn nhập dự phòng dù có thể một phần nợ cơ cấu sẽ bị phân loại lại thành nợ xấu. LNTT 2H22 dự kiến tăng trưởng 13% YoY.

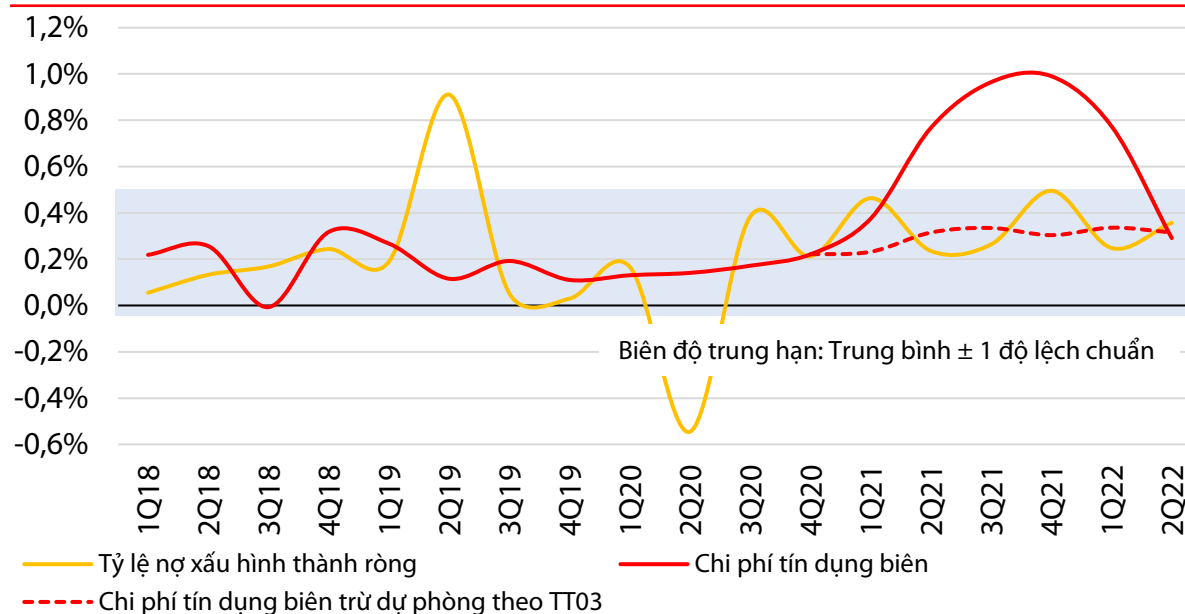
## RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Do độ nhạy cao với dự phòng, sự không chắc chắn ở khả năng hồi phục của KH và chuyển nhóm nợ cơ cấu là rủi ro giảm giá. Hạn mức tăng trưởng tín dụng cũng tiềm ẩn rủi ro dù thấp.

**Hình 1: Các cấu phần tăng trưởng LNTT hàng quý (% YoY)**



**Hình 2: Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng biên (dồn 4Q)**



**Biên NIM được quản lý tốt bất chấp lãi suất huy động niêm yết tăng và hiệu ứng nền so sánh cao đã giúp giảm áp lực lên tổng thu nhập hoạt động**

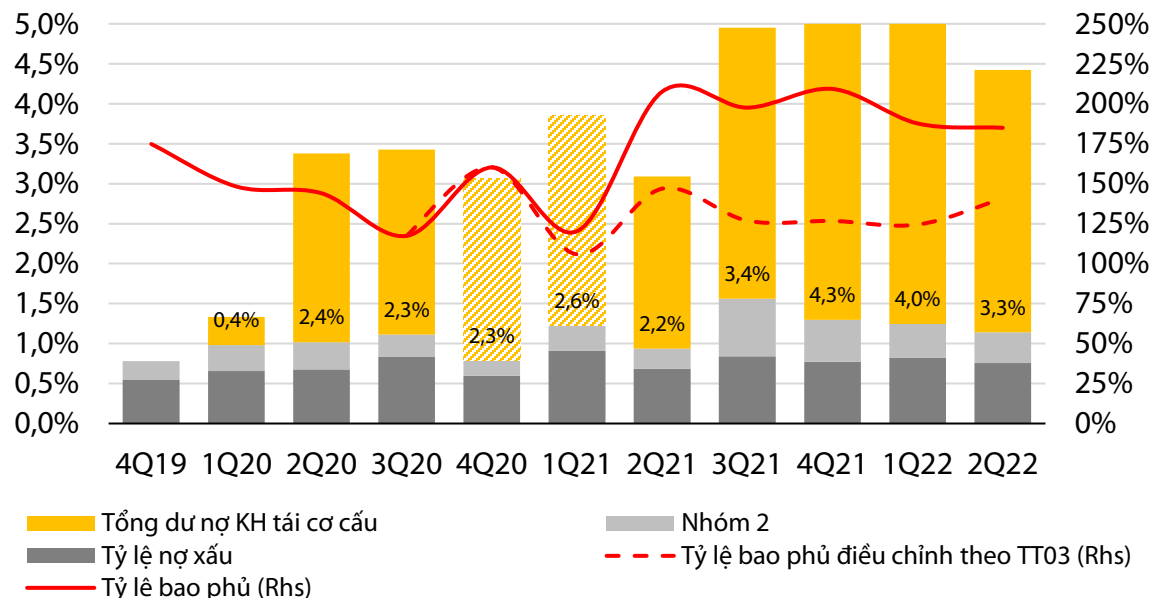
- Tương tự các NH khác có NIM phục hồi từ cuối năm 2021, ACB duy trì NIM trong khoảng 4,2–4,3% trong hai quý đầu năm. Tuy nhiên, nền so sánh cao đã ngăn cản đóng góp tích cực vào tăng trưởng lợi nhuận. Tăng trưởng bảng cân đối cũng chậm lại do hạn mức tăng trưởng tín dụng ở mức trung bình. Đà tăng trưởng thu nhập phí ổn định trong khi việc thu hồi nợ xấu đã xóa trở thành động lực chính. Mảng cổ phiếu bị ảnh hưởng tương đối. Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng 21% trong Q1 và 11% trong Q2/22.

**Hoàn nhập dự phòng ròng đã thúc đẩy động lượng tăng trưởng và làm lu mờ mức tăng trưởng LN trước dự phòng khiêm tốn**

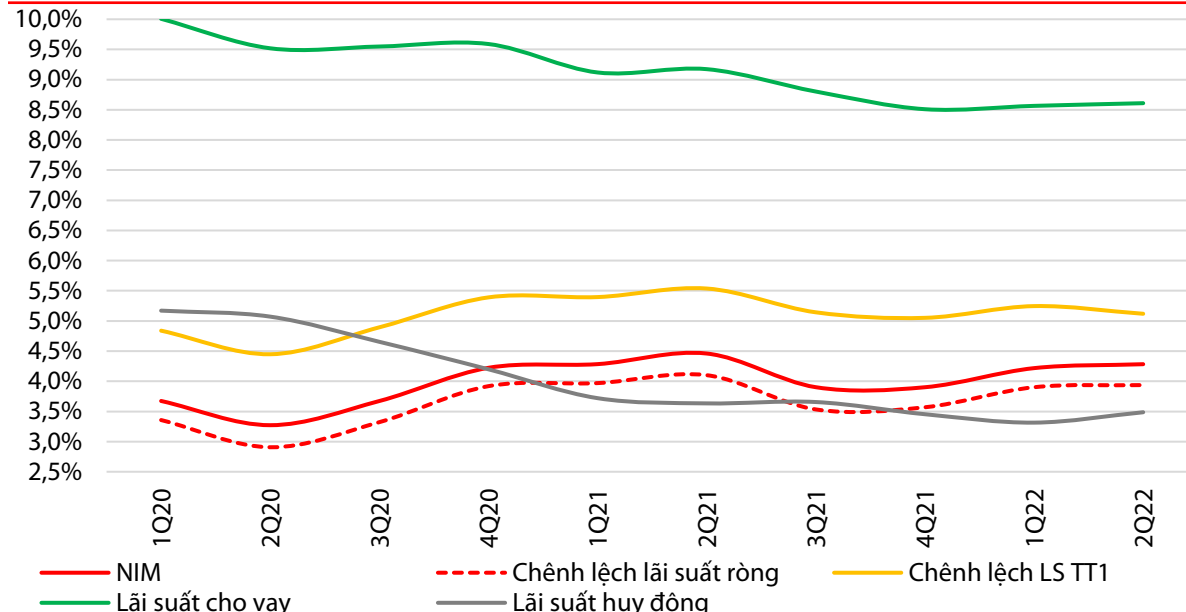
- Tăng trưởng LNTT điều chỉnh sẽ là 5% và -2% YoY trong Q1 và Q2/22 sau khi loại trừ khoản hoàn nhập dự phòng từ nợ cơ cấu. Tăng trưởng trước dự phòng là 5% YoY trong 6T22 do CIR tăng. Chi phí tín dụng biên điều chỉnh cho thấy mức trích lập dự phòng ổn định, trong khi các khoản dự phòng nợ cơ cấu đang được hoàn nhập dần.

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Các nhóm nợ, tỷ lệ bao phủ và tỷ lệ bao phủ điều chỉnh (%)**



**Hình 4: Biên NIM, các lãi suất và chi phí lãi (quy năm, %)**



**Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến bình thường hóa trong khi khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể sẽ là yếu tố ưu tiên**

- Chúng tôi điều chỉnh dự báo nhằm phản ánh hoàn nhập dự phòng lớn trong 6T22 và khả năng suy giảm ở một số nợ cơ cấu. NIM sẽ giảm nhẹ so với 6T22 do chi phí huy động vốn tăng nhưng vẫn sẽ duy trì tốt trên 4%. Dự phóng tổng thu nhập hoạt động giai đoạn 2022-2023 được điều chỉnh tăng 1% nhờ thu hồi nợ đã xóa. CIR đi ngang. Chi phí tín dụng biên năm 2022 được điều chỉnh mạnh xuống 0,1% đồng nghĩa trích lập dự phòng giảm 44% YoY, dẫn đến mức tăng trưởng 33% YoY của LNTT 6T cuối năm 2022. Dự báo LNTT được điều chỉnh tăng 7% lên 16,5 nghìn tỷ đồng (38% YoY) năm 2022 và 2% lên 19,1 nghìn tỷ đồng (16% YoY) năm 2023. Động lượng tăng trưởng sẽ giảm dần.
- Việc chuyển nhóm nợ xấu sau giai đoạn cơ cấu và hạn mức tăng trưởng tín dụng tăng thêm là những rủi ro đã nhận diện. Chúng tôi kỳ vọng ACB chỉ tăng nhẹ mức trích lập dự phòng trong 6T cuối năm 2022. Dù đã được trích lập dự phòng đầy đủ theo Thông tư 03, chúng tôi cho rằng chất lượng nợ sẽ suy giảm tương đối. LS huy động dự kiến tăng 42 điểm cơ bản trong nửa cuối năm trong khi LS cho vay tăng 19 điểm cơ bản. Hiệu quả tổng thể sẽ được duy trì trong môi trường chi phí cao hơn. ROE sẽ tiếp tục tăng.

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

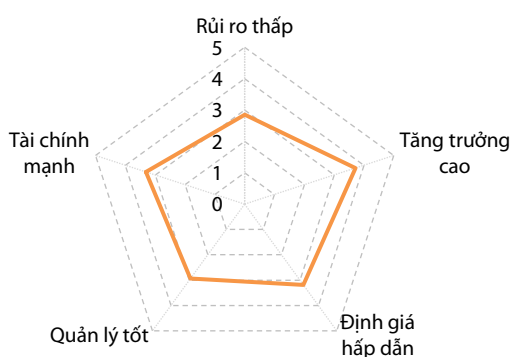
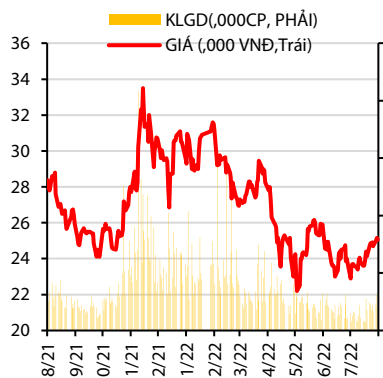
**MUA: +28%**

**GTT: 25.050**

**GMT: 32.000**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

	2021A	2022E	2023F
Ngân hàng			
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	13.891	17.824	21.572
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	16.758	22.001	28.638
LNST (tỷ VNĐ)	6.054	8.311	11.339
ROA (%)	1,8	2,0	2,3
ROE (%)	21,8	24,6	26,9
Tăng trưởng tài sản (%)	17,4	18,4	19,2
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	14.573	18.073	23.482
P/E (x) (*)	10,4	6,2	4,5
P/B (x) (*)	1,7	1,4	1,1

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Khả năng sinh lời tốt và tăng trưởng bền vững với định hướng thị trường trung lưu được hỗ trợ bởi công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu**

HDB có khả năng duy trì tốt tính hiệu quả nhờ NIM điều chỉnh rủi ro ổn định nhờ khâu quản lý rủi ro tốt, lợi suất cho vay phù hợp và tăng trưởng bằng cân đối cao ổn định. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục cải thiện ROA nhờ ứng dụng công nghệ cải thiện năng suất, qua đó, giảm CIR và tăng tỷ suất lợi nhuận ròng. HDSaison, một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng, đóng một vai trò quan trọng trong hệ sinh thái rộng lớn với định hướng cho vay theo chuỗi giá trị ở các phân khúc trung lưu và cho phép HDB tiếp cận khách hàng từ giai đoạn sớm, vốn sau này sẽ được phục vụ bởi ngân hàng mẹ. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay và thị phần ổn định do nhu cầu đang tăng nhanh và vị thế tốt của ngân hàng. Sự kết hợp nguồn vốn ổn định với tiền gửi dài hạn và giấy tờ có giá là nền tảng để mang lại tính thanh khoản dài hạn và theo đuổi hoạt động cho vay có lợi suất cao.

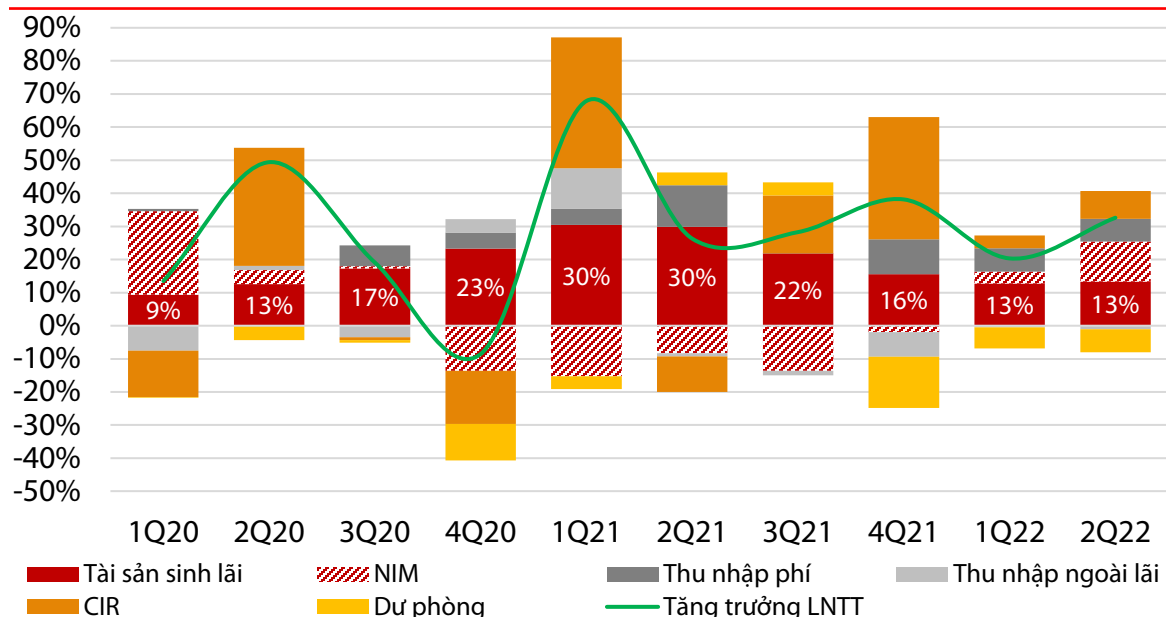
**Đà tăng trưởng ổn định trong 6T22 được dự báo duy trì trong phần còn lại của năm, hỗ trợ bởi mảng bancassurance và quản trị chi phí**

Bất chấp biến động trong nửa đầu năm, HDB đã ghi nhận kết quả ấn tượng nhờ cả thu nhập lãi thuần (26% YoY) và thu nhập phí thuần (68% YoY), dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận 26% YoY. Chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng LNTT ổn định 36% YoY trong nửa cuối năm 2022 nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao, NIM phục hồi và đóng góp thêm từ mảng bancassurance. Theo đó, thu nhập lãi thuần và thu nhập phí thuần sẽ tăng lần lượt 27% và 60%.

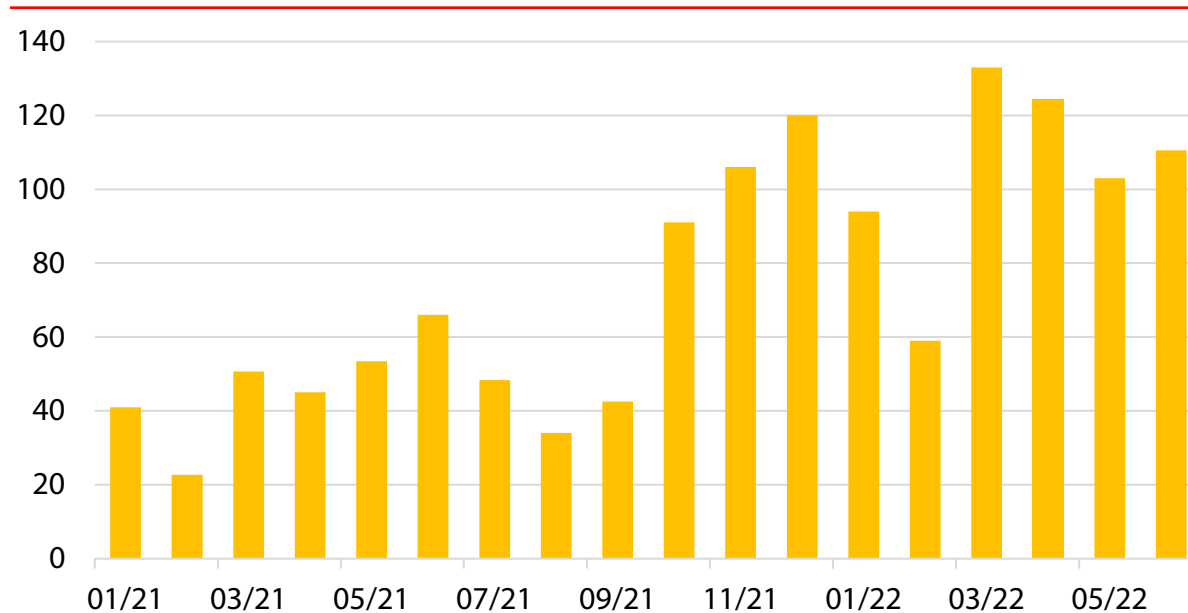
**RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM**

Rủi ro giảm giá bao gồm phân khúc tài chính tiêu dùng phải đối mặt với sự phục hồi kinh tế không chắc chắn, đe dọa việc hình thành nợ xấu khó lường. Rủi ro tăng giá bao gồm tiềm năng mở rộng thông qua M&A hoặc phát hành riêng lẻ và thương vụ bancassurance độc quyền, kết hợp với việc tham gia vào chương trình tái cấu trúc của NHNN.

**Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT (% YoY)**



**Hình 2: Doanh thu APE bancassurance (tỷ đồng)**



**Sự phục hồi đồng đều từ các nguồn thu nhập lãi được hỗ trợ bởi mảng bancassurance**

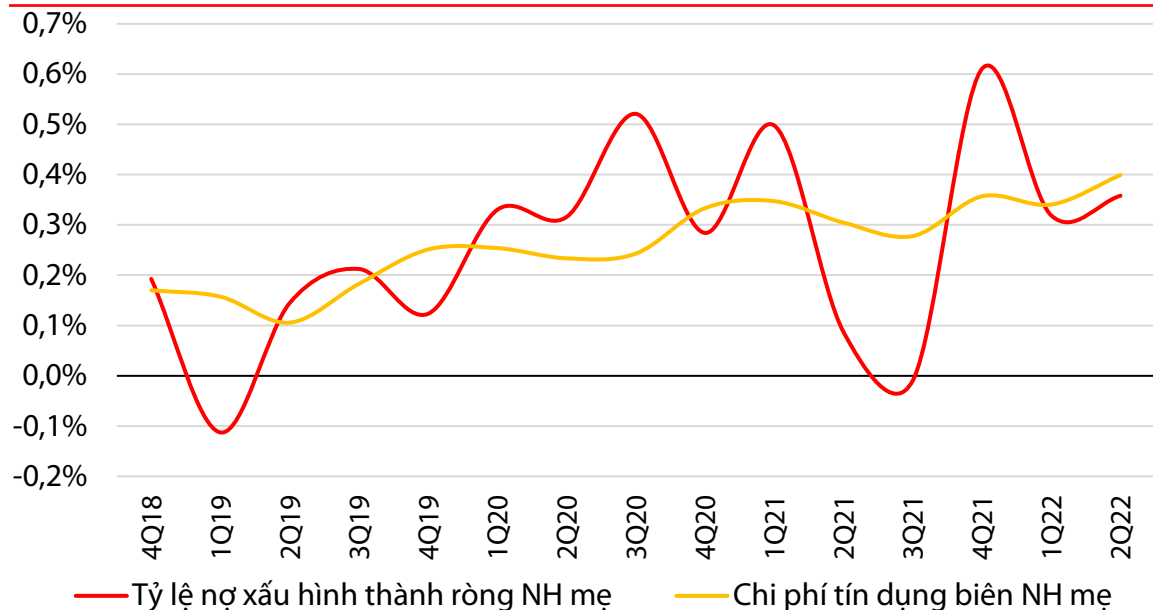
- KQKD Q2/22 phù hợp với dự báo khi HDB duy trì động lượng ở cả thu nhập lãi và thu nhập phí. Trong 6T22, thu nhập phí tăng 26% YoY nhờ NIM mở rộng (tăng 0,6% so với 2H21) và đẩy tăng trưởng tín dụng (23% YoY). Tăng trưởng tín dụng ngân hàng mẹ là 15% YTD, bằng cả năm 2021. Tăng trưởng tốt mảng bancassurance đến từ mạng lưới rộng khắp và tỷ lệ thâm nhập cao khu vực nông thôn đã thúc đẩy mảng phí. Tổng thu nhập và LNTT 6T22 đạt lần lượt 10,7 nghìn tỷ (27% YoY) và 5,3 nghìn tỷ (26% YoY).

**Việc HDSaison tương đối trụ vững đã giúp giảm bớt tác động từ phân khúc tài chính tiêu dùng**

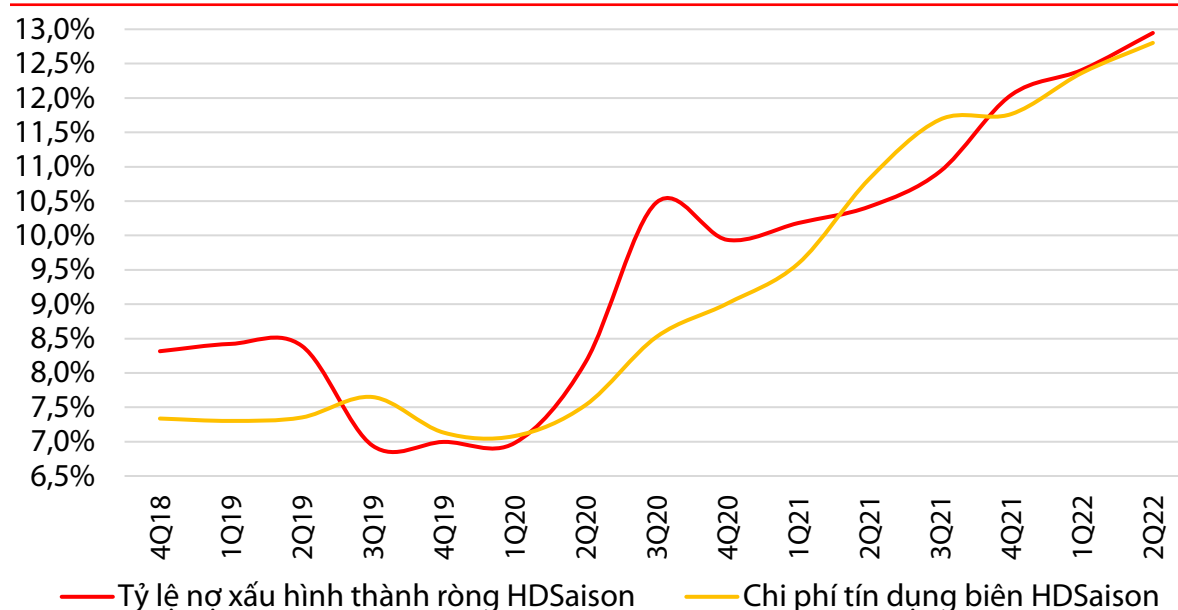
- Mặc dù tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng biên của HDSaison tiếp tục tăng trong những quý gần đây, hoạt động của HDSaison vẫn tốt hơn trung bình ngành trong bối cảnh kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến và độ trễ của tác động. Nhánh tài chính tiêu dùng đã xoay sở tốt để tăng giải ngân hiệu quả và duy trì khả năng sinh lời tốt giúp đóng góp vào kết quả hợp nhất.

Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Nợ xấu hình thành, chi phí tín dụng biên NH mẹ (dồn 4Q)**



**Hình 4: Nợ xấu hình thành, chi phí tín dụng biên HDSaison (dồn 4Q)**



**Động lượng cao ổn định được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố giúp tạo sức chống chịu trước các điều kiện khó lường**

- Tăng trưởng tín dụng và NIM được dự báo sẽ vẫn là những yếu tố tăng trưởng thuận lợi cho thu nhập lãi vào cuối năm nhưng sẽ chậm lại vào năm 2023 do lãi suất huy động tăng. Bancassurance sẽ tiếp tục là động lực chính của mảng phí, dự kiến sẽ chiếm khoảng một nửa thu nhập phí và có thể mang lại thương vụ độc quyền giá trị cao. Tăng trưởng phí được dự báo ở mức 63% năm 2022 và 87% năm 2023. Tổng thu nhập sẽ tăng ổn định trong giai đoạn 2022-2023 ở mức khoảng 30%/năm. Cơ sở tiền gửi khách hàng mở rộng tốt hơn mức trung bình trong 6 tháng đầu năm tạo lợi thế cho vị thế thanh khoản và chi phí huy động vốn trong nửa cuối năm 2022. Nợ xấu hình thành dự kiến sẽ giảm trong 6 tháng cuối năm, do đó giảm bớt áp lực lên chi phí tín dụng và dẫn đến chi phí tín dụng biên gần như đi ngang ở mức 1.1% cho vài năm tới. HDB có thể sẽ hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu mặc dù không đáng kể. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2022 đạt 10,8 nghìn tỷ (34% YoY), tương ứng tăng trưởng LN 43% YoY trong nửa cuối năm. Dự báo LNTT năm 2023 là 15,0 nghìn tỷ (38% YoY). Bất chấp những khó khăn vĩ mô, HDB sẽ được hỗ trợ bởi các chất xúc tác tiềm năng bao gồm tăng vốn và quy mô thông qua M&A hoặc phát hành riêng lẻ.

Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

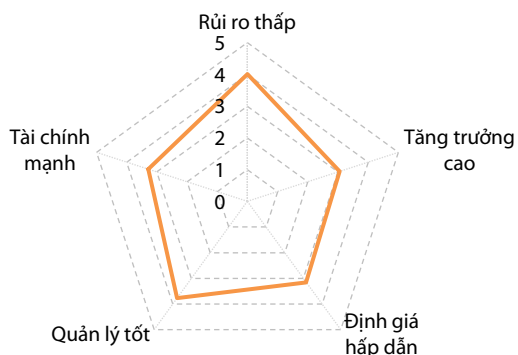
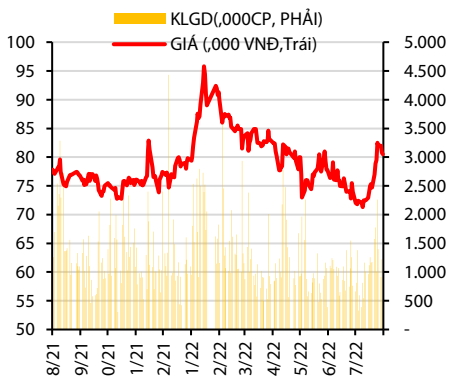
**MUA: +20%**

**GTT: 80,500**

**GMT: 96,900**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KL BQ 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng  
380.968  
4.733  
1.015  
77  
6,4  
96 - 68,9

	2021A	2022E	2023F
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	42.379	51.011	59.273
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	56.703	65.933	75.055
LNST (tỷ VNĐ)	21.903	29.528	33.143
ROA (%)	1,6	2,0	1,9
ROE (%)	20,9	23,7	20,2
Tăng trưởng tài sản (%)	6,6	11,9	15,7
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	23.491	29.088	37.870
P/E (x) (*)	21,9	13,0	12,3
P/B (x) (*)	3,3	2,8	2,1

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Mạng lưới rộng khắp và tập khách hàng chất lượng cao giúp củng cố lợi thế cơ sở huy động vốn và thúc đẩy thu nhập ngoài lãi**

• VCB có chi phí huy động vốn cạnh tranh hàng đầu nhờ định giá lãi suất tốt dẫn đến lãi suất trên tiền gửi có kỳ hạn thấp, và tỷ lệ CASA cao. Tăng trưởng huy động tương đối tích cực bất kể tốc độ tăng lãi suất tiền gửi niêm yết chậm hơn các NHTMCP cho thấy tính ổn định của nguồn vốn, năng lực định giá và chất lượng cơ sở khách hàng. Được hỗ trợ bởi quan hệ sâu rộng với các nhà xuất nhập khẩu lớn trong nước và mạng lưới đối tác rộng khắp, VCB có lợi thế cạnh tranh bền vững trong các mảng thu ngoài lãi như thanh toán, tài trợ thương mại và ngoại hối.

**Quản trị xuất sắc, nền tảng vốn tốt và khả năng sinh lời mạnh mẽ tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững và khả năng và dư địa mở rộng quy mô**

• VCB có tỷ lệ cho vay và tiền gửi bán lẻ lớn ngoài thị phần lớn nhất ở CASA bán lẻ. VCB duy trì sự thận trọng trong việc thẩm định và trích lập dự phòng, dẫn đến tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức thấp, bảng cân đối mạnh và bộ đệm dự phòng vững chắc. Các yếu tố này đảm bảo tính bền vững của khả năng sinh lợi và hiệu quả hoạt động, hỗ trợ năng lực tăng trưởng bằng cân đối.

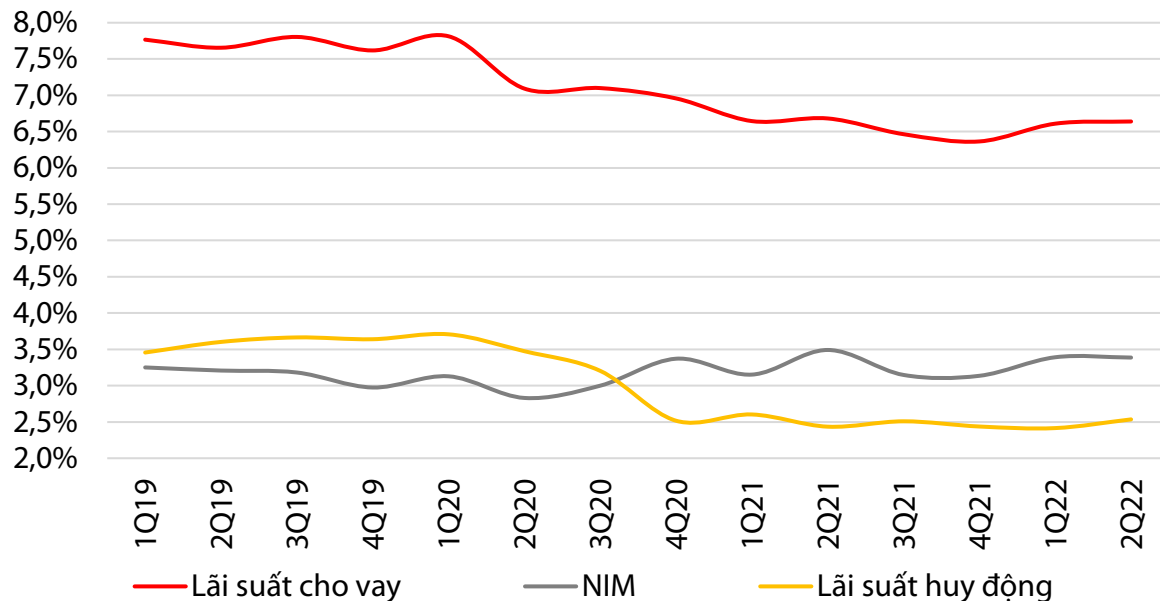
**Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng quý bắt đầu tăng tốc kể từ 6T22 nhờ tăng trưởng tín dụng và quản lý rủi ro**

• KQKD tăng tốc kể từ Q2/22 nhờ tăng trưởng tín dụng tốt với hạn mức cao, chi phí tín dụng cải thiện và các khoản thưởng. Đà tăng trưởng được dự báo sẽ duy trì trong các quý tới chủ yếu nhờ hoàn nhập dự phòng lớn. Tăng trưởng tín dụng là yếu tố tăng trưởng không chắc chắn trong 2H22 và năm 2023 trong khi NIM và chi phí tín dụng là các yếu tố ổn định hơn.

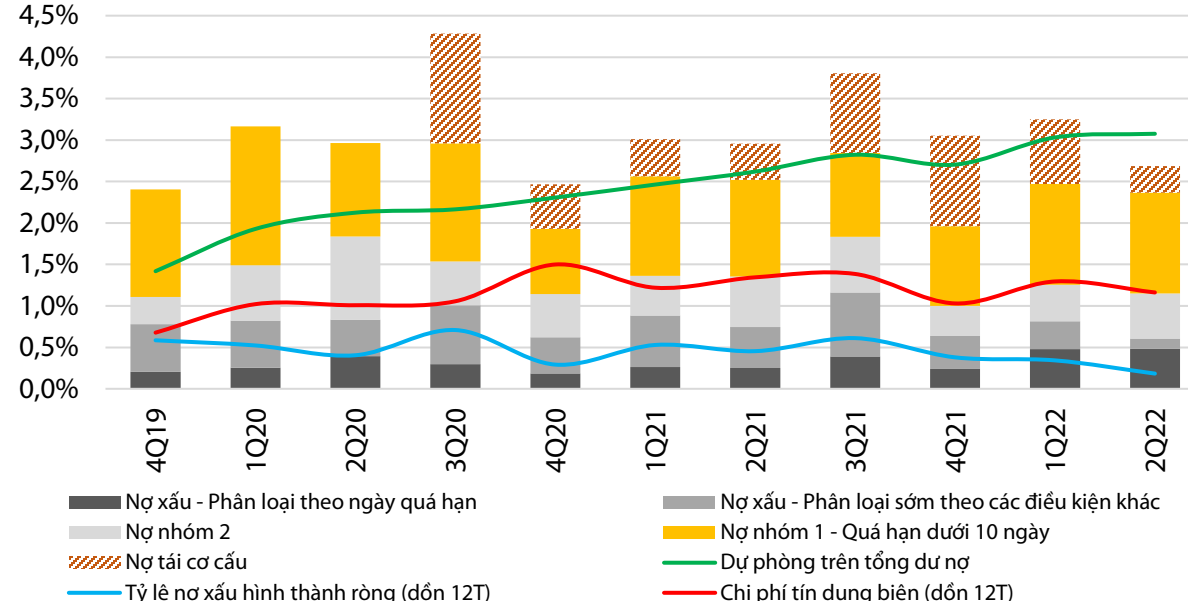
**RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM**

• Rủi ro giảm giá gồm kịch bản vĩ mô bất ổn và tiềm năng các gói hỗ trợ LS. Rủi ro tăng giá bao gồm điểm rơi phát hành riêng lẻ và các lợi ích từ chương trình nhận chuyển giao NH yếu kém.

**Hình 1: NIM, lãi suất cho vay và huy động bình quân (quy năm, %)**



**Hình 2: Các chỉ tiêu chất lượng tài sản (dồn 12T, %)**



**Biên NIM mạnh mẽ trước làn sóng tăng lãi suất huy động và hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu cao tạo nền tảng tăng trưởng**

- NIM phục hồi tốt từ cuối năm 2021, bình quân 3,4% trong 6T22. Lãi suất huy động niêm yết đã không điều chỉnh trong 6T22 bất chấp áp lực từ ngành. Hiệu ứng nền so sánh cao khiến NIM đóng góp ít vào tăng trưởng LN. VCB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao nhất ngành nhưng đã hết trong 6T22. Việc mở rộng tín dụng 20% YoY chiếm phần lớn trong cơ cấu đóng góp của tổng thu nhập vào tăng trưởng LNTT. Một yếu tố lớn khác là chi phí tín dụng, vốn giúp LNTT tăng 26% YoY khi suy giảm mạnh trong Q2.

**Tận dụng làn sóng phục hồi kinh tế để đẩy mạnh tăng trưởng LN và duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh**

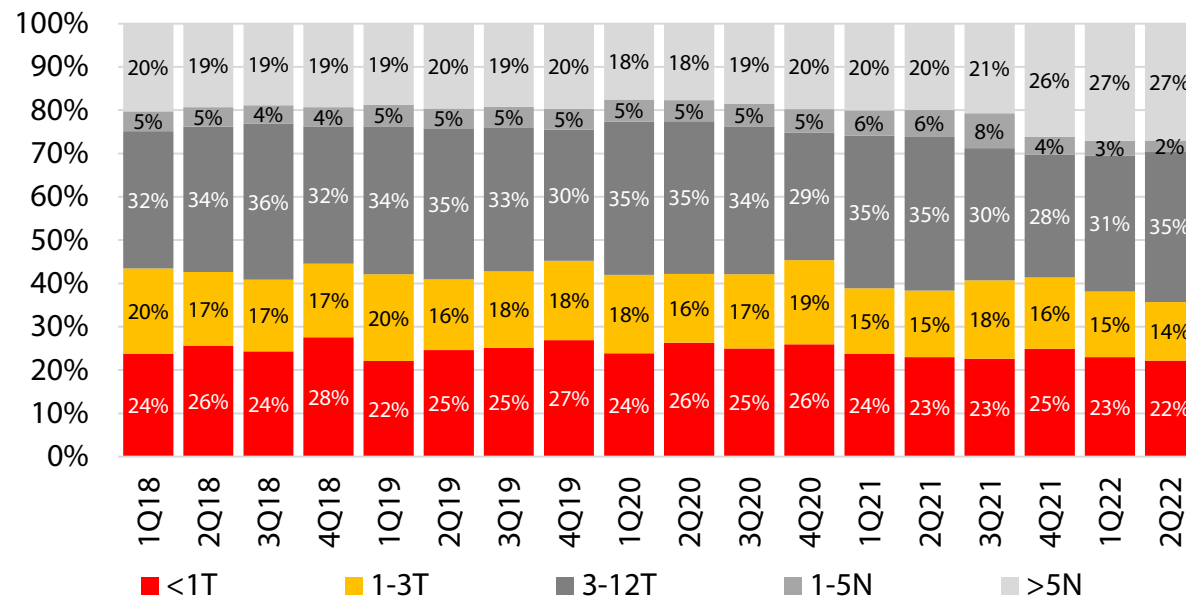
- Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng giảm đều xuống mức không đáng kể (0,2%) trong 6T22, giảm áp lực trích lập dự phòng và tạo dư địa hoàn nhập vào cuối năm. Dư nợ cơ cấu đã giảm đáng kể từ mức 10,5 nghìn tỷ năm 2021 xuống 8 nghìn tỷ trong Q1/22 và lần lượt 6,5 nghìn tỷ vào tháng 4, 5 nghìn tỷ vào tháng 5 trước khi đạt 4 nghìn tỷ vào Q2/22. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,6%, trong đó 0,1% là được chuyển nhóm sớm. Đà phục hồi năng lực tài chính của các KH đã cải thiện chất lượng nợ và giúp chi phí tín dụng giảm -9%.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Dự báo KQKD (tỷ đồng, %YoY)**

Tỷ đồng, %	2H21	6T22	2H22	%HoH	%YoY
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	21.209	24.773	26.238	6%	24%
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	28.122	32.706	33.228	2%	18%
<b>Chi phí rủi ro</b>	-6.261	-5.007	-3.493	-30%	-44%
<b>LNTT</b>	13.802	17.373	19.515	12%	41%

**Hình 3: Huy động khách hàng theo thời gian đáo hạn (%)**



**Nhiều yếu tố tăng trưởng tiềm năng sẽ giúp đạt tăng trưởng LN cao hàng đầu trong bối cảnh nhiều sự không chắc chắn**

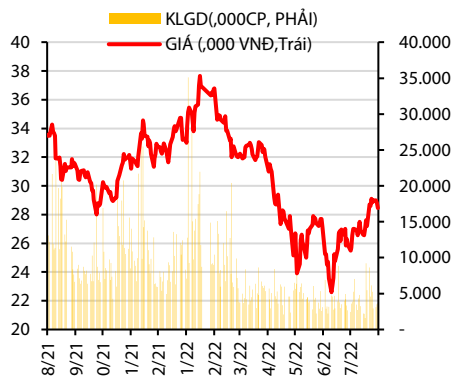
- Chúng tôi điều chỉnh dự phóng nhằm phản ánh khả năng phát hành riêng lẻ bị trì hoãn và sự ổn định ở NIM. Với mức trích lập thận trọng trong 6T22, chúng tôi nghĩ VCB sẽ dễ dàng vượt qua biến động từ việc phân loại lại nợ cơ cấu trong nửa cuối năm. Tăng trưởng bảng cân đối vẫn sẽ tích cực dù hạn mức tăng trưởng tín dụng không chắc chắn. NIM dự kiến đi ngang so với 6T22 ở mức 3,3% dù lãi suất huy động tăng. LNTT 2022-2023 không bị ảnh hưởng nhiều bởi điều chỉnh dự phóng, duy trì ở mức 36,9 nghìn tỷ (35% YoY) và 41,4 nghìn tỷ (12% YoY), đồng nghĩa LN tăng trưởng 41% YoY trong 2H22. Chi phí tín dụng sẽ là yếu tố tăng trưởng then chốt còn NIM sẽ đóng góp tích cực.

**Rủi ro tin tức thấp hơn mức trung bình nhưng chất xúc tác về vốn là không chắc chắn**

- Khả năng hoàn thành tăng vốn trong năm 2022 là không chắc chắn, trong khi việc nhận chuyển giao NH cũng không thể dự phóng về lợi ích và điểm rơi thời gian. VCB tương đối ổn định trước các khó khăn trên thị trường TPDN và BĐS nhờ mức độ phơi nhiễm phù hợp. VCB không phân bổ nhiều tín dụng cho các nhà phát triển BĐS và TPDN.

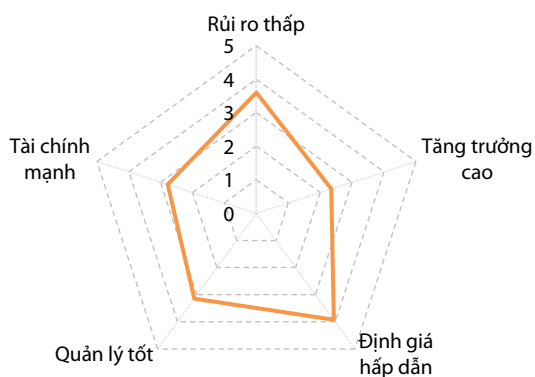
Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

**MUA: +20%**



**GTT: 28.450**

**GMT: 34.000**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KLBO 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

**TÀI CHÍNH**

	2021A	2022E	2023F
Ngân hàng			
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	41.788	46.520	53.022
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	53.157	61.233	68.779
LNST (tỷ VNĐ)	14.089	21.488	29.742
ROA (%)	1,0	1,3	1,3
ROE (%)	15,8	21,0	19,9
Tăng trưởng tài sản (%)	14,2	10,8	11,1
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	15.905	18.915	21.576
P/E (x) (*)	16,2	9,1	8,2
P/B (x) (*)	1,8	1,5	1,3

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Nâng cao chất lượng tài sản, cơ sở huy động ổn định, tăng NIM sau điều chỉnh rủi ro và thu nhập ngoài lãi sẽ thúc đẩy chỉ số hiệu quả lên mức bền vững mới**

- Sau khi chất lượng tài sản được cải thiện, áp lực về chi phí rủi ro được giảm bớt, qua đó, thúc đẩy lợi nhuận và tỷ suất sinh lời lên mức cao hơn. Các mảng thu ngoài lãi và tỷ lệ CASA sẽ được đẩy mạnh hơn nữa với sự hỗ trợ của tệp khách hàng lớn và quan hệ đối tác doanh nghiệp mạnh mẽ, giúp đa dạng hóa thu nhập và mang lại chi phí huy động vốn ổn định và cạnh tranh.
- Bằng cách đầu tư vào công nghệ, kết hợp với NIM điều chỉnh rủi ro tăng nhờ chi phí huy động vốn giảm mạnh và chi phí tín dụng được kiểm soát, CTG có khả năng tăng trưởng bằng cân đối một cách hiệu quả bất chấp áp lực từ nguồn vốn. Tăng trưởng thanh toán và thu hồi nợ sắp tới sẽ góp phần tạo ra khả năng sinh lợi tốt hơn thông qua tăng trưởng thu nhập ngoài lãi.

**Trong trung hạn, kết hợp chiến lược tăng trưởng hợp lý với khả năng sinh lời bền vững và kế hoạch vốn khả thi sẽ giúp củng cố nền tảng**

- Chúng tôi ước tính CAR có thể ở mức an toàn hơn trong giai đoạn 2023-2025 dựa trên việc mở rộng bảng cân đối phù hợp, duy trì tính hiệu quả, giảm đòn bẩy và định hướng NH bán lẻ.

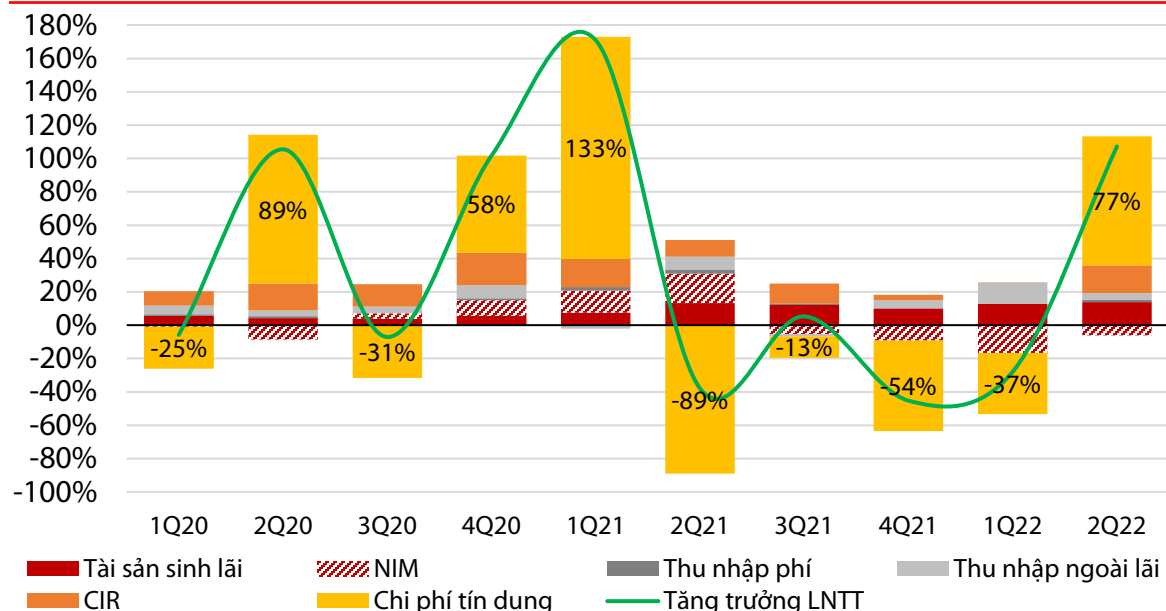
**Tính biến động đã dự báo trước trong thu nhập 6 tháng đầu năm 2022 sẽ giảm dần trong cuối năm do tăng trưởng được thúc đẩy từ mức nền thấp**

- CTG ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận quý trong 6T22 biến động mạnh như dự kiến do độ nhạy cao với chi phí tín dụng trong khi đà tăng trưởng tổng thu nhập ổn định. NIM có dư địa cải thiện trong 2H22, trở thành chất xúc tác tiềm năng. Tuy nhiên, việc bình thường hóa chi phí tín dụng biên là yếu tố then chốt dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận 54% trong 6T cuối năm.

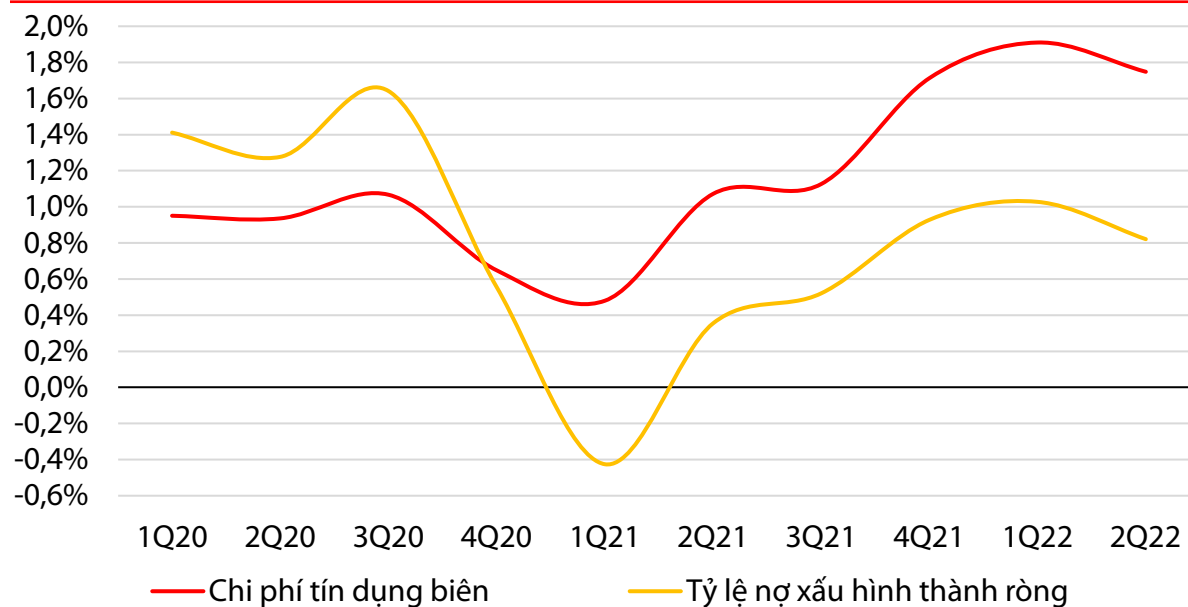
**RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM**

- Rủi ro giảm giá bao gồm sự phục hồi kinh tế không chắc chắn và các gói cho vay ưu đãi. Rủi ro tăng giá bao gồm hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến.

**Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT hàng quý (% , YoY)**



**Hình 2: Chi phí tín dụng biên và tỷ lệ nợ xấu hình thành (% , dồn 4Q)**



**Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng ổn định mặc dù NIM phục hồi yếu**

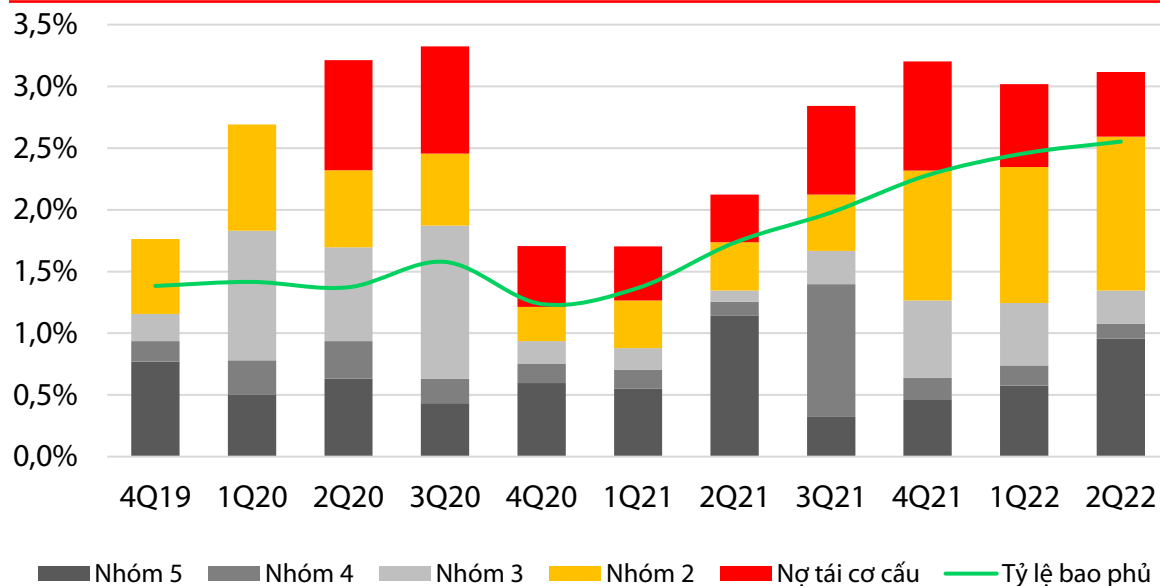
- NIM duy trì mức thấp trong Q1/22 do hỗ trợ LS. Việc sử dụng hết sớm hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp cho phép CTG phân bổ nguồn lực vào các phân khúc mang lại lợi nhuận tốt hơn, do đó, mở rộng NIM trong Q2/22. Tốc độ mở rộng bảng cân đối trong 6T22 tăng nhờ huy động tốt (16% YoY) mặc dù Q2/22 chứng kiến vài khó khăn ở nguồn vốn. Do đó, tăng trưởng thu nhập lãi gặp áp lực bởi nền so sánh cao, đạt 3% YoY trong 6T22. Tổng thu nhập được hỗ trợ bởi các động lực ngoài lãi bao gồm thu hồi nợ và ngoại hối, tăng trưởng 11% YoY với động lượng ổn định theo quý. Đóng góp của tổng thu nhập vào tăng trưởng LNTT ở mức trung bình. LNTT 6T/22 tăng 7% YoY.

**Độ nhạy cao đã được dự báo đối với chi phí tín dụng đã trở thành yếu tố hỗ trợ**

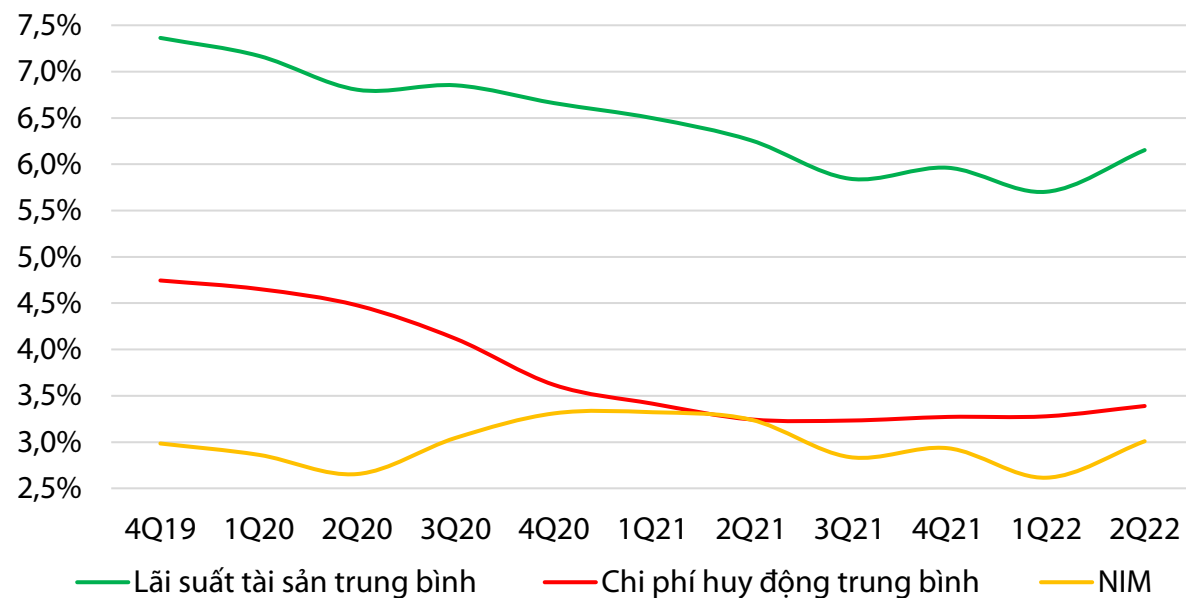
- Nếu loại trừ tác động của chi phí rủi ro, tăng trưởng trước trích lập sẽ lần lượt là 9% và 30% YoY cho Q1 và Q2/22. Biến động mạnh ở tăng trưởng LN hàng quý nằm trong dự báo của chúng tôi. Sự thay đổi trong sức khỏe bảng cân đối đã hỗ trợ khi tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu hình thành được kiểm soát tốt. Dự nợ cơ cấu cũng giảm.

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Các nhóm nợ và quỹ dự phòng, loại trừ VAMC (%)**



**Hình 4: NIM, các lãi suất và chi phí lãi (quy năm)**



**Vấn đề hạn mức tăng trưởng tín dụng không đe dọa đến tăng trưởng lợi nhuận của CTG**

- Do động lực tăng trưởng chính là cải thiện chi phí rủi ro nên CTG ít bị ảnh hưởng bởi sự không chắc chắn trong hạn mức tăng trưởng tín dụng. Giải ngân đầu tư công sẽ là yếu tố hỗ trợ cho sự phục hồi của KH. Do đó, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng lợi nhuận cao của CTG trong 2H22 là tương đối chắc chắn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN 54% trong 2H, với mức tăng trưởng trước trích lập là 20%. NIM mở rộng sẽ là yếu tố mang tính hỗ trợ, trong khi tăng trưởng thu nhập phí sẽ tiếp tục cải thiện nhờ doanh số bancassurance. Chúng tôi thận trọng phản ánh dự phóng tăng trưởng tín dụng 12%. Diễn biến thực tế có thể có bất ngờ khi ngân hàng đang xin mức tăng trưởng 14-15%.

**Tốc độ và mức độ bình thường hóa chi phí tín dụng biên sẽ định hình giai đoạn tăng trưởng cao**

- Chúng tôi kỳ vọng CTG kiểm soát hiệu quả chi phí tín dụng biên ở mức 1,2-1,3% trong vài năm tới, được hỗ trợ bởi hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu. Nhờ độ nhạy với chi phí tín dụng, CTG có vùng đệm phù hợp để đối phó chính sách và vĩ mô toàn cầu bất định. Tăng trưởng LNTT năm 2023 dự kiến bình thường hóa còn 2% YoY (26,9 nghìn tỷ).

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

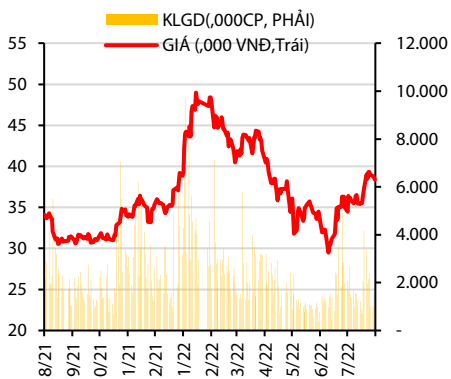
**TRUNG LẬP: -3%**

**GTT: 38.400**

**GMT: 37.400**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH



Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KLBO 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng  
194.247  
5.059  
1.547  
55  
13,1  
49,95 - 28,95

	2021A	2022E	2023F
Thu nhập lãi (tỷ đồng)	46.818	55.382	62.112
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	62.395	70.220	76.857
LNST (tỷ VNĐ)	10.573	16.294	18.584
ROA (%)	0,7	0,9	0,9
ROE (%)	12,8	18,0	17,0
Tăng trưởng tài sản (%)	16,2	12,8	12,6
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	17.073	18.921	22.892
P/E (x) (*)	27,9	14,9	13,9
P/B (x) (*)	2,4	2,0	1,7

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Việc cải thiện chất lượng tài sản và cơ sở vốn sẽ từng bước nâng cao khả năng sinh lời và hiệu quả tổng thể của ngân hàng

- Chất lượng tài sản từng bước được cải thiện sau khi xử lý trái phiếu VAMC. Tỷ lệ hình thành nợ xấu giảm từ nền cao xuống mức hiệu quả hơn, hỗ trợ NIM sau điều chỉnh rủi ro. Khả năng sinh lời và hiệu quả tổng thể sẽ được củng cố cũng như sức khỏe bảng cân đối nhờ vào tiềm năng tăng vốn, từ đó mang lại khả năng mở rộng tốt.

### Tốc độ tăng trưởng bền vững và phù hợp được tài trợ bởi lợi thế huy động vốn

- BID là một trong những NH lớn nhất về tổng tài sản, cho vay và cơ sở tiền gửi, đồng nghĩa sở hữu mạng lưới rộng lớn và thương hiệu trong việc huy động mà BID có thể tận dụng để cung cấp dịch vụ tại quy mô lớn và tăng trưởng cơ sở huy động với khả năng định giá cạnh tranh. Lợi thế nguồn vốn tạo nền tảng cho tăng trưởng trong các chu kỳ chi phí cao.

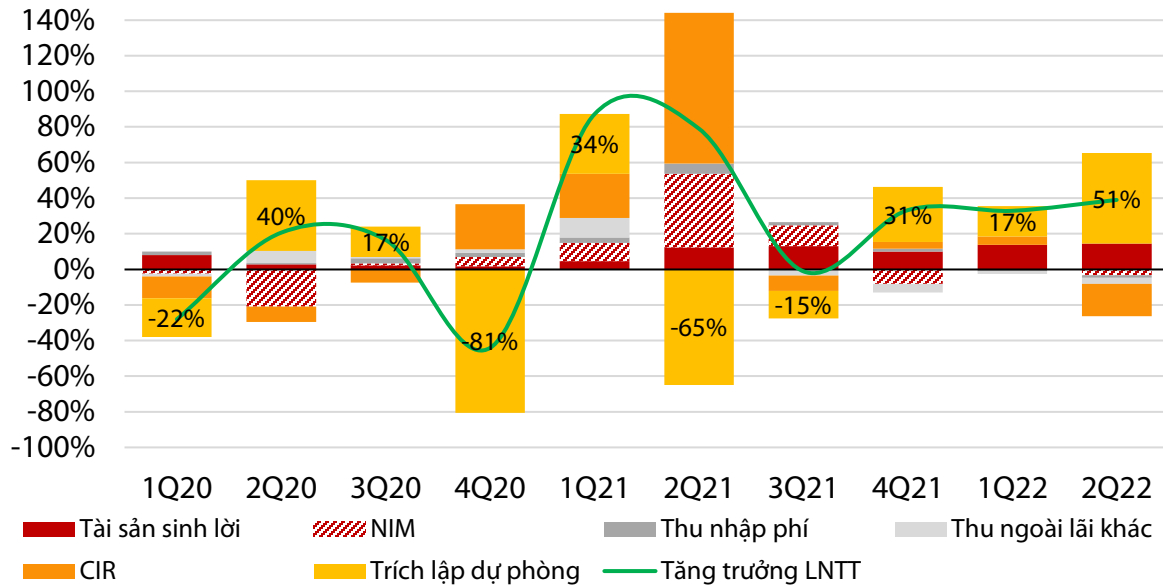
### Động lượng tăng trưởng cao được hỗ trợ bởi việc giảm chi phí rủi ro đáng kể

- Trong 6T22, BID tăng trưởng LN 36% YoY và diễn biến giá tích cực hơn ngành nhờ phơi nhiễm rủi ro tín tức thấp bao gồm tín dụng BĐS và TPDN và chi phí tín dụng biên giảm nhanh từ nền cao. Chúng tôi kỳ vọng BID có khả năng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận đạt 79% YoY trong nửa cuối năm 2022 trước khi nhanh chóng bình thường hóa về mức 14% YoY vào năm 2023.

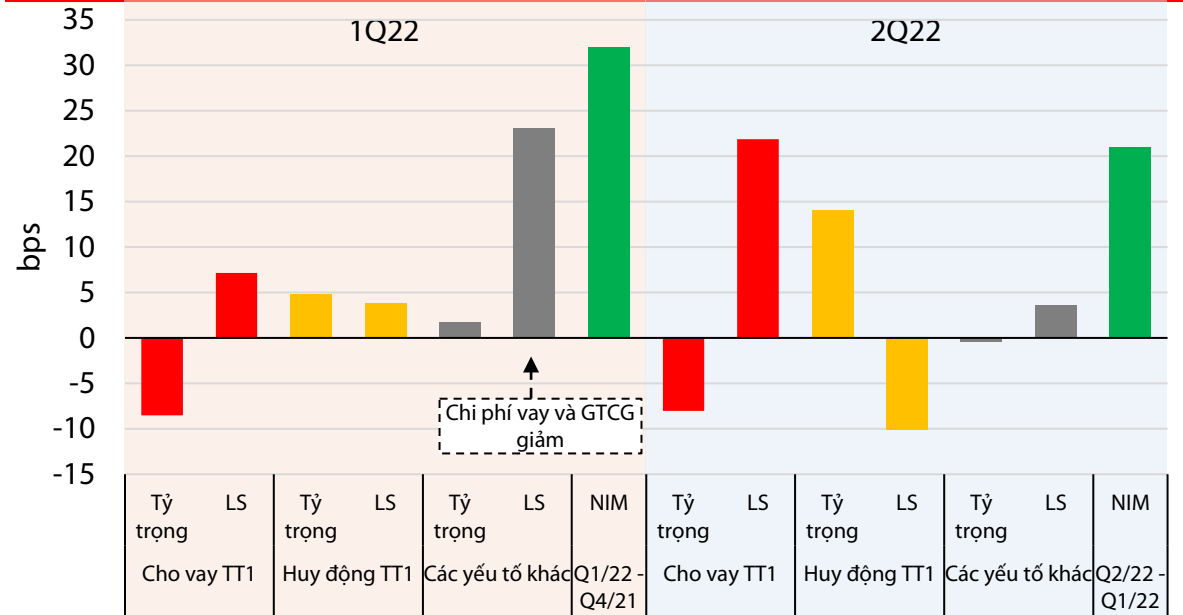
## RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá bao gồm thời gian phát hành riêng lẻ. Đà phục hồi và trạng thái nền kinh tế sẽ tác động đáng kể đến mức độ tổn thất tín dụng do BID có thị phần khách hàng lớn.

**Hình 1: Các cấu phần của tăng trưởng LNTT (% YoY)**



**Hình 2: Các cấu phần trong thay đổi NIM theo quý (quý năm, %)**

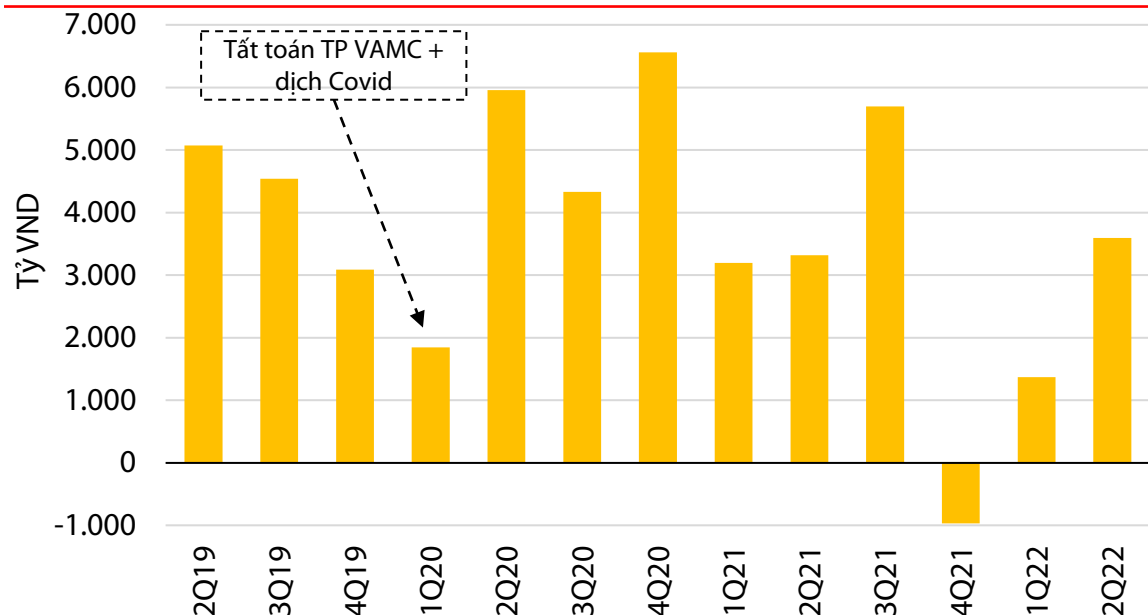


**Cải thiện chi phí tín dụng đã hỗ trợ ổn định đà tăng trưởng LN trong khi NIM phục hồi chậm hơn dự kiến**

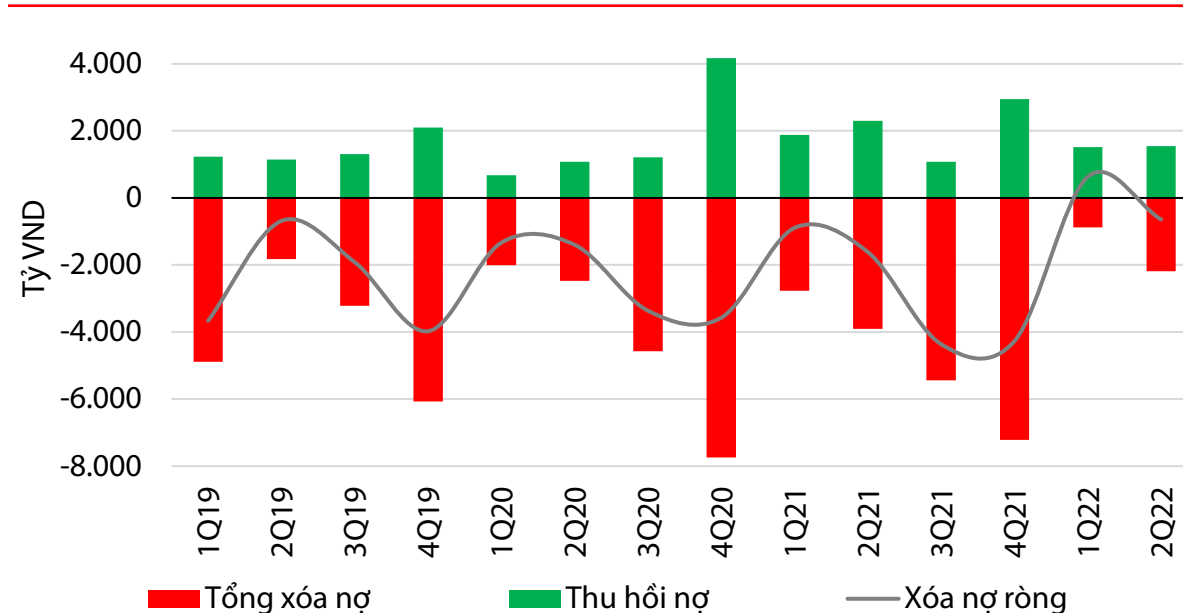
- BID được giao hạn mức tăng trưởng tín dụng 10% trong 6T22, dẫn đến đóng góp vừa phải từ việc mở rộng bảng cân đối. NIM và chi phí tín dụng là động lực chính của LNTT. LS cho vay phục hồi chậm hơn kỳ vọng nhưng vẫn ảnh hưởng tích cực khiến NIM tăng 7 điểm cơ bản theo quý trong Q1 và 22 điểm cơ bản theo quý trong Q2/22. Do tỷ trọng giấy tờ có giá cao, sự sụt giảm LS trung bình do tái định giá và trái phiếu mới phát hành là nguyên nhân chính cho sự thay đổi NIM trong Q1/22. Chênh lệch LS thị trường 1 cải thiện trong 6T22. Tuy nhiên, nền so sánh cao của NIM dẫn đến đóng góp tiêu cực vào tăng trưởng LNTT. Thu nhập lãi thuần tăng 17% YoY trong 6T22 trong khi tổng thu nhập tăng 9%. Thu nhập phí giảm mạnh do miễn phí phí giao dịch. Nếu điều chỉnh cho khoản này, tăng trưởng thu nhập phí sẽ là 14% YoY trong 6T theo ước tính của chúng tôi.
- Sức khỏe bảng cân đối cải thiện tốt. Tỷ lệ nợ xấu không đổi ở mức 1,0%. Nợ cơ cấu giảm còn 15 nghìn tỷ trong khi tổng dư nợ khách hàng cơ cấu giảm xuống còn khoảng 50 nghìn tỷ. BID đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ cơ cấu, khoảng 21,8 nghìn tỷ, đồng nghĩa tỷ lệ bao phủ nợ xấu điều chỉnh là 119% thay vì tỉ lệ công bố là 263%.

Nguồn: BID, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Nợ xấu hình thành ròng (tỷ đồng)**



**Hình 4: Xử lý rủi ro bằng nguồn dự phòng và thu hồi nợ (tỷ đồng)**



**Sự đóng góp như kỳ vọng từ việc giảm chi phí tín dụng biên**

- BID duy trì tốt động lượng từ Q4/21. Chi phí tín dụng là động lực chính, đặc biệt trong Q2/22. Chúng tôi kỳ vọng BID thúc đẩy tăng trưởng LN lên 79% YoY trong nửa sau năm 2022 trước khi bình thường hóa về mức 14% YoY năm 2023. Điểm mấu chốt vẫn là chi phí tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng biên giảm xuống mức bền vững hơn vào năm 2023 (1,6-1,7%). Tuy nhiên, với các khoản dự phòng chưa hoàn nhập lớn đối với nợ cơ cấu, BID sẽ có một vùng đệm tăng trưởng vững chắc có thể gây bất ngờ cho dự báo của chúng tôi trong trường hợp khách hàng phục hồi tốt (đặc biệt là các doanh nghiệp lớn), tỉ lệ chuyển nhóm thấp ở nợ cơ cấu và hạ cánh mềm của kinh tế toàn cầu. Trong ngắn hạn, BID chưa có ý định hoàn nhập dự phòng. Tăng trưởng tổng thu nhập được dự báo là 18% trong 2H22 và 9% năm 2023, chủ yếu do tăng trưởng tín dụng và NIM ổn định trong khi thu nhập phí vẫn tiêu cực trong 2H22 (-18% YoY).

**Khi tốc độ tăng trưởng bình thường hóa, việc tăng vốn sẽ là chất xúc tác**

- Kế hoạch tăng vốn gặp khó khăn từ đà điều chỉnh và các quy định của thị trường chứng khoán. Dù còn nhiều sự không chắc chắn, việc tăng vốn sẽ giúp BID thúc đẩy tăng trưởng doanh thu thông qua khả năng mở rộng bảng cân đối bền vững hơn. Nó sẽ hoạt động như một chất xúc tác mạnh mẽ hỗ trợ giá cổ phiếu khi tăng trưởng bình thường hóa vào năm 2023.

Nguồn: BID, CTCK Rồng Việt

## KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**

**Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

**Trần Hà Xuân Vũ**

**Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**

**Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng**

**Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An**

**Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Trần Kỳ Anh**

**Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

**Nguyễn Hồng Loan**

**Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thành**

**Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Nguyễn Ngọc Thảo**

**Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà**

**Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Lê Tự Quốc Hưng**

**Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Bernard Lapointe**

**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Hà My**

**Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Cao Ngọc Quân**

**Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

**Trần Ngọc Thảo Trang**

**Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

