

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM





NGÀNH NGÂN HÀNG

**LẠC QUAN TRONG THẬN TRỌNG VỀ
CÁC CƠ GIÓ NGƯỢC CHIỀU**



Phạm Thị Tố Tâm – tam.ptt@vdsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Thành – thanh.nn@vdsc.com.vn



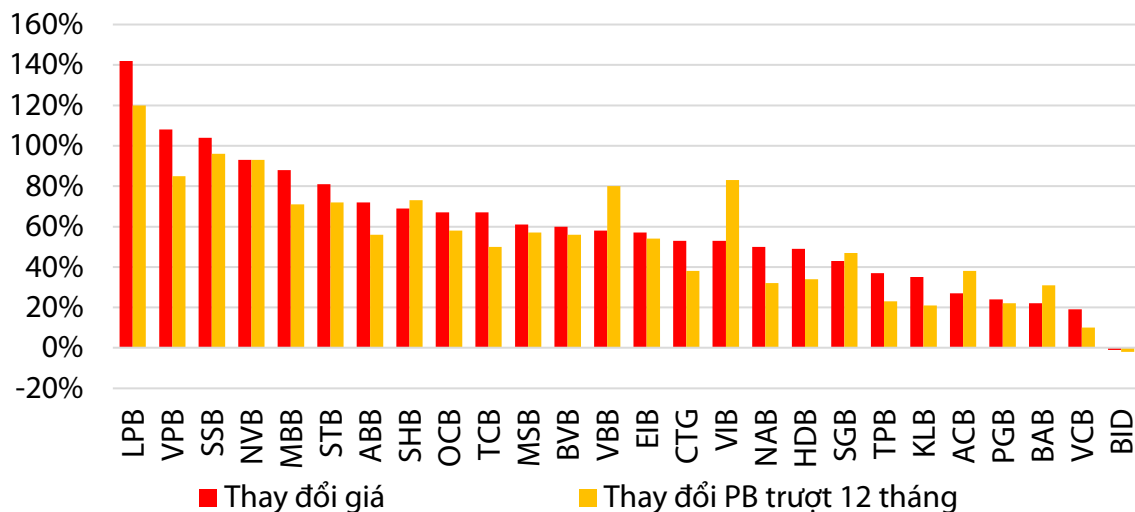
6T2021: Tăng trưởng thu nhập vững chắc trong bối cảnh diễn biến phức tạp của đại dịch...

- Nhìn chung, các gián đoạn do đại dịch bùng phát gây ra chưa tác động mạnh lên nhu cầu: tín dụng và huy động tăng trưởng tốt, giao dịch thanh toán bùng nổ và các thị trường tài sản thăng hoa. Lợi nhuận các ngân hàng tăng trưởng trên diện rộng, trung bình +57% so với cùng kỳ trong 6T2021.

... nhờ vào NIM mở rộng trên nền so sánh thấp và các động lực riêng lẻ

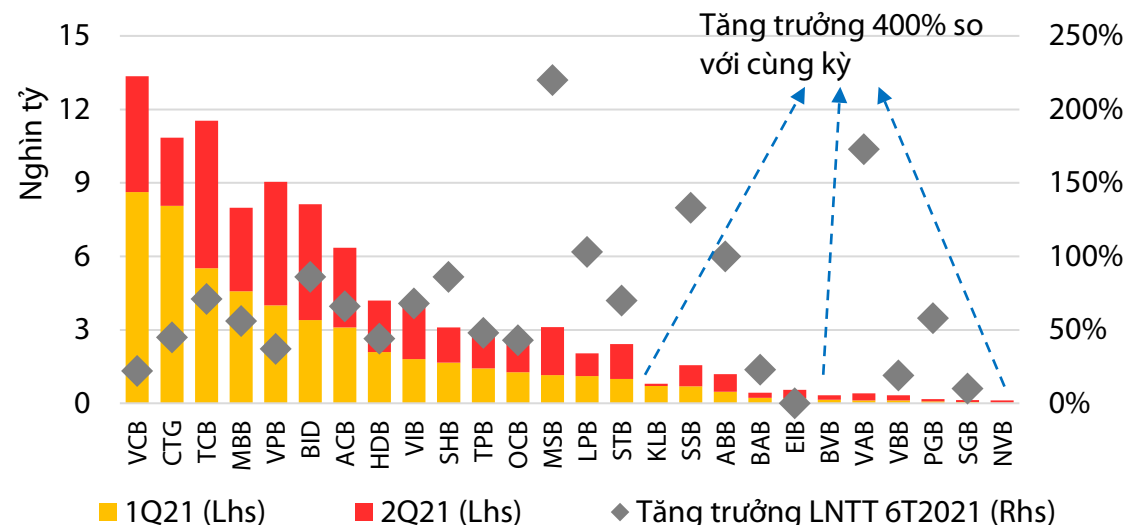
- Động lực tăng trưởng là khác nhau giữa các ngân hàng. Một số được hỗ trợ bởi nền so sánh thấp do tác động của việc cắt giảm lãi suất lần đầu năm 2020, trong khi các ngân hàng khác có thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh nhờ mảng bancassurance, kinh doanh trái phiếu và thanh toán. Các khoản mục bất thường cũng là động lực tăng trưởng đột biến tại một số ngân hàng. Hầu hết các ngân hàng đều cải thiện biên NIM đáng kể.
- Chênh lệch tái định giá và thay đổi cấu trúc huy động đã mở rộng NIM thông qua kéo tăng mức chênh lệch lãi suất cho vay - tiền gửi. CIR giảm mạnh nhờ quá trình số hóa và chi phí tín dụng tăng chậm lại nhờ Thông tư 03 là điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng lợi nhuận. Ngoài ra, chất xúc tác hỗ trợ đà tăng giá cổ phiếu tại một số ngân hàng gồm chia cổ tức và thoái vốn.

Hình 1: Diễn biến giá trong 6T2021 (% , so với đầu năm, trượt 4Q)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LNTT hàng quý và tăng trưởng 6T21 (% , so với cùng kỳ)



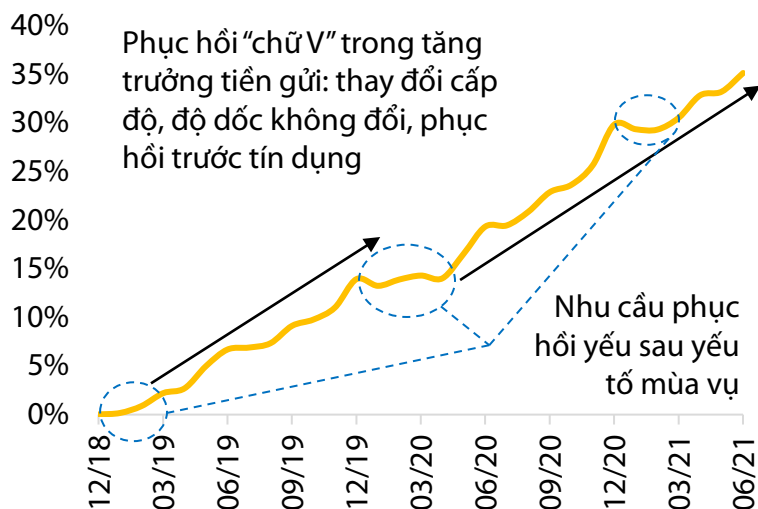
Tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh kể từ sau tháng 12/2020, trong khi động lượng tăng trưởng huy động giữ nguyên

- Tăng trưởng tín dụng 6T2021 đạt 6,5%, cao hơn cùng kỳ năm 2020 (3,7%). Tăng trưởng tiền gửi thấp hơn một chút so với 6T2020 (4,1% so với 4,7%). Nhu cầu tín dụng tích cực bất chấp hai đợt bùng phát dịch. Chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động chuyển sang dương nhưng không có áp lực lên thanh khoản, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi trong Báo cáo Chiến lược 2021: thanh khoản hệ thống có thể đáp ứng mức chênh lệch dương trong 1-1,5 năm.

Nhu cầu không đồng đều giữa các ngành nghề kinh tế gây lo ngại, nhưng tăng trưởng tín dụng dự phóng vẫn tích cực

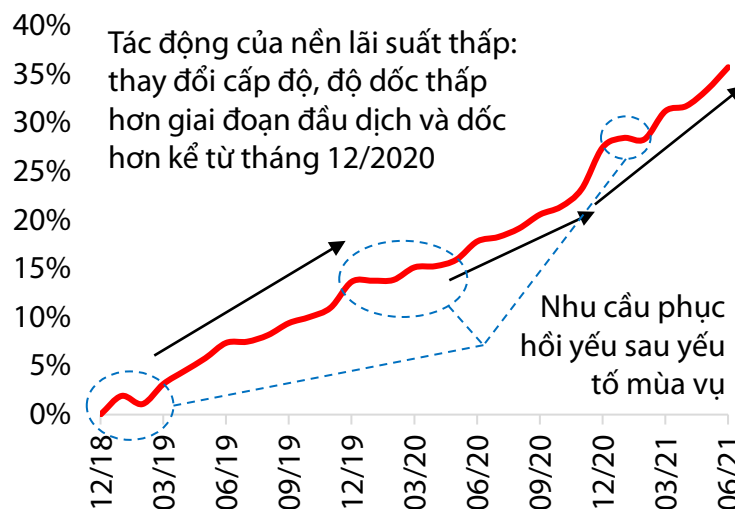
- Chúng tôi nghĩ tác động của dịch theo “mô hình chữ K”: các thành phần kinh tế khác nhau chịu ảnh hưởng trong thời gian và với độ lớn khác nhau, khiến nhu cầu duy trì ở một số khu vực và lĩnh vực mà dòng vốn chảy vào. Bất động sản là một trong số đó, khiến nhà chức trách lo ngại về tình trạng đầu cơ.
- Diễn biến vĩ mô 6T21 vẫn nằm trong dự tính. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng (13,1%) và huy động (10,8%). Sự kiện dịch bệnh đối với chúng tôi là không chắc chắn và không thể dự báo. Do vậy, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan trong thận trọng với ngành ngân hàng nhờ chính sách hỗ trợ.

Hình 3: Huy động (năm cơ sở 2018)

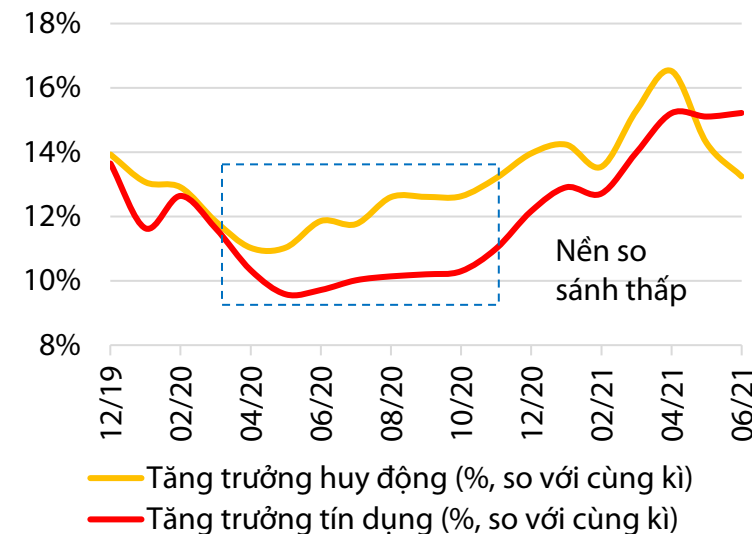


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

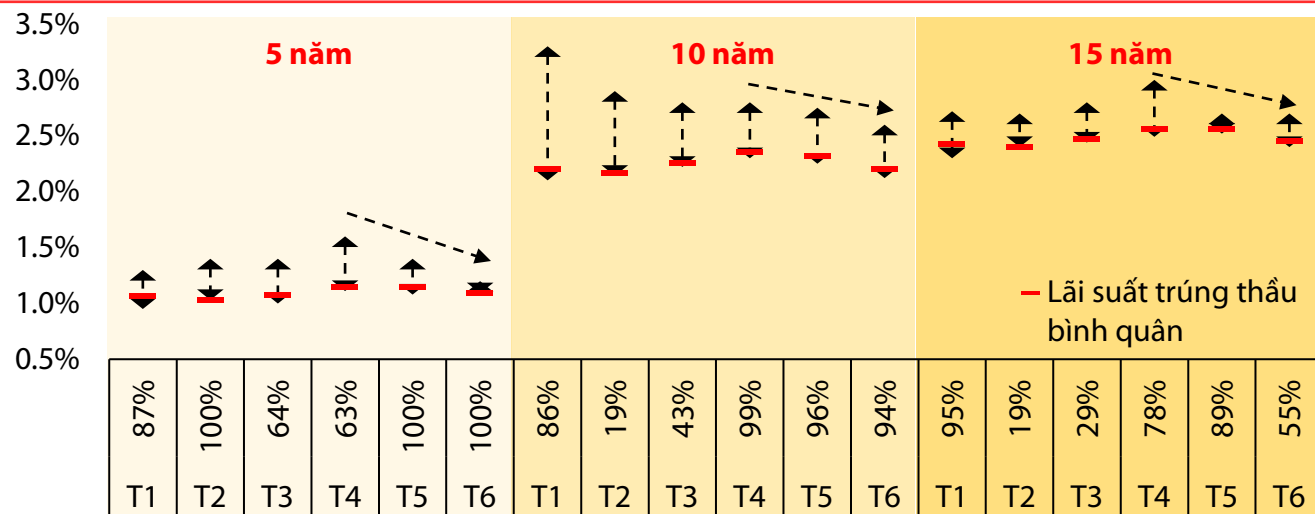
Hình 4: Tín dụng (năm cơ sở 2018)



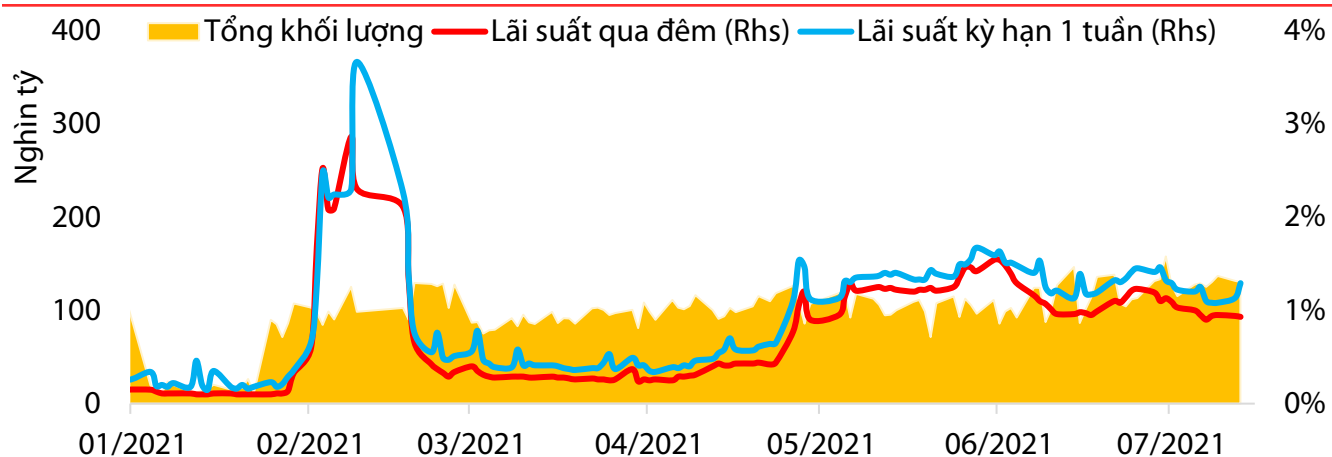
Hình 5: Tăng trưởng tín dụng và huy động



Hình 6: Đấu thầu trái phiếu Chính phủ trong 6T2021 (Tỷ lệ phần trăm đọc: tỷ lệ trúng thầu, %; mũi tên: biên độ lãi suất đặt thầu, %)



Hình 7: Lãi suất liên ngân hàng 1H2021



Nguồn: NHNN, Fiiipro, CTCK Rồng Việt

Thanh khoản vẫn dồi dào trong 6T2021

- Lãi suất liên ngân hàng (LNH) duy trì mức thấp kể từ giữa năm 2020. Lãi suất tăng vào một số thời điểm có yếu tố mùa vụ do thiếu thanh khoản cục bộ.
- Nhìn chung, thanh khoản dồi dào khiến các ngân hàng phải phân bổ nguồn lực nhiều hơn vào các tài sản thanh khoản cao đang trả lãi thấp, trong điều kiện lãi suất trên các khoản dự trữ vượt mức và cho vay LNH thấp. Do đó, lợi suất TPCP duy trì thấp. Tỷ lệ trúng thầu tăng và lợi suất giảm về giữa năm khi thanh khoản dự phóng cải thiện nhờ các hợp đồng kỳ hạn bán ngoại tệ đáo hạn.
- Thanh khoản trong nửa sau năm 2021 sẽ duy trì tích cực khi việc cấp hạn mức tín dụng thấp và kéo dài hơn dự kiến do NHNN đang thận trọng.

Kỳ vọng động lượng tăng trưởng tín dụng duy trì với bộ đệm thanh khoản tốt trong nửa sau năm 2021

- Với gói lãi suất mới, chính sách tiền tệ hỗ trợ và thanh khoản dồi dào, chúng tôi có quan điểm lạc quan về tăng trưởng tín dụng dự phóng.

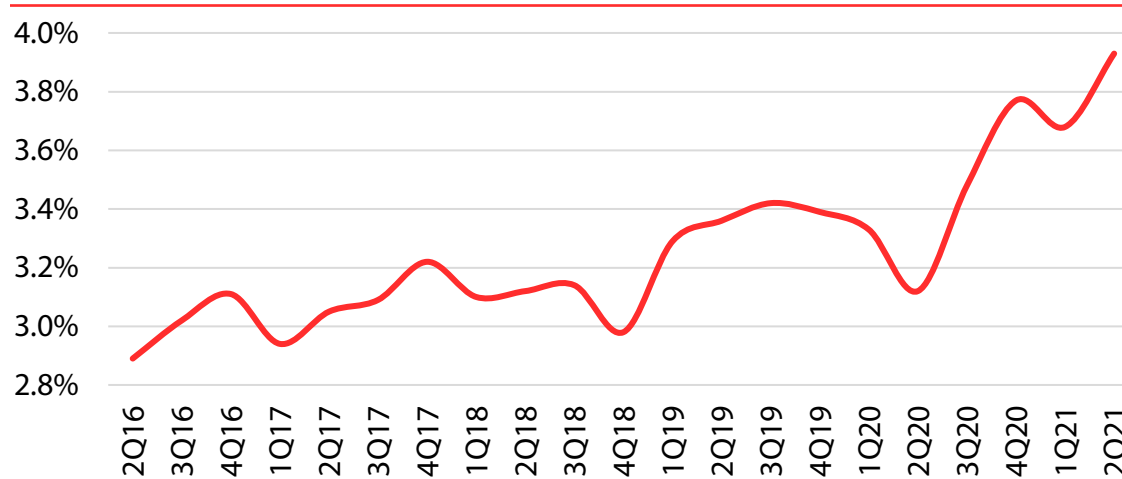
6T2021: NIM tăng trên nền thấp nhờ chênh lệch lãi suất cho vay – huy động mở rộng

- NIM (quy năm) tăng từ giữa năm 2020 khi hiệu ứng tái định giá kết thúc. Lãi suất tiền gửi tiếp tục giảm với tỉ lệ CASA tăng còn lãi suất cho vay đi ngang.

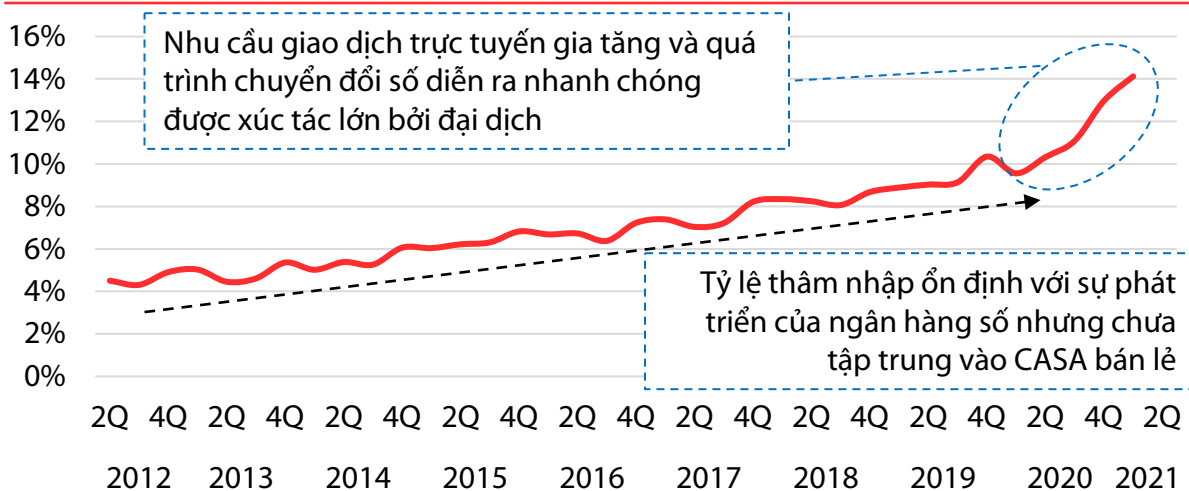
NIM vẫn có thể cao hơn tại một số ngân hàng về phía cuối năm, phụ thuộc vào CASA

- Tiền gửi cá nhân đã dẫn dắt CASA khi CASA doanh nghiệp suy giảm theo xu hướng tối ưu hóa dòng tiền. Trong nửa cuối năm 2021, nhờ tập trung ngân hàng bán lẻ, tỉ lệ thâm nhập bán lẻ được hỗ trợ bởi xu hướng thanh toán không tiền mặt và chuyển đổi số sẽ khiến cuộc đua CASA cạnh tranh hơn về phí, và cải thiện CASA với tốc độ khác nhau giữa các ngân hàng.

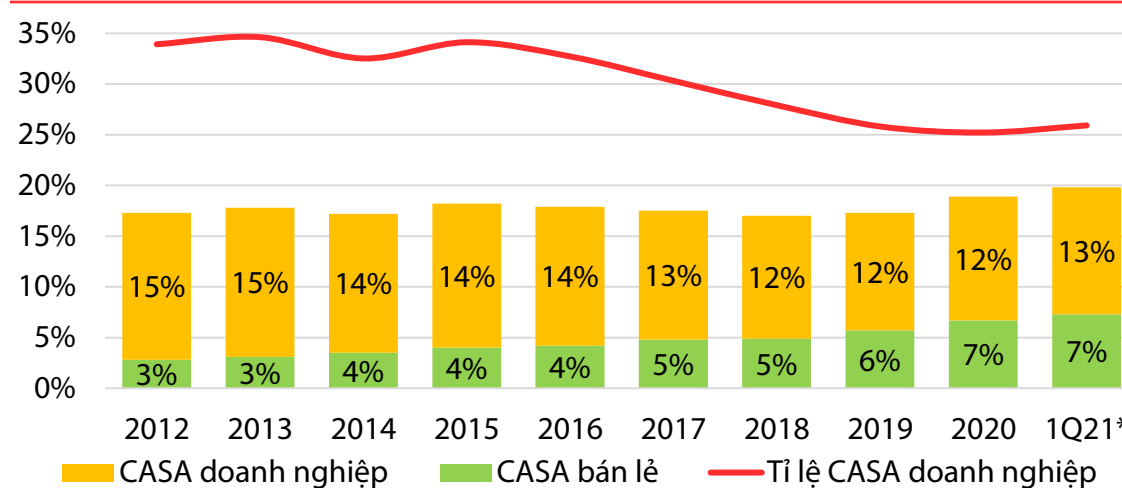
Hình 8: NIM quy năm của các ngân hàng niêm yết (%)



Hình 9: Tỷ lệ CASA bán lẻ toàn ngành (%)



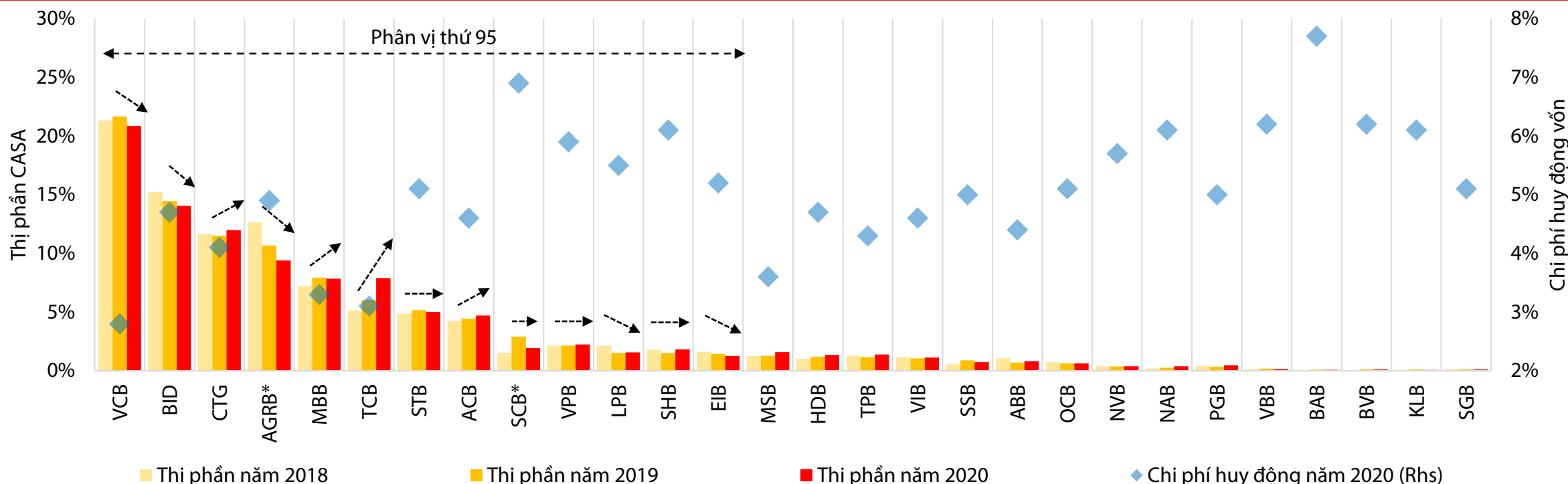
Hình 10: Tỷ lệ CASA doanh nghiệp và cơ cấu CASA toàn ngành (%)



Nguồn: NHNN, BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt. CASA doanh nghiệp được ước tính từ các ngân hàng nắm 86-87% thị phần huy động. * được tính từ nhóm ngân hàng nắm 72% thị phần.

Hình 11: Thị phần CASA trong ba năm qua và chi phí huy động vốn năm 2020 (%)

Nguồn: NHNN, Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Các ngân hàng * chưa niêm yết



Cuộc đua tiền gửi thanh toán (CASA): Cạnh tranh gay gắt ở phía các ngân hàng hàng đầu khiến các ngân hàng nhỏ và ngân hàng truyền thống bị tụt lại phía sau

- Trong phân vị thứ 95, thị phần CASA tăng tại các ngân hàng tư nhân hàng đầu. Khoản nợ có chi phí thấp và ít nhạy với lãi suất này giúp phát triển cơ cấu huy động ổn định. Các ngân hàng lớn thường có thị phần CASA cao hơn và cấu trúc huy động tốt, do đó, sở hữu chi phí huy động thấp. Chi phí huy động sẽ ảnh hưởng đến khả năng định giá các sản phẩm cho vay tại các ngân hàng nhỏ, thường dẫn đến danh mục cho vay rủi ro hơn và NIM sau điều chỉnh rủi ro nhạy cảm, tác động lợi nhuận và tăng trưởng bằng cân đối.
- Trước đây, CASA bán lẻ chưa được quan tâm nhiều vì tỷ trọng đóng góp thấp, ngân hàng số chưa phát triển và hành vi người tiêu dùng thay đổi chậm, trong khi các ngân hàng lớn hàng đầu có các lợi thế về mối quan hệ với các tập đoàn đã tạo ra khác biệt với tiền gửi thanh toán của doanh nghiệp cao. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng cung cấp các sản phẩm ngoài cho vay chất lượng dẫn dắt bởi các yếu tố tiện lợi, khả năng tiếp cận và tốc độ xử lý sẽ có lợi thế về mạng lưới CASA bán lẻ.

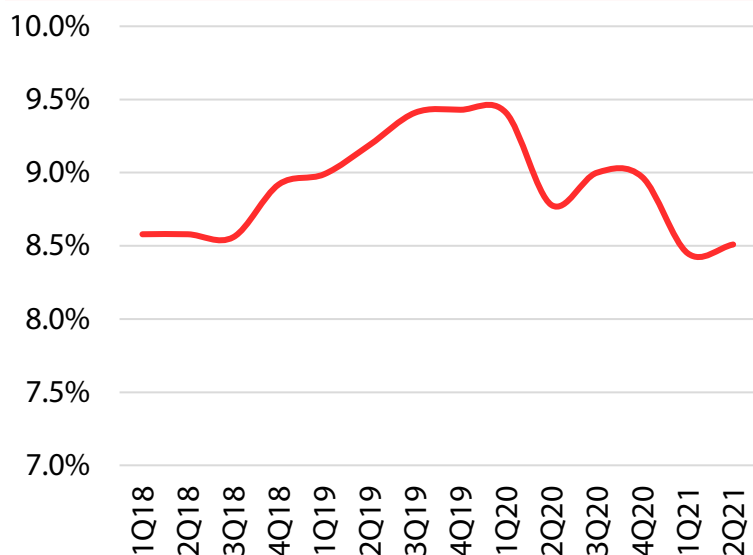
Các gói lãi suất hỗ trợ kiểm hãm xu hướng mở rộng của NIM

- Dù có đặc tính khó giảm sâu do được neo theo lãi suất dài hạn hơn, các gói tín dụng hỗ trợ đã tác động giảm lãi suất cho vay. Tuy nhiên, do chênh lệch kỳ hạn và tái định giá, diễn biến giảm lãi suất ở các ngân hàng thực hiện đã không đồng nhất về mức độ, thời gian và tốc độ tùy thuộc vào cơ cấu danh mục cho vay. Điều này gây áp lực lên NIM và từ đó, ảnh hưởng đến hiệu quả tăng trưởng bảng cân đối. Lợi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2021 với các gói hỗ trợ mới, nhưng mức độ ảnh hưởng vẫn sẽ phân hóa. Năm 2022, lãi suất cho vay có thể tăng trở lại nếu dịch được kiểm soát tốt hơn.

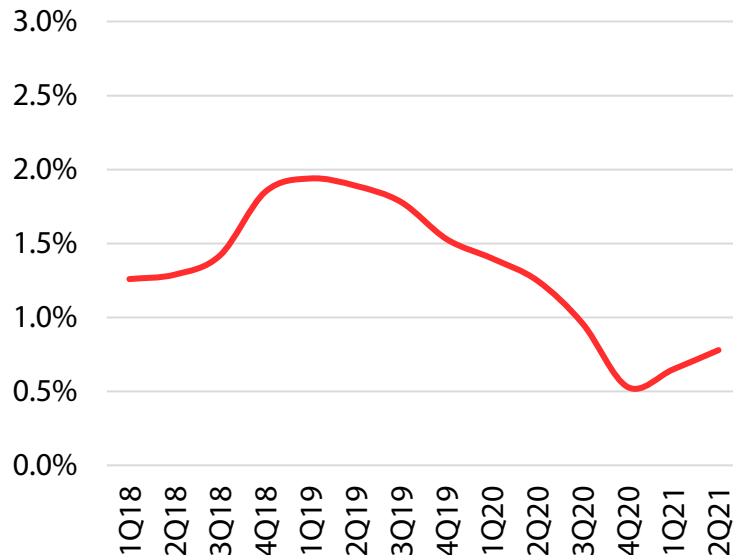
Môi trường lãi suất thấp ảnh hưởng đến việc tối ưu hóa danh mục tài sản, dù cải thiện thanh khoản

- Lợi suất thấp ở các tài sản ngoài cho vay và hạn mức tín dụng chưa như kì vọng ảnh hưởng đến việc tối ưu cơ cấu tài sản và giữ lãi suất TPCP ở mức thấp. Điều này mang lại thanh khoản dồi dào, dẫn đến thay đổi phân bổ danh mục đầu tư và tăng tỷ trọng tiền gửi liên ngân hàng và tỷ lệ dự trữ vượt mức.

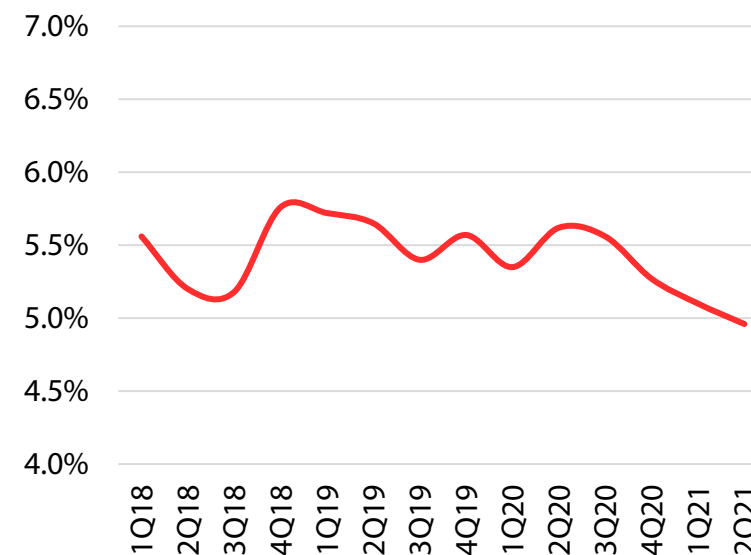
Hình 12: Lãi suất cho vay bình quân (quy năm, %)



Hình 13: Lãi suất bình quân trên tiền gửi dự trữ và liên ngân hàng (quy năm, %)



Hình 14: Lợi suất bình quân trên chứng khoán nợ (quy năm, %)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

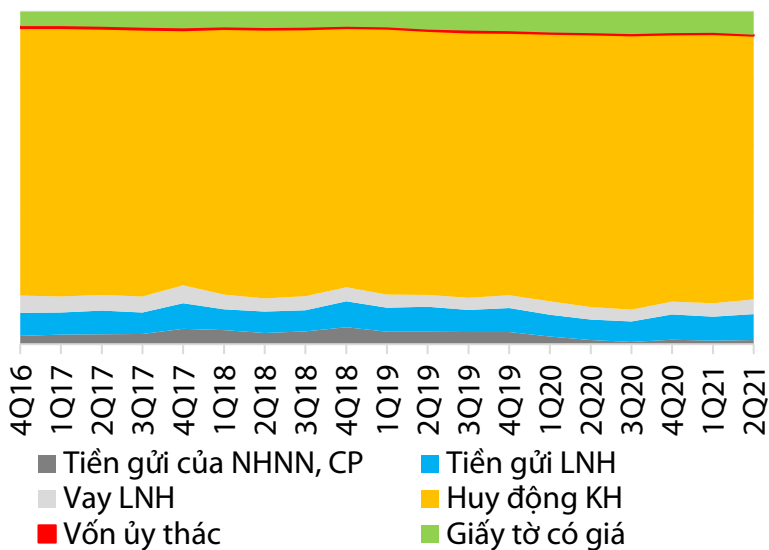
Cơ cấu huy động vốn thay đổi nhằm đáp ứng tăng trưởng tín dụng và tuân thủ các giới hạn quy định

- Đã có xu hướng tăng trưởng tài sản nhờ nguồn liên ngân hàng (LNH) ở cả hai phía bảng cân đối ở các ngân hàng đang gần chạm mức trần LDR, nhờ lãi suất LNH thấp. Với xu hướng tăng bền vững của CASA, một số ngân hàng đã có kế hoạch tài trợ cho tốc độ tăng trưởng cao bằng nguồn từ giấy tờ có giá để đạt được cơ sở huy động ổn định và tận dụng môi trường lãi suất thấp. Cấu trúc nền tảng huy động đang chuyển dịch sang các nguồn LNH và trái phiếu. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ duy trì trong nửa cuối năm 2021 và có thể trong nửa đầu năm 2022 dựa trên lãi suất LNH kỳ vọng.

Thay đổi trong chênh lệch kỳ hạn tiền gửi và tỷ lệ CASA cao hơn mang lại nền tảng huy động cạnh tranh

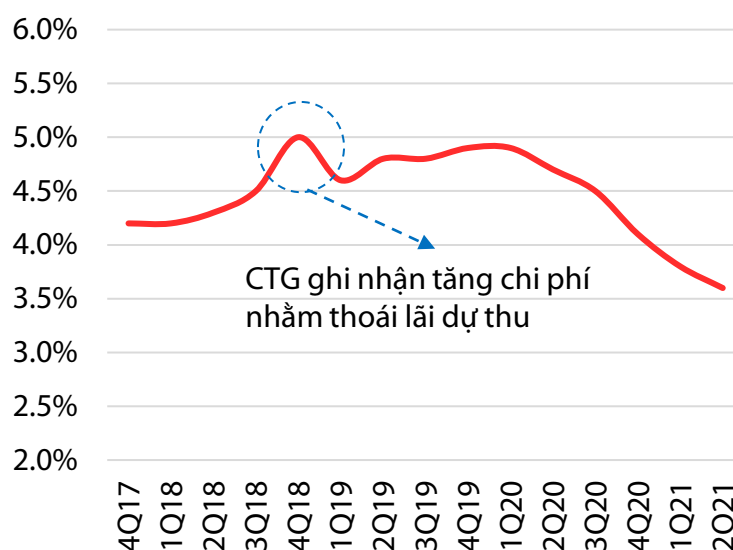
- Chúng tôi đánh giá đã có sự chuyển dịch trong cơ cấu huy động sang kỳ hạn ngắn hơn. Kết hợp với tỷ lệ CASA tăng, nền tảng huy động của toàn ngành được cải thiện tốt. Chúng tôi kỳ vọng tái cơ cấu danh mục tiền gửi của khách hàng sẽ sớm kết thúc, kéo theo lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đi ngang trong nửa sau năm 2021. Động lực cho việc tiếp tục cải thiện chi phí huy động và lãi suất tiền gửi bình quân sẽ phụ thuộc đà tăng trưởng CASA.

Hình 15: Cấu trúc huy động (%)

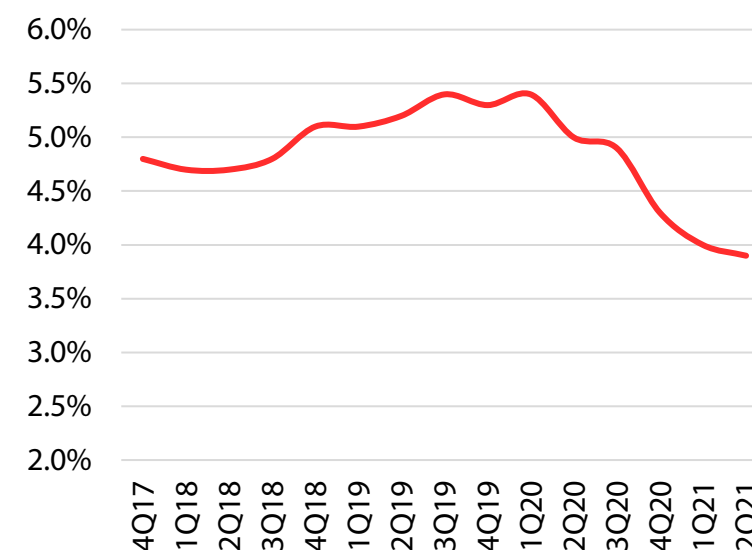


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Chi phí huy động (quy năm, %)



Hình 17: Lãi suất tiền gửi (quy năm, %)



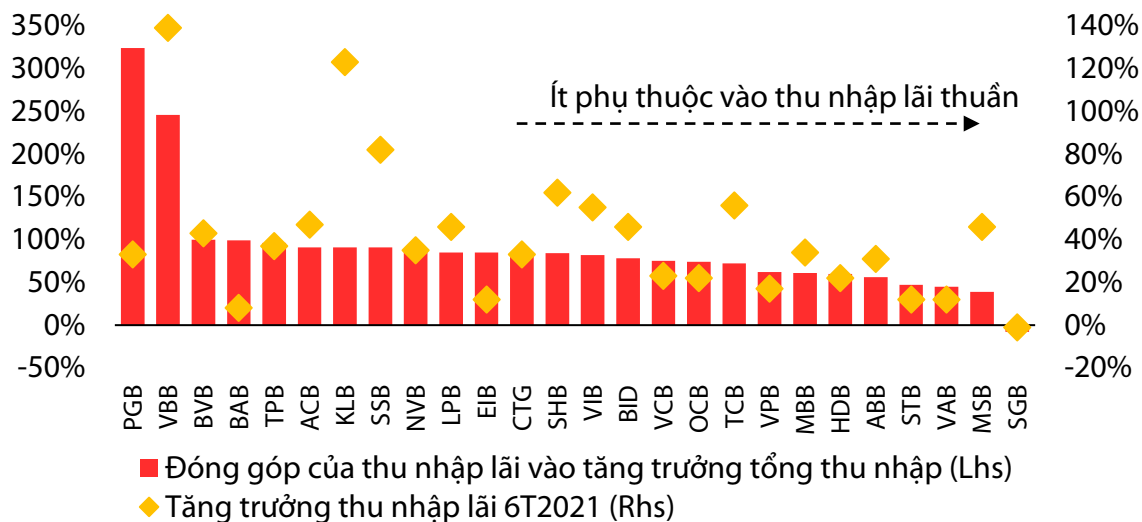
Thu nhập lãi thuần (NII) là động lực tăng trưởng quan trọng trong 6T2021 nhờ NIM mở rộng, nền so sánh tín dụng thấp và thay đổi cơ cấu danh mục

- NIM tăng mạnh kể từ quý 4/2020, tương tự với thu nhập lãi thuần. Sự dịch chuyển sang mảng ngân hàng bán lẻ cũng góp phần cải thiện biên NIM. Thu nhập lãi thuần là động lực tăng trưởng thu nhập hoạt động chính ở hầu hết các ngân hàng.

Dự báo đà tăng trưởng chậm dần về phía cuối năm

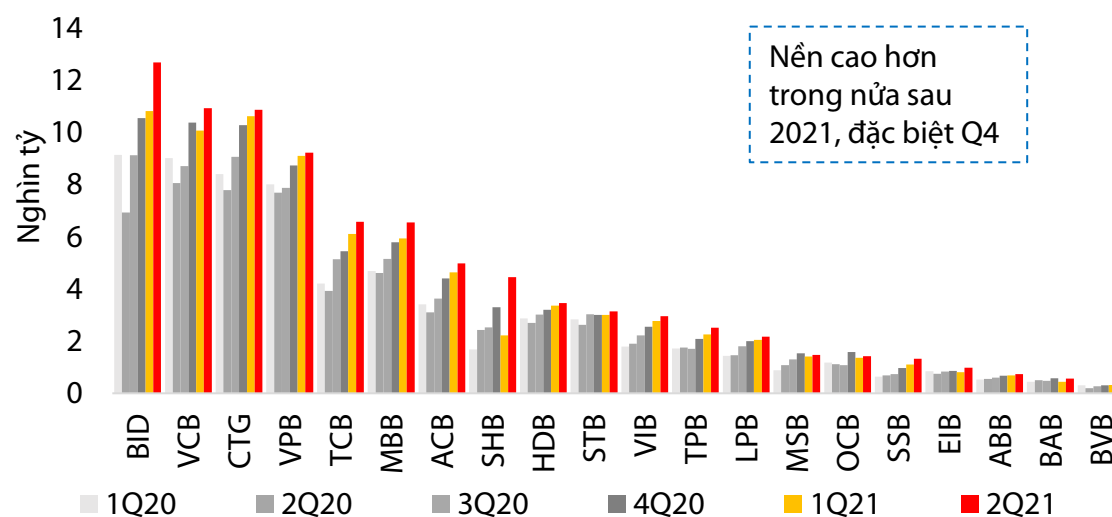
- Chúng tôi cho rằng nền so sánh đối với thu nhập lãi sẽ còn thuận lợi trong Q3 và tăng cao trong Q4. Xu hướng của NIM, tăng trưởng tín dụng và bảng cân đối là tương tự. NIM của các ngân hàng công bố gói lãi suất ưu đãi mới sẽ bị áp lực hơn do hạn chế dư địa điều chỉnh lãi suất huy động. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ sớm cấp hạn mức tín dụng cao hơn do tác động của đại dịch đang nghiêm trọng và các ngân hàng chấp nhận hạ lãi suất cho vay.
- Với tăng trưởng tín dụng kì vọng tích cực, NIM có thể sụt giảm nhẹ và bảng cân đối mở rộng thận trọng hơn, thu nhập lãi thuần trong 6 tháng cuối năm dự kiến tăng trưởng chậm hơn 6T21. Sự khác biệt sẽ ở NIM, khi các ngân hàng có lãi suất cho vay không bị tác động và tỷ lệ CASA cải thiện sẽ hưởng lợi.

Hình 18: Tăng trưởng NII và đóng góp tăng trưởng TOI (% , YoY)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Thu nhập lãi thuần một số ngân hàng niêm yết (NHNY)



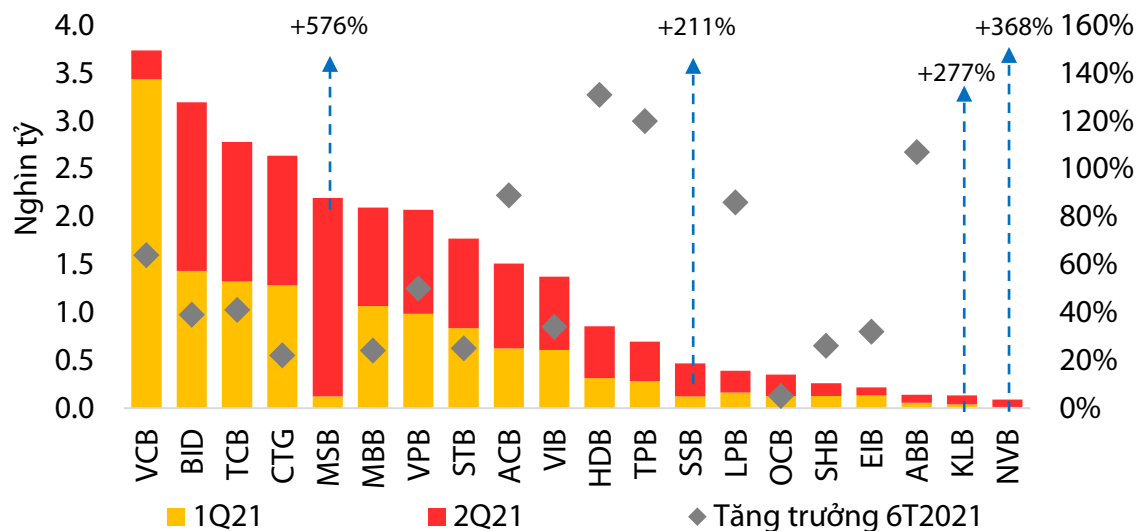
Đột biến trong tăng trưởng thu nhập dịch vụ (TNDV) từ các khoản mục bất thường

- Một số ngân hàng được hỗ trợ bởi khoản mục bất thường, trong đó đáng chú ý là khoản phí trả trước tại MSB và VCB. Nếu không nhờ khoản thu nhập này, VCB sẽ rớt xuống vị trí đứng thứ ba hoặc tư trong nhóm có thu nhập dịch vụ thuần lớn nhất. Trường hợp của MSB cũng tương tự.
- Ngành ngân hàng có tăng trưởng thu nhập từ hoạt động dịch vụ tốt. Động lực chính là thanh toán bao gồm mảng thẻ và LC/LG UPAS, và bancassurance. Sự thay đổi hành vi khách hàng với xu hướng chuộng giao dịch trực tuyến đi kèm với phí giao dịch cạnh tranh là yếu tố hỗ trợ.

Thị trường bancassurance ngày càng phát triển được hỗ trợ bởi môi trường vĩ mô

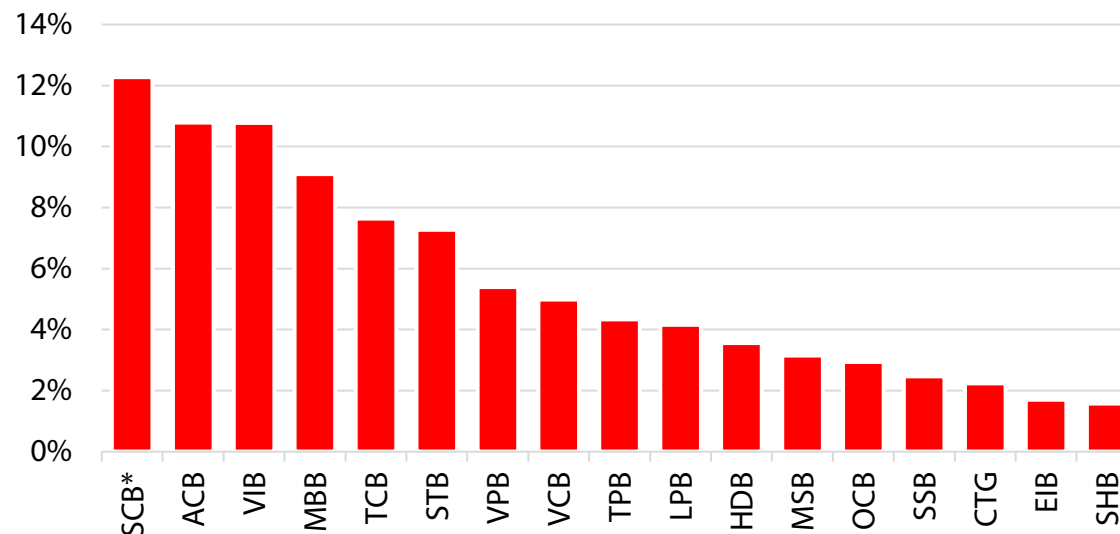
- Bancassurance trở nên phổ biến do tác động của dịch và tỷ lệ thâm nhập cao hơn trên nền thấp, do đó, tiềm năng trở thành động lực tăng trưởng mới. Trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi kỳ vọng thu nhập mảng bancassurance duy trì tốt nhờ quá trình số hóa tạo điều kiện thuận lợi cho việc tư vấn mua bảo hiểm mà không bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội. Tuy nhiên, thể mạnh và tăng trưởng mảng này phân hóa giữa các ngân hàng và đối tác.

Hình 20: Tăng trưởng TNDV các NHNY trong 6T2021 (% YoY)



Nguồn: Prudential, Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Các ngân hàng * chưa niêm yết.

Hình 21: Thị phần bancassurance 6T21 của một số ngân hàng (%)



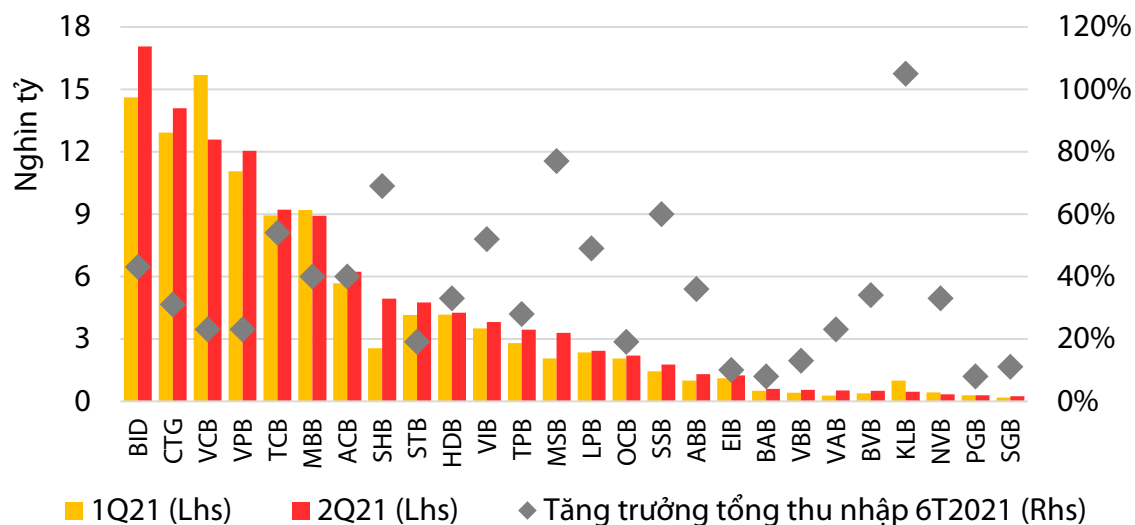
Trong khi thu nhập lãi thuần (NII) với NIM tăng và nền so sánh thấp đã thúc đẩy tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong nửa đầu năm ...

- Nhìn chung, TOI tăng trưởng mạnh trong 6T2021. NII dẫn dắt chính. Các ngân hàng có mức tăng trưởng NII thấp hơn mức trung bình thường cũng có mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn như OCB, STB, VPB, VCB. Mức tăng trưởng thường được coi là tích cực (10-25%) những năm trước lại bị xem là dưới trung bình trong giai đoạn đột biến này. Tài chính tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng nề, dẫn đến hiệu quả hoạt động thấp đến từ các ngân hàng tập trung mảng này. Dù NII tăng trưởng bùng nổ, cơ cấu thu nhập vẫn chứng kiến tỷ trọng thu nhập ngoài lãi cải thiện, một phần nhờ các khoản mục bất thường.

... triển vọng tăng trưởng phân hóa trong 6 tháng cuối năm giữa các ngân hàng khi NHNN thận trọng và được dẫn dắt bởi thu nhập ngoài lãi

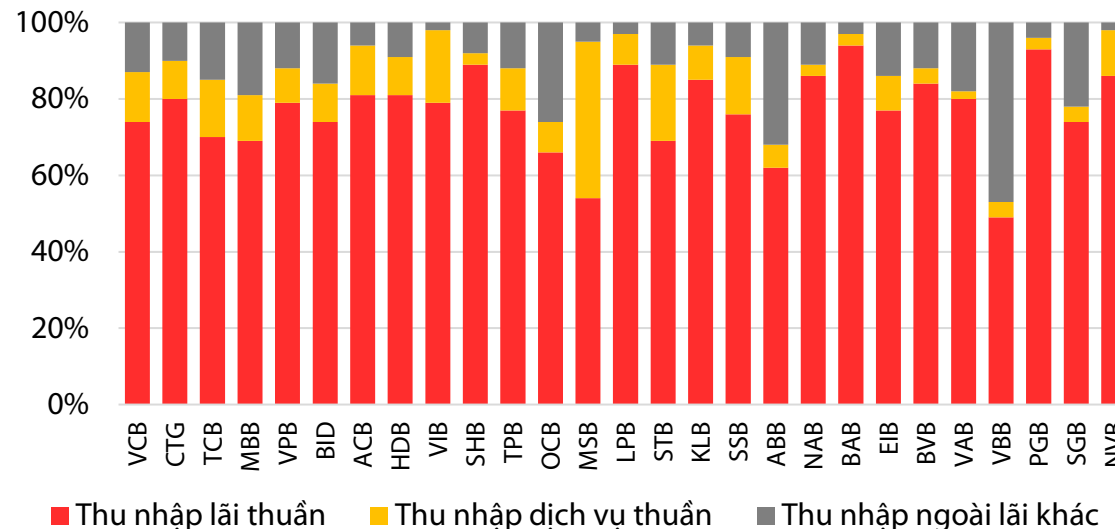
- Chúng tôi dự báo TOI sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt, tuy nhiên mức tăng sẽ thấp hơn so với 6T2021 khi NHNN trở nên thận trọng trong việc cấp hạn mức tín dụng. Dù vẫn kỳ vọng nới lỏng việc cấp hạn mức, thời điểm cấp mới hạn mức tăng trưởng tín dụng sẽ có tác động đến tốc độ tăng trưởng bằng cân đối so với cùng kỳ và từ đó, ảnh hưởng đến TOI hàng quý. Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi sẽ duy trì bền vững nhờ các xu hướng ổn định của mảng bancassurance và thanh toán, dự địa tăng trưởng nhờ kinh doanh trái phiếu và tiềm năng thu hồi nợ xấu, do đó, trở thành động lực chính.

Hình 22: Tăng trưởng tổng thu nhập của các NHNY (% , YoY)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

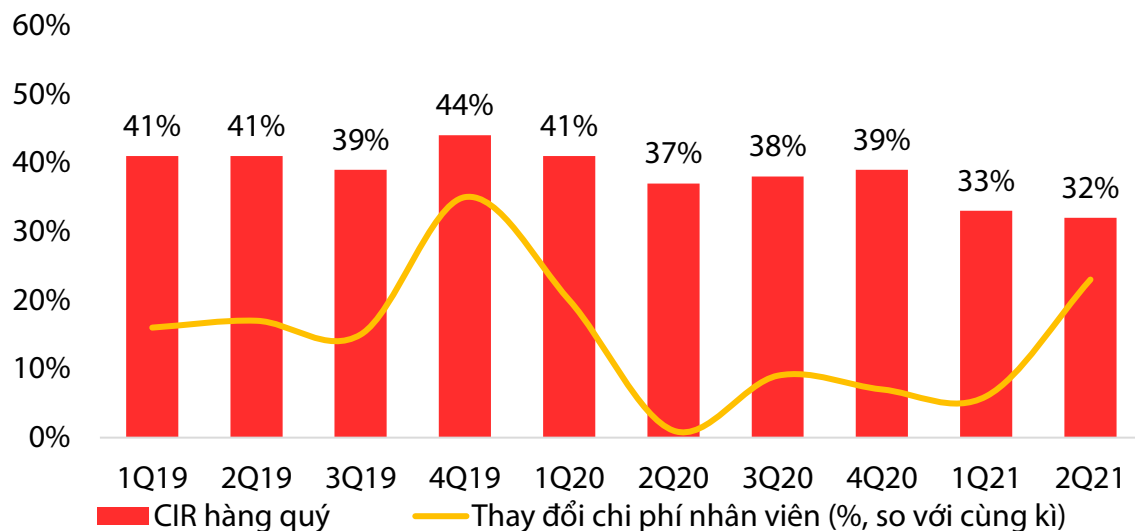
Hình 23: Cơ cấu tổng thu nhập trong 6T2021 của các NHNY (%)



Cắt giảm chi phí là giải pháp hiệu quả để tối ưu khả năng tăng trưởng

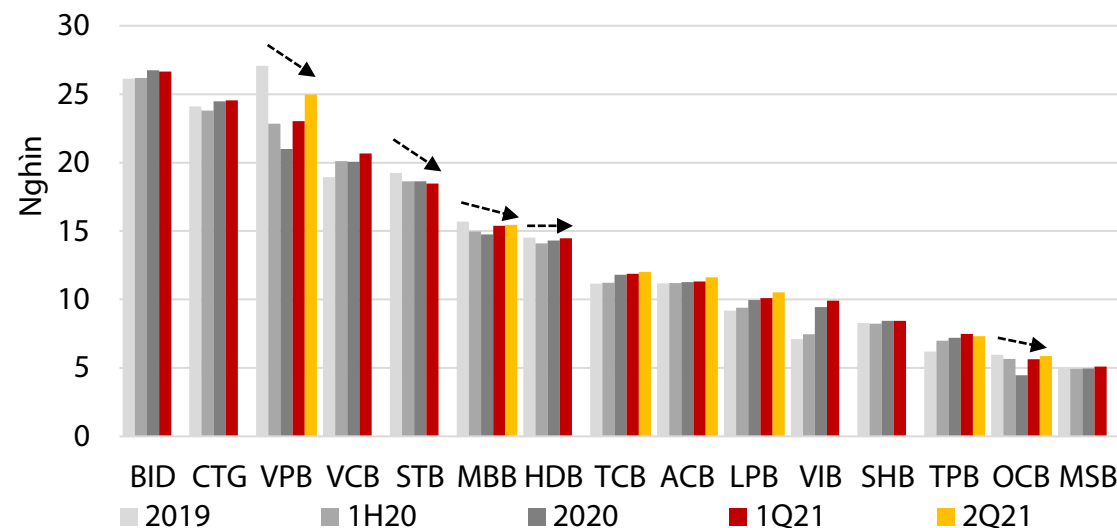
- Khi NIM bị ảnh hưởng nhanh và mạnh, ngành ngân hàng đã chứng kiến CIR sụt giảm mạnh trong quý 2/2020 khi chi phí lương thường đi ngang so với cùng kỳ. Tỷ lệ này giảm trong 6T2021 chủ yếu do tốc độ tăng của tử số (tổng thu nhập hoạt động) và việc chậm trễ triển khai các dự án đầu tư tại một số ngân hàng như TCB, ACB do chịu gián đoạn bởi đại dịch.
- Việc cắt giảm lương có tác động tức thì đến CIR, do đó, giúp các ngân hàng đối phó với cú sốc ở NIM. Chi phí nhân viên đã hồi phục kể từ quý 3/2020. Với các ngân hàng có NIM bị ảnh hưởng, nền chi phí tín dụng cao và cho vay rủi ro lớn, tác động sẽ nặng nề hơn. Do đó, để tối ưu hóa tăng trưởng bằng cân đối với NIM thấp hơn và chi phí dự phòng cao hơn, quy mô nhân viên được cắt giảm để đảm bảo hiệu quả hoạt động. Các ngân hàng có thay đổi giảm đáng kể về nhân sự là các ngân hàng sở hữu mảng tài chính tiêu dùng lớn như VPB, STB, MBB, HDB, OCB.
- Chúng tôi không nghĩ rằng phương pháp này là bền vững, tuy nhiên, sự thay đổi này là cần thiết. Nếu đại dịch kéo dài, chúng tôi cho rằng những ngân hàng trên có ít dư địa trong nửa sau năm 2021 trong việc tiếp tục cắt chi phí thông qua lương hoặc nhân sự do sẽ có tác động lên quy mô hoạt động.

Hình 24: CIR và tăng trưởng chi phí nhân viên (% , so với cùng kỳ)

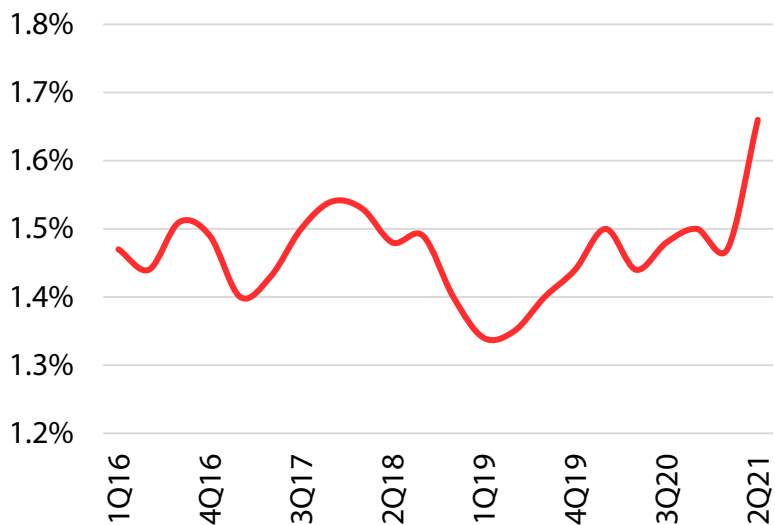


Nguồn: BCTC các ngân hàng, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

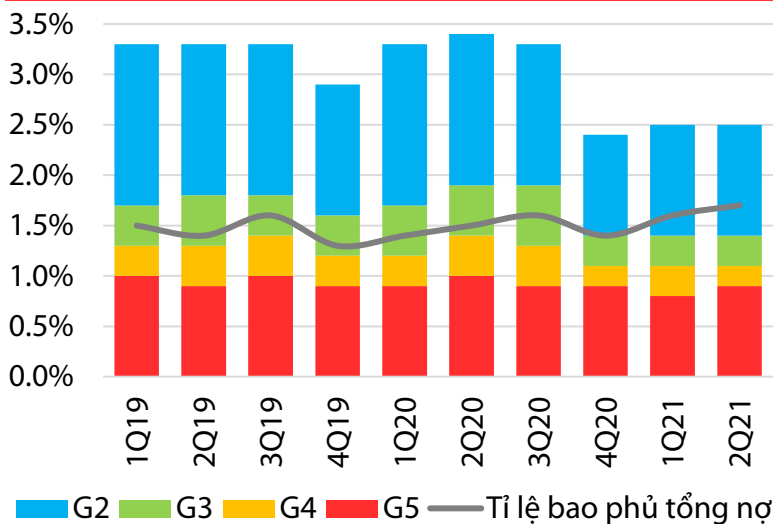
Hình 25: Số lượng nhân viên (người)



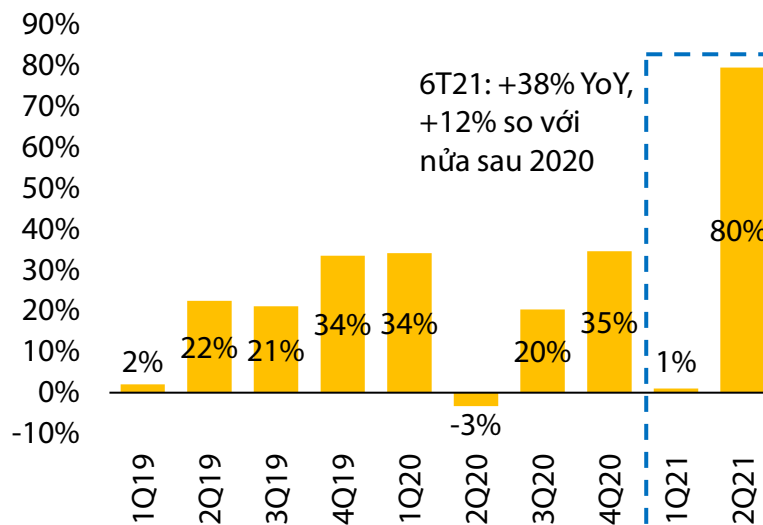
Hình 26: Chi phí tín dụng (trượt, trừ VAMC)



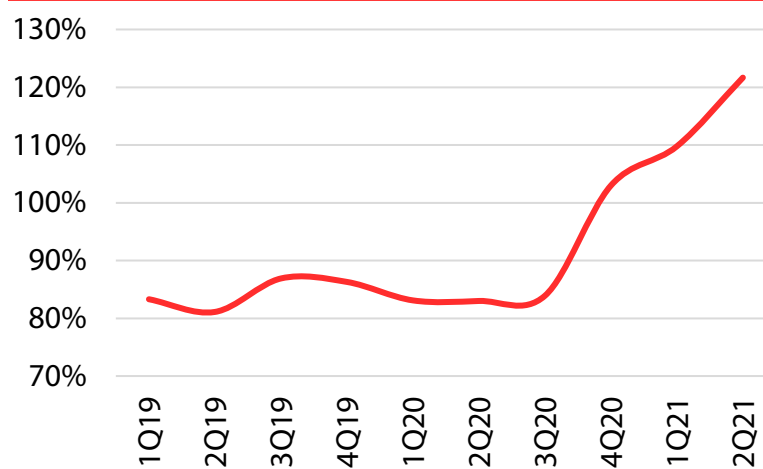
Hình 28: Nhóm nợ, tỉ lệ bao phủ/dư nợ (%)



Hình 27: Chi phí trích lập dự phòng (% YoY)



Hình 29: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)

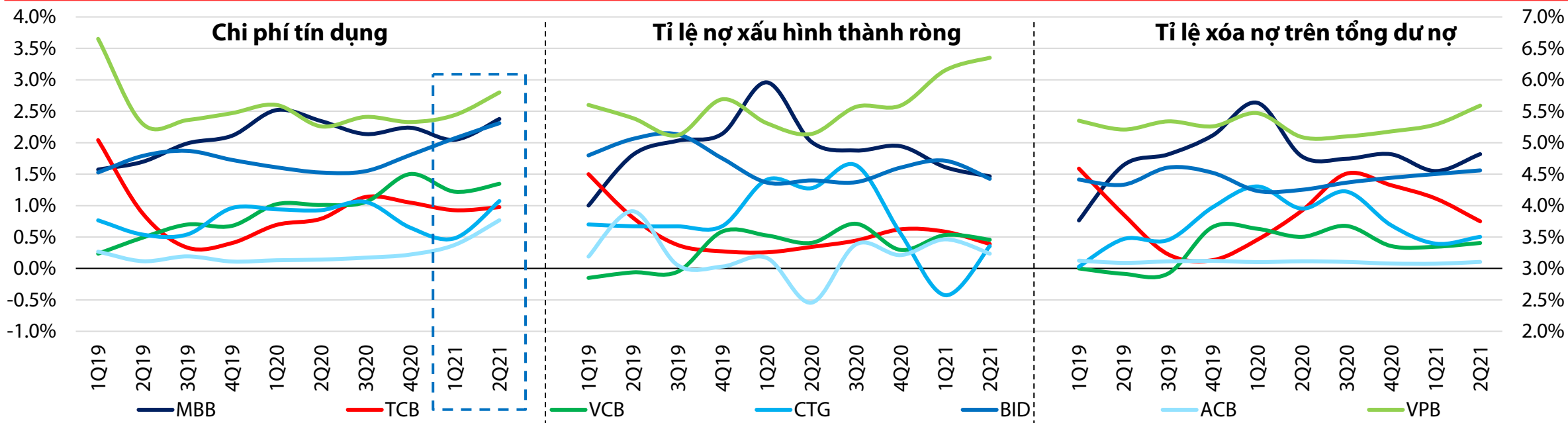


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Chính sách hỗ trợ là chìa khóa

- Chi phí tín dụng tăng trong 6T2021. Chi phí trích lập dự phòng tăng chậm trong Q1/21 do lựa chọn phân bổ dự phòng tại một số ngân hàng, trước khi tăng mạnh trong Q2 tại các ngân hàng lớn.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng mạnh kể từ Q4/20 do trích lập thận trọng, nợ xấu mới hình thành được kiểm soát nhờ Thông tư 03 và hoạt động xóa nợ.
- Với nền trích lập dự phòng cao, tất toán trái phiếu VAMC tại vài ngân hàng, chính sách trích lập chặt chẽ trong Q2/21 tại BID, CTG, ACB cùng với khẩu vị thận trọng tại TCB, VCB, MBB, chi phí dự phòng sẽ được kiểm soát trong trường hợp cơ sở, từ đó, trở thành động lực tăng trưởng trong 6T cuối năm. Chi phí tín dụng có thể dần quay về mức năm 2020. Nếu chi phí trích lập dự phòng đi ngang trong 6T cuối năm, tăng trưởng so với cùng kỳ sẽ khoảng 12%. Nếu chi phí tín dụng giảm, chi phí dự phòng có thể ở mức một chữ số.

Hình 30: Chi phí tín dụng, tỷ lệ hình thành nợ xấu và tỉ lệ xóa nợ của các NHNY lớn (trượt 4 quý, %, trừ VAMC)



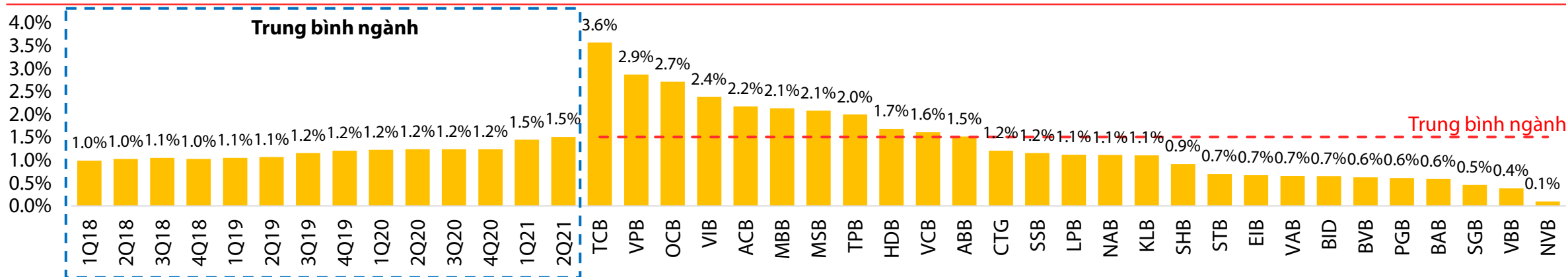
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Các bộ đệm dự phòng khác nhau phía sau các bảng cân đối ổn định

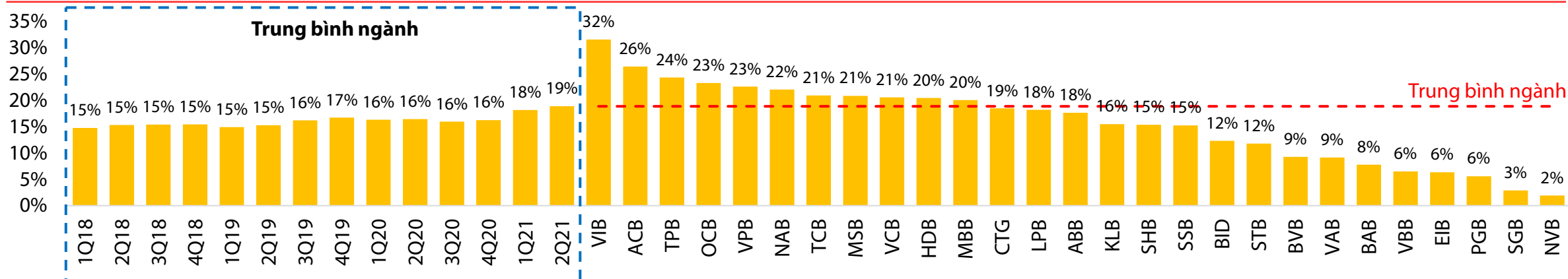
- Trong số bảy NHNY lớn nhất chiếm một nửa thị phần cho vay toàn ngành và 60% thị trường tài chính tiêu dùng, bộ đệm dự phòng là khác nhau. Ngoài VPB và CTG, các ngân hàng còn lại đều có tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng kiểm soát tốt nhờ Thông tư 03, giảm áp lực lên tài sản. VPB có mảng cho vay tiêu dùng lớn trong khi CTG tiếp cận thận trọng với các khách hàng doanh nghiệp lớn được phân loại lại. Chi phí tín dụng tăng đều và đa phần cao hơn mức nợ xấu hình thành.
- Chúng tôi nghĩ rằng về sau mảng tài chính tiêu dùng sẽ chịu tác động xấu hơn khi nhóm thu nhập thấp có nguồn lực dự trữ hạn chế để sử dụng trong thời gian giãn cách. Các ngân hàng có tỷ lệ hình thành nợ xấu cao, chi phí tín dụng trung bình, nợ tái cơ cấu lớn và tăng trưởng tổng tài sản sẽ dễ chịu tác động và nhạy cảm hơn với các cú sốc như VPB, BID. Nhóm trích lập dự phòng sớm cho nợ tái cơ cấu sẽ có dư địa để đối phó với rủi ro tín dụng gia tăng, như ACB. Nhóm ngân hàng thận trọng với diễn biến dịch, có khả năng tài chính để hấp thụ chi phí tín dụng đột biến, và nền tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp được kỳ vọng sẽ có dư địa tốt trong nửa cuối năm 2021 như VCB, TCB.

Hình 31: ROA trung bình toàn ngành và các ngân hàng niêm yết cuối quý 2 (% , dồn 4 quý)

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt



Hình 32: ROE trung bình toàn ngành và các ngân hàng niêm yết cuối quý 2 (% , dồn 4 quý, chưa điều chỉnh Quỹ khen thưởng phúc lợi)



- Ngành NH phát triển ổn định sau quá trình tái cơ cấu tại nhiều NH. ROE và ROA tăng tốt khi hoạt động cho vay chặt chẽ hơn, cơ sở huy động củng cố nền tảng CASA nhờ quá trình số hóa và cải thiện chất lượng sản phẩm, danh mục cho vay lành mạnh và nguồn vốn tốt hơn. Những yếu tố này cải thiện biên NIM và CIR, mang lại tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ tốt hơn. Tuy vậy, tỉ suất hoạt động của nhiều NH có thể không bền vững do có nguồn thu không ổn định và trích lập vừa đủ trong chu kỳ hỗ trợ.
- ROE điều chỉnh của ngành khoảng 17,5-18%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ PB hợp lý hiện tại là khoảng 1,8 - 2,1, và 1,4-1,7 trong môi trường lãi suất cao hơn.

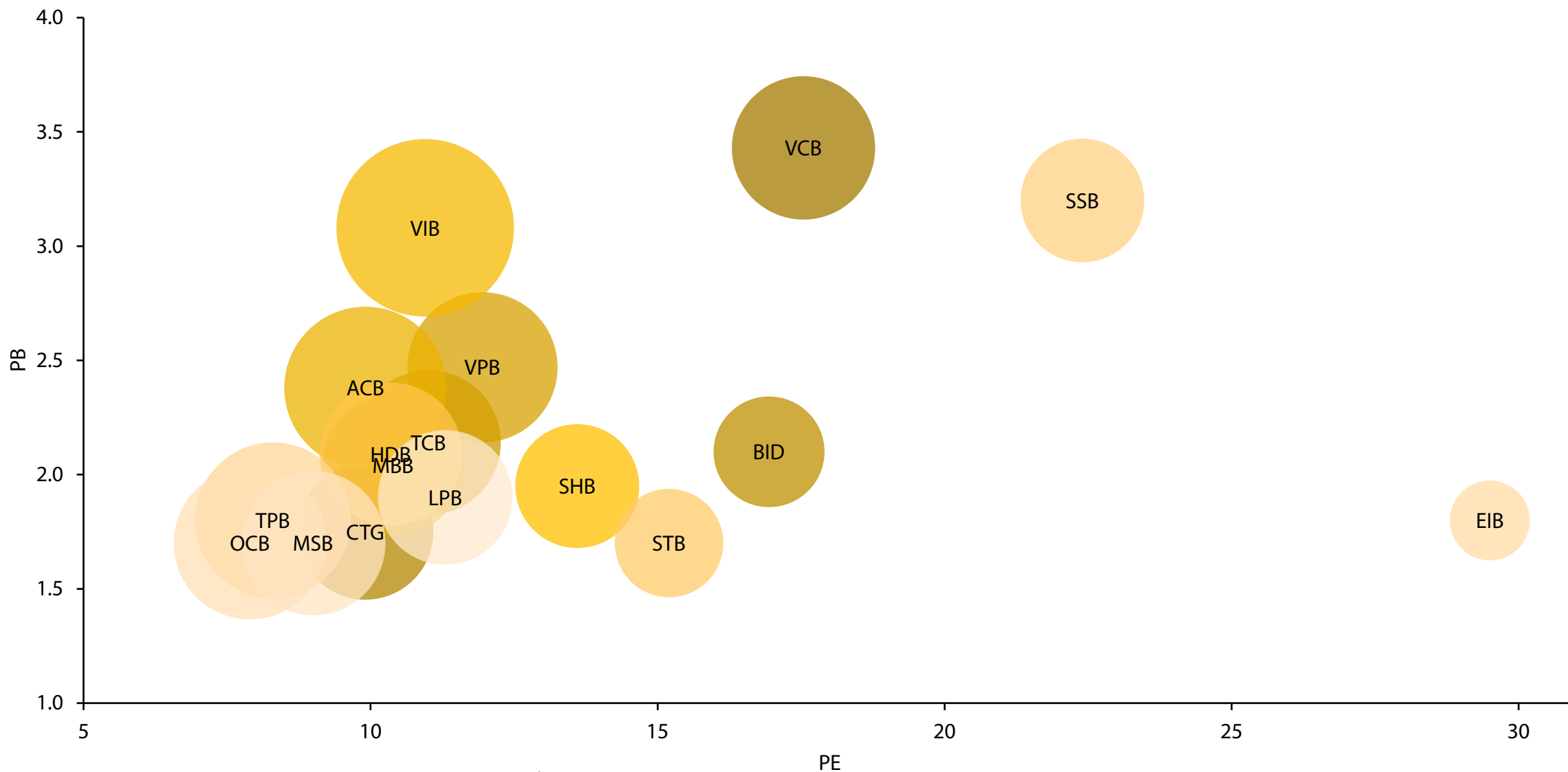
Bảng 1: Kế hoạch tăng vốn năm 2021 (sự kiện hoàn thành có màu đỏ)

	Cổ tức tiền mặt	Cổ phiếu thưởng/cổ tức	Phát hành cổ phiếu	ESOP
VCB		27,6%	6,5%	
CTG		29,07%		
TCB				0,17%
MBB		35%	2,50%	0,70%
VPB		62,15%	17,85%	0,59%
BID		12,20%	8,50%	
ACB		25%		
HDB		25%		2,51%
VIB		40%	3%	
SHB		10% + 10,5%	28%	
TPB			9,33%	
OCB		25%	6,40%	0,5%
MSB		30%	6%	0,4%
LPB		12%	30,87%	3,26%
KLB		13%		
SSB		9,12%		1,92%
ABB		35%	20%	2%
KLB		13%		

Nguồn: Các NH, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VNĐ)	Thu nhập lãi thuần (TTM, %YoY)	Thu nhập dịch vụ (TTM, %YoY)	Thu nhập hoạt động (TTM, %YoY)	Lợi nhuận sau thuế (TTM, %YoY)	NIM (TTM)	Tỷ lệ nợ xấu (%)	ROA (%)	ROE (%)	PE (TTM)	PB	Lợi suất cổ tức (TTM, %)
VCB	359.761	117.000	16,4%	84,2%	19,4%	12,5%	3,2%	0,7%	1,6%	20,6%	17,5	3,4	0,0%
CTG	162.194	40.100	23,0%	13,1%	24,1%	46,9%	3,1%	1,3%	1,2%	18,5%	9,9	1,8	0,0%
BID	171.137	41.400	25,6%	33,5%	24,9%	23,8%	2,9%	1,6%	0,7%	12,3%	16,9	2,1	0,0%
TCB	178.049	71.000	47,8%	25,7%	40,5%	48,4%	5,7%	0,4%	3,6%	21,0%	11,0	2,1	0,0%
VPB	148.267	66.200	10,1%	29,7%	12,8%	22,9%	8,7%	3,5%	2,9%	22,6%	12,0	2,5	0,0%
MBB	108.816	36.100	24,9%	30,0%	25,5%	30,3%	5,1%	0,8%	2,1%	20,1%	10,4	2,0	0,0%
ACB	96.054	37.300	37,2%	33,7%	25,9%	57,5%	4,2%	0,7%	2,2%	26,4%	9,9	2,4	0,0%
VIB	64.844	n/a	50,6%	33,3%	47,9%	60,2%	4,4%	1,7%	2,4%	31,6%	11,0	3,1	0,0%
SHB	52.568	n/a	41,4%	-2,6%	48,9%	52,7%	3,3%	2,0%	0,9%	15,4%	13,6	1,9	0,0%
HDB	54.507	36.800	18,9%	121,4%	26,2%	24,3%	4,6%	1,2%	1,7%	20,5%	10,4	2,1	0,0%
STB	52.847	n/a	19,9%	22,1%	22,8%	42,5%	2,7%	1,6%	0,7%	11,8%	15,2	1,7	0,0%
SSB	48.011	n/a	47,9%	100,1%	4,1%	61,0%	2,5%	1,8%	1,2%	15,3%	22,4	3,2	0,0%

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: +40%>

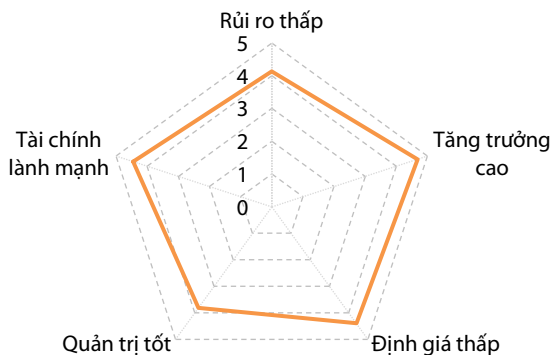
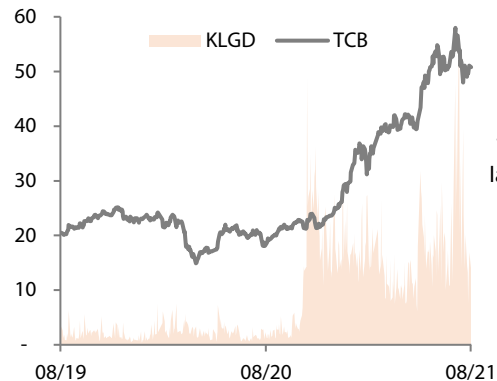
<GTT: 50.800>

<GMT: 71.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	178.049,2
SLCPĐLH (triệu cp)	3.504,9
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	22.022,8
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1.133,8
SH NĐTNN còn lại (%)	-
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	18,15 – 58

Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)	18.751	26.062	32.905
Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)	27.042	36.662	45.825
LNST (tỷ VNĐ)	12.325	18.056	23.119
ROA (%)	3,0	3,7	3,8
ROE (%)	18,0	21,7	22,3
Tăng trưởng tài sản (%)	14,6	24,8	23,6
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	21.289	26.302	32.898
P/E (x) (*)	6,8	9,9	7,8
P/B (x) (*)	2,4	1,9	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chiến lược giai đoạn 2021-2025 mang lại pha tăng trưởng cao nhằm tận dụng các lợi thế: cơ sở hạ tầng công nghệ được đầu tư lớn, nền tảng vốn dày và hệ sinh thái mạnh

- Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tăng trưởng mạnh bằng cân đối trong 5 năm tới, được hỗ trợ bởi các yếu tố nền tảng mạnh: hệ thống công nghệ hàng đầu với gói đầu tư lớn nhằm đảm bảo trải nghiệm khách hàng khi tăng quy mô, nguồn vốn dồi dào nhằm đối phó các tình huống căng thẳng và giúp nhận hạn mức tín dụng mong muốn, và khả năng cung cấp dịch vụ khác biệt nhờ hệ sinh thái với các tập đoàn lớn, qua đó tạo chi phí chuyển đổi cao. Các động lực này sẽ cải thiện mạnh ROE, vốn được cho là yếu tố gây áp lực lên giá cổ phiếu giai đoạn 2018-2020.

Hiệu quả hàng đầu tiếp tục được cải thiện nhờ NIM mở rộng ổn định, nguồn lực tăng trưởng đa dạng với thu nhập ngoài lãi và quản trị chi phí tốt

- Nhờ sở hữu công ty chứng khoán hàng đầu về công nghệ và định hướng mô hình WealthTech, và nền tảng CASA lớn giúp cải thiện chi phí hoạt động và chi phí huy động vốn, TCB có thể mở rộng và ổn định NIM với việc định giá sản phẩm cho vay tốt hơn từ đó kiểm soát chi phí rủi ro, và bán chéo sản phẩm. Nguồn thu nhập đa dạng giúp đảm bảo chất lượng tăng trưởng.

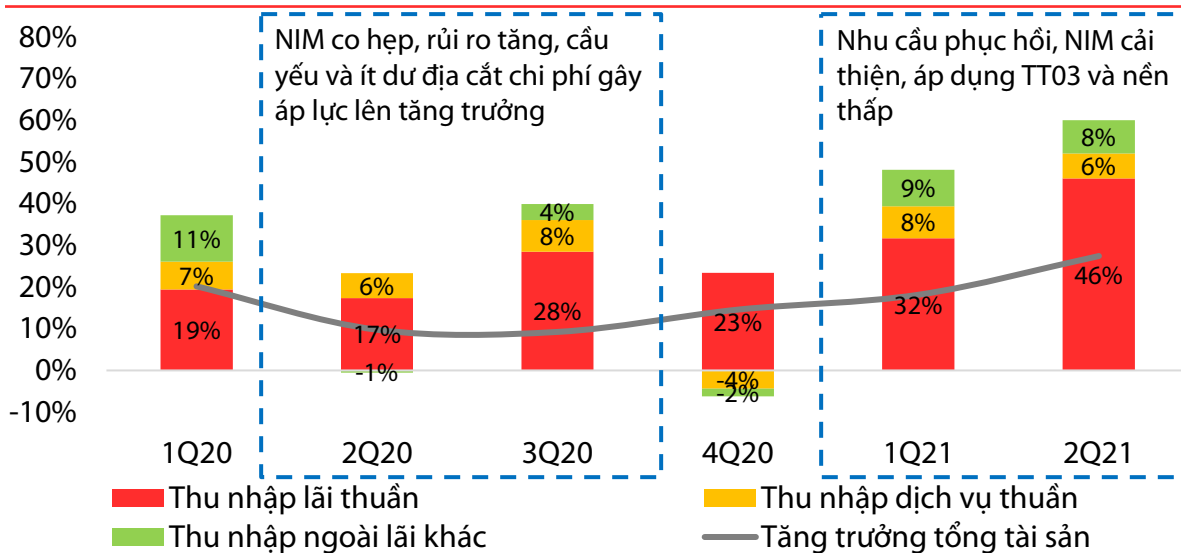
Nền tảng huy động vững chắc với mạng lưới tiền gửi bán lẻ mạnh tập trung vào nhóm khách hàng phân khúc cao là nền tảng tăng trưởng toàn diện trong nhiều môi trường vĩ mô

- Cơ sở khách hàng quy mô lớn tập trung nhiều phân khúc tăng trưởng cao với cán cân lợi nhuận rủi ro phù hợp là nguồn lực mạnh huy động tiền gửi không kỳ hạn, vốn là lợi thế quan trọng đối với khả năng duy trì NIM khi mở rộng bảng cân đối nhờ tối ưu chi phí. Yếu tố này là nguồn lực để cải thiện lợi nhuận sau điều chỉnh rủi ro, đặc biệt trong chu kỳ lãi suất cao hơn hiện tại.

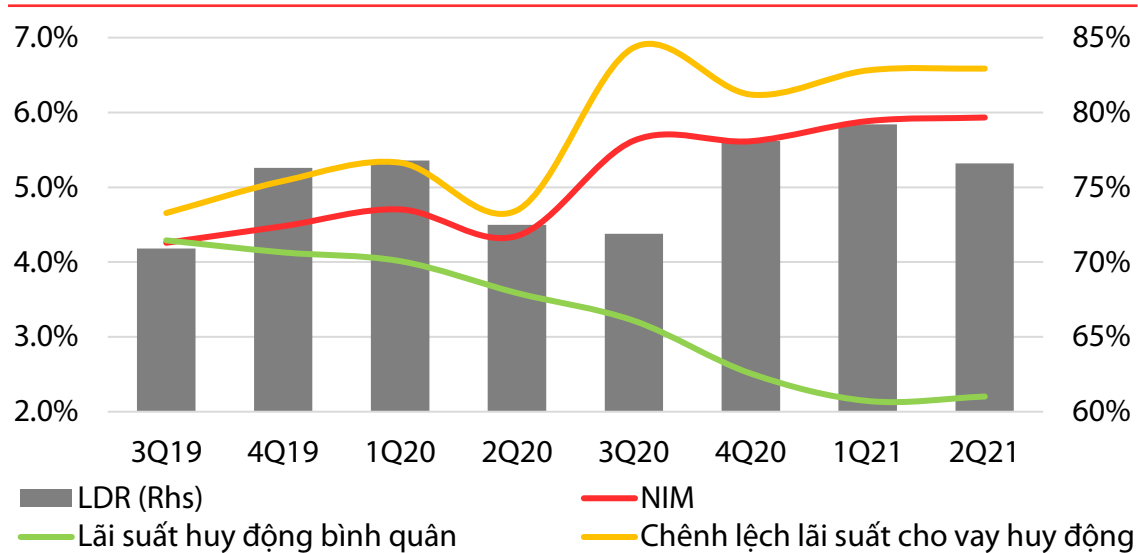
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- COVID-19 kéo dài sẽ ảnh hưởng đến các nhóm chưa chịu tác động, làm tăng chi phí tín dụng. TCB chịu rủi ro liên quan đến bất động sản, mặc dù chủ yếu tập trung phân khúc cao cấp.

Hình 1: Tăng trưởng thu nhập hoạt động và tài sản (% YoY)



Hình 2: NIM, chênh lệch, lãi suất huy động và LDR (quy năm, %)



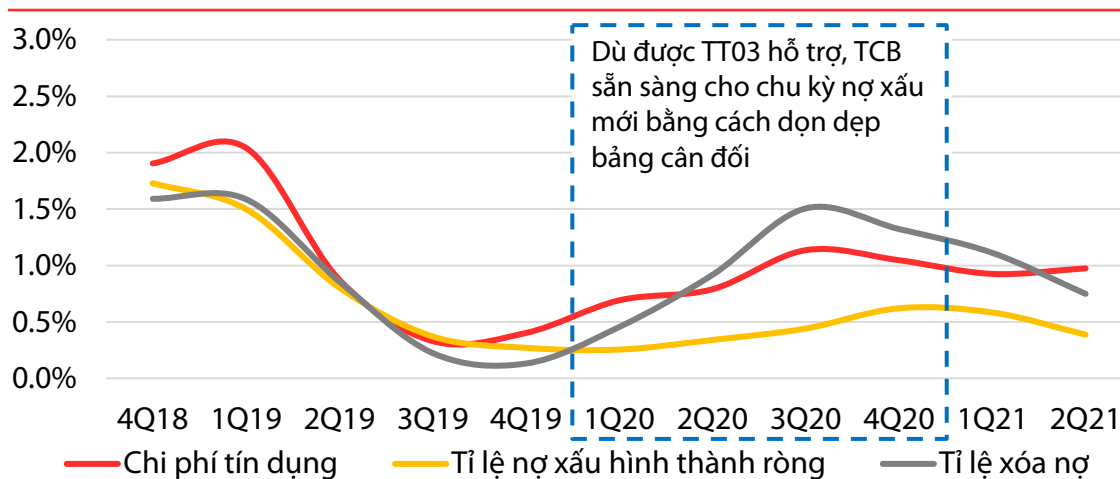
NIM và nền so sánh thấp của tín dụng là động lực chính của thu nhập

- Thu nhập lãi thuần tiếp tục là động lực tăng trưởng khi NIM tăng ổn định và tăng trưởng tài sản tốt hơn, thúc đẩy thu nhập ngoài lãi. Lãi suất cho vay ít biến động và chi phí huy động giảm nhờ CASA cao đã mở rộng chênh lệch lãi suất cho vay huy động và NIM trong 6T21. Nền so sánh thấp giữa năm 2020 là do chênh lệch tái định giá và LDR giảm.
- LNTT 6T tăng 71% YoY, với mỗi quý tăng trưởng hơn 66%.

Duy trì trích lập dự phòng thận trọng dù rủi ro tín dụng cải thiện

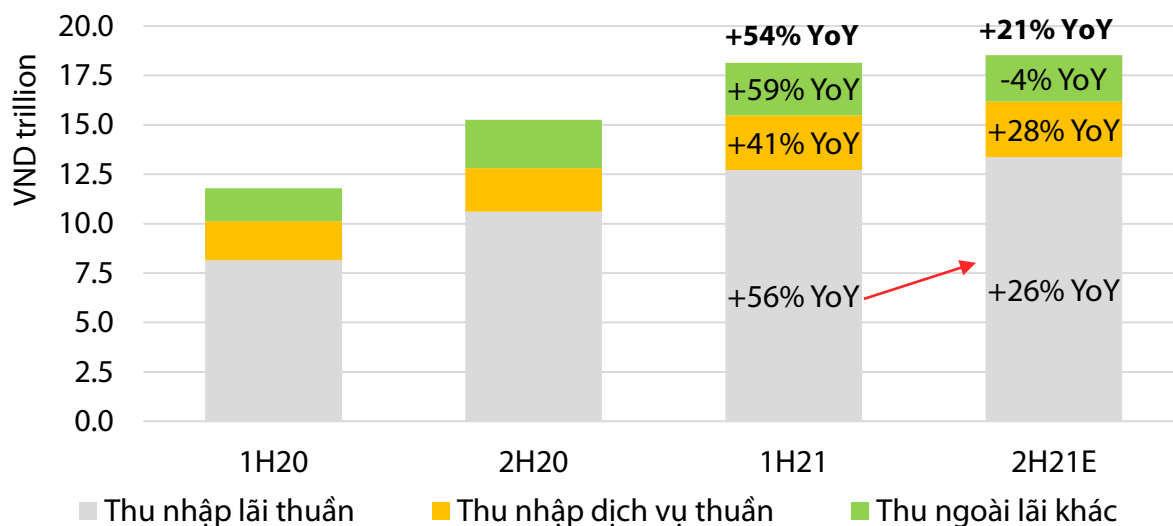
- TCB duy trì chính sách thận trọng kể từ năm 2019 với việc giữ chi phí tín dụng cao hơn đáng kể so với tỉ lệ hình thành nợ xấu ròng dù có cải thiện.

Hình 3: Chi phí rủi ro, xóa nợ và nợ xấu hình thành (% dồn 4 quý)

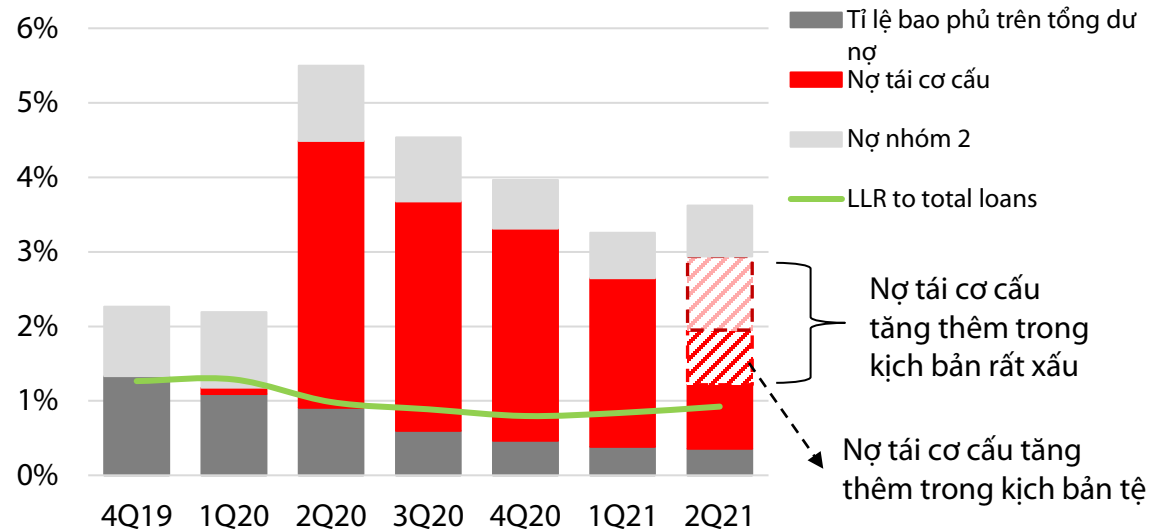


Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cấu trúc thu nhập hoạt động



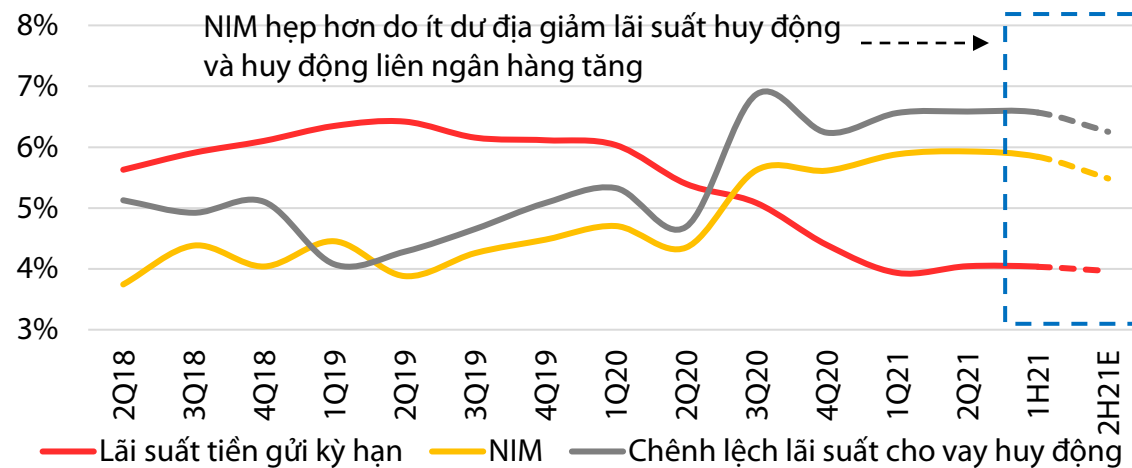
Hình 5: Các tỉ lệ nhóm nợ và tỉ lệ bao phủ trên tổng dư nợ (%)



Kỳ vọng lợi nhuận tỷ đô khi duy trì tăng trưởng thu nhập trong 2H21

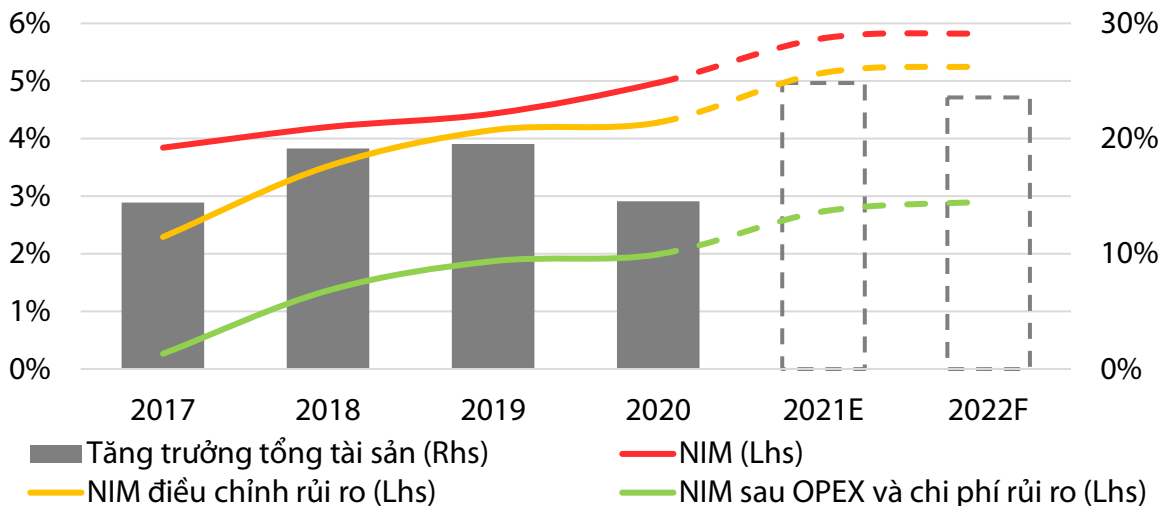
- Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ đạt khoảng một tỷ USD LNTT năm 2021 trong kịch bản cơ sở với NIM giảm nhẹ, tăng trưởng tín dụng cao và chi phí tín dụng giảm. NIM 2H21 kỳ vọng giảm xuống mức cùng kỳ năm trước, chủ yếu do lãi suất cho vay bình quân giảm 0,3-0,4% với gói ưu đãi lãi suất mới trong khi tỷ lệ CASA cải thiện, đồng thời lợi suất trên danh mục đầu tư duy trì. Trong khi đó, CIR sẽ tăng vừa phải.
- Chi phí tín dụng có thể giảm khi diễn biến gián đoạn gây ra bởi đại dịch vẫn trong dự kiến, và việc ra mắt hệ thống khởi tạo khoản vay mới trong 6 tháng cuối năm giúp tiếp tục cải thiện năng lực quản trị rủi ro.

Hình 6: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn, NIM và chênh lệch (%) (quy năm)

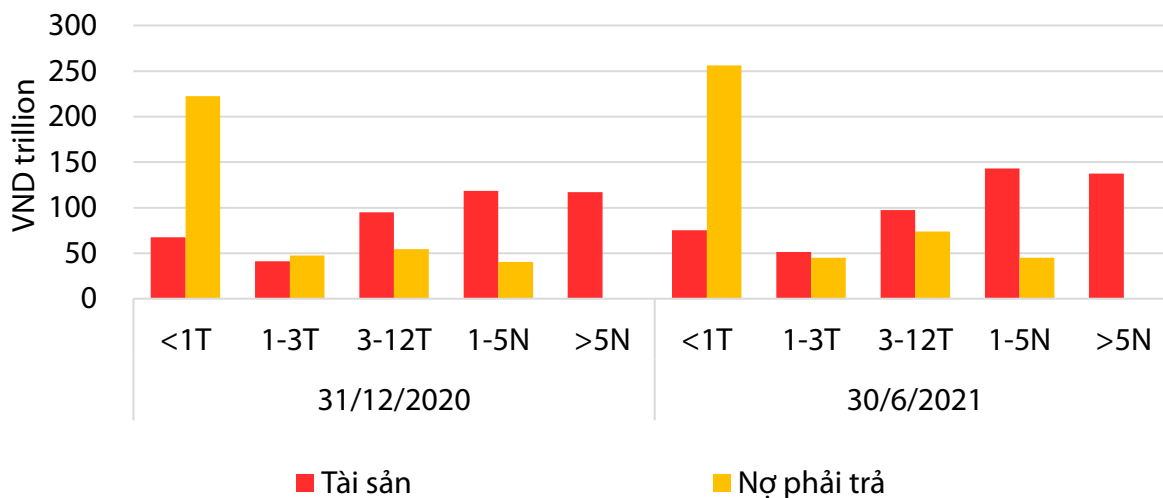


Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Hình 7: NIM điều chỉnh và tăng trưởng tài sản (quy năm, YoY, %)



Hình 8: Tài sản và nợ phân bổ theo rổ kỳ hạn còn lại



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Hưởng lợi từ phục hồi nền kinh tế với hạn mức tín dụng cao ổn định, NIM cải thiện bền vững và động lượng yếu dần của chi phí rủi ro

- Chúng tôi kỳ vọng chính sách tiền tệ mở rộng sẽ được duy trì và nhu cầu phục hồi vào năm 2022, hỗ trợ cho TCB hạn mức tín dụng cao. Tốc độ phục hồi vẫn chưa chắc chắn, nhưng việc tiến hành vắc-xin kì vọng sẽ giảm bớt các gián đoạn hoạt động trong nửa cuối năm 2022.
- Nhu cầu nhà ở không chịu tác động nhiều trong 6 tháng đầu năm nhưng thủ tục giấy tờ bị ảnh hưởng, có thể kéo dài sang năm 2022. Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn được dự báo sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ. Kết hợp với cơ sở CASA cao hơn từ nhu cầu thanh toán tăng và kết thúc gói ưu đãi lãi suất, NIM sẽ cải thiện với chi phí huy động vốn ổn định và lợi suất cho vay tốt hơn. Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan trong thận trọng về kì vọng chi phí rủi ro được cải thiện nhẹ, đồng nghĩa dư địa tích cực lớn nếu đạt miễn dịch cộng đồng sớm.

TCB hưởng lợi nhiều từ môi trường lãi suất cao hơn khi hiệu quả hoạt động cải thiện nhờ tốc độ tăng trưởng tài sản cao với NIM ổn định

- Với đà phục hồi kinh tế, rủi ro tín dụng khách hàng giảm, lợi thế về chi phí huy động cạnh tranh và ít nhạy cảm lãi suất, bảng cân đối dự kiến sẽ tăng trưởng hiệu quả kể từ năm 2021, dẫn đến cả ROA và ROE đều được nâng cao. Chênh lệch kỳ hạn lớn hiện tại do nền tảng huy động không kỳ hạn bền vững và vượt trội sẽ giúp TCB hưởng lợi trong trường hợp đường cong lợi suất dốc hơn.

<MUA: +21%>

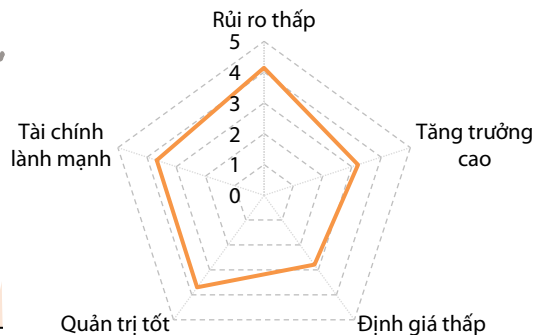
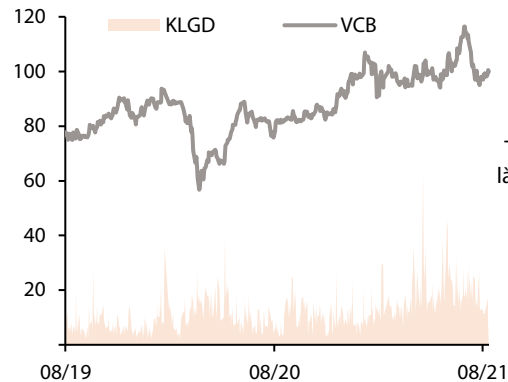
<GTT: 97.000>

<GMT: 117.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	359.761,1
SLCPĐLH (triệu cp)	3.708,9
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	2.230,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	230,4
SH NĐTNN còn lại (%)	6,4
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	78,162 – 116,4

Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)	36.225	43.121	51.722
Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)	48.999	58.218	67.704
LNST (tỷ VNĐ)	18.447	22.547	27.323
ROA (%)	1,4	1,6	1,7
ROE (%)	20,5	20,7	20,4
Tăng trưởng tài sản (%)	8,6	13,9	16,0
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	26.655	32.103	38.797
P/E (x) (*)	18,3	16,1	13,7
P/B (x) (*)	3,6	3,0	2,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thương hiệu mạnh, mạng lưới rộng và cơ sở khách hàng lớn và chất lượng tạo nên lợi thế về nền tảng huy động và mảng thu nhập ngoài lãi

- VCB có chi phí huy động thấp hàng đầu ngành chủ yếu nhờ tỷ trọng lớn tiền gửi ngắn hạn. Ngân hàng cũng sở hữu lượng tiền gửi liên ngân hàng lớn do được NHNN chỉ định là ngân hàng thanh toán bù trừ giao dịch thẻ Visa duy nhất cho các thành viên trong nước. Hệ thống thanh toán đa tiền tệ (VCB-Money) đóng một vai trò quan trọng trong hệ thống thanh toán tổng thể. Đây là những lợi thế cho phép VCB xây dựng nền tảng vốn có chi phí thấp từ khách hàng và tổ chức tài chính. Được hỗ trợ bởi các mối quan hệ với các nhà xuất nhập khẩu hàng đầu trong nước và mạng lưới ngân hàng đại lý lớn, VCB có lợi thế cạnh tranh bền vững trong các mảng kinh doanh ngoài lãi như thanh toán, tài trợ thương mại và ngoại hối.

Ngân hàng bán lẻ hàng đầu với năng lực quản trị xuất sắc giúp đảm bảo hiệu quả hoạt động tốt

- VCB duy trì tỷ trọng bán lẻ trong mảng cho vay và huy động ổn định, giúp ngân hàng duy trì thị phần CASA bán lẻ lớn nhất và tỷ lệ CASA hàng đầu. VCB có cách khẩu vị thận trọng trong hoạt động cho vay và trích lập dự phòng, dẫn đến tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng thấp và bộ đệm dự phòng mạnh. Những yếu tố này sẽ giúp duy trì hiệu quả hoạt động cao bền vững.

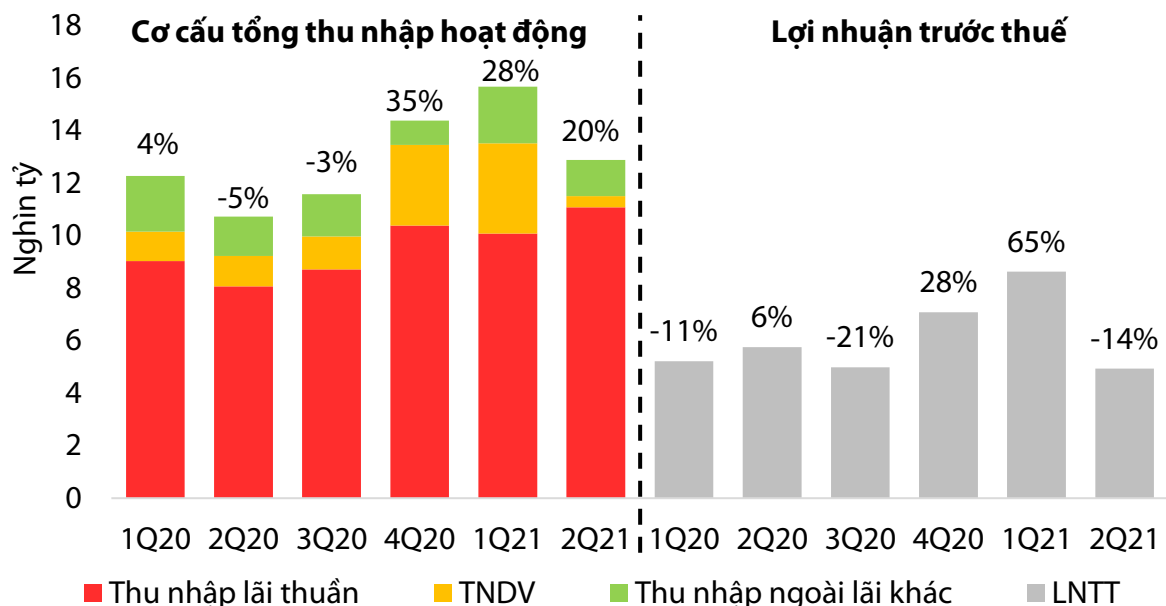
Tăng trưởng ổn định trên quy mô lớn nhờ nguồn vốn đủ với nhiều dư địa cải thiện và quản lý thanh khoản tốt

- Nhờ nền vốn dày với kế hoạch phát hành dang dở và thanh khoản mạnh với vai trò cung ứng vốn lớn trên thị trường 2, VCB có thể duy trì mức tăng trưởng hai con số với quy mô hiện tại.

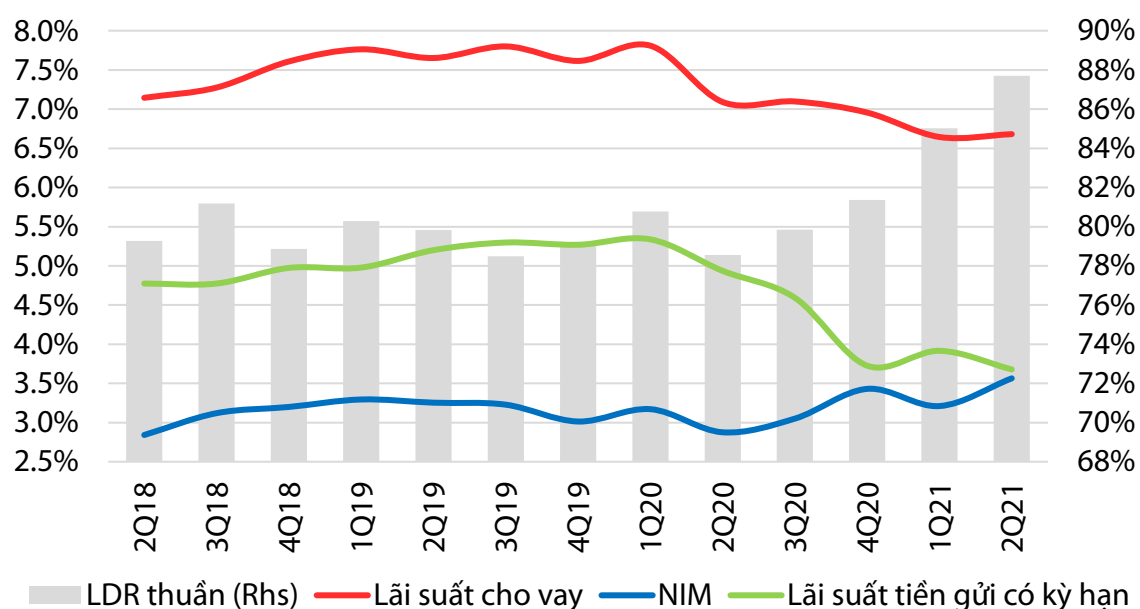
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá gồm tỉ lệ hình thành nợ xấu tiềm ẩn và việc tăng lãi suất tác động đến hệ số định giá đầu ngành. Rủi ro tăng giá gồm dòng tiền vào do mô phỏng chỉ số và cổ tức cổ phiếu.

Hình 1: Cơ cấu tổng thu nhập và tăng trưởng LNTT (VNĐ, %YoY)



Hình 2: NIM, lãi suất cho vay - tiền gửi kỳ hạn và LDR (quy năm)



Chênh lệch lãi suất cho vay - tiền gửi mở rộng, tăng trưởng huy động yếu và nền so sánh thấp dẫn dắt thu nhập lãi thuần

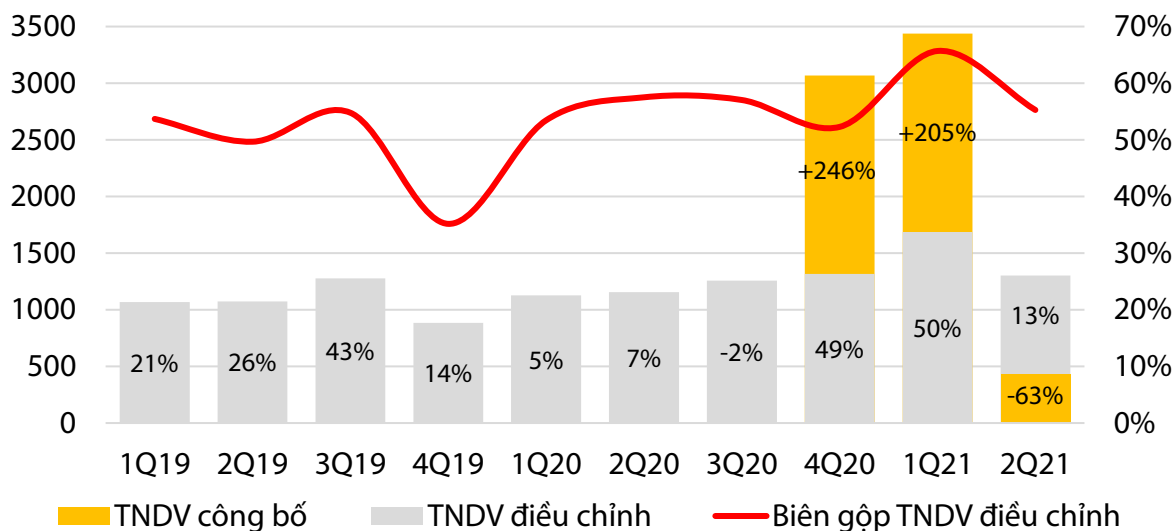
- VCB báo cáo thu nhập lãi thuần 1H2021 tăng trưởng 24% YoY, trong khi tài sản sinh lãi tăng 10% YoY. Biên NIM (quy năm) tăng đã đóng góp đáng kể, đạt 3,6% trong quý 2/2021, cao nhất trong những năm gần đây, và 3,3% trong nửa đầu năm 2021. Lãi suất cho vay giảm kể từ đầu năm 2021 do gói lãi suất ưu đãi lớn, và đi ngang trong 1H2021. CASA biến động nhẹ trong khi lãi suất bình quân trên tiền gửi có kỳ hạn tiếp tục giảm xuống còn 3,7%, thấp nhất trong ngành và thấp hơn lãi suất yết giá cho tiền gửi kỳ hạn sáu tháng của ngân hàng. Điều này cho thấy lợi thế cạnh tranh về tiền gửi có kỳ hạn ngắn.

Tái phân bổ phí trả trước và trích lập dự phòng thận trọng đã tác động mạnh lên thu nhập quý

- Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNTT trong quý 2 và nửa đầu năm 2021 sẽ lần lượt là 14% và 38% thay vì -14% và 24% nếu VCB không thoái một phần phí trả trước và giữ kế hoạch trích lập hơn là tăng trích lập dự phòng thận trọng. Ngoài biên NIM, kết quả hoạt động nhìn chung đạt kỳ vọng của chúng tôi.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Thu nhập dịch vụ thuần (TNDV) và biên gộp (VNĐ,%,% YoY)



Thu nhập dịch vụ lãi được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định

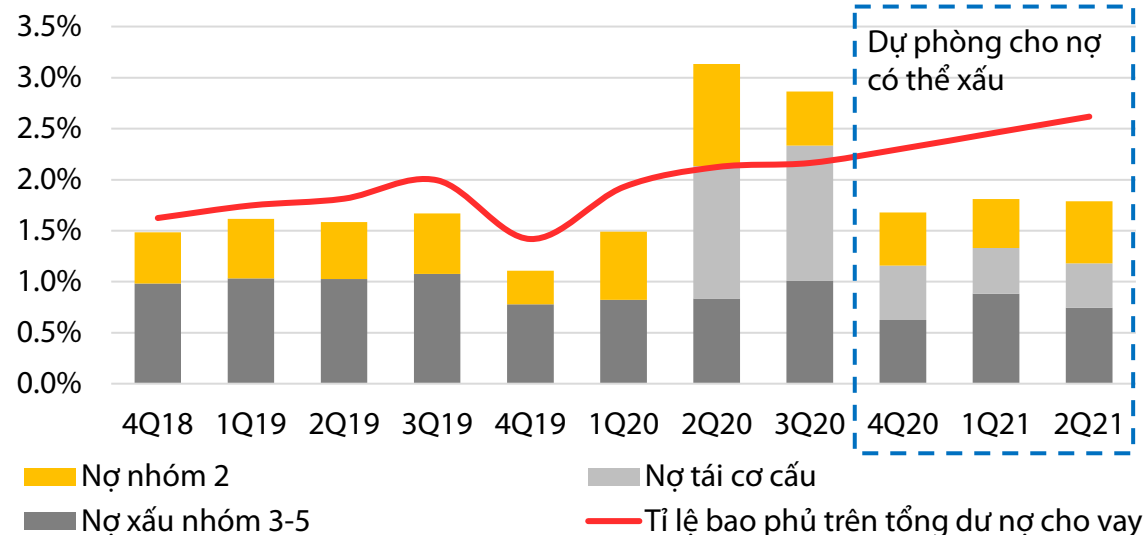
- TNDV điều chỉnh tăng trưởng tốt ở mức hai chữ số. Chúng tôi ước tính rằng mảng thanh toán đã là yếu tố dẫn dắt. Ngoài ra, tài trợ thương mại và thanh toán nội địa vẫn sẽ là động lực cho TNDV trong 2H21 và 2022.

Với bộ đệm dự phòng lớn, chi phí tín dụng sẽ trở thành động lực dẫn dắt

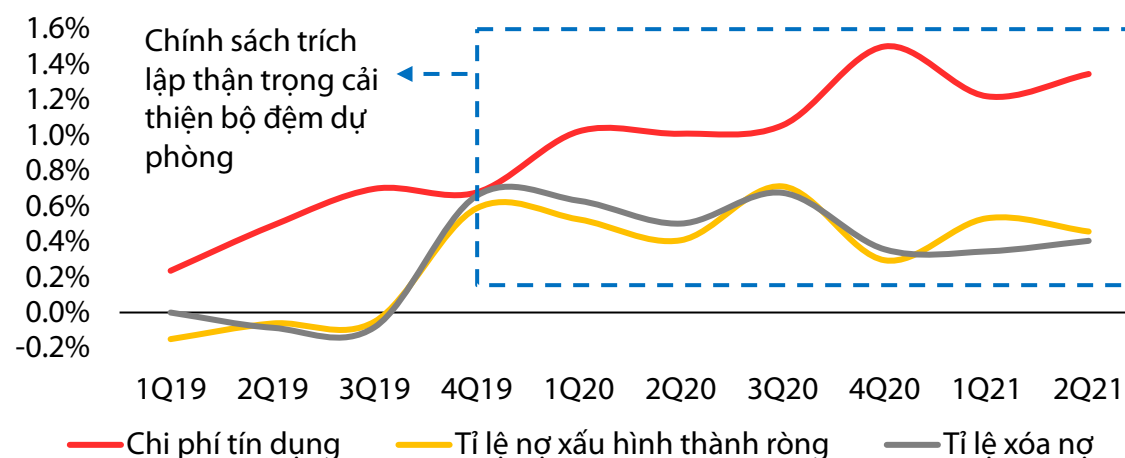
- Tăng trưởng LNTT kì vọng ổn định trong 2H21 ở mức 14,6 nghìn tỷ (+21% YoY) nhờ chi phí tín dụng. Tăng trưởng tổng thu nhập là +14%.
- Năm 2022, giãn cách do đại dịch được kì vọng ít nghiêm trọng hơn. Lãi suất cho vay sẽ phục hồi, kéo theo NIM cải thiện. Do đó, LNTT sẽ duy trì tăng trưởng nhờ thu nhập hoạt động tốt và chi phí dự phòng đi ngang.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Các nhóm nợ, nợ tái cơ cấu và dự phòng trên dư nợ (%)



Hình 5: Chi phí tín dụng, nợ xấu hình thành và xóa nợ (% , trượt)



<MUA: +25%>

<GTT: 33.750>

<GMT: 42.200>

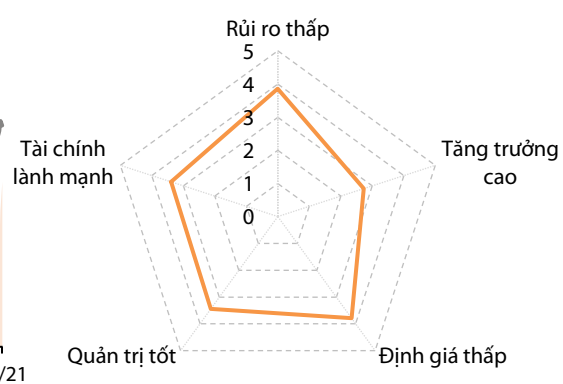
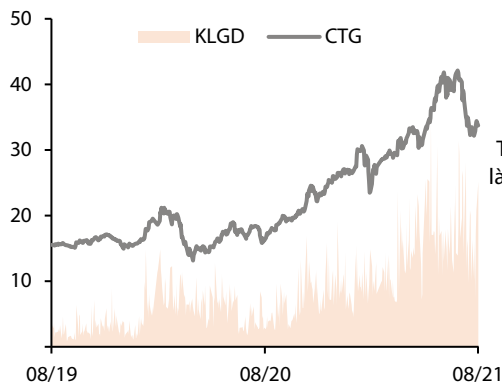
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A

2021E

2022F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	162,194.1
SLCPĐLH (triệu cp)	4.805,8
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	18.355,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	838,8
SH NĐTNN còn lại (%)	5,5
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	42,149 – 16,614

Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)	35.581	42.001	46.375
Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)	45.280	55.272	59.648
LNST (tỷ VNĐ)	13.679	19.821	22.307
ROA (%)	1,1	1,4	1,4
ROE (%)	16,8	21,3	20,7
Tăng trưởng tài sản (%)	8,1	10,1	11,9
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	17.769	20.882	24.025
P/E (x) (*)	11,8	10,4	9,3
P/B (x) (*)	1,9	1,6	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chất lượng tài sản và cấu trúc huy động cải thiện được hỗ trợ bởi sự chuyển dịch mảng ngân hàng bán lẻ và tái cơ cấu danh mục cho vay

- Kể từ quá trình tái cơ cấu, CTG đã tăng cường xử lý rủi ro và tắt toán trái phiếu VAMC để làm sạch bảng cân đối. Nhờ loại bỏ tài sản kém hiệu quả, CTG đã giảm áp lực lên chi phí rủi ro vốn chiếm phần lớn lợi nhuận, từ đó cải thiện tăng trưởng và hiệu quả sinh lời. Định hướng ngân hàng bán lẻ sẽ tăng thêm hiệu quả hoạt động nhờ thúc đẩy dịch vụ ngoài cho vay và CASA với nền tảng tập khách hàng lớn và mối quan hệ với các công ty hàng đầu. Các yếu tố này giúp đa dạng hóa động lực tăng trưởng và mang lại chi phí huy động ổn định và cạnh tranh.

Biên NIM sau điều chỉnh rủi ro mở rộng và thu nhập ngoài lãi đang trên đà tăng trưởng nhờ mảng thanh toán và thu hồi nợ xấu sẽ thúc đẩy các chỉ số hiệu quả hoạt động

- Với việc đầu tư công nghệ kết hợp với biên NIM sau điều chỉnh rủi ro cải thiện nhờ chi phí vốn giảm mạnh và chi phí tín dụng được kiểm soát, CTG có khả năng tăng trưởng bảng cân đối hiệu quả bất chấp áp lực từ nguồn vốn. Xu hướng tăng giao dịch thanh toán và thu hồi nợ sẽ góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua tăng trưởng bền vững thu nhập ngoài lãi.

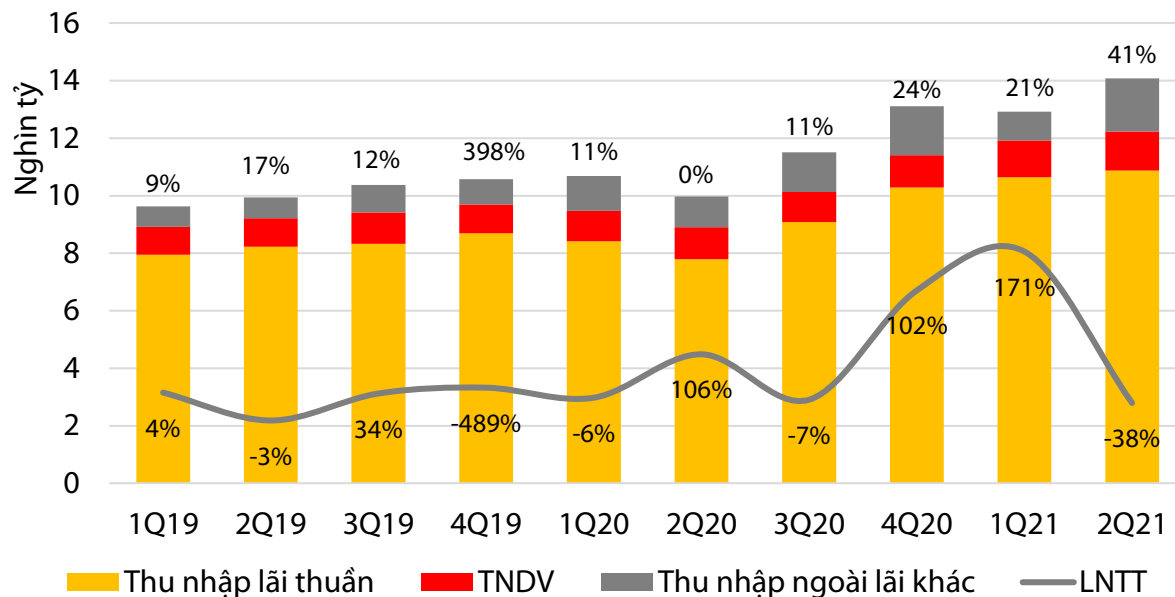
Trong trung hạn, sự kết hợp giữa chiến lược tăng trưởng phù hợp với khả năng sinh lời duy trì tốt sẽ giúp củng cố nền tảng vốn

- Chúng tôi kỳ vọng CAR sẽ ở mức an toàn hơn trong giai đoạn 2023-2025 nhờ tốc độ mở rộng bảng cân đối chậm, hiệu quả ổn định, đòn bẩy giảm và chuyển dịch ngân hàng bán lẻ.

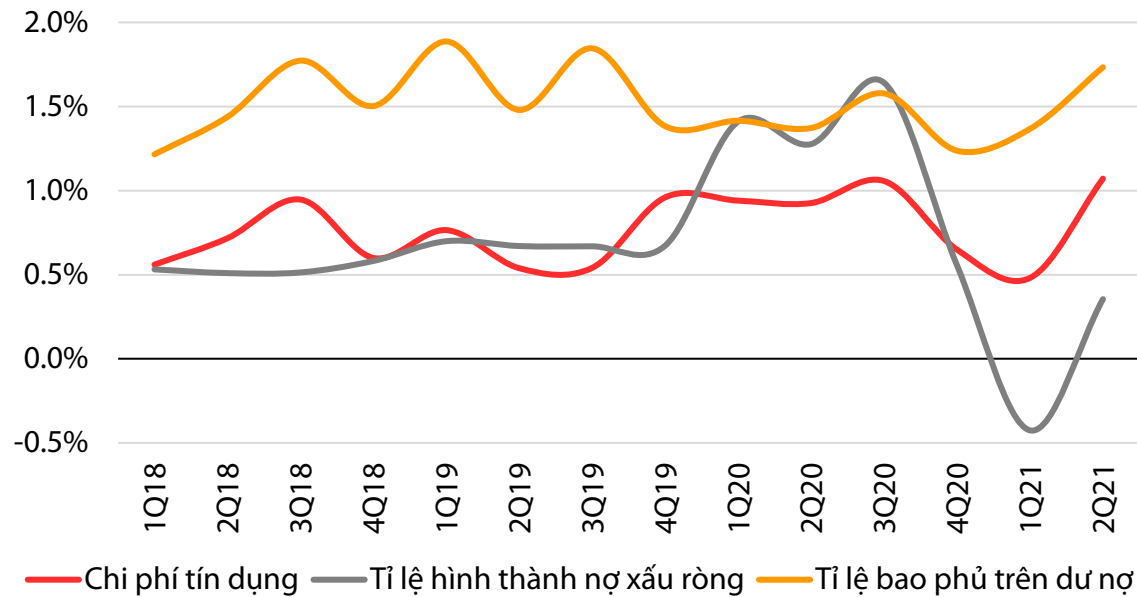
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá bao gồm việc đại dịch kéo dài và lãi suất tăng sớm hơn dự kiến. Rủi ro tăng giá bao gồm điểm rơi và cách phân bổ khoản phí trả trước.

Hình 1: LNTT, tăng trưởng và các cấu phần của tổng thu nhập (%YoY)



Hình 2: Chi phí tín dụng, tỷ lệ hình thành nợ xấu và LLR (TTM,%)



Kết quả kinh doanh tốt trong nửa đầu năm 2021, nhưng kết quả hàng quý gây lo ngại

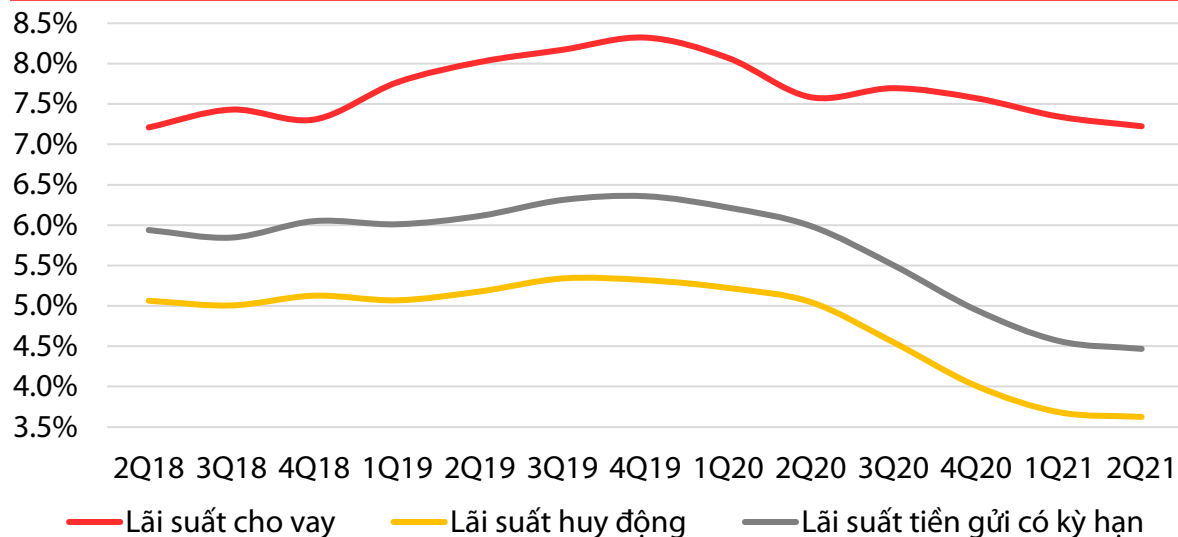
- Trái ngược với mức tăng trưởng ba chữ số trong Q1/21, CTG đã gây thất vọng trong Q2 khi trích lập dự phòng tăng mạnh do tái cơ cấu một số khoản nợ theo Thông tư 02. LN trước dự phòng Q2 tăng 48%. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,3% còn chi phí tín dụng đạt đỉnh 5 năm. LNTT 6T21 tăng trưởng 45% YoY.
- Thu nhập từ dịch vụ (TNDV) duy trì tích cực, tăng trưởng hơn 20% mỗi quý trong 6T21. Mảng bancassurance chưa đóng góp nhiều (23%) do thương vụ độc quyền chưa hoàn thành. Thanh toán là động lực tăng trưởng chính, chiếm 49% TNDV ròng. Trong đó, mảng tài trợ thương mại tăng trưởng mạnh.

Chính sách trích lập dự phòng chặt chẽ củng cố bộ đệm

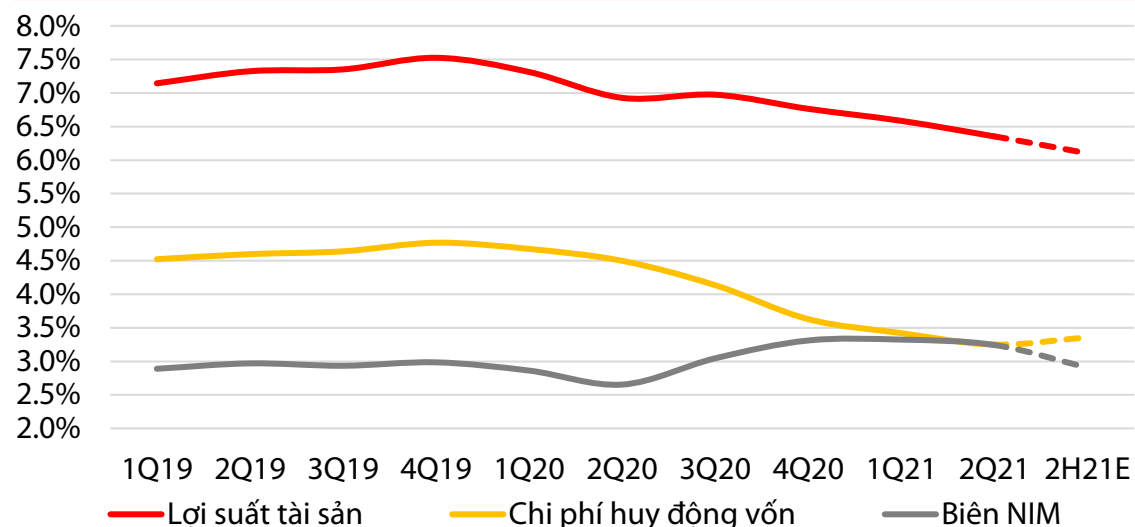
- Dựa trên khẩu vị thận trọng của CTG và với việc các khoản nợ xấu mới thuộc về một số tập đoàn lớn vốn sẽ phục hồi nhanh chóng và nếu loại trừ khoản nợ xấu này, tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng sẽ ở mức thấp (-0,1% so với 0,4% thực tế), chúng tôi cho rằng sự suy giảm chất lượng nợ trong Q2 là tạm thời.

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Lãi suất cho vay, tiền gửi và tiền gửi có kỳ hạn (quy năm,%)



Hình 4: Lợi suất tài sản, chi phí huy động và NIM (quy năm,%)



NIM giảm, chi phí tín dụng thúc đẩy tăng trưởng thu nhập tích cực

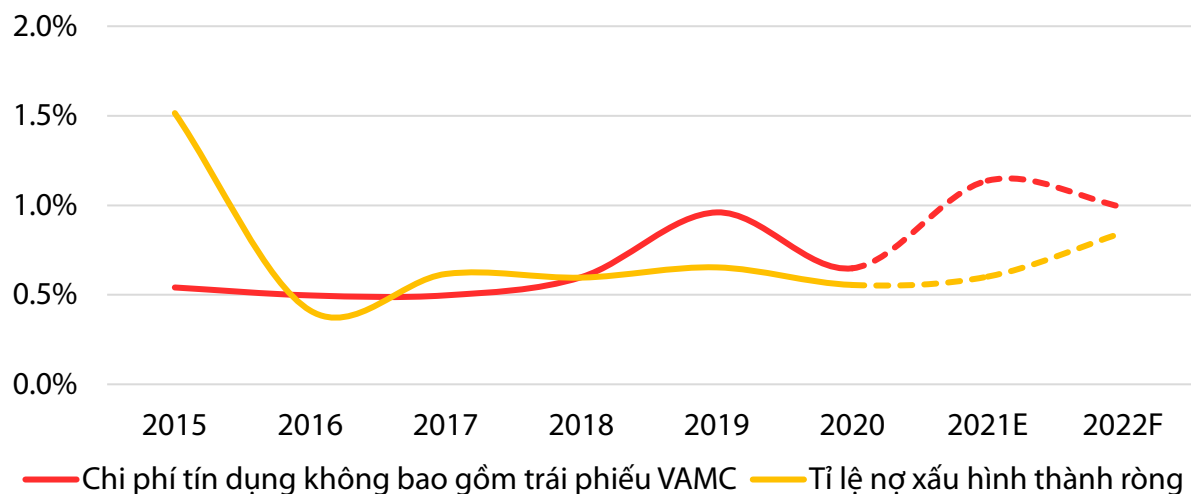
- NIM dự kiến giảm trong nửa cuối năm do gói hỗ trợ làm giảm lợi suất cho vay. Chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động do áp lực LDR sẽ thu hẹp NIM và phân bổ thặng dư nguồn vào tài sản thanh khoản lãi suất thấp. Kết hợp hạn mức tín dụng thấp, thu nhập lãi thuần dự kiến tăng trưởng yếu.
- Chi phí tín dụng dự kiến duy trì ở mức 1,1%, đồng nghĩa chi phí dự phòng cả năm sẽ ở biên trên của kế hoạch ban đầu. Tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng dự kiến sẽ dao động do nợ xấu cải thiện sau thời gian thử thách và nới lỏng giãn cách xã hội. CTG có thể tăng trích lập dự phòng cho phần nợ tái cơ cấu. LNTT dự kiến sẽ vượt 1 tỷ USD nhờ chi phí dự phòng được kiểm soát. Chúng tôi cũng kỳ vọng CTG sẽ phân bổ khoản phí trả trước trong Q4/2021.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh và dự phóng (%YoY)

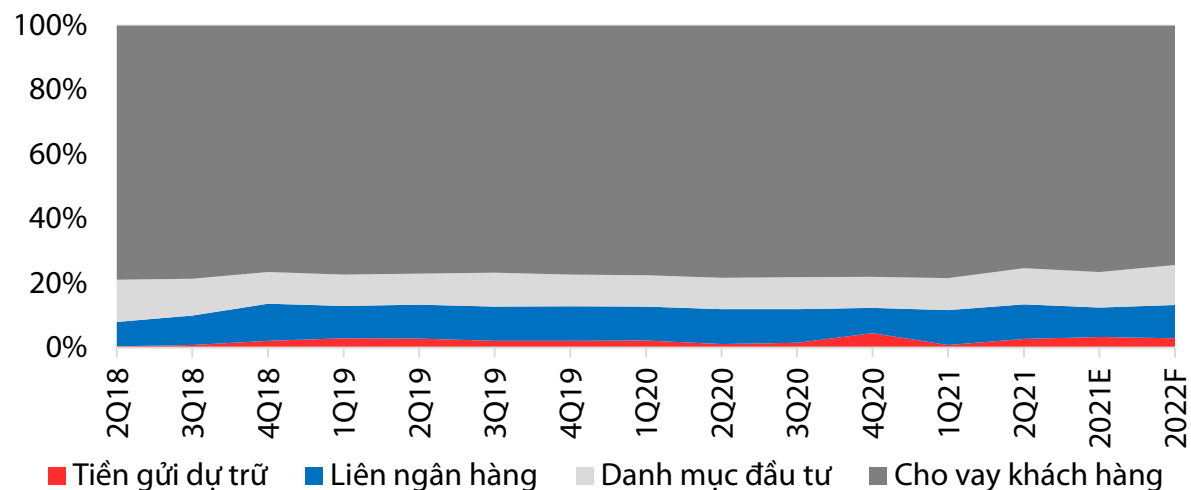
Đơn vị: Tỷ VND	2H20A	1H21A	2H21E	%YoY	2021E	%YoY
Thu nhập lãi thuần	19.365	21.521	20.480	6%	42.001	18%
Thu nhập hoạt động	24.621	27.006	28.266	15%	55.272	22%
Chi phí dự phòng	(5.548)	(8.456)	(3.558)	-36%	(12.014)	-1%
Lợi nhuận trước thuế	9.610	10.850	13.892	45%	24.742	45%

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Chi phí tín dụng và tỷ lệ hình thành nợ xấu (dồn 4 quý, %)



Hình 6: Cơ cấu tài sản sinh lãi (%)



Nguồn: CTG, CTCK Rông Việt

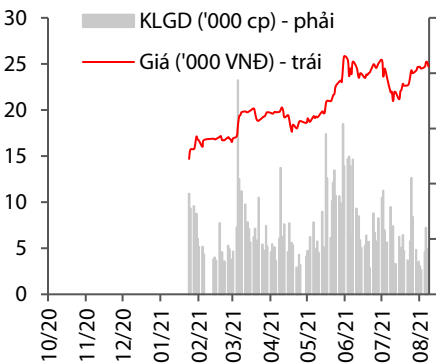
Diễn biến đại dịch sẽ có tác động lớn đến thu nhập

- Dù kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp năm nay, tốc độ phục hồi vào năm 2022 sẽ tác động lớn đến lợi nhuận, do tập khách hàng lớn (15 triệu) gồm nhiều tầng lớp trong nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu có xu hướng tăng nhẹ, phản ánh độ trễ trong hình thành nợ xấu, nhưng bộ đệm dự phòng sẽ giúp giảm áp lực lên chi phí tín dụng. Chính sách trích lập dự phòng sẽ là thận trọng.
- Chúng tôi kỳ vọng Thông tư 03 được sửa đổi để hỗ trợ nền kinh tế, nhưng có thể làm tăng nợ tái cơ cấu. Việc trích lập sớm cho phần dự phòng bổ sung (hiện hơn 40% và dự kiến còn tăng trong nửa cuối năm 2021) sẽ giúp ích. Chi phí dự phòng dự kiến giảm nhẹ, thúc đẩy lợi nhuận ròng (+13%) tăng trưởng ở mức thấp hơn so với năm 2021.

Tái phân bổ tài sản trong môi trường lãi suất thấp và hạn chế ở nguồn vốn vẫn là các vấn đề lo ngại

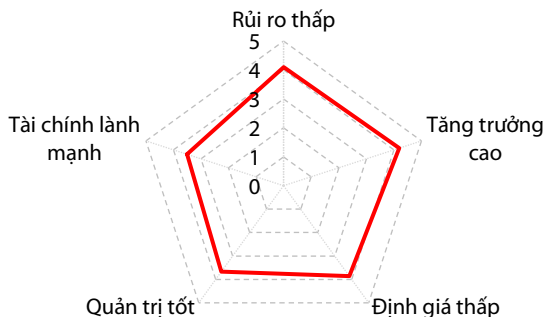
- Tổng thu nhập hoạt động dự kiến tăng ở mức một chữ số (+8%), chủ yếu do tăng trưởng thu nhập lãi thuần yếu (+11%) và thu nhập ngoài lãi khác giảm. Cơ cấu tài sản đang chuyển dịch sang danh mục đầu tư và liên ngân hàng, vốn trả lãi suất thấp. Với việc gia tăng trái phiếu Chính phủ, nguồn cung trái phiếu tổ chức tài chính hạn chế và lãi suất thị trường 2 thấp sẽ gây áp lực lên NIM, bất chấp khả năng lợi suất cho vay tăng trở lại vào năm 2022 khi một số gói hỗ trợ kết thúc.
- Nền tảng vốn khả năng vẫn là trở ngại cho tăng trưởng bảng cân đối trong vài năm tới dù đã chuyển dịch cho vay bán lẻ và giữ lại vốn.

<MUA: 32%>



<GTT: 24.300>

<GMT: 32.100>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	33.288
SLCPĐLH (triệu cp)	1.370
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	5.138
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	147
SH NĐTNN còn lại (%)	0
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	18,4-32,3

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.013	9.718	11.983
LNST	3.535	4.420	5.663
ROA (%)	2,6	2,7	2,8
ROE (%)	24,4	22,5	22,9
EPS (VND)	2.471	3.117	4.025
GTSS (VND)	12.728	15.954	20.088
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0
P/E (x) (*)	9,5	7,8	6,0
P/B (x) (*)	1,9	1,5	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng thu nhập lãi cao trên nền tảng tối ưu hóa bảng cân đối

• An toàn vốn thuộc nhóm đầu hệ thống và thanh khoản dồi dào sẽ đảm bảo cho ngân hàng tiếp tục được cấp hạn mức cho vay cao hơn trung bình ngành (trên 2x%/năm) như các năm vừa qua, đồng thời giảm chi phí vốn thông qua thu hút thêm các nguồn vốn dài hạn từ các tổ chức tài chính quốc tế (IFC, ADB) và giấy tờ có giá với lãi suất bằng một nửa so với huy động từ dân cư ở cùng kỳ hạn. Thông qua cá nhân hóa trải nghiệm khách hàng, OCB tập trung cho vay bán lẻ (gồm cho vay tiêu dùng), SME và micro SME, là các phân khúc có lãi suất cao và còn nhiều dư địa tăng trưởng. Nhờ vậy, NIM vẫn còn tiềm năng cải thiện từ mức cao hơn trung bình ngành.

Chất lượng tín dụng được kiểm soát chặt chẽ. Là ngân hàng Việt Nam tuân thủ sớm nhất Basel 2, quản trị rủi ro là năng lực cốt lõi của OCB, được thể hiện ở tỷ lệ xóa nợ thấp và tỷ lệ nợ xấu giảm liên tục từ 2,3% năm 2018 còn 1,5% trong 1H2021. Nhờ sớm điều chỉnh danh mục cho vay từ khi dịch bệnh mới bắt đầu, nợ tái cơ cấu chỉ chiếm 1% danh mục.

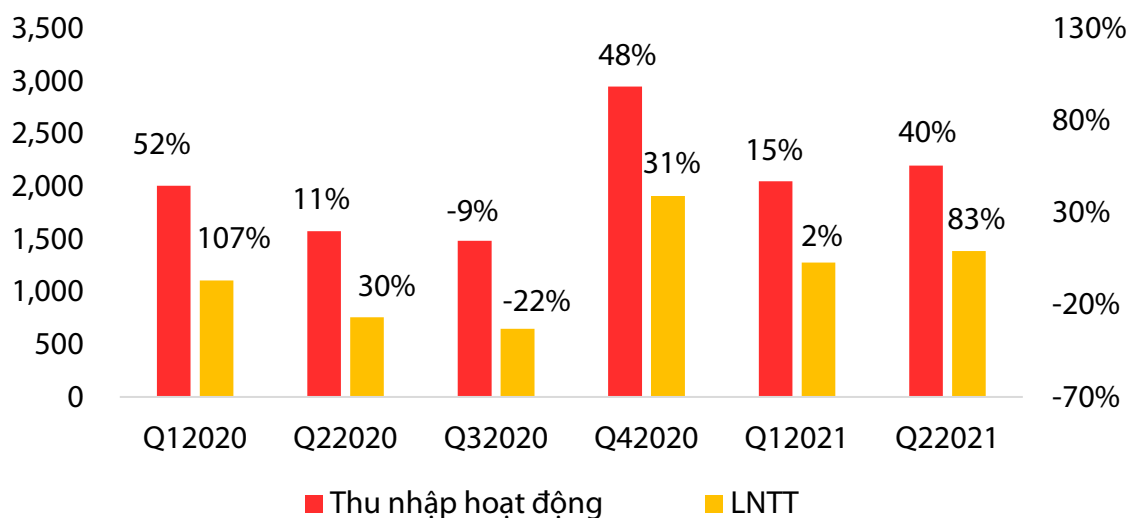
Hiệu quả hoạt động hàng đầu và liên tục cải thiện nhờ ứng dụng số hóa và công nghệ. Từ khi áp dụng quản lý tập trung bằng số hóa trên nền tảng hợp kênh năm 2018, CIR giảm từ trên 53% năm 2017 về 28% trong 1H2021, thấp nhất trong các ngân hàng niêm yết.

Nhiều tiềm năng tăng trưởng thu nhập phí. Ngoài nguồn thu từ bảo hiểm với Generali chiếm 65-70% doanh thu phí dịch vụ, từ năm 2021 ngân hàng đẩy mạnh các mảng dịch vụ khác gồm thanh toán, thẻ và dịch vụ tư vấn IB nhằm đa dạng hóa nguồn thu dịch vụ. Đàm phán lại với Generali cũng sẽ giúp OCB tăng thêm thu nhập cho mảng bảo hiểm.

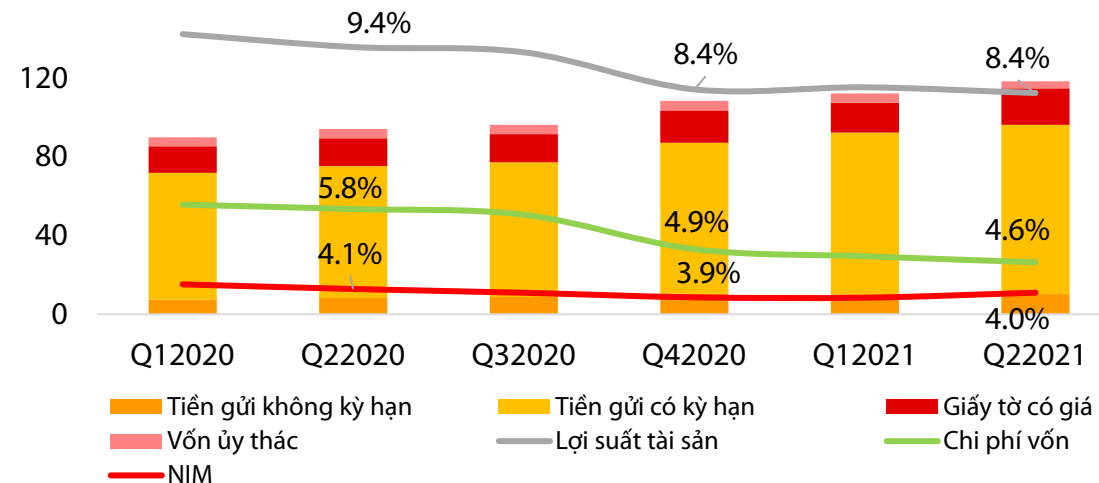
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá bao gồm tin tức tích cực về đàm phán lại với Generali và phát hành riêng lẻ.
- Rủi ro giảm giá bao gồm cạnh tranh tăng trong mảng ngân hàng bán lẻ, dịch bệnh ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn dự kiến.

Hình 1: Thu nhập hoạt động và LNTT (tỷ đồng, % YoY)



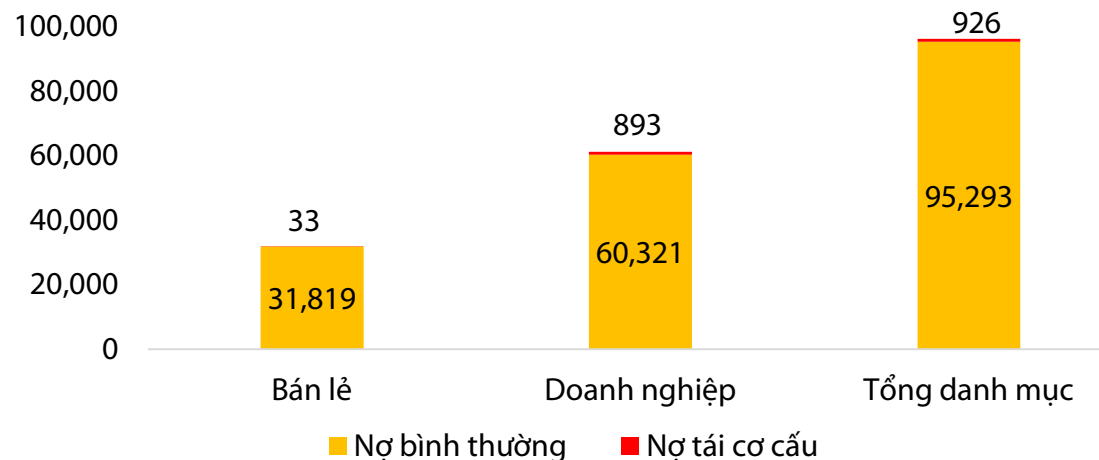
Hình 2: Cơ cấu huy động (nghìn tỷ đồng), lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (% , trượt 4 quý)



LNTT hợp nhất tăng 42,6% YoY trên nền NIM mở rộng và giảm dự phòng

- Chi phí huy động giảm nhờ tăng phát hành trái phiếu lãi suất thấp trong Q2. Cho vay mua nhà, ô tô nhiều hơn đã bù đắp một phần cho lợi suất tài sản trong khi phải giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng. Lợi suất tài sản giảm ít hơn chi phí vốn khiến NIM mở rộng và thu nhập lãi thuần tăng 21,6% YoY.
- TN phí và dịch vụ tăng 98% YoY (loại bỏ thu nhập một lần từ hoa hồng bảo hiểm phụ trội trong 1H2020): dịch vụ thẻ +152% và bảo hiểm +78%.
- CIR giảm về 28,4%, thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết.
- Dự phòng giảm 40,2% YoY nhờ chất lượng tín dụng được kiểm soát tốt. Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1,69% cuối năm 2020 về 1,53%. Xóa nợ giảm 29,2% YoY.

Hình 3: Nợ tái cơ cấu cuối Q22021 (tỷ đồng)



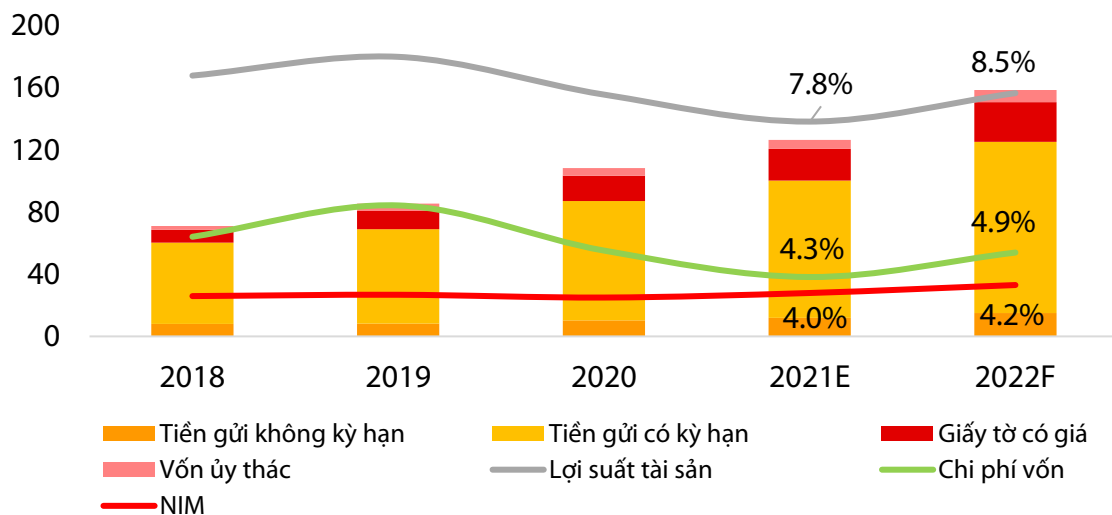
Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: 2020-2021E kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

	2H20A	1H21A	2H21E	%YoY	2021E	%YoY
Thu nhập lãi thuần	2.678	2.800	3.448	+28,8%	6.248	+25,4%
Tổng thu nhập hoạt động	4.431	4.249	5.469	+23,4%	9.718	+21,3%
LNTT	2.556	2.661	2.866	+12,1%	5,527	+25,0%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cơ cấu huy động (nghìn tỷ đồng), lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (trượt 4 quý)



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

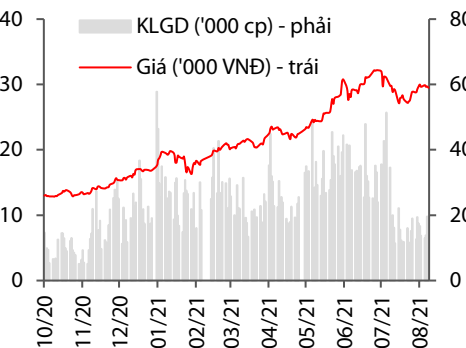
2H2021: Tăng trưởng chậm lại trên nền cho vay cao cùng kỳ và củng cố chất lượng tài sản

- Ưu đãi lãi vay cho khách hàng trong 2H2021 có thể được bù đắp một phần bởi sự điều chỉnh cơ cấu huy động sang các nguồn dài hạn chi phí thấp. NIM TTM cả năm 2021 đi ngang so với nửa đầu năm (4,0%) nhưng cao hơn mức 3,88% của năm 2020. Dịch bệnh phức tạp trong 2H2021 khiến 2H2020 trở thành nền so sánh cao về tăng trưởng cho vay.
- Mục tiêu cải thiện bộ đệm dự phòng so với năm 2020 khiến chi phí trích lập tăng 87% YoY.

2022: NIM tiếp tục mở rộng và dự phòng ổn định

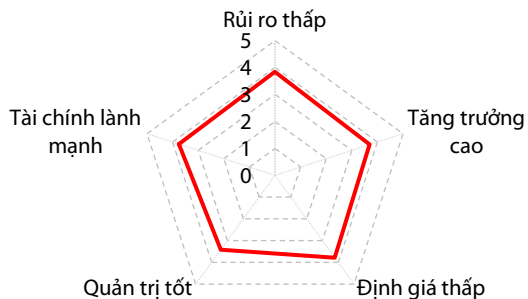
- Lãi suất cho vay phục hồi và chi phí vốn cải thiện nhờ tăng tỷ trọng các nguồn vốn dài hạn chi phí thấp (IFC, ADB và phát hành trái phiếu). NIM cao (4,16%) sẽ là động lực chính của tăng trưởng với TN lãi thuần và TOI tăng 26,9% và 23,3%.
- CIR giảm về 26,7% nhờ hiệu quả của các dự án chuyển đổi số.
- Chi phí dự phòng tăng nhẹ 11.5% trên nền tăng chất lượng tài sản ổn định và lành mạnh.

<MUA: 25%>



<GTT: 28.800>

<GMT: 36.100>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	108.815
SLCPĐLH (triệu cp)	3.778
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	23.015
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	838
SH NĐTNN còn lại (%)	1,4
ĐB giá 52 tuần (nghìn đồng)	16,2-43,5

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	27.362	35.560	41.959
LNST	8.263	11.985	15.628
ROA (%)	1,8	2,2	2,5
ROE (%)	18,4	21,8	23,2
EPS (VND)	2.993	3.194	4.164
GTSS (VND)	13.350	15.891	20.056
Cổ tức tiền mặt (VND)	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	10,4	9,0	6,9
P/B (x)	1,7	1,8	1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Động lực tăng trưởng thu nhập đến từ mở rộng nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ (bao gồm tài chính tiêu dùng)

- Tỷ lệ CASA cao (gần 40%) và ổn định và mối quan hệ lâu đời với các doanh nghiệp quân đội lớn như Viettel, Vinacomin, Tân Cảng Sài Gòn và Trục thẳng Việt Nam... giúp MBB duy trì chi phí huy động bình quân ở mức thấp. Tỷ trọng cho vay cá nhân liên tục tăng và sẽ tiếp tục mở rộng vào phân khúc cho vay mua nhà để ở nhờ mối quan hệ đối tác chiến lược với Novaland từ đầu năm 2021. Nhờ đó, NIM sẽ duy trì ở mức cao. Tập khách hàng cá nhân mở rộng cũng tạo điều kiện gia tăng thu nhập ngoài lãi từ bán chéo các sản phẩm bảo hiểm và thẻ tín dụng.

Tăng trưởng tập trung vào chất lượng

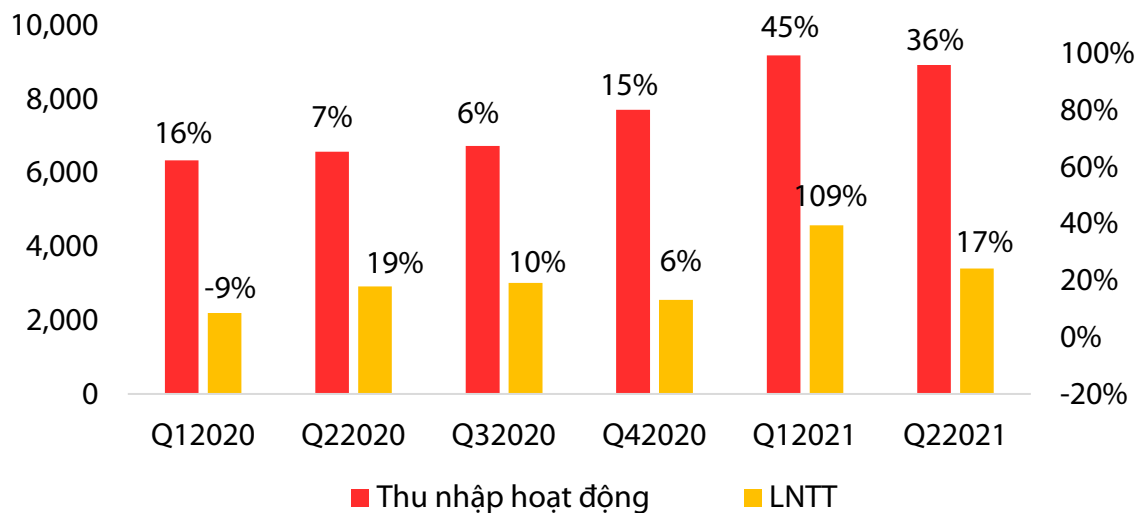
- Nhờ ít cho vay các ngành bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và tái cơ cấu Mcredit từ cuối năm 2019, chất lượng tài sản liên tục cải thiện và tác động của dịch bệnh lên danh mục cho vay không đáng kể. Tuy nhiên, MBB vẫn cần trọng tạo lập bộ đệm dự phòng và thanh khoản tốt sẵn sàng đối phó với tình hình dịch bệnh còn kéo dài.
- Chiến lược kinh doanh giai đoạn 2021-2026 chú trọng cải thiện chất lượng tài sản. So với giai đoạn 2016-2020, tốc độ mở rộng bằng cân đối, tín dụng, thu nhập và lợi nhuận đều giảm trong khi tốc độ huy động tăng.

Đầu tư cho năng lực cạnh tranh dài hạn có thể khiến CIR khó giảm trong trung hạn. Mô hình ngân hàng đại lý thông qua Viettel, Vietnam Post và MWG cùng với các phòng giao dịch tự động Smart Bank của MBB vừa giúp tăng độ phủ vừa tiết kiệm chi phí vận hành. Trải nghiệm khách hàng phong phú trên kênh số sẽ giúp duy trì tỷ lệ CASA. Tuy nhiên, đầu tư lớn cho CNTT và mở rộng thị trường miền Nam có thể khiến CIR khó cải thiện trước năm 2024.

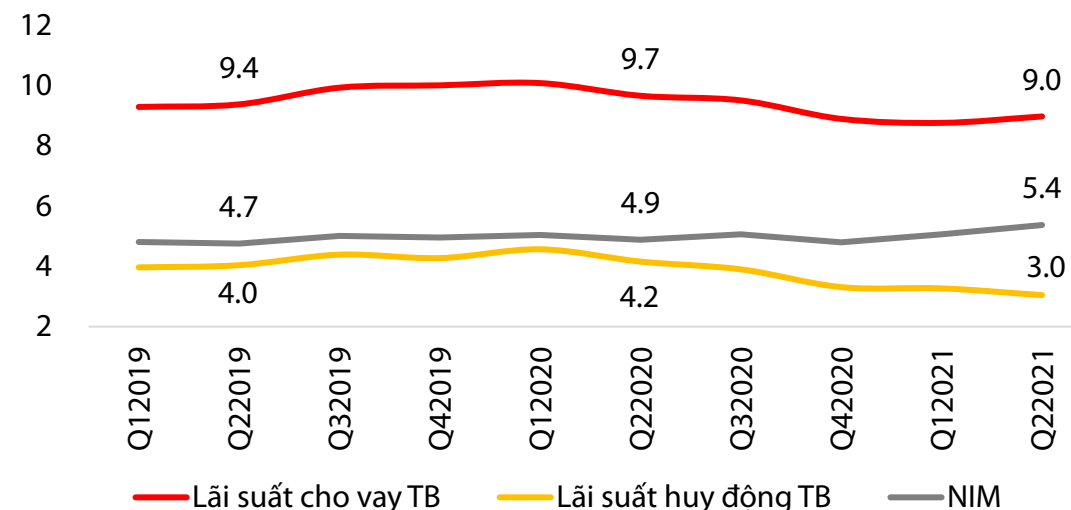
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các thách thức trong duy trì CASA, cạnh tranh tăng trong mảng ngân hàng bán lẻ và dịch bệnh ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn dự kiến.

Hình 1: Thu nhập hoạt động, LNTT (tỷ đồng) và tăng trưởng (% YoY)



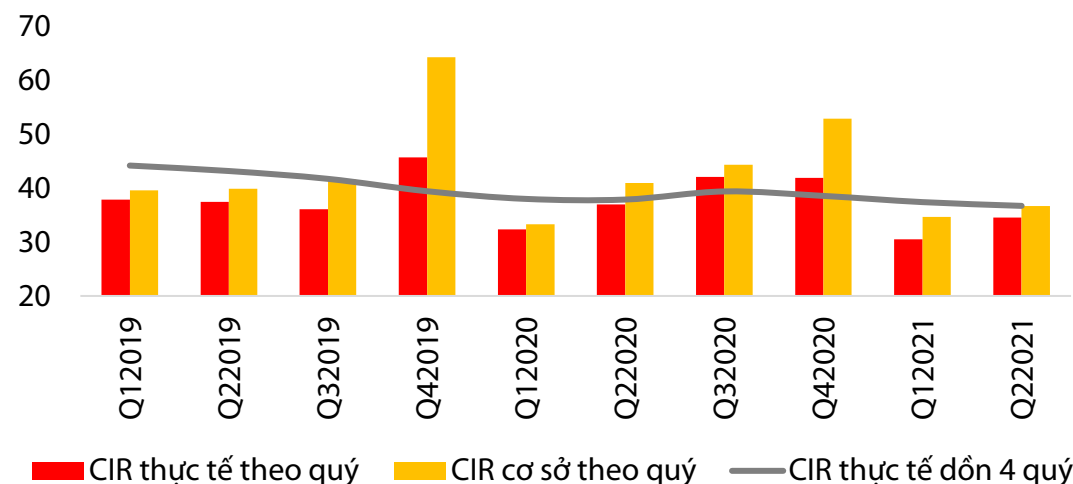
Hình 2: LS cho vay, LS huy động và NIM (% , trượt 4 quý)



LNTT hợp nhất tăng 56% YoY nhờ NIM mở rộng mạnh mẽ và thu hồi nợ.

- Lãi suất tiền gửi kỳ hạn ngắn giảm và CASA cải thiện trong Q2 giúp giảm chi phí huy động. Cho vay trung dài hạn và cho vay bán lẻ tăng hỗ trợ cải thiện lợi suất tài sản. Kết quả là, NIM tăng 56 bps lên 5,36%.
- Tăng trưởng thu nhập dịch vụ giảm tốc do mảng bảo hiểm có chi phí hoạt động tăng mạnh hơn doanh thu.
- Thu từ nợ đã xóa gấp đôi cùng kỳ giúp hệ số CIR TTM thực tế cải thiện. CIR cơ sở và thực tế theo quý đều tăng sv Q1 nhưng thấp hơn cùng kỳ.
- Chi phí dự phòng tăng gấp đôi trong Q2 do ngân hàng tăng cường lành mạnh hóa tài sản chuẩn bị cho tình hình kém khả quan trong Q3.

Hình 3: CIR thực tế theo quý, cơ sở theo quý và trượt 4 quý (%)



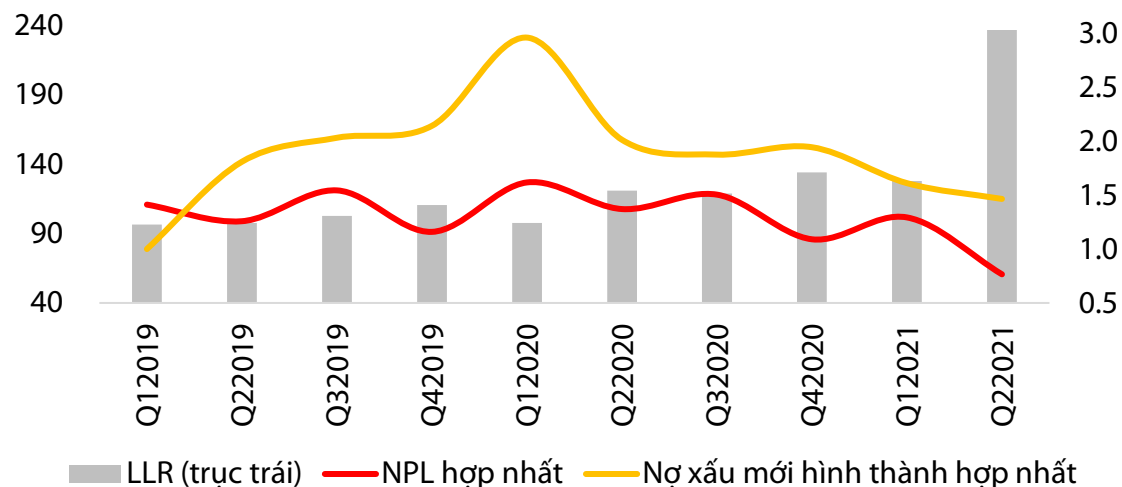
Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt. CIR cơ sở: CIR thực tế loại trừ thu nhập một lần

Bảng 1: 2020-2021E kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

	2H20A	1H21A	2H21E	%YoY	2021E	%YoY
Thu nhập lãi thuần	10.959	12.515	13.267	+21,1%	25.782	+27,1%
Tổng thu nhập hoạt động	14.450	18.117	17.443	+20,7%	35.560	+30,0%
LNTT	5.570	7.986	7.386	+32,6%	15.372	+43,8%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tỷ lệ xóa nợ, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR (% , dồn 4 quý)



Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

2H2021: Tăng trưởng chậm lại trên nền so sánh cao 2H2020 và chương trình hỗ trợ lãi suất cho khách hàng

- Ưu đãi lãi vay cho khách hàng trong 2H2021 có thể được bù đắp một phần bởi sự điều chỉnh trong cơ cấu huy động, lãi suất huy động duy trì thấp cũng như tăng cường cho vay bán lẻ. NIM TTM cả năm 2021 dù thu hẹp so với nửa đầu năm nhưng vẫn duy trì cao ở mức 5,16% và vượt trội so với 4,8% của năm 2020. Dịch bệnh phức tạp trong 2H2021 khiến 2H2020 trở thành nền so sánh cao về tăng trưởng cho vay.
- Nợ xấu có thể tăng trong Q3 và giảm dần trong Q4. Nhưng nhờ bộ đệm dự phòng cao cuối Q2, chi phí xóa nợ và dự phòng không cao như 1H.

2022: NIM duy trì và giảm trích lập dự phòng

- Lãi suất cho vay và tiền gửi phục hồi trung hòa tác động cuộn lãi suất lên đầu tư trái phiếu và lãi giấy tờ có giá. NII sẽ là động lực chính của tăng trưởng TOI với cùng mức tăng 19%.
- CIR cơ sở khó cải thiện mạnh trước năm 2024 do tuyển dụng số lượng lớn nhân sự CNTT và mở rộng thị trường phía Nam.
- Nhờ tốc độ tăng trưởng bằng cân đối chậm lại và danh mục cho vay lành mạnh hơn sau quá trình tái cơ cấu, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng giảm trên nền cao năm 2021.

<TÍCH LŨY: +5%>

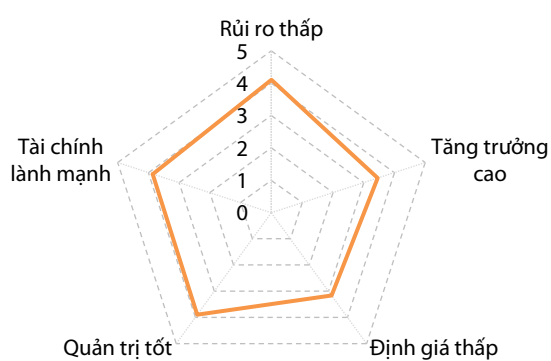
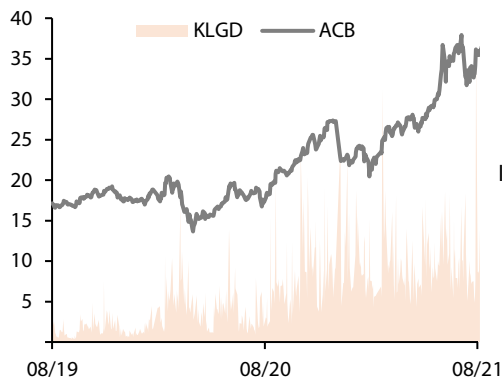
<GTT: 35.550>

<GMT: 37.300>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	96.054,3
SLCPĐLH (triệu cp)	2.701,9
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	11.285,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	413,0
SH NĐTNN còn lại (%)	-
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	17,845 - 37,95

Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)	14.582	18.772	21.451
Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)	18.161	23.581	27.263
LNST (tỷ VNĐ)	7.683	10.542	12.836
ROA (%)	1,9	2,2	2,3
ROE (%)	24,3	25,9	24,9
Tăng trưởng tài sản (%)	15,9	15,6	14,8
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	13.119	17.021	21.072
P/E (x) (*)	10,1	9,2	7,6
P/B (x) (*)	2,7	2,1	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nền tảng huy động ổn định với tập khách hàng mục tiêu trung thành và tăng trưởng cao sẽ đảm bảo tốc độ mở rộng bền vững của bảng cân đối và tiềm năng bán chéo sản phẩm

- ACB sở hữu mạng lưới bán lẻ hàng đầu. Cơ sở khách hàng tăng trưởng đều đặn tập trung vào các phân khúc trung và cao cấp giúp đảm bảo cấu trúc huy động là lợi thế cốt lõi để duy trì NIM ổn định và hiệu quả. Điều này giúp ACB có khả năng đạt được mức tăng trưởng bảng cân đối tối ưu theo khẩu vị rủi ro đồng thời nâng cao khả năng bán chéo sản phẩm. Thị phần bancassurance dẫn đầu và tốc độ tăng trưởng ổn định lượng người dùng tích cực là minh chứng cho thể mạnh mảng thanh toán và bancassurance, các động lực cho thu nhập ngoài lãi.

Định hướng cho vay thận trọng và kiểm soát chi phí hoạt động là nền tảng để đạt được hiệu quả bền vững

- Tốc độ tăng trưởng trung bình và định hướng cho vay thận trọng giúp duy trì chất lượng bảng cân đối khỏe mạnh. Điều này cũng giúp ACB kiểm soát chi phí rủi ro và có khả năng chống chịu trong các môi trường vĩ mô khác nhau. Kết hợp với việc cải thiện CIR nhờ đầu tư vào số hóa và tự động hóa, và biên NIM ổn định, ACB sẽ duy trì tốt các chỉ số hoạt động hiệu quả.

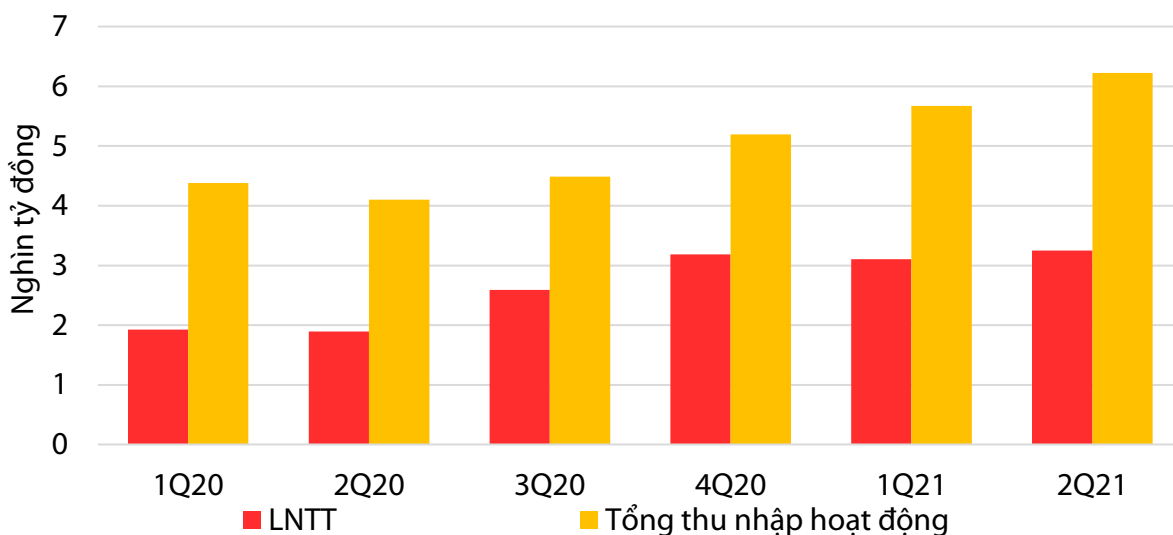
Kỳ vọng tăng trưởng vững chắc trước tác động của đại dịch trên cơ sở đủ vốn và bộ đệm thanh khoản dồi dào

- ACB sở hữu bộ đệm tương đối cân bằng với cơ sở vốn và thanh khoản ổn định. Điều này đảm bảo tốc độ tăng trưởng ổn định của ngân hàng nhờ được cấp hạn mức tín dụng mong muốn.

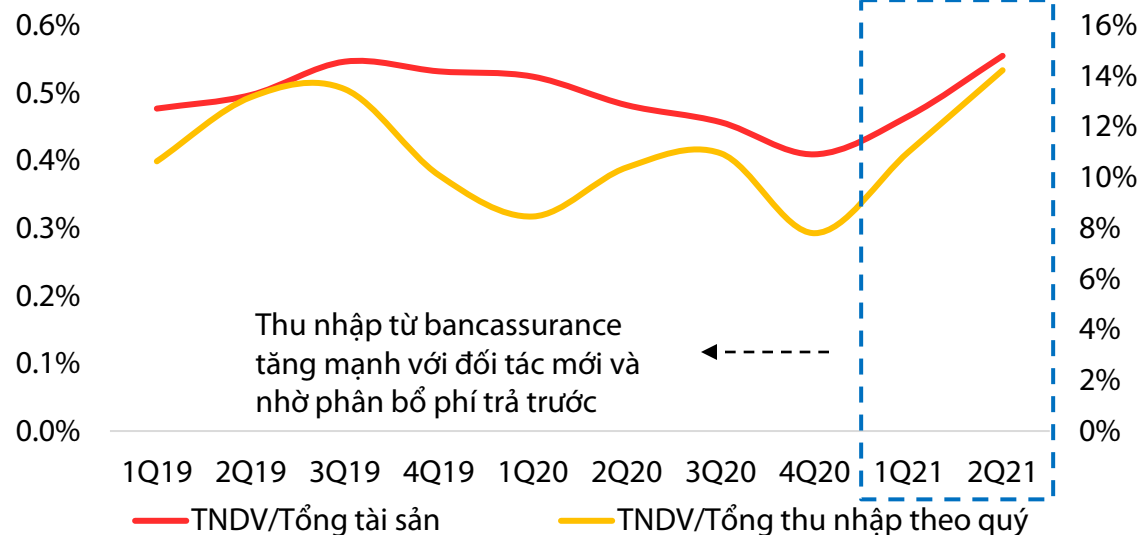
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Diễn biến của đại dịch với nhiều sự không chắc chắn có thể dẫn đến chi phí dự phòng tăng cao. Môi trường lãi suất thấp kéo dài sẽ gây áp lực lên tài sản thanh khoản khi cuộn lợi suất.

Hình 1: LNTT và tổng thu nhập hoạt động (VNĐ, % YoY)



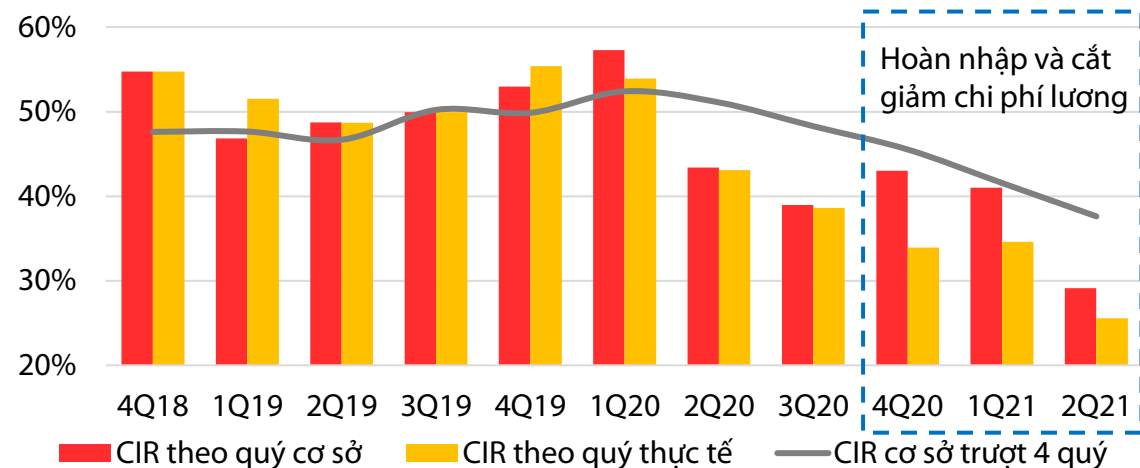
Hình 2: TNDV trên tổng tài sản và tổng thu nhập (trượt 4 quý, %)



1H21: Tăng trưởng cao nhờ NIM, bancassurance và hoàn nhập

- ACB công bố kết quả LNTT 6 tháng đầu năm tăng mạnh (+66% YoY) chủ yếu nhờ NIM (quy năm) mở rộng ổn định trên nền so sánh thấp, thu nhập dịch vụ (TNDV) tăng trưởng tốt và CIR cải thiện.
- Lợi suất bình quân tiền gửi có kỳ hạn giảm mạnh, tỷ lệ CASA tăng nhẹ và trái phiếu mới phát hành với lãi suất thấp đã giúp cải thiện chi phí huy động vốn, trong khi lợi suất cho vay bình quân giảm chủ yếu do tái định giá. Từ đó, NIM 6T21 tăng 39 điểm cơ bản so với nửa sau 2020.
- Bancassurance là động lực chính cho thu nhập dịch vụ khi tăng 60% YoY. Nhờ khoản mục đột biến, CIR cải thiện đã giúp bù trừ tác động từ chi phí tín dụng tăng cao do trích lập dự phòng đầy đủ nợ tái cơ cấu.

Hình 3: CIR thực tế, cơ sở và dồn 12 tháng (%)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Kỳ vọng tăng trưởng chậm lại trong nửa cuối năm 2021 do nền so sánh cao và gói hỗ trợ lãi suất lớn

- LNTT 2H2021 được dự báo tăng 18% so với cùng kỳ, giảm từ mức tăng trưởng 66% của 6T21. Nguyên nhân chính đến từ thu nhập lãi thuần.
- Việc cắt giảm lãi suất sẽ tác động đến hơn 90% các khoản cho vay hiện tại, khiến NIM 2H21 thấp hơn 0,5% so với 6T21. Lợi suất cho vay bình quân dự kiến sẽ giảm 0,7%, sau khi giảm tối đa 0,8% cho dư nợ ngắn hạn và tối đa 1% dư nợ trung dài hạn. Lãi suất huy động trong 2H2021 được kỳ vọng sẽ giữ nguyên, nhờ tỉ lệ CASA cải thiện nhẹ trong khi lợi suất tiền gửi có kỳ hạn đi ngang. Nền so sánh cho NIM và tăng trưởng tín dụng cũng sẽ cao hơn trong nửa cuối năm.

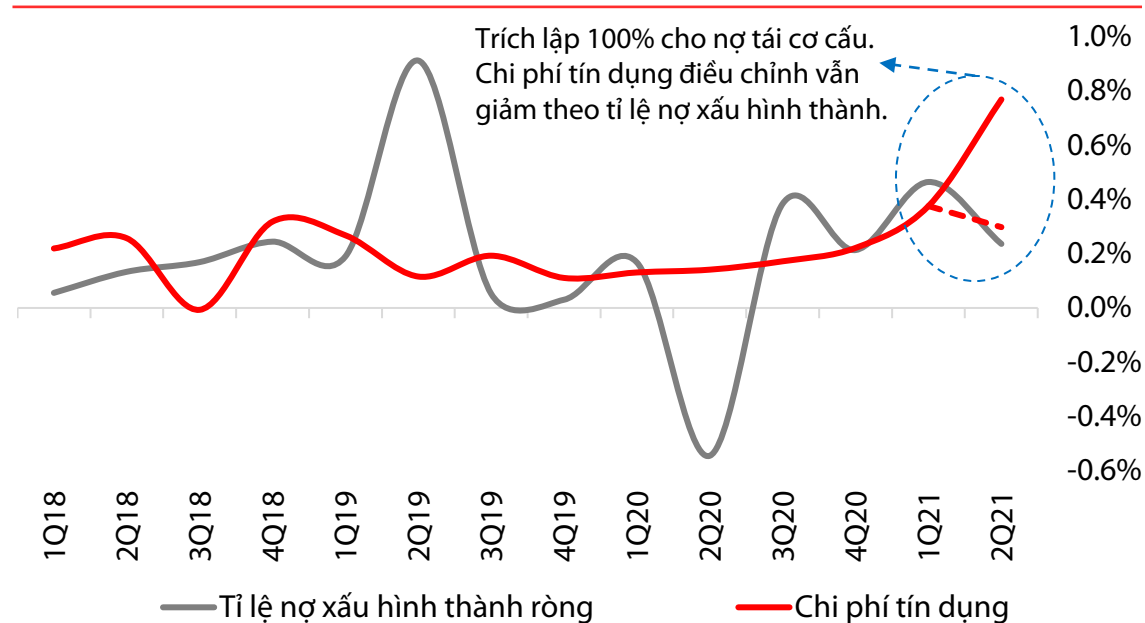
Bancassurance và chi phí tín dụng tiếp tục là động lực chính trong khi CIR sẽ không còn hỗ trợ tăng trưởng

- CIR dự kiến tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm, đạt 38%, so với 30% của 6T21 và 36% của 2H20, cho thấy nền so sánh là không thuận lợi.
- Do ACB đã tận dụng các khoản hoàn nhập để trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản nợ tái cơ cấu nên chi phí tín dụng kỳ vọng giảm trong 6 tháng cuối năm. Nhờ tốc độ mở rộng bảng cân đối chậm hơn do tập trung vào tập khách hàng và danh mục cho vay lành mạnh, tỉ lệ hình thành nợ xấu rỗng và chi phí tín dụng điều chỉnh được kỳ vọng sẽ ổn định trước tác động từ đại dịch và duy trì mức thấp.
- Bancassurance và khoản phí trả trước vẫn là động lực tăng trưởng.

Bảng 1: Tình hình kinh doanh 2020-2021 và dự phóng (%)

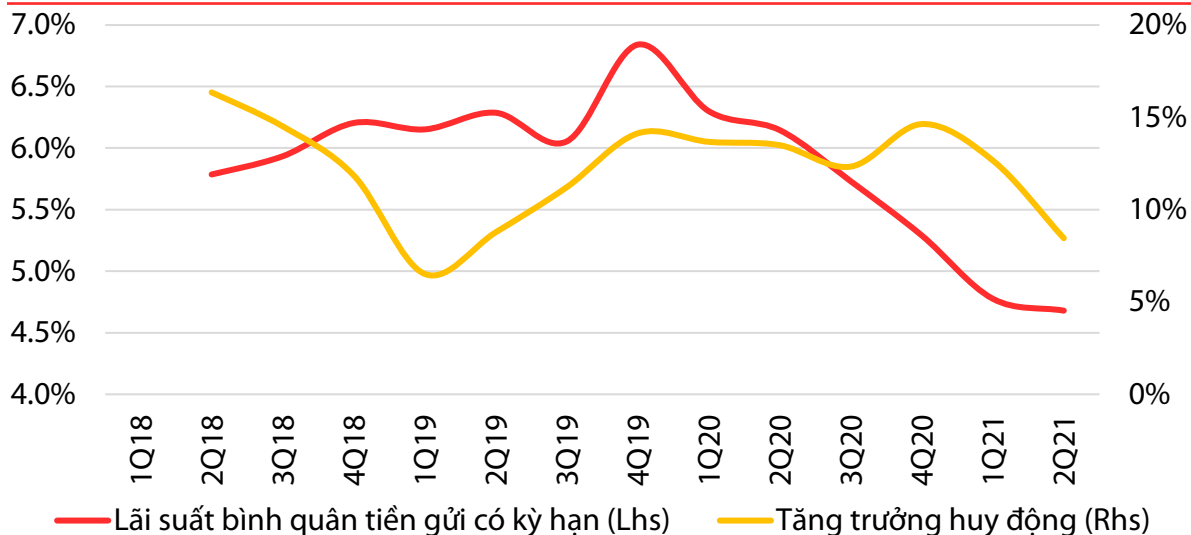
Đơn vị: tỷ đồng	2H20A	1H21A	2H21E	%YoY	2021E	%YoY
Thu nhập lãi thuần	8,051	9,630	9,142	14%	18,772	29%
Tổng thu nhập hoạt động	9,681	11,903	11,679	21%	23,581	30%
Lợi nhuận trước thuế	5,776	6,353	6,801	18%	13,153	37%

Hình 4: Chi phí tín dụng và tỉ lệ hình thành nợ xấu (% , dồn 4 quý)

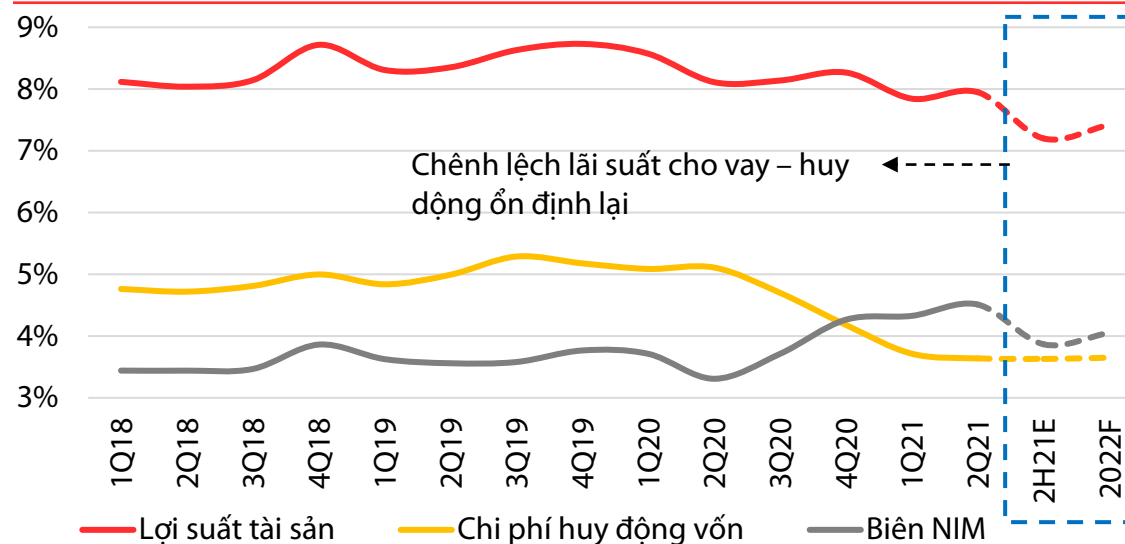


Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Lãi tiền gửi kỳ hạn và tăng trưởng huy động (quy năm, %YoY)



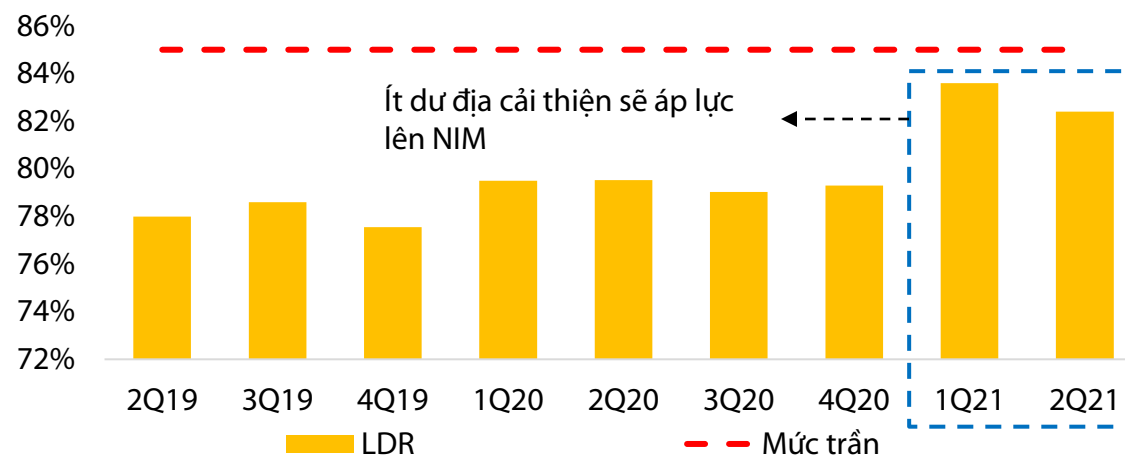
Hình 6: NIM, lợi suất tài sản và chi phí huy động (quy năm, %)



NIM duy trì và nền so sánh cao của thu nhập ngoài lãi giúp ổn định tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động và LNTT

- Lợi suất tiền gửi có kỳ hạn sẽ dao động quanh mức hiện tại do nhu cầu tăng trưởng thấp và nhu cầu tiền gửi cải thiện nhờ tập khách hàng lớn hơn. Điều này giúp duy trì NIM khi lợi suất cho vay phục hồi sau khi kết thúc gói hỗ trợ và lợi suất đầu tư giảm do tái định giá. Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng sẽ tăng chậm lại khi không còn sự hỗ trợ từ ghi nhận phí trả trước. Tổng thu nhập hoạt động dự kiến tăng 16% so với cùng kỳ.
- CIR kỳ vọng tăng do chúng tôi không cho rằng động lực từ giảm lương là bền vững, nhưng chi phí rủi ro sẽ giảm nhờ giảm áp lực trích lập dự phòng theo Thông tư 03. LNTT sẽ tăng 22%, xấp xỉ thu nhập hoạt động.

Hình 7: LDR (%)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

<TÍCH LŨY: +8%>

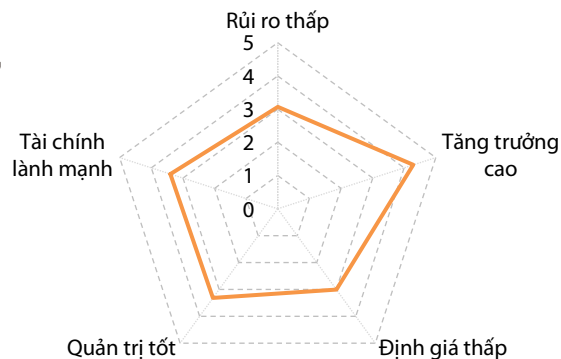
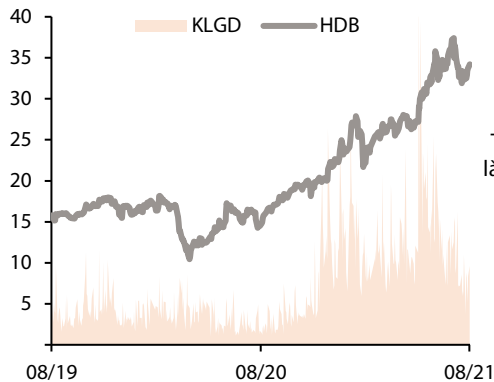
<GTT: 34.200>

<GMT: 36.800>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	54.506,8
SLCPĐLH (triệu cp)	1.593,8
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	5.695,9
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	186,6
SH NĐTNN còn lại (%)	3,6
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	14,788 – 37,4

Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)	11.898	14.551	18.551
Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)	13.779	17.500	22.171
LNST (tỷ VNĐ)	4.249	6.100	7.885
ROA (%)	1,5	1,7	1,8
ROE (%)	18,8	22,8	24,3
Tăng trưởng tài sản (%)	39,1	24,5	24,9
GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	14.430	18.033	22.625
P/E (x) (*)	9,2	9,2	7,0
P/B (x) (*)	2,4	1,9	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hiệu quả sinh lời tốt nhờ hoạt động cho vay lợi suất cao và chi phí hoạt động cải thiện

- HDB có khả năng duy trì tốt các chỉ số hiệu quả hoạt động với NIM sau điều chỉnh rủi ro tốt nhờ nền tảng quản trị rủi ro, lãi suất cho vay phù hợp và tăng trưởng bảng cân đối cao ổn định. Chúng tôi kỳ vọng ROA của HDB sẽ được nâng cao hơn nữa nhờ việc ứng dụng công nghệ giúp cải thiện năng suất, từ đó giúp giảm CIR và tăng biên lợi nhuận.

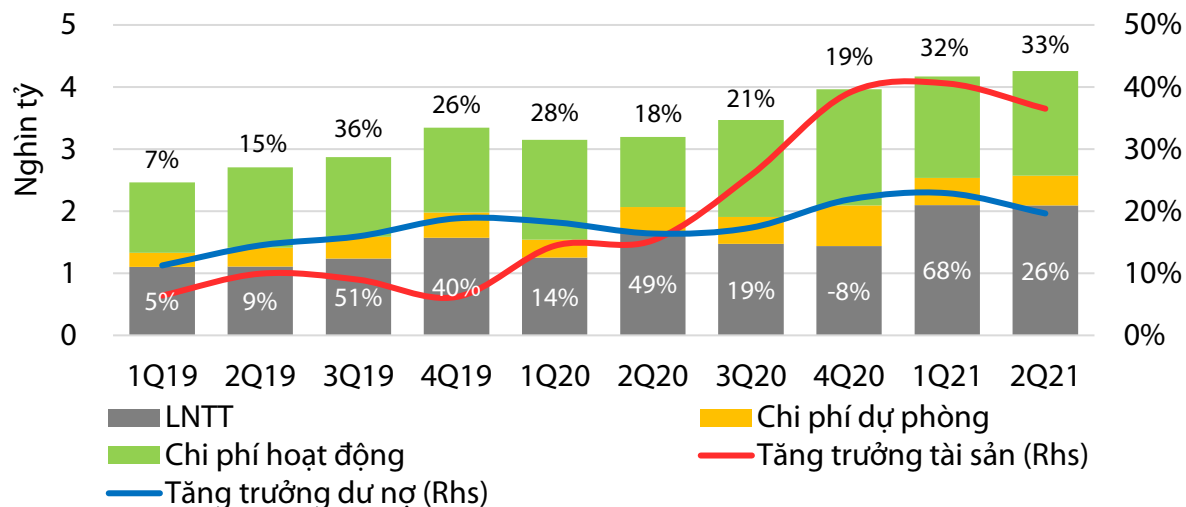
Thị phần cho vay bền vững ở phân khúc trung bình vốn có tốc độ tăng trưởng ổn định, được hỗ trợ bởi công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu, cấu trúc huy động dài hạn và đủ vốn

- HDSaison là một trong những tổ chức lớn trong phân khúc cho vay tiêu dùng, giúp thúc đẩy hệ sinh thái của ngân hàng và mang lại lợi thế trong việc tiếp cận những khách hàng ở giai đoạn đầu, với kỳ vọng sẽ trở thành khách hàng trung thành của ngân hàng mẹ khi khách hàng phát triển theo nền kinh tế và chuyển lên các tầng lớp cao hơn. Chúng tôi đánh giá cao hệ sinh thái rộng với cách tiếp cận cho vay theo chuỗi giá trị ở các phân khúc trung bình, và do đó, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ổn định và thị phần bền vững nhờ tiềm năng thị trường và vị thế thuận lợi của ngân hàng.
- Cơ cấu nguồn huy động ổn định với lượng tiền gửi dài hạn và giấy tờ có giá là nền tảng mang lại thanh khoản ổn định nhằm theo đuổi hoạt động cho vay lợi suất tốt. Kết hợp với nền tảng vốn đủ và còn dư địa cải thiện thông qua phát hành tăng vốn, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ đạt được hạn mức tín dụng cao trong giai đoạn tới.

RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Mảng kinh doanh nhạy cảm với chu kỳ dễ bị ảnh hưởng bởi đại dịch, do đó, không dự báo được mức nợ xấu tiềm năng. Đại dịch kéo dài sẽ ảnh hưởng đến các phân khúc cho vay rủi ro và cản trở tăng trưởng bảng cân đối. Chúng tôi cũng cho rằng bộ đệm dự phòng mỏng khiến HDB phơi nhiễm rủi ro với bất kỳ chu kỳ nợ xấu nào.

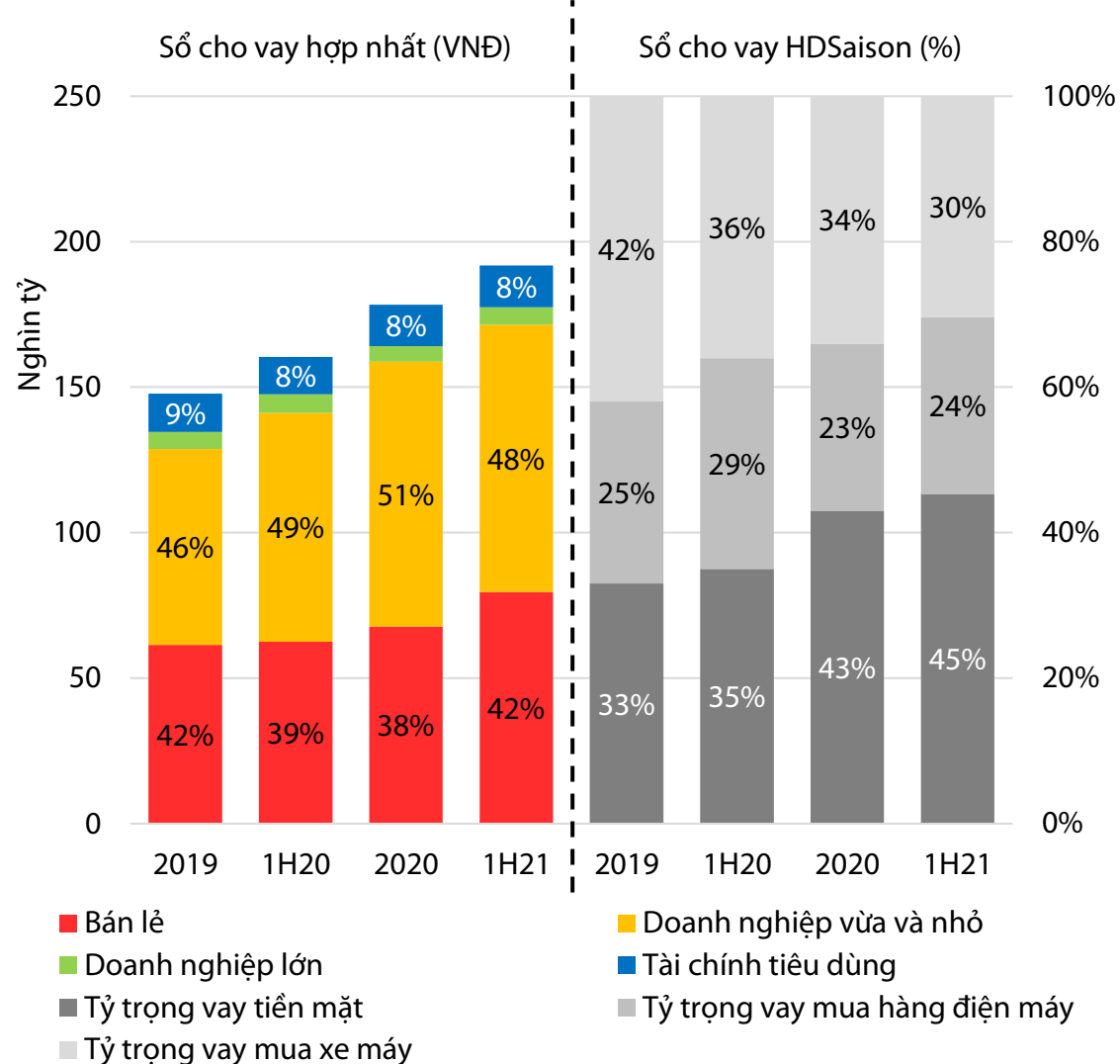
Hình 1: Phân bổ thu nhập, tăng trưởng tài sản và tín dụng (% YoY)



Tăng trưởng bằng cân đối với hạn mức cho vay thấp gây áp lực lên KQKD

- Huy động tăng mạnh (+14% so với đầu năm, +39% so với cùng kỳ) giúp tăng trưởng bằng cân đối và giảm áp lực lên nguồn vốn từ thị trường 2. Tuy nhiên, hạn mức cho vay được cấp thấp đã đẩy nguồn lực vào dự trữ tại NHNN và cho vay liên ngân hàng vốn đang có lợi suất thấp, từ đó cản trở NIM mở rộng.
- Tín dụng tăng (+8% so với đầu năm, +19% so với cùng kỳ) với đóng góp thấp hơn từ HDSaison do hạn chế hoạt động trong thời dịch. Dư nợ dịch chuyển sang phân khúc rủi ro trung bình có tăng trưởng (hộ kinh doanh, vay mua nhà, sản xuất). Đóng góp của bán lẻ trong tín dụng và huy động cho thấy hoạt động ngân hàng bán lẻ hiệu quả. Tuy vậy, CASA không theo kịp đà tăng trưởng.
- NIM của HDB diễn biến trái chiều với xu hướng tăng của ngành. CIR giảm mạnh nhờ năng suất là động lực lợi nhuận chính trong 6T21 (+44% so với cùng kỳ).

Hình 2: Dư nợ cho vay hợp nhất và của HDSaison (%)

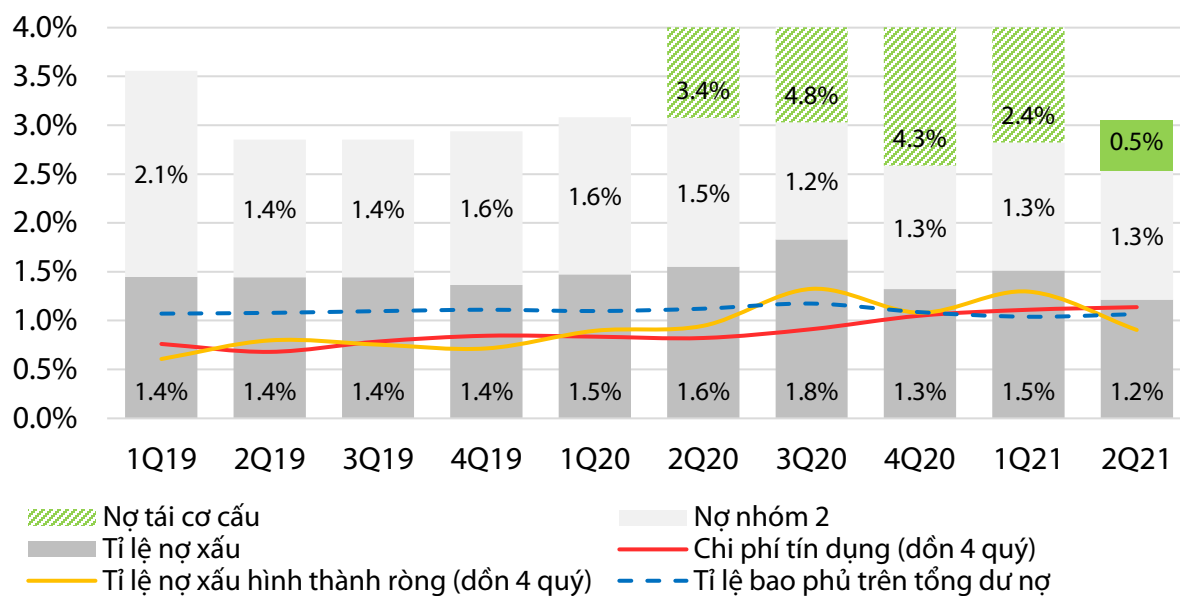


Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Kết quả kinh doanh và dự phóng (VNĐ,%, so với cùng kì)

Đơn vị: Tỷ đồng	2H20A	1H21A	2H21E	%YoY	2021E %YoY	2022F %YoY
Thu nhập lãi thuần	6.234	6.832	7.719	+14%	+22%	+27%
Tổng thu nhập hoạt động	7.433	8.422	9.078	+21%	+27%	+27%
Lợi nhuận trước thuế	2.911	4.193	3.932	+18%	+40%	+27%

Hình 4: Nhóm nợ, chi phí tín dụng, tỉ lệ hình thành nợ xấu và LLR (%)



Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

2H2021: giảm động lượng từ tổng thu nhập hoạt động

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trong nửa sau sẽ đi ngang so với nửa đầu năm do thu nhập cải thiện với hạn mức cho vay tăng và CIR bật tăng.
- Chúng tôi nghĩ NIM sẽ biến động nhẹ trong nửa sau 2021. Lãi suất cho vay dự kiến giảm do gói hỗ trợ. Với hạn mức cho vay cao hơn và thanh khoản tốt, tài sản sẽ tái phân bổ sang cho vay từ tài sản thanh khoản cao, qua đó tăng lợi suất tài sản. Tỷ lệ CASA có thể cải thiện do ít áp lực hơn từ tăng trưởng quy mô. Nền CASA thấp và lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đi ngang sẽ khiến lãi suất huy động giảm ít.
- Nhờ tái cơ cấu danh mục tín dụng và Thông tư 03, tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng giảm trong Q2/21. Tuy nhiên, mức chi phí tín dụng hiện tại chỉ ở mức vừa đủ, khiến bộ đệm dự phòng tương đối mỏng. Chi phí tín dụng của ngân hàng mẹ trong nửa đầu năm chỉ bằng 22% tỷ lệ nợ xấu hình thành trong khi khách hàng tập trung phân khúc trung bình thấp và tình hình dịch đang căng thẳng. Do đó, dù kỳ vọng chi phí tín dụng duy trì trong nửa sau năm 2021 dựa trên chính sách trích lập dự phòng, chúng tôi nghĩ HDB không có bộ đệm khỏe để đối phó với dịch.

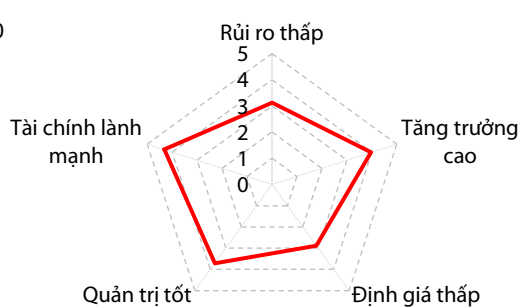
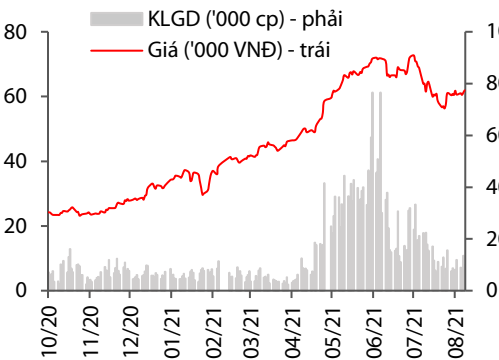
Triển vọng 2022: kì vọng vào phục hồi kinh tế và chính sách hỗ trợ

- Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ phục hồi NIM chậm do tỷ trọng các lĩnh vực ưu tiên trong dư nợ. CIR sẽ bắt đầu tăng khi HDSaison hoạt động mạnh trở lại. Chi phí tín dụng sẽ khó giảm mạnh do bộ đệm dự phòng yếu trừ khi nền kinh tế phục hồi mạnh. Do đó, LNTT dự kiến tăng trưởng 27% so với cùng kì, thấp hơn mức tăng trưởng của bảng cân đối.

<TÍCH LŨY: 11%>

<GTT: 60.400>

<GMT: 67.000>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	148.267
SLCPĐLH (triệu cp)	2.455
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	27.673
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1.850
SH NĐTNN còn lại (%)	0
ĐB giá 52 tuần (nghìn đồng)	20,9-72,7

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	39.033	46.455	54.617
LNST	10.414	11.947	16.022
ROA (%)	2,6	2,7	3,2
ROE (%)	21,9	19,6	20,7
EPS (VND)	4.282	4.867	6.527
GTSS (VND)	21.709	28.211	34.947
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0
P/E (x) (*)	4,7	12,4	9,3
P/B (x) (*)	0,9	2,1	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Duy trì tăng trưởng thu nhập lãi thuần cao nhờ sự tham gia của SMBC

- Dòng vốn mới từ bán một phần FE Credit và kế hoạch tăng vốn “khủng” sắp tới sẽ bổ sung thanh khoản và bộ đệm vốn, hỗ trợ ngân hàng giữ vững tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt trội so với nhiều ngân hàng khác. Đồng thời, khả năng tận dụng các nguồn tài trợ quốc tế giá rẻ (SMBC, IFC, ADB, Proparco) tạo cơ sở mở rộng NIM nhờ giảm chi phí vốn.
- Cơ cấu thu nhập từ phí đa dạng tạo tiền đề tăng trưởng bền vững. Ngân hàng cũng đang đẩy mạnh mảng bancassurance trên cơ sở cải tiến bán hàng online và chiến lược tiếp cận riêng nhóm khách hàng cao cấp. Đàm phán lại hợp đồng phân phối độc quyền với AIA nếu thành công sẽ là một chất xúc tác mạnh cho tăng trưởng bancassurance.
- Rủi ro tín dụng cao trong 2H của mảng tài chính tiêu dùng (chiếm 20% danh mục cho vay của VPB) có thể khiến chi phí tín dụng tăng trong Q3 trước khi cải thiện trong Q4.

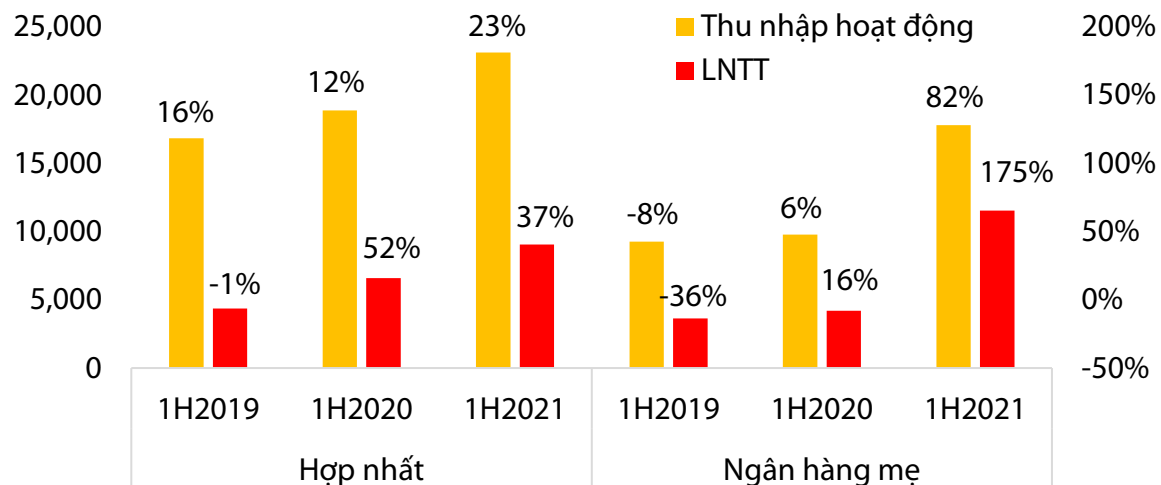
Tiếp tục dẫn đầu về hiệu quả hoạt động. Đầu tư sớm và liên tục cho công nghệ giúp VPB duy trì vị trí dẫn đầu về hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, CIR cải thiện mạnh trong 1H lại trên cơ sở không bền vững là cắt giảm nhân sự tại FE Credit. Vì vậy CIR có thể tăng trong 2H (do FE Credit sẽ đẩy mạnh tín dụng vào cuối năm) trước khi cải thiện từ năm 2022.

Nhiều dư địa tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn: Mặc dù thương vụ thoái vốn tại FE Credit đã hoàn thành và ước tính thu về 30.000 tỷ đồng, thông tin về các cấu phần còn lại của kế hoạch tăng vốn từ 53.000 tỷ đồng (cuối năm 2020) lên hơn 90.000 tỷ đồng (đầu năm 2022) gồm 75 triệu cổ phiếu quỹ, cổ tức bằng cổ phiếu 80% và phát hành riêng lẻ 15% vẫn sẽ là các động lực mạnh mẽ cho định giá cổ phiếu cao hơn trong ngắn hạn mà chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình định giá.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá gồm FE Credit ít chịu tác động từ dịch bệnh hơn và phục hồi mạnh hơn dự kiến, dòng tiền giải ngân mạnh vào các quỹ ETF có tỷ trọng đầu tư vào VPB lớn.
- Rủi ro giảm giá gồm dịch bệnh ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn dự kiến làm mảng tín dụng tiêu dùng phục hồi chậm và nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

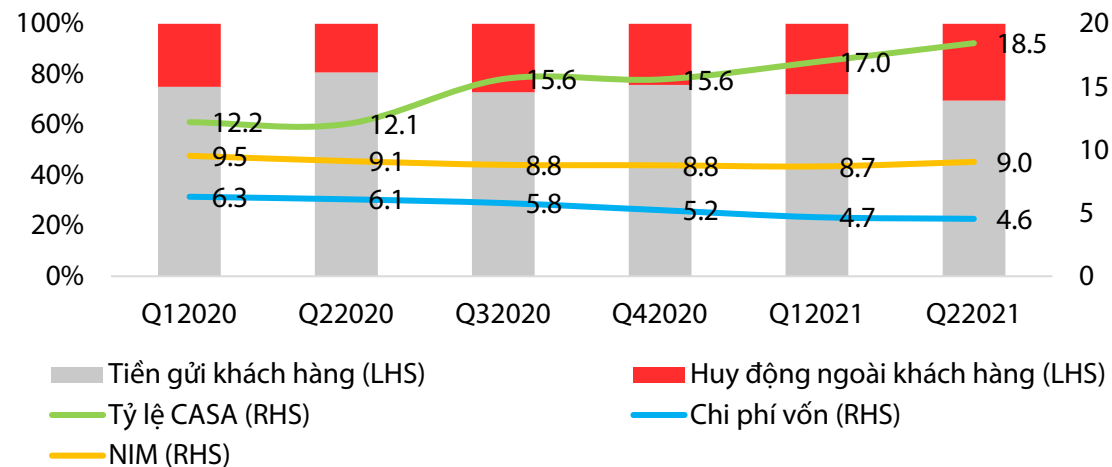
Hình 1: KQKD hợp nhất và ngân hàng mẹ (tỷ đồng, % YoY)



LNTT hợp nhất tăng 37% YoY nhờ cải thiện hiệu quả kinh doanh và hiệu quả hoạt động. Chất lượng tín dụng được kiểm soát.

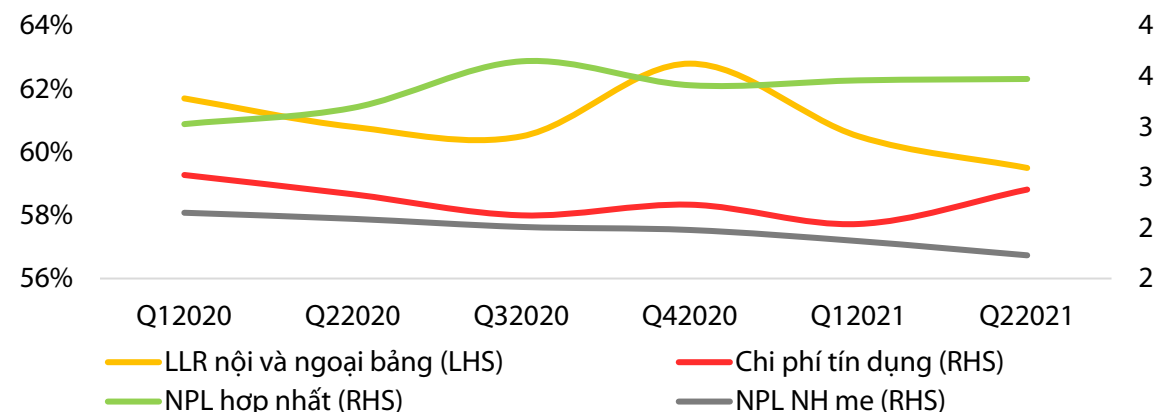
- Tăng trưởng tín dụng thận trọng hơn ở FE Credit (-7,1% Ytd) so với +7,5% Ytd tại ngân hàng mẹ và giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng khiến lợi suất tài sản giảm nhưng nhờ tiếp tục tối ưu hóa bảng cân đối, chi phí vốn giảm nhanh hơn lợi suất tài sản. NIM tăng lên 9,05% từ 8,79% cuối năm 2020.
- CIR giảm mạnh về 25,3% (2020: 29,3%) do giảm 3,2% số nhân viên FE Credit.
- Chi phí dự phòng hợp nhất tăng 35% YoY, tăng chủ yếu ở FE Credit trong khi đi ngang tại ngân hàng mẹ. Mặc dù tỷ lệ xóa nợ của FE Credit tăng mạnh hơn ngân hàng mẹ, tỷ lệ nợ xấu của FE Credit vẫn tăng. Các chỉ số này đều cải thiện ở ngân hàng mẹ.

Hình 2: Cơ cấu nguồn vốn ngân hàng mẹ, tỷ lệ CASA, chi phí vốn và NIM (% , trượt 4 quý)



Huy động ngoài KH gồm thị trường tiền tệ, LC UPAS, trái phiếu trong nước và quốc tế, vay dài hạn

Hình 3: Chi phí tín dụng, LLR nội và ngoại bảng, NPL hợp nhất, NPL ngân hàng mẹ (% , trượt 4 quý)



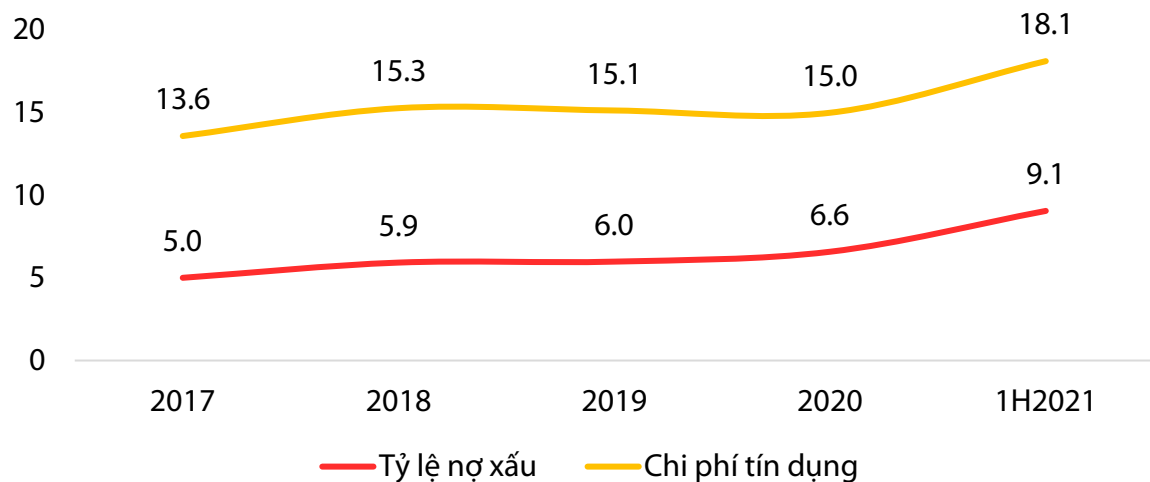
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: 2020-2021E kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

	2H20A	1H21A	2H21E	%YoY	2021E	%YoY
Thu nhập lãi thuần	16.624	18.325	18.668	+12,3%	36.993	+14,4%
Tổng thu nhập hoạt động	20.179	23.098	23.357	+15,6%	46.445	+19,0%
LNTT	6.435	9.037	6.949	+8,0%	15.986	+22,8%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng FE Credit (% , trượt 4 quý)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

2H2021: Nguồn lợi nhuận từ thoái vốn FE Credit giúp giảm áp lực huy động vốn; chi phí hoạt động và chi phí tín dụng tăng

- Nguồn tiền thu về từ thoái vốn FE Credit (~26.000 tỷ đồng sau thuế) trong Q3 có thể sẽ được sử dụng cho vay trong 2H2021 giúp giảm áp lực huy động và chi phí vốn. Nhờ đó, mặc dù lãi suất cho vay giảm để hỗ trợ khách hàng, NIM cả năm sẽ vẫn tích cực ở mức 8.91% (2020: 8,79%). Tăng trưởng tín dụng phục hồi từ Q4 năm nay khiến 2H2020 trở thành nền so sánh cao về tăng trưởng tín dụng.
- CIR 2021 cả năm đạt 27,4%, thấp hơn so với năm 2020 (29,2%) và cao hơn 1H2021 (25,3%) do FE Credit tăng tuyển dụng để mở rộng kinh doanh sau khi dịch được khống chế.
- Chi phí tín dụng tăng trong Q3 dưới tác động của đợt dịch nghiêm trọng kéo dài, và phục hồi trong Q4 khi dịch được kiểm soát.

2022: NIM tiếp tục mở rộng nhờ chi phí vốn thấp; rủi ro nợ xấu giảm khiến chi phí tín dụng giảm theo

- Lợi suất tài sản phục hồi theo lãi suất cho vay và FE Credit tăng trưởng tín dụng cao trở lại trong khi chi phí vốn giảm nhờ tận dụng dòng vốn mới từ SBMC. NIM đạt 9,47% (2021: 8,91%). NII tăng 21,5%, thu nhập từ dịch vụ tăng 35% và TOI tăng 17,6%.
- Thu nhập và khả năng trả nợ của khách hàng phục hồi sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Rủi ro nợ xấu giảm giúp ngân hàng cải thiện chi phí tín dụng so với năm 2021.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn