

Ngành Ngân hàng

Doanh thu tăng trưởng mạnh với chất lượng tài sản cải thiện

Tháng 12/2024

TS. Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp

duy.nguyenanh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.123

Huỳnh Thị Hồng Ngọc

Chuyên viên cao cấp

ngoc.huynh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.138

Hồ Thu Nga

Chuyên viên

nga.ho@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.516

Tổng quan & Triển vọng

- Chúng tôi dự báo **tăng trưởng tín dụng của hệ thống trong năm 2025 đạt 13,9%**, được thúc đẩy bởi động lực tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, môi trường lãi suất thấp tiếp tục được duy trì và tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống đạt 13,4% trong năm 2025, phù hợp với dự phóng tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi dự báo nhu cầu tín dụng từ các mảng cho vay doanh nghiệp tiếp tục ở mức cao, đồng thời kỳ vọng mảng cho vay bán lẻ, bao gồm cho vay mua nhà, sẽ tiếp tục phục hồi.
- Chúng tôi dự báo **tổng NIM của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đạt 3,69% trong năm 2025 (+14 điểm cơ bản YoY)**, được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu tín dụng mạnh hơn từ cho vay bán lẻ, (2) giảm các gói hỗ trợ khách hàng khi nền kinh tế phục hồi và (3) chất lượng tài sản tốt hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng **chất lượng tài sản sẽ được cải thiện vào năm 2025** và dự báo tỷ lệ nợ xấu cộng với tỷ lệ nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng và tỷ lệ nợ Nhóm 2 là 3,92% (-45 điểm cơ bản YoY). Chúng tôi dự báo hầu hết các ngân hàng tư nhân trong danh mục của chúng tôi sẽ tăng bộ đệm dự phòng trong năm 2025.
- **Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tổng LNST tăng 22,3% YoY**, được hỗ trợ bởi (1) tổng thu nhập lãi thuần (NII) tăng 18,2% YoY, do NIM và tăng trưởng tín dụng cao hơn, và (2) tổng thu nhập ngoài lãi (NOII) tăng 22,5% YoY.
- Các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi đang giao dịch với 0,5 độ lệch chuẩn dưới P/B trung bình 7 năm và chúng tôi cho rằng **định giá này là khá hấp dẫn**.
- Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho năm 2025 là **ACB, MBB, VPB và STB**. Các cổ phiếu này mang lại tổng mức sinh lời dự phóng hàng đầu dựa trên giá mục tiêu đến cuối năm 2025 của chúng tôi tại tính tại ngày 29/11. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng trên hiện có định giá hấp dẫn và triển vọng tăng trưởng mạnh.

Các số liệu chính & Tóm tắt định giá

Ngành Ngân hàng: Các số liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
BID	MUA	10.489	81,0%	30,0%	1.339	8	46.000	57.000	12/02/24	23,9%	0,0%	23,9%
VCB	MUA	21.015	74,8%	30,0%	1.384	10	94.000	114.500	12/02/24	21,8%	0,0%	21,8%
CTG	MUA	7.819	64,5%	30,0%	265	3	36.400	43.000	12/02/24	18,1%	0,0%	18,1%
TPB	MUA	1.738	0,0%	30,0%	0	9	16.450	22.200	12/02/24	35,0%	0,0%	35,0%
ACB	MUA	4.592	0,0%	30,0%	0	6	25.700	33.400	12/02/24	30,0%	3,9%	33,9%
VPB	MUA	6.188	0,0%	30,0%	119	13	19.500	25.000	12/02/24	28,2%	5,1%	33,3%
STB	MUA	2.560	0,0%	30,0%	166	15	33.950	43.700	12/02/24	28,7%	0,0%	28,7%
MBB	MUA	5.211	9,4%	23,2%	0	15	24.550	31.000	12/02/24	26,3%	2,0%	28,3%
TCB	MUA	6.839	0,0%	22,5%	18	7	24.200	28.000	12/02/24	15,7%	3,1%	18,8%
HDB	MUA	3.111	0,0%	20,0%	7	11	26.700	30.000	12/02/24	12,4%	3,8%	16,1%
VIB	KQ	2.306	0,0%	5,0%	0	7	19.350	21.000	12/02/24	8,5%	5,2%	13,7%
LPB	BÁN	3.448	0,0%	5,0%	152	8	33.700	20.000	12/02/24	-40,7%	0,0%	-40,7%

Ngành Ngân hàng: Tóm tắt định giá

Mã	Giá cổ phiếu	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/B hiện tại x	P/B 2025F x	P/B 2026F x	P/E trượt x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	ROE 2025F%	Tài sản/VCSH quý gần nhất x
BID	46.000	11,4%	13,1%	7,2%	1,83	1,57	1,40	12,6	11,1	10,4	17,3%	18,6
VCB	94.000	4,1%	12,4%	18,8%	2,68	2,05	1,86	17,0	15,1	12,7	17,3%	10,2
CTG	36.400	11,2%	30,9%	19,4%	1,36	1,16	1,02	10,4	7,9	6,7	18,6%	15,8
TPB	16.450	30,2%	31,0%	20,0%	1,13	0,94	0,79	7,5	5,7	4,8	18,0%	10,6
ACB	25.700	4,8%	23,7%	14,3%	1,38	1,15	0,96	6,9	5,6	4,9	22,8%	9,9
VPB	19.500	34,8%	15,3%	25,8%	1,10	1,04	0,96	10,5	9,1	7,3	11,3%	6,0
STB	33.950	-1,2%	81,4%	12,9%	1,21	0,97	0,80	9,0	5,0	4,4	25,1%	13,7
MBB	24.550	8,6%	14,5%	21,8%	1,14	0,95	0,78	5,8	5,0	4,1	20,6%	9,4
TCB	24.200	20,6%	20,1%	16,4%	1,17	1,02	0,89	7,9	6,6	5,6	16,7%	6,4
HDB	26.700	23,0%	14,4%	13,7%	1,43	1,18	0,98	6,2	5,4	4,8	23,8%	11,7
VIB	19.350	-31,4%	21,4%	21,7%	1,39	1,23	1,07	8,4	6,9	5,7	19,0%	11,2
LPB	33.700	40,8%	14,5%	1,2%	2,08	1,73	1,48	11,7	10,3	10,1	20,2%	11,2

Nội dung

1

Tổng quan & Triển vọng ngành

2

Cách chủ đề chính cho ngành ngân hàng Việt Nam

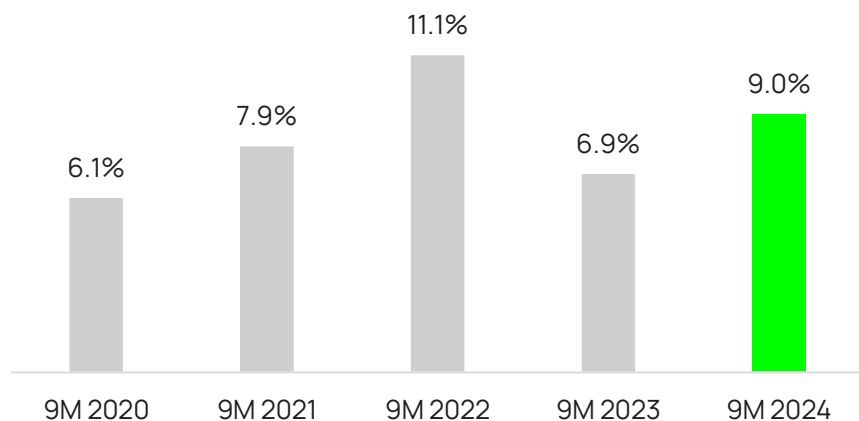
3

Diễn biến giá & Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Tổng quan & Triển vọng ngành

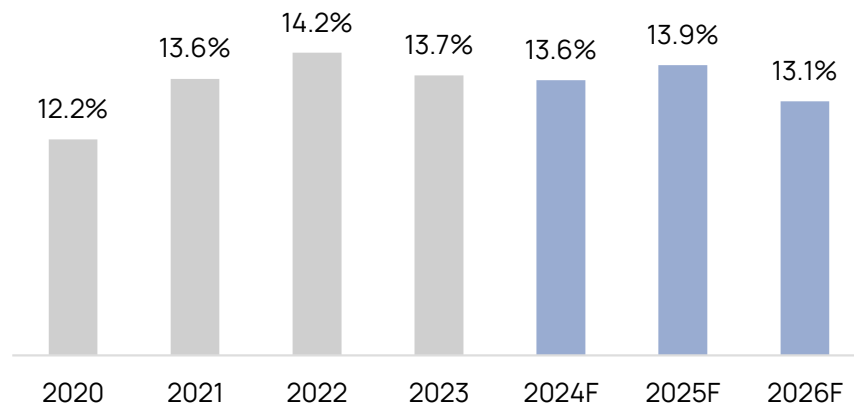
Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống

Tăng trưởng tín dụng hệ thống hàng năm



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước (NHNN), Tổng cục Thống kê (TCTK), Vietcap.

Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống

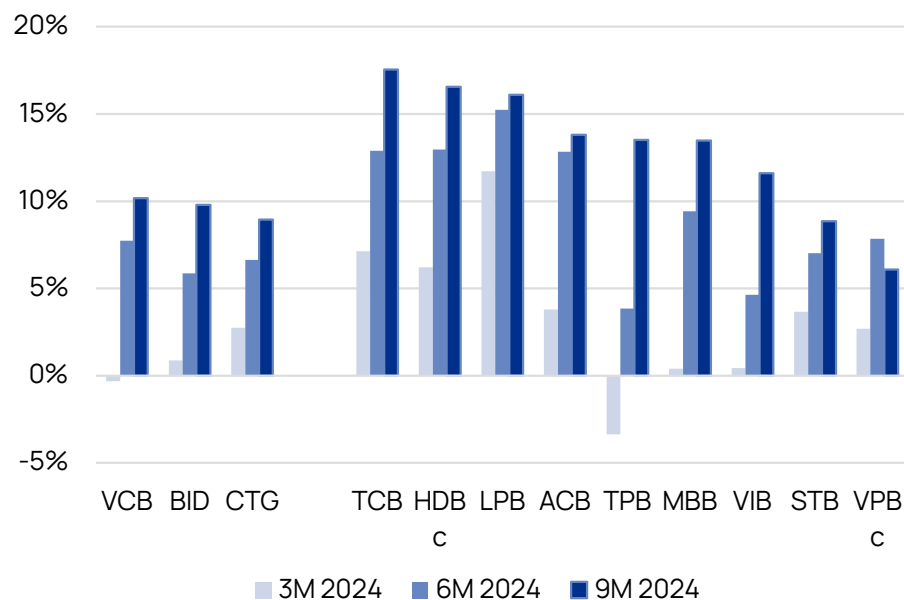


Nguồn: NHNN, Vietcap ước tính. * Dự báo năm 2024 và 2025 thể hiện mức tăng trưởng tiền gửi trên toàn hệ thống, được tính dựa trên dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng tiền gửi của các ngân hàng trong danh mục theo dõi trừ đi 1,3 điểm % (chênh lệch trung bình trong 3 năm qua).

- Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống trong 9 tháng đầu năm (9T) tương đối khả quan, đạt 9%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng mạnh trong 9T là do nền kinh tế tiếp tục phục hồi trong bối cảnh lãi suất thấp hiện nay.
- Tính đến ngày 22/11, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 11,12% và Thống đốc NHNN bày tỏ sự tin tưởng vào việc đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 14-15% trong năm 2024, một phần được hỗ trợ bởi các yếu tố có tính mùa vụ vào cuối năm 2024. Vào ngày 28/11, NHNN đã thông báo tăng hạn mức tín dụng cho các tổ chức tín dụng đã sử dụng ít nhất 80% hạn mức vào ngày 28/08.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống trong năm 2025 đạt 13,9%, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng. Chúng tôi lưu ý rằng Nghị quyết vừa được Quốc hội thông qua vào ngày 12/11/2024 tiếp tục ưu tiên mục tiêu tăng trưởng, đặt mục tiêu GDP năm 2025 tăng trưởng ở mức 6,5-7%.

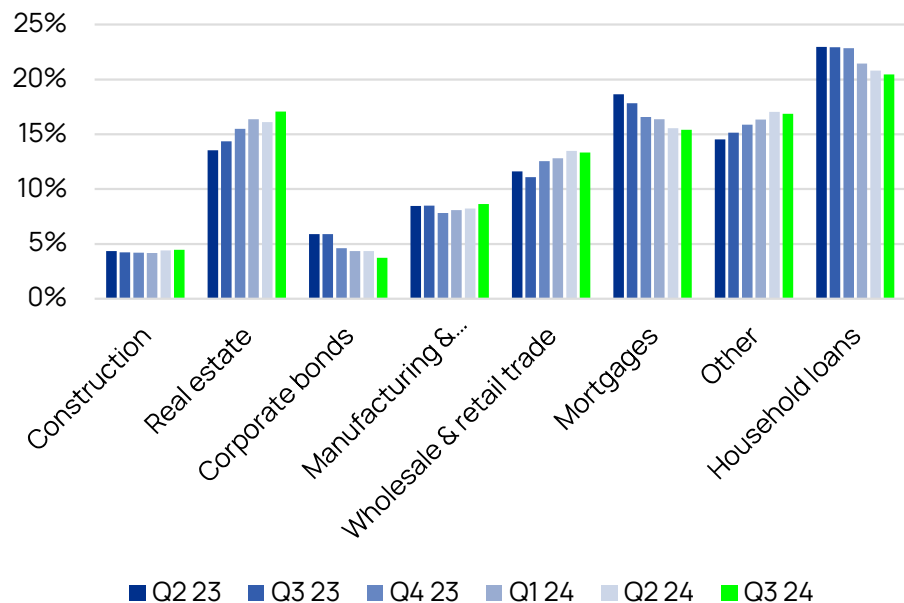
Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng chúng tôi theo dõi

Tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; 'c' biểu thị hợp nhất

Cơ cấu dư nợ tín dụng của các ngân hàng tư nhân cung cấp số liệu dư nợ chi tiết hàng quý (HDB, VPB, MBB, TCB, TPB và VIB)

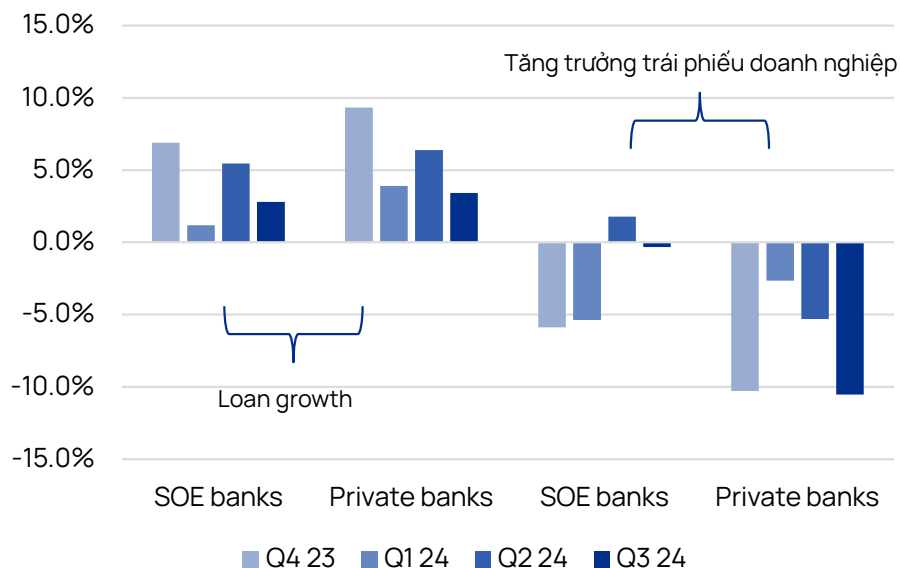


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

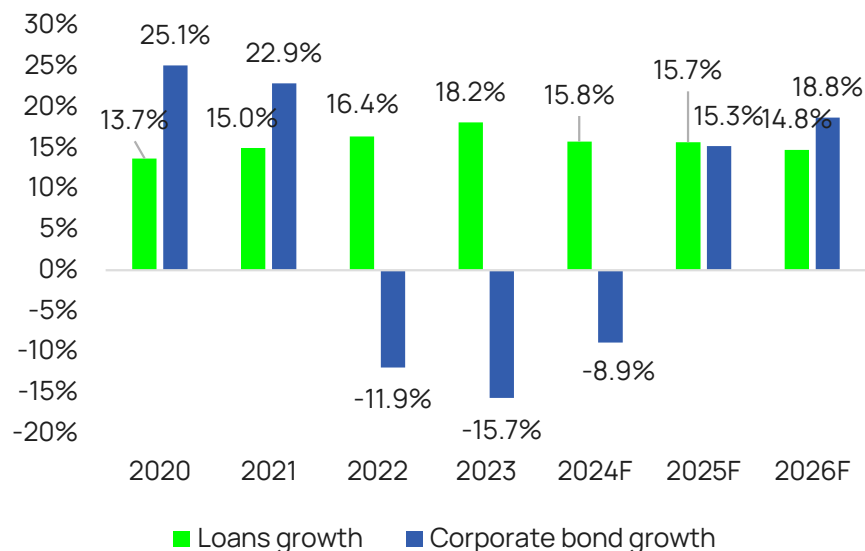
- Dữ liệu của các ngân hàng tư nhân cung cấp số liệu dư nợ chi tiết hàng quý trong danh mục theo dõi (bao gồm VPB, HDB, MBB, TCB, VIB và TPB) cho thấy tăng trưởng tín dụng trong 9T 2024 được thúc đẩy bởi (1) mảng bán buôn và bán lẻ (+24,3% kể từ đầu năm), (2) xây dựng (+26,2% kể từ đầu năm) và (3) BĐS (+30,8% kể từ đầu năm). Tuy nhiên, nhu cầu tín dụng trong mảng cho vay mua nhà và cho vay hộ gia đình đã có dấu hiệu phục hồi trong quý 3/2024, với mức tăng lần lượt là 8,3% và 9,4% QoQ.
- Các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi báo cáo tăng trưởng tín dụng tăng trong 9T 2024 cao hơn so với mức trung bình toàn ngành (11,3% so với 9,0%), tiêu biểu như TCB (+17,5%), HDB (+16,6%), ACB (+13,8%) và LPB (+16,1%).

Chúng tôi kỳ vọng trái phiếu doanh nghiệp và mức tăng trưởng cho vay sẽ cải thiện trong năm 2025

Tăng trưởng tín dụng QoQ theo các mảng



Tăng trưởng tín dụng YoY theo các mảng



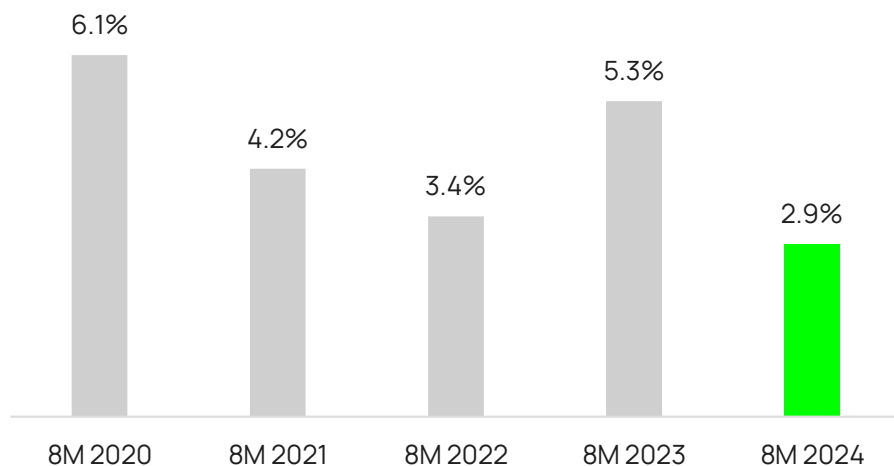
Nguồn: Các ngân hàng chúng tôi theo dõi, Vietcap ("c' biểu thị hợp nhất)

Nguồn: Các ngân hàng chúng tôi theo dõi, Vietcap

- Số dư trái phiếu doanh nghiệp tại các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi tiếp tục đà giảm trong quý 3/2024 so với quý 4/2022. Chúng tôi cho rằng diễn biến này là do (1) giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (không tính trái phiếu ngân hàng) mới còn hạn chế và (2) một số tổ chức phát hành mua lại trái phiếu trước hạn trong bối cảnh quy định ngày càng thắt chặt. Đáng chú ý, mặc dù trái phiếu doanh nghiệp giảm, dư nợ cho vay BĐS của các ngân hàng tăng mạnh trong năm 2023 và 2024.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ cải thiện vào năm 2025, với sự gia tăng dần về cả khối lượng giao dịch và dư nợ trái phiếu, được thúc đẩy bởi: (i) nhu cầu trái phiếu tăng do lãi suất tiền gửi thấp, (ii) tâm lý nhà đầu tư tiếp tục được cải thiện do thị trường BĐS tiếp tục phục hồi và (iii) thanh khoản thị trường tăng nhờ cải thiện tính minh bạch trong hoạt động phát hành trái phiếu và nền tảng giao dịch trái phiếu mới.

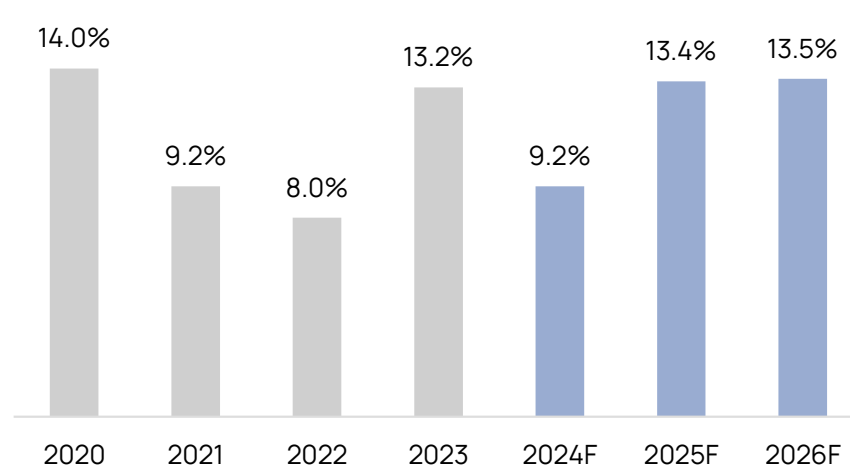
Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống

Tăng trưởng tín dụng hệ thống hàng năm



Nguồn: NHNN, TCTK, Vietcap

Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống

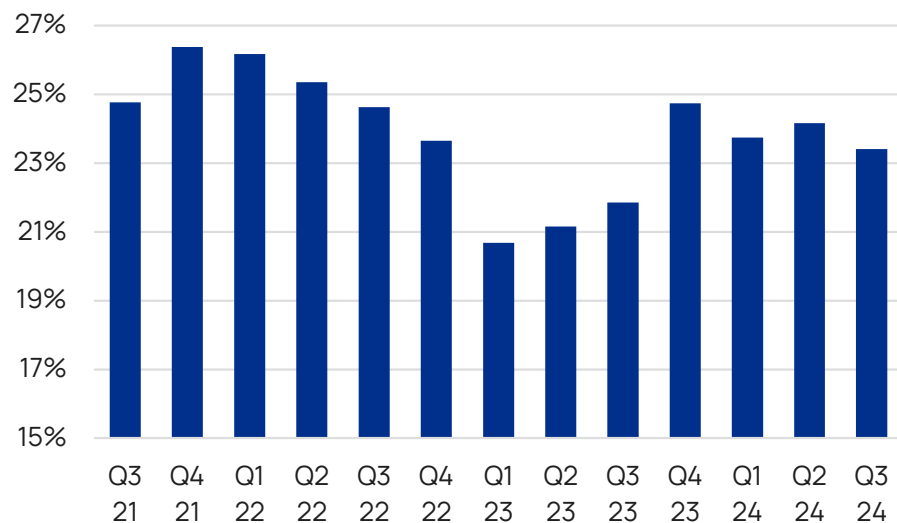


Nguồn: SBV, Vietcap ước tính. * Dự báo năm 2024 và 2025 thể hiện mức tăng trưởng tiền gửi trên toàn hệ thống, được tính dựa trên dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng tiền gửi của các ngân hàng trong danh mục theo dõi trừ đi 1,3 điểm % (chênh lệch trung bình trong 3 năm qua).

- Chúng tôi cho rằng các ngân hàng đã cố gắng tối ưu hóa chi phí huy động vốn trong bối cảnh cạnh tranh cho vay gay gắt hơn. Ngoài ra, phần lớn các khoản giải ngân trong 9T là cho các khoản vay ngắn hạn. Trong khi tăng trưởng tiền gửi vẫn ở mức thấp, giấy tờ có giá của các ngân hàng đã tăng 16,8% trong 9T 2024 trong bối cảnh lãi suất thấp.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống đạt 13,4% vào năm 2025, phù hợp với tăng trưởng tín dụng dự kiến. Một số ngân hàng có thể phải đối mặt với áp lực huy động tiền gửi do dự kiến tín dụng tăng trưởng mạnh vào năm 2025 trong bối cảnh tỷ lệ cho vay trên vốn huy động (LDR) hiện ở mức cao.

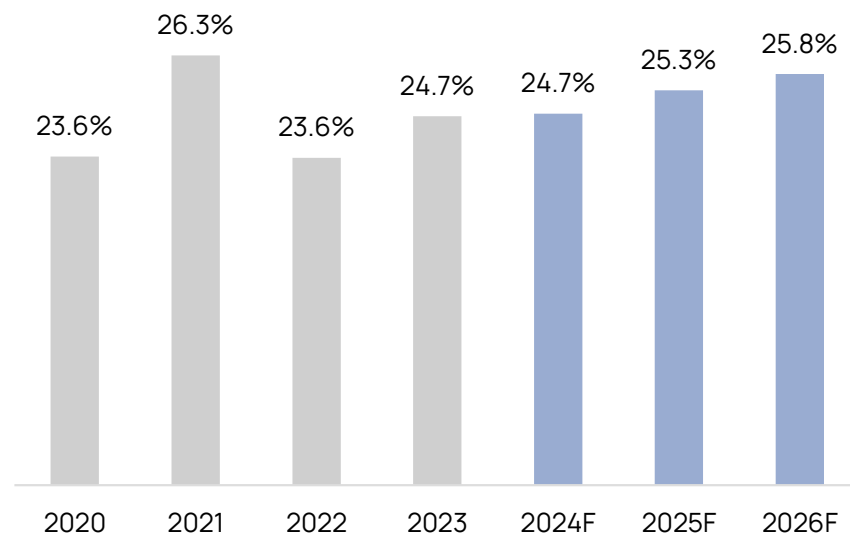
Tỷ lệ CASA

Tỷ lệ CASA của các ngân hàng chúng tôi theo dõi (QoQ)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Tỷ lệ CASA của các ngân hàng chúng tôi theo dõi (YoY)

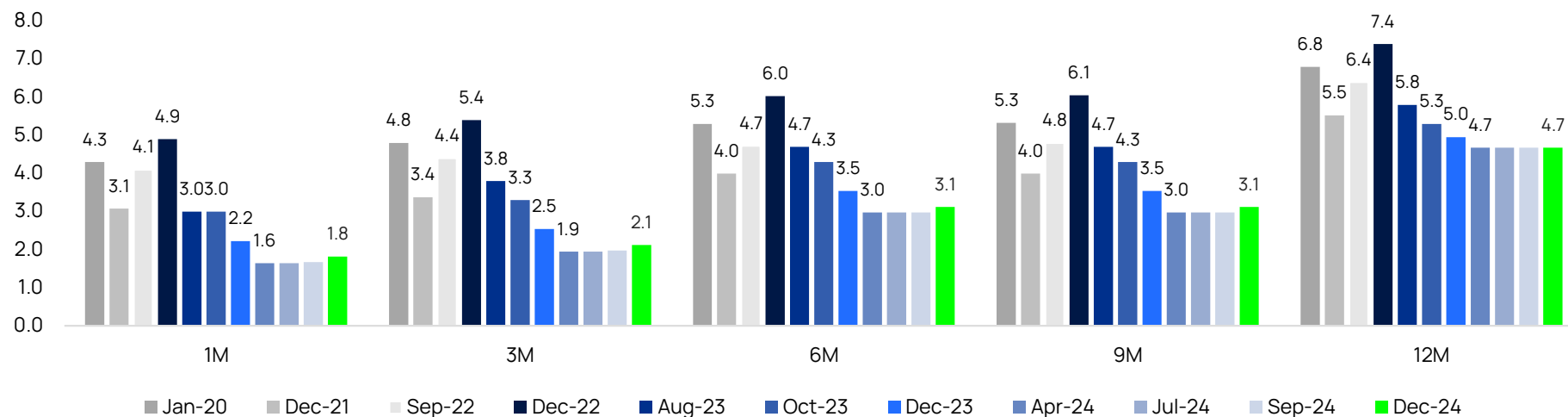


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

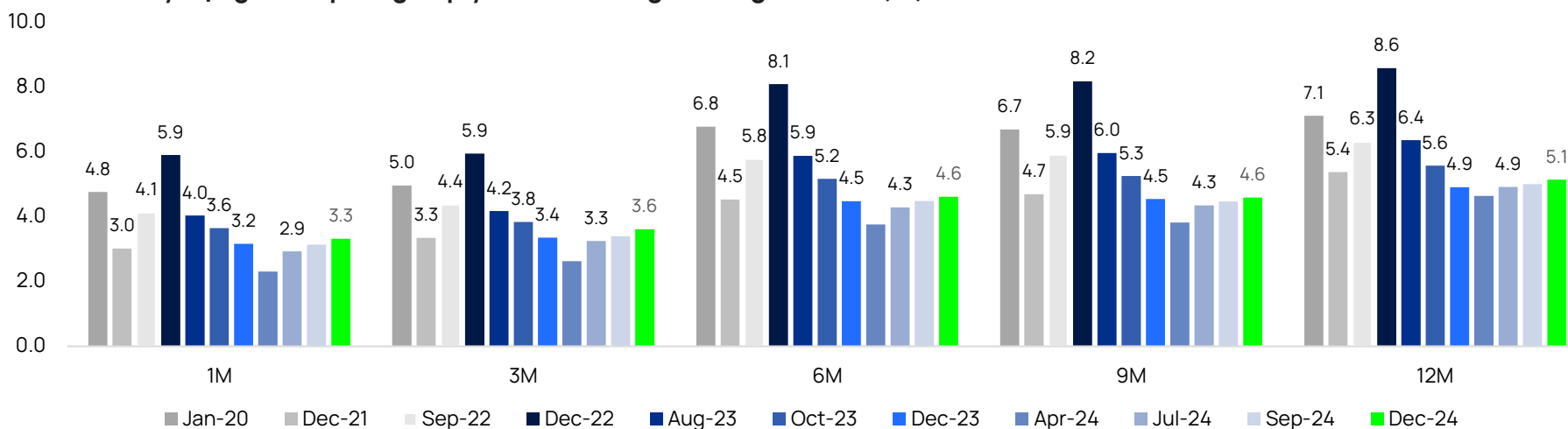
- Tỷ lệ CASA tổng của các ngân hàng chúng tôi theo dõi đã tăng YoY trong quý 3 (+1,6 điểm %) nhưng giảm nhẹ QoQ (-75 điểm cb) xuống 23,4%. Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA sẽ được cải thiện trong quý 4/2024, do các yếu tố mang tính mùa vụ như trong quý 4 năm trước.
- Chúng tôi dự đoán tỷ lệ CASA sẽ được cải thiện nhẹ vào năm 2025, được hỗ trợ bởi (i) môi trường lãi suất thấp kết hợp với hoạt động kinh tế cải thiện và (ii) những tiến bộ liên tục trong đổi mới kỹ thuật số.

Tăng trưởng tiền gửi

Lãi suất huy động bình quân gia quyền của các ngân hàng nhà nước (%)

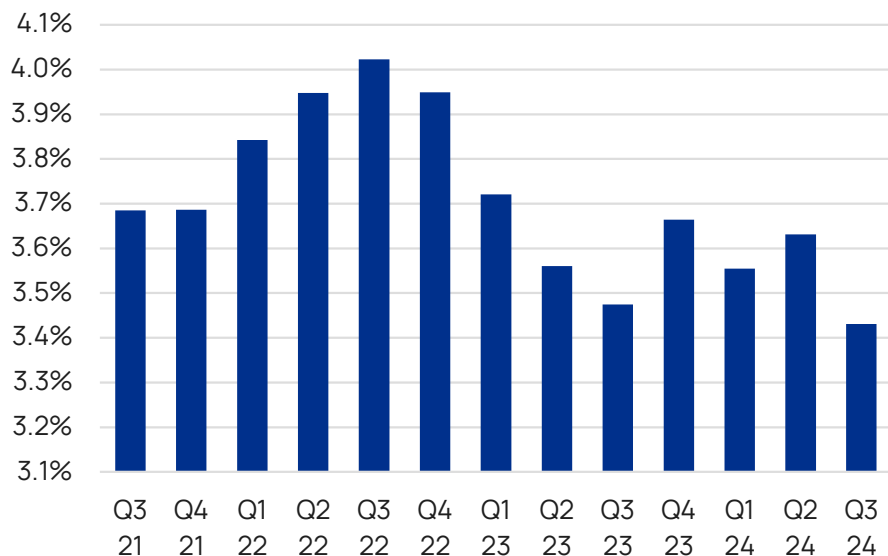


Lãi suất huy động bình quân gia quyền của các ngân hàng tư nhân (%)



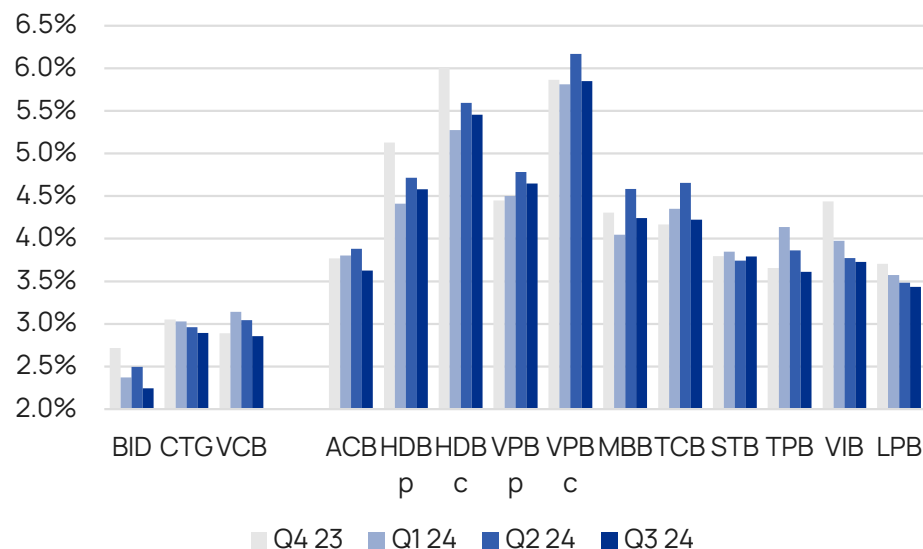
Tổng NIM trong 9T 2024 giảm so với cùng kỳ

Tổng NIM (QoQ)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

NIM từng ngân hàng (QoQ)

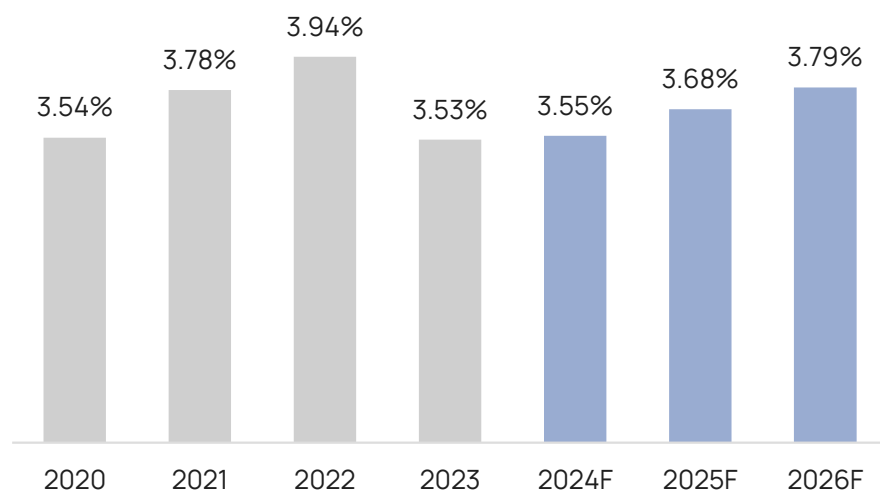


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap. ('c' biểu thị hợp nhất, 'p' biểu thị ngân hàng mẹ)

- Tổng NIM 9T 2024 giảm YoY xuống 3,40% (-14 điểm cơ bản YoY), do (1) lợi suất IEA giảm mạnh hơn so với chi phí vốn do cạnh tranh cho vay gay gắt và tỷ lệ nợ xấu liên tục ở mức cao, mặc dù tỷ lệ hình thành nợ xấu có cải thiện QoQ và (2) các mảng có lợi suất cao hơn tiến triển chậm. Chúng tôi nhận thấy NIM các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi tiếp tục giảm.

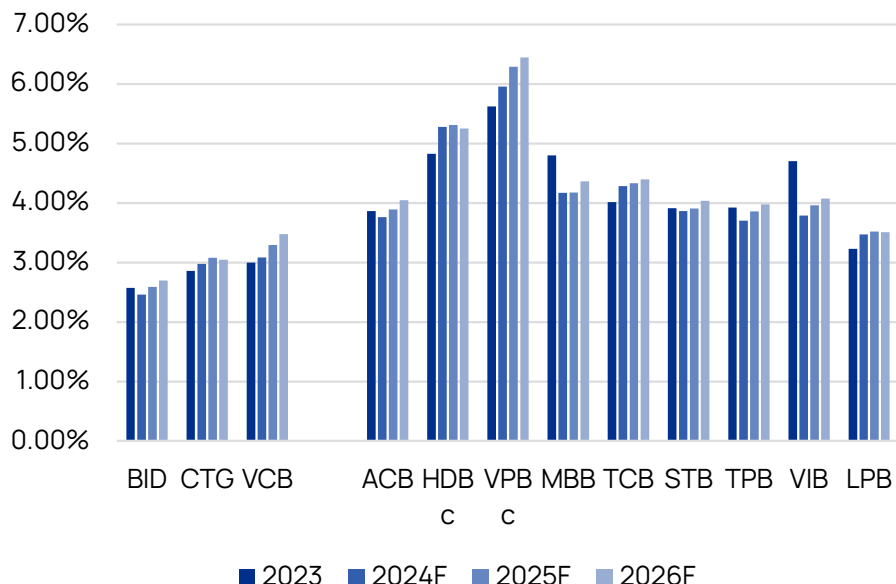
Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện kể từ quý 4/2024

Tổng NIM (YoY)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

NIM từng ngân hàng (YoY)

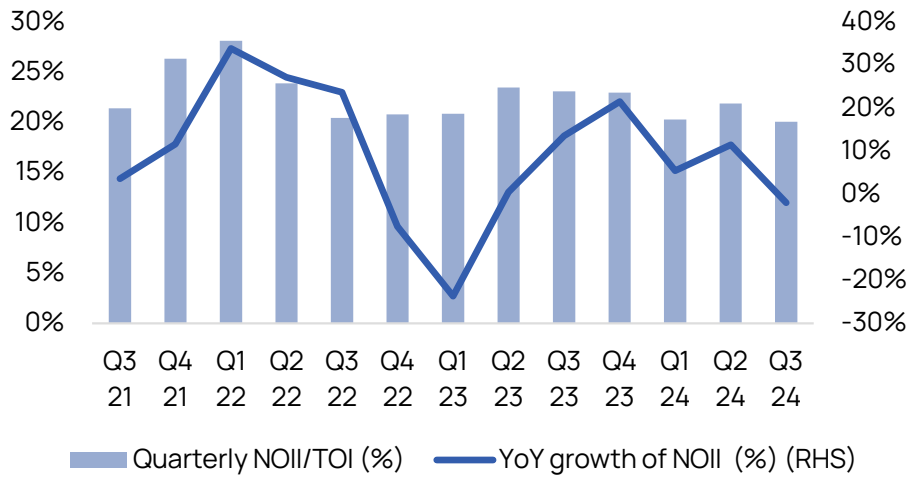


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

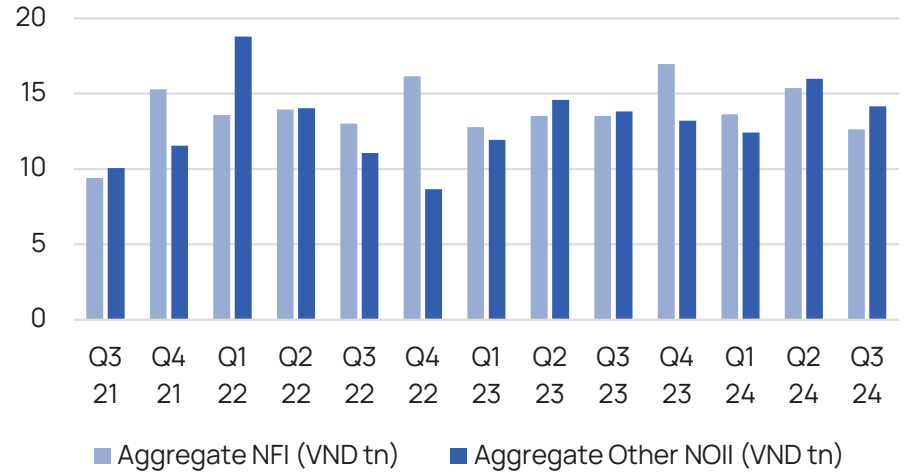
- Dự báo tổng NIM năm 2024 của chúng tôi thể hiện mức tăng QoQ dự kiến trong quý 4/2024, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng mạnh hơn và cho vay bán lẻ chịu ảnh hưởng một phần bởi các yếu tố có tính mùa vụ. Trong năm 2025, NIM dự kiến cải thiện, được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu tín dụng mạnh hơn từ mảng cho vay bán lẻ, (2) giảm các gói hỗ trợ cho khách hàng khi nền kinh tế phục hồi và (3) chất lượng tài sản cải thiện.
- Chúng tôi dự báo tổng NIM của các ngân hàng Nhà nước sẽ tăng 14 điểm cb YoY và NIM của các ngân hàng tư nhân sẽ tăng 10 điểm cb YoY trong năm 2025.

Thu nhập ngoài lãi (NOII)

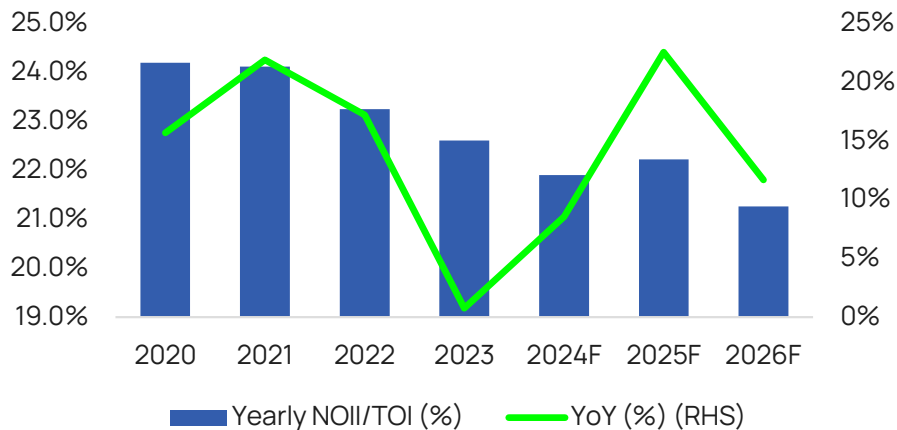
Tổng NOII/thu nhập từ HĐKD (TOI) và tăng trưởng NOII (QoQ)



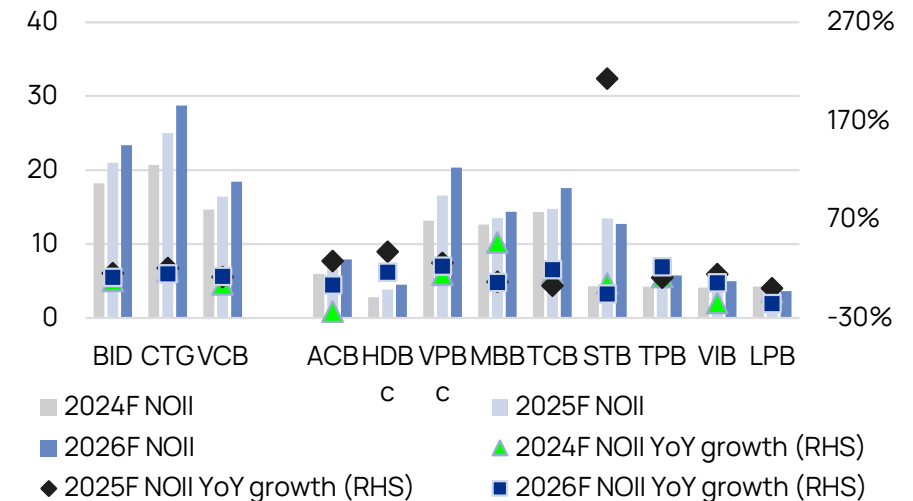
Cơ cấu NOII hàng quý



Tổng NOII/TOI và tăng trưởng NOII (YoY)

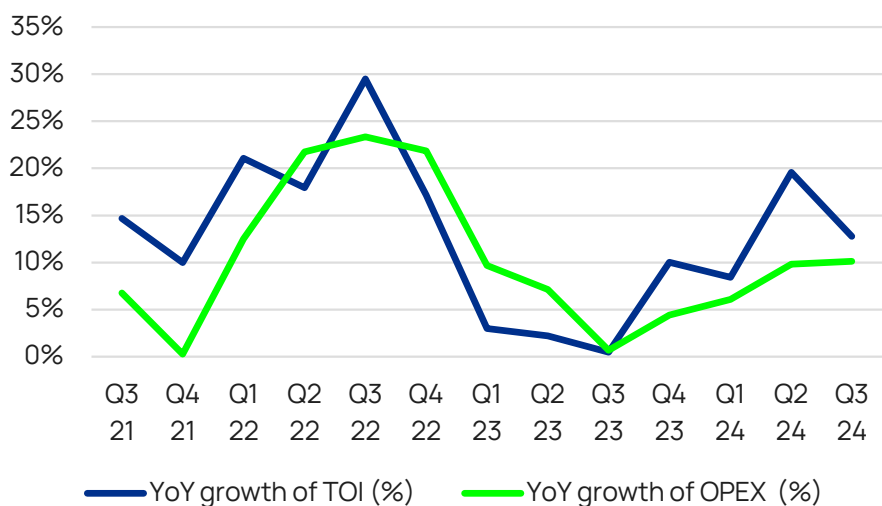


Cơ cấu NOII hàng năm (tỷ đồng)

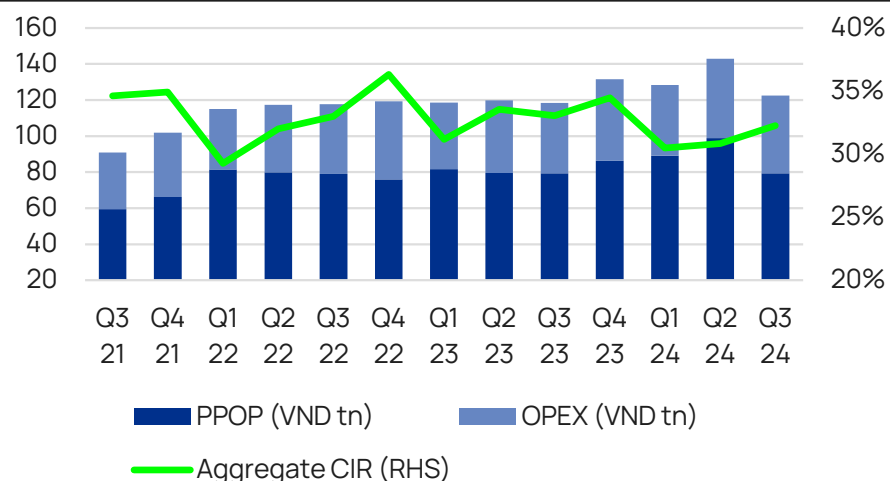


Chi phí hoạt động

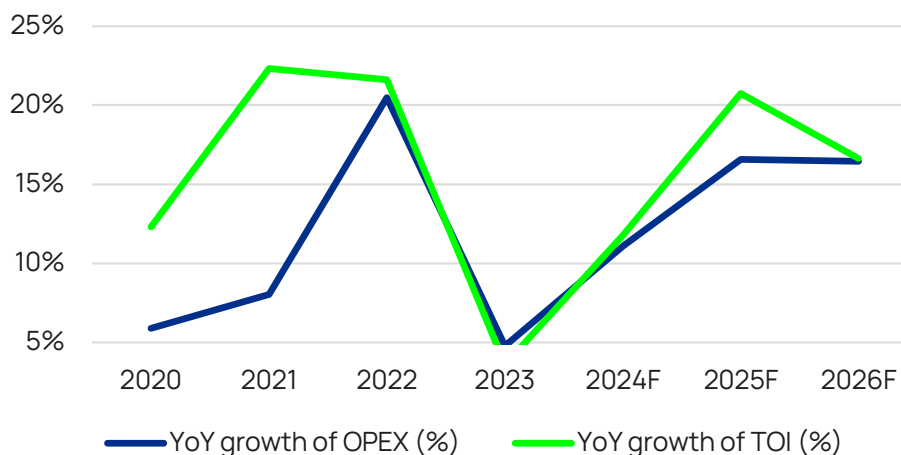
Tăng trưởng TOI và chi phí từ HĐKD (OPEX) (QoQ)



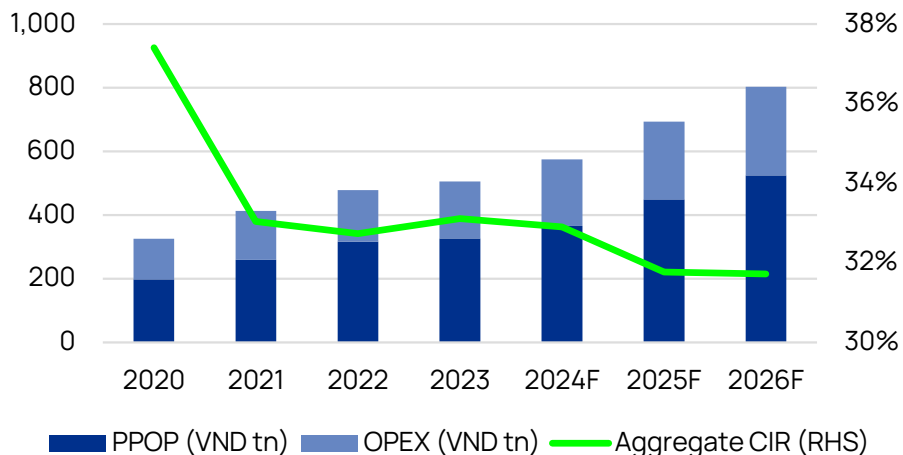
Tổng tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR), lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) & OPEX (QoQ)



Tăng trưởng TOI và OPEX (YoY)

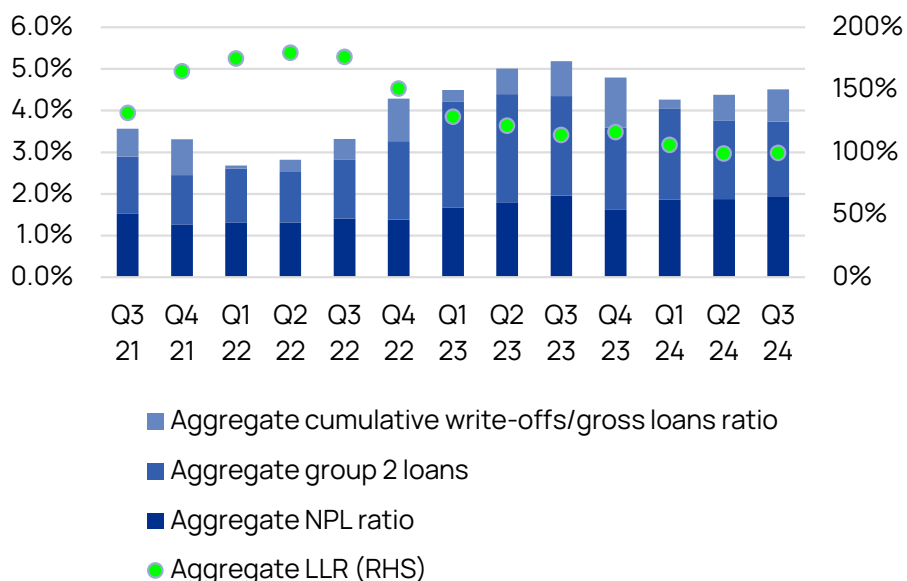


Tổng CIR, PPOP & OPEX (YoY)



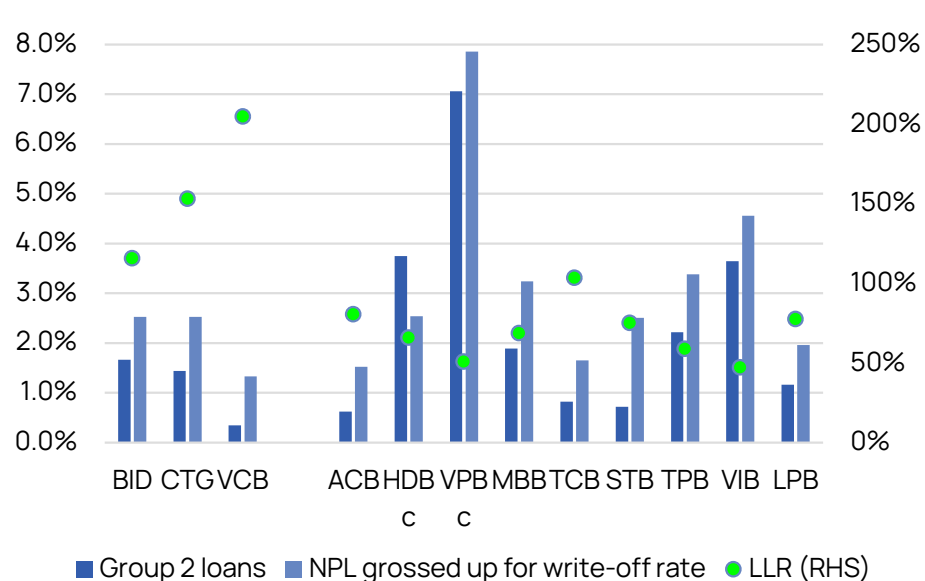
Chất lượng tài sản (1)

Chất lượng tài sản của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Chất lượng tài sản của các ngân hàng trong quý 3/2024

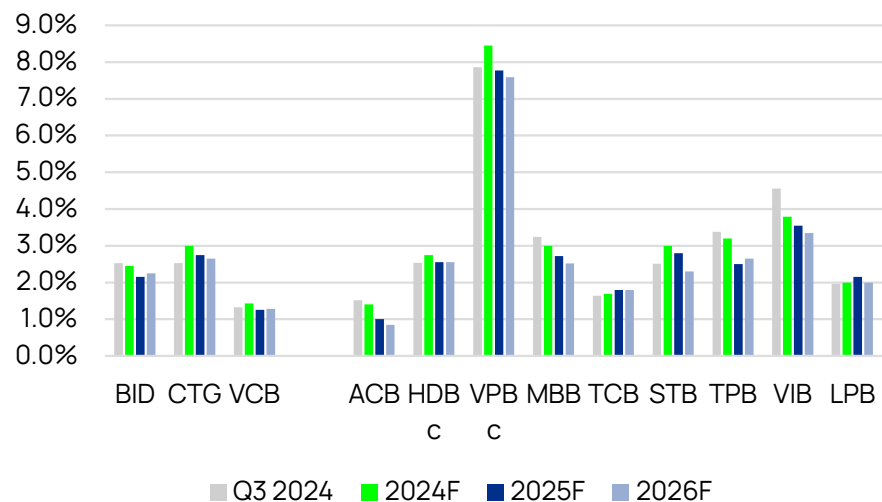


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

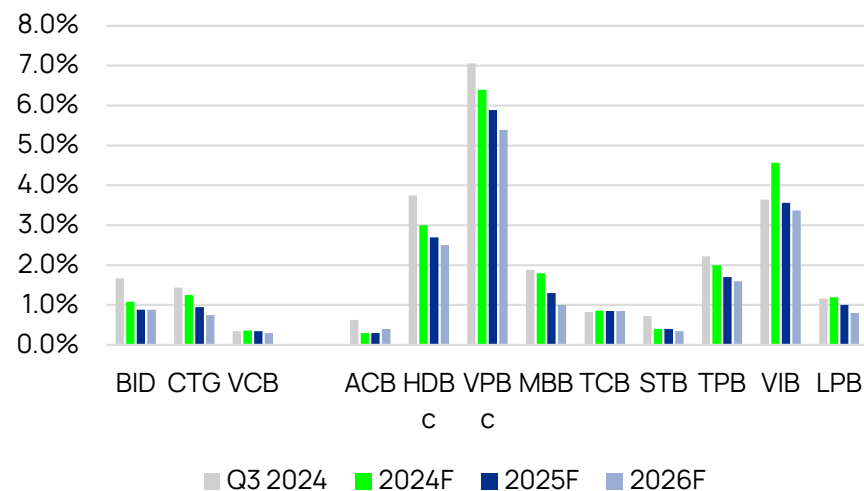
- Tổng tỷ lệ nợ xấu vẫn đi ngang QoQ trong quý 3/2024 trong bối cảnh tỷ lệ xử lý nợ xấu tăng. Tổng tỷ lệ nợ xấu trong quý 3/2024 vẫn ở mức 1,9%, đi ngang so với quý 1 và quý 2/2024. Tuy nhiên, tỷ lệ hình thành nợ xấu trong quý 3/2024 đã giảm và tỷ lệ nợ Nhóm 2 tiếp tục được cải thiện, giảm trong 2 quý liên tiếp (-10 điểm cb QoQ và -60 điểm cb YoY), cho thấy áp lực hình thành nợ xấu có khả năng giảm trong các quý tới.
- Tỷ lệ xử lý nợ trong 9T 2024 đạt 0,8% (ổn định YoY; so với 0,6% trong nửa đầu năm 2024). Tổng chi phí tín dụng hàng năm vẫn ở mức cao là 1,2% (-20 điểm cb QoQ), trong khi tổng tỷ lệ bao phủ nợ trong quý 3/2024 nhìn chung không thay đổi.

Chất lượng tài sản (2)

Nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng



Nợ nhóm 2



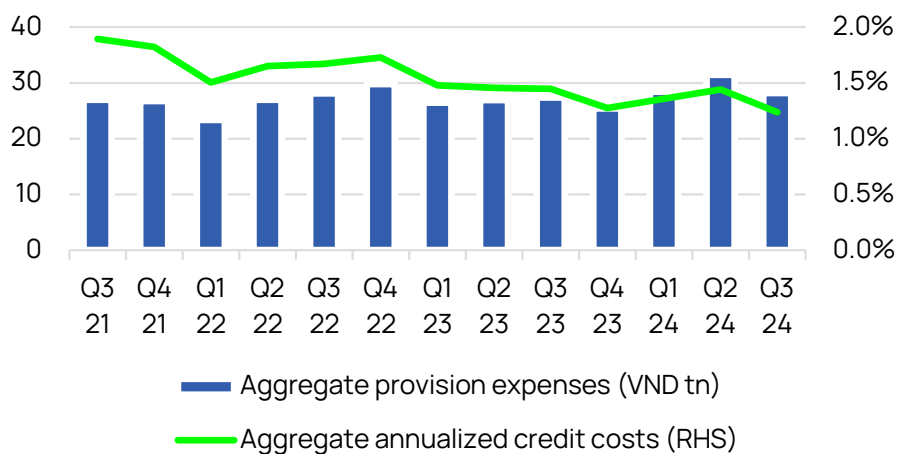
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

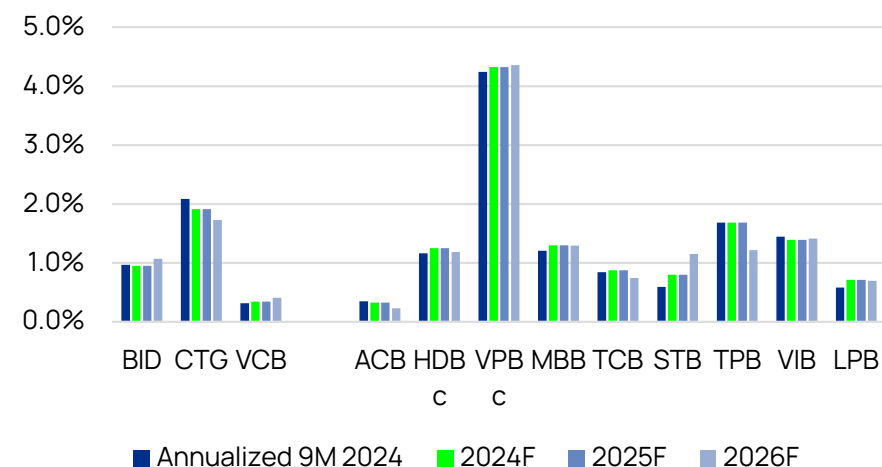
- Trong khi chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu cộng tỷ lệ nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng của hầu hết các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi sẽ tăng nhẹ trong quý 4/2024, chúng tôi tin rằng áp lực lên tỷ lệ hình thành nợ xấu sẽ giảm so với các quý trước. Tổng tỷ lệ nợ Nhóm 2 giữa các ngân hàng này đã giảm QoQ trong 2 quý liên tiếp, cho thấy tỷ lệ hình thành nợ xấu đã chậm lại.
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ được cải thiện vào năm 2025, được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp và nhu cầu tín dụng mạnh. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu cộng tỷ lệ nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng cùng nợ Nhóm 2 là 3,92% (-45 điểm cb YoY). Chúng tôi dự báo tỷ lệ xử lý nợ sẽ tăng cao khi các ngân hàng tiếp tục làm sạch bảng cân đối kế toán.

Chất lượng tài sản(3)

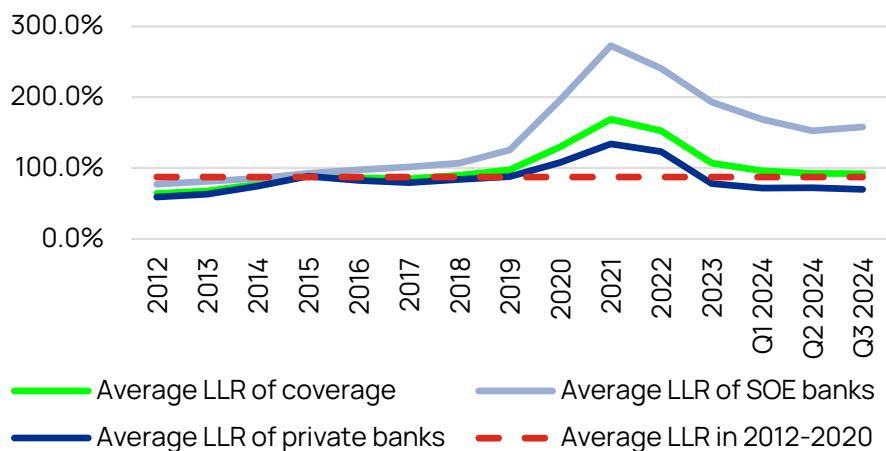
Tổng chi phí dự phòng (nghìn tỷ đồng) và chi phí tín dụng (%) theo quý



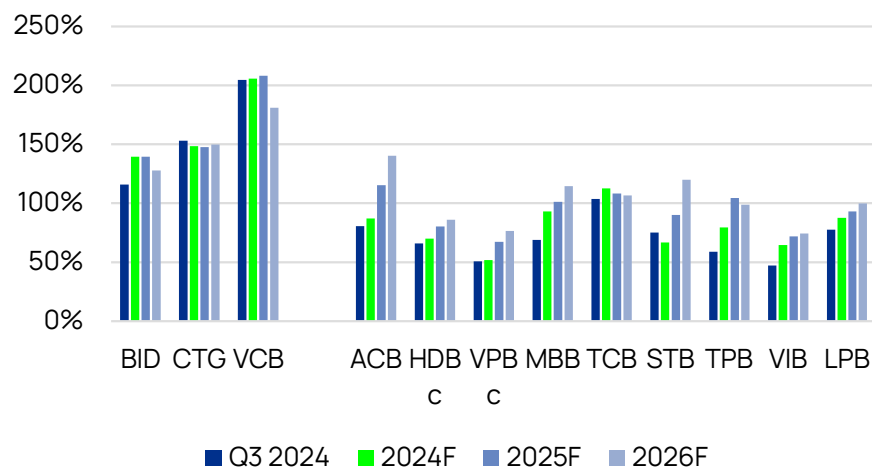
Chi phí tín dụng của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Tỷ lệ bao phủ nợ trung bình

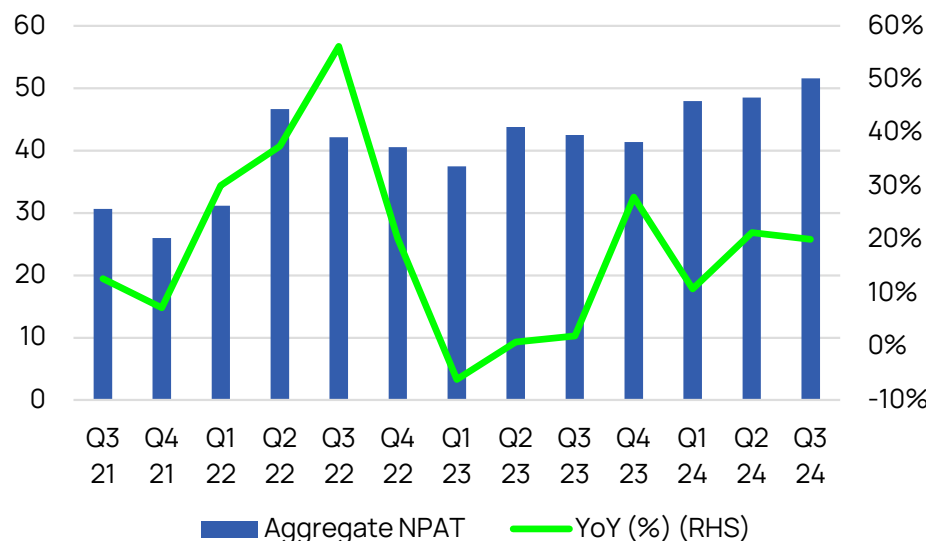


Tỷ lệ bao phủ nợ theo ngân hàng

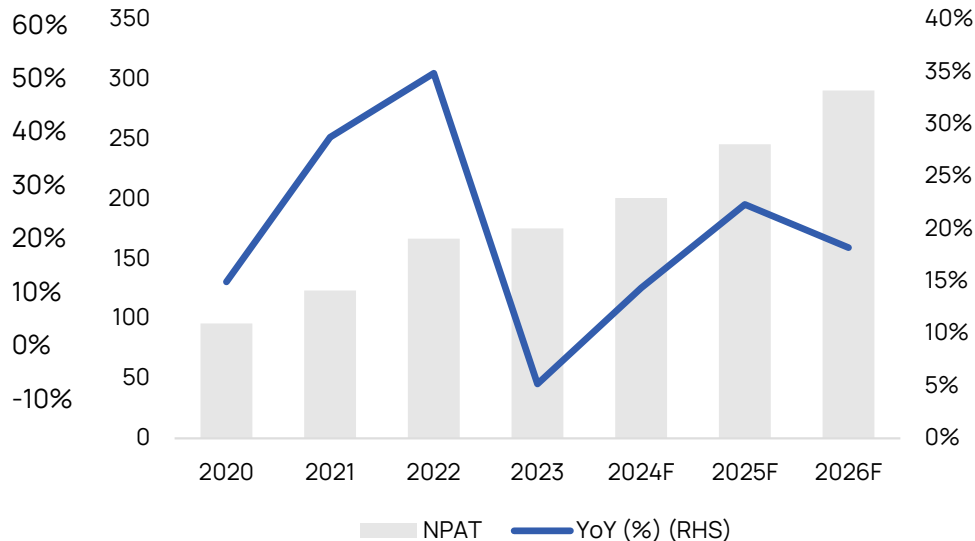


Lợi nhuận ròng

LNST theo quý (nghìn tỷ đồng)



LNST hàng năm (nghìn tỷ đồng)

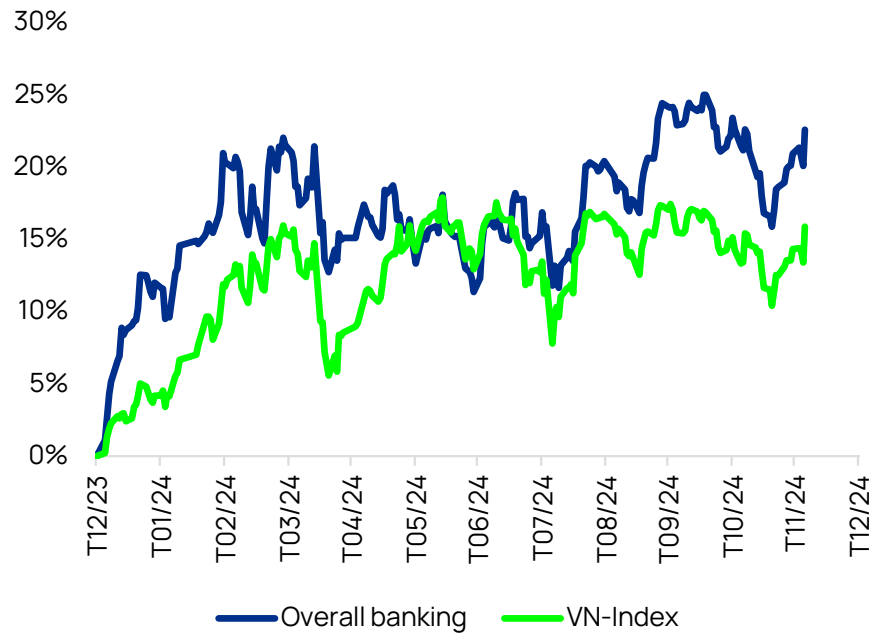


- Mức tăng 17,3% YoY trong LNST 9T 2024 cho thấy tín hiệu triển vọng lợi nhuận tích cực trong năm 2024 và chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận này sẽ tiếp diễn trong năm 2025. Chúng tôi dự báo tổng LNST trong năm 2024 của các ngân hàng chúng tôi theo dõi sẽ tăng 14,4% YoY, tương ứng mức tăng 4,1% QoQ và 7,9% YoY trong quý 4/2024, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh hơn và NIM cải thiện QoQ.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo LNST gộp tăng 22,3% YoY, được hỗ trợ bởi (1) tổng NII tăng 18,2% YoY, do NIM cải thiện và tăng trưởng tín dụng mạnh, và (2) NOI tăng 22,5% YoY, được dẫn dắt bởi phí bancassurance phục hồi dần từ mức cơ sở thấp vào năm 2024, thu nhập từ xử lý nợ cao hơn từ các khoản nợ xấu đã xử lý khi thị trường BĐS phục hồi và thu nhập từ việc bán nợ liên quan đến KCN Phong Phú của STB. Những khoản tăng này sẽ bị ảnh hưởng một phần bởi chi phí tín dụng cao hơn dự kiến, do tình trạng nợ xấu còn ở mức cao và hạ nhóm nợ khi Thông tư 06 (gia hạn Thông tư 02) hết hiệu lực.

Diễn biến giá cổ phiếu & Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

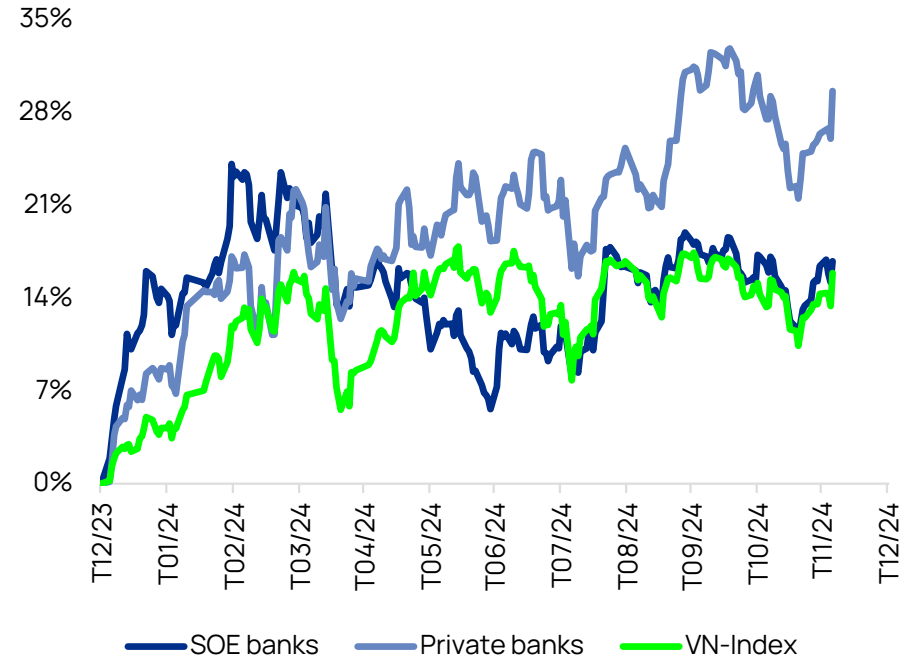
Diễn biến giá cổ phiếu ngành ngân hàng kể từ đầu năm

Diễn biến giá cổ phiếu kể từ đầu năm (1)



Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024 (Lưu ý: Ngân hàng nói chung đại diện cho tất cả các cổ phiếu ngân hàng Vietcap theo dõi và được tính theo vốn hóa thị trường)

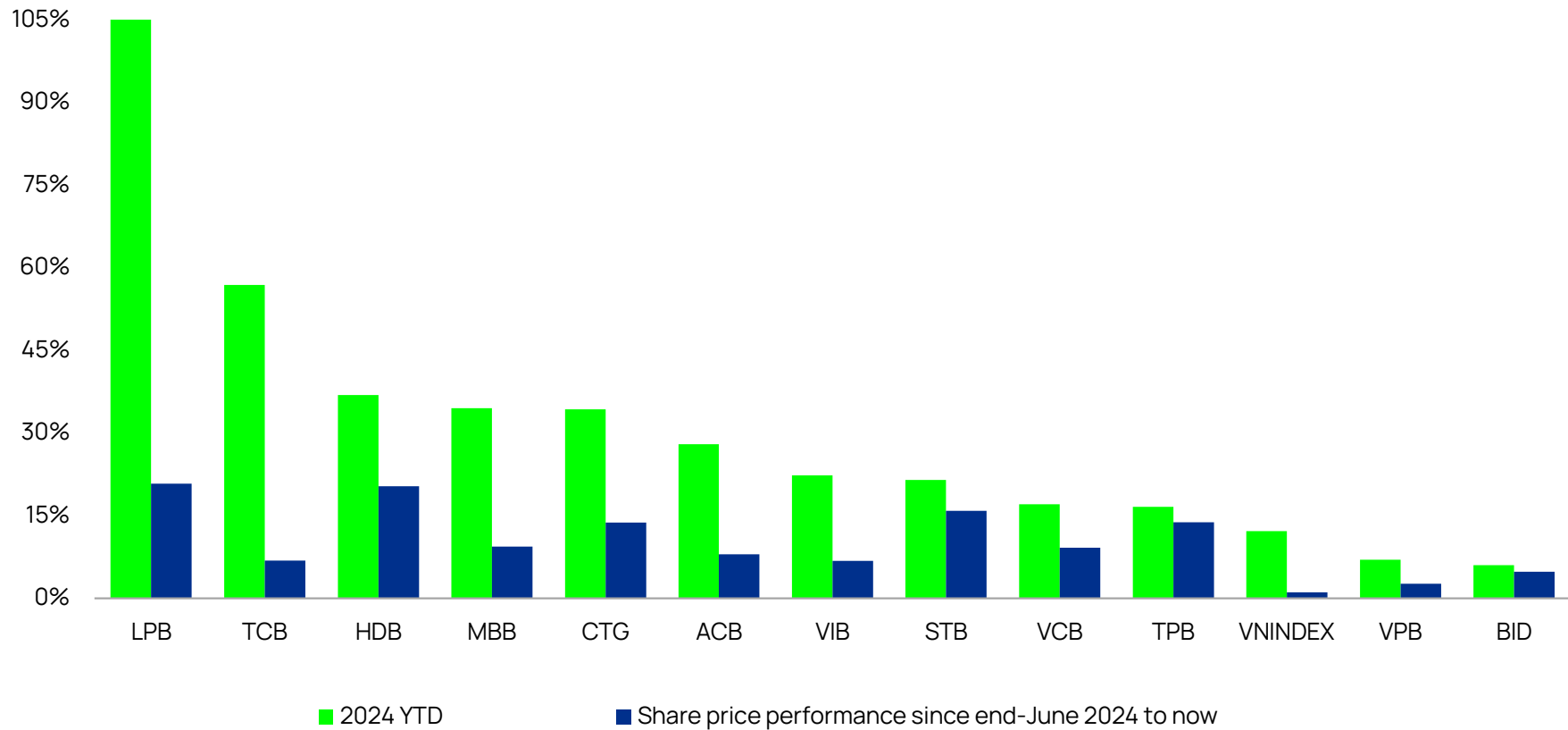
Diễn biến giá cổ phiếu kể từ đầu năm (2)



Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024 (Lưu ý: Ngân hàng nói chung đại diện cho tất cả các cổ phiếu ngân hàng Vietcap theo dõi và được tính theo vốn hóa thị trường)

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng năm 2024 kể từ đầu năm

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng kể từ đầu năm



Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024

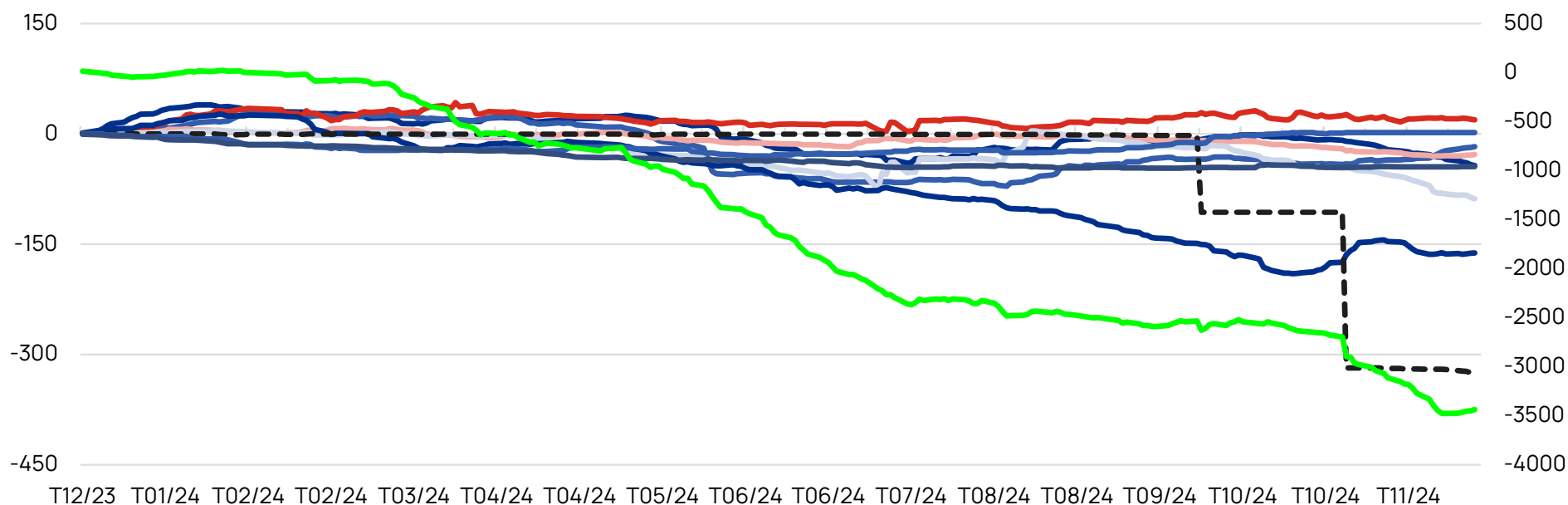
P/B trượt của các ngân hàng chúng tôi theo dõi

P/B trượt của các ngân hàng chúng tôi theo dõi (T12/2017 - T12/2024)



Nguồn: Vietcap, FinPro tính đến ngày 05/12/2024

Tổng giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài từ đầu năm

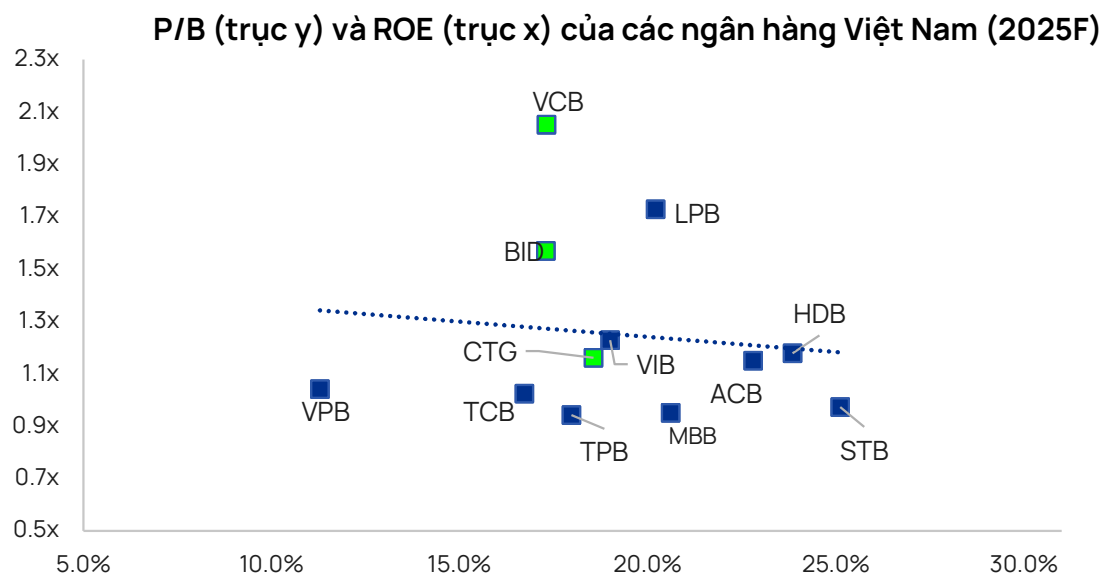


- VCB cumulative net value YTD (USD mn)
- STB cumulative net value YTD (USD mn)
- VIB cumulative net value YTD (USD mn)
- VNINDEX (RHS)
- CTG cumulative net value YTD (USD mn)
- HDB cumulative net value YTD (USD mn)
- TPB cumulative net value YTD (USD mn)
- BID cumulative net value YTD (USD mn)
- VPB cumulative net value YTD (USD mn)
- LPB cumulative net value YTD (USD mn)

Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024

Các CP lựa chọn hàng đầu

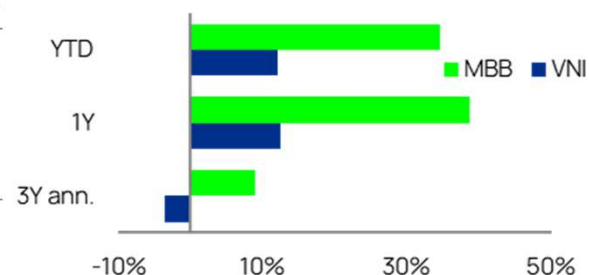
- Dựa trên tầm nhìn đầu tư 1 năm, các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là **MBB**, **VPB**, **STB**, và **ACB**. Đây là những cổ phiếu có tiềm năng mang lại mức lợi nhuận cao nhất theo dự báo giá mục tiêu cuối năm 2025 tính theo giá ngày 05/12/2024.
- **MBB** có NIM cao sau điều chỉnh chi phí tín dụng, tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, hệ sinh thái đa dạng, tỷ lệ CASA thuộc nhóm dẫn đầu với tiền gửi CASA ổn định từ các bên liên quan đến quân đội và các công ty con, và bộ đệm dự phòng mạnh mẽ. **VPB** có tỷ lệ an toàn vốn cao nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi và ngân hàng đang hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ tiêu dùng bán lẻ phục hồi. **STB** là một trong những thương hiệu ngân hàng tư nhân tốt nhất và có mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ có chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong 3 năm tới, do tăng đáng kể mảng thu nhập khác đến từ việc bán các tài sản tồn đọng.
- Đối với các nhà đầu tư ưu tiên lựa chọn phòng thủ nhưng vẫn muốn có mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định, chúng tôi khuyến nghị **ACB**. Ngân hàng có mức ROE ấn tượng trên 20%, nhờ chiến lược cho vay thận trọng, chi phí vốn cạnh tranh và là một thương hiệu ngân hàng vững chắc tại Miền Nam.



MBB - MUA, Giá mục tiêu 31.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (05/12)	24.550VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	32.393	38.117	44.290	53.250
Giá mục tiêu*	31.000VND	% YoY	5,3%	17,7%	16,2%	20,2%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	20.677	22.456	25.718	31.323
		% YoY	18,3%	8,6%	14,5%	21,8%
TL tăng	+26,3%	EPS	18,3%	7,8%	13,7%	21,8%
Lợi suất cổ tức	+2,0%	NIM	4,80%	4,17%	4,18%	4,37%
Tổng mức sinh lời	+28,3%	Tỷ lệ CASA	40,2%	37,4%	37,5%	37,7%
		Nợ xấu/cho vay	1,60%	1,90%	1,70%	1,50%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	1,00%	1,30%	1,30%	1,28%
GT vốn hóa	130 nghìn tỷ đồng	CIR	31,5%	29,5%	29,0%	28,5%
Room KN	0 đồng	P/B	1,4x	1,1x	1,0x	0,8x
GTGD/ngày (30n)	375 tỷ đồng	P/E	6,3x	5,8x	5,0x	4,1x
Cổ phần Nhà nước	9,4%	ROE	24,5%	21,8%	20,6%	20,8%
SL cổ phiếu lưu hành	5,287 tỷ	ROA	2,5%	2,2%	2,1%	2,2%
Pha loãng	5,287 tỷ					

* Cập nhật ngày 02/12/2024



Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1994, MBB là ngân hàng lớn thứ 4 trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng giá trị tài sản tính đến ngày 31/12/2023. Ngân hàng thực hiện IPO năm 2004 và niêm yết từ tháng 11/2011.

MBB có hệ sinh thái đa dạng nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. MBB có 6 công ty con, bao gồm công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, công ty tài chính tiêu dùng, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ & tài sản, giúp thúc đẩy cơ hội bán chéo sản phẩm. Ngoài ra, MBB cũng thành công trong việc đổi mới ứng dụng ngân hàng và thu hút khách hàng mới.

Chúng tôi tin rằng MBB có lợi thế cạnh tranh vững chắc về (1) chi phí huy động vốn, với tỷ lệ CASA hàng đầu và (2) triển vọng tăng trưởng tích cực từ mạng lưới các công ty con và đối tác chiến lược. Ngoài ra, chúng tôi giả định MBB sẽ nhận được hạn mức tín dụng cao hơn mức trung bình trong giai đoạn dự báo của chúng tôi do MBB tham gia vào chương trình hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém.

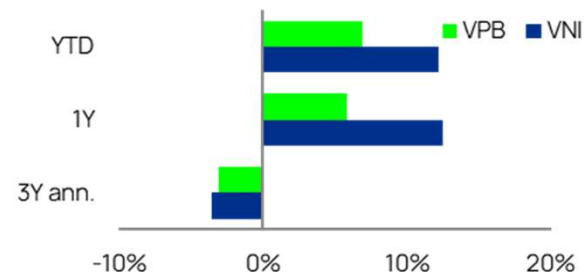
Chúng tôi duy trì kỳ vọng NIM sẽ cải thiện trong 2 năm tới. Bất chấp áp lực lên NIM từ (1) lãi suất tiền gửi bắt đầu tăng vào giữa năm 2024 và (2) lãi suất cho vay cạnh tranh, chúng tôi kỳ vọng NIM trong năm 2024 của MBB đạt 4,17% (tương đương NIM 9T) khi xét đến (1) khả năng duy trì tỷ lệ CASA cao của MBB, (2) giảm hình thành nợ xấu và (3) nhu cầu tín dụng mạnh hơn sẽ hỗ trợ lợi suất IEA. Vì chúng tôi dự kiến áp lực lên NIM tăng, chúng tôi dự báo NIM của MBB sẽ cải thiện từ mức cơ sở thấp hiện tại lên 4,37% vào năm 2026 (so với mức 4,41% trước đó).

Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu trong năm 2024 sẽ đạt mức đỉnh là 1,9% và cải thiện đạt 1,5% vào năm 2026. Chúng tôi tăng dự báo tỷ lệ nợ xấu năm 2024 từ 1,7% lên 1,9% do tỷ lệ nợ xấu quý 3/2024 cao hơn dự kiến là 2,23%, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi việc phân loại lại CIC. Theo MBB, tỷ lệ nợ xấu quý 3/2024 của ngân hàng mẹ trước khi phân loại CIC là 1,6%. MBB kỳ vọng sẽ kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới 2% và tăng cường bộ đệm dự phòng lên 100% (so với 69% tính đến quý 3/2024) kể từ năm 2024. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu của MBB có thể cải thiện trong 3 năm tới với mức tăng trưởng cho vay hàng đầu và tăng trưởng TOI mạnh sẽ tạo ra dư địa để xử lý nợ xấu. **MBB hiện đang giao dịch với P/B thấp hơn 18% so với mức trung vị P/B dự phóng 2025 của các ngân hàng khác là 1,2 lần với ROE dự phóng năm 2024 là 21% so với mức trung vị của một số ngân hàng khác là 19%, theo dự báo của chúng tôi.**

VPB - MUA, Giá mục tiêu 25.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (05/12)	19.500 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	35.832	47.085	56.972	68.737
Giá mục tiêu*	25.000 VND	% YoY	-18,0%	31,4%	21,0%	20,7%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	10.053	14.711	16.960	21.333
		% YoY	-44,7%	46,3%	15,3%	25,8%
TL tăng	+28,2%	EPS	-49,4%	34,8%	15,3%	25,8%
Lợi suất cổ tức	5,1%	NIM	5,62%	5,96%	6,29%	6,45%
Tổng mức sinh lời	+33,3%	Tỷ lệ CASA	17,4%	16,4%	17,4%	18,4%
		Nợ xấu/cho vay	5,01%	4,74%	4,24%	4,04%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	4,4%	4,3%	4,4%	4,2%
GT vốn hóa	155 nghìn tỷ đồng	CIR	28,0%	24,0%	25,0%	26,0%
Room KN	7,5 nghìn tỷ đồng	P/B	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	325 tỷ đồng	P/E	13,6x	10,1x	8,8x	7,0x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	8,3%	10,3%	11,3%	13,2%
SL cổ phiếu lưu hành	7,934 tỷ	ROA	1,4%	1,7%	1,7%	1,8%
Pha loãng	7,934 tỷ					

* Cập nhật ngày 02/12/2024



Tổng quan Ngân hàng

VPBank là một Ngân hàng thương mại tại Việt Nam với một công ty con thuộc sở hữu hoàn toàn – công ty quản lý tài sản VPBank AMC – và sở hữu 50% công ty tài chính tiêu dùng FE Credit (FEC). FEC đóng góp khoảng 11% vào tổng dư nợ cho vay hợp nhất vào năm 2023.

VPB là ngân hàng có nguồn vốn dồi dào nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Tính đến quý 3/2024, VPB có hệ số CAR cao nhất ngành ngân hàng ở mức 16% sau khi bán vốn cho cổ đông chiến lược Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) vào năm 2023.

VPB đang mở rộng hoạt động kinh doanh nhằm đa dạng hóa việc cung cấp các sản phẩm tài chính. VPB sở hữu công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất (FE Credit - FEC), công ty môi giới chứng khoán (VPBankS) và công ty bảo hiểm OPES (công ty bảo hiểm phi nhân thọ). Ngân hàng cũng có quan hệ đối tác bancassurance độc quyền với AIA Life Insurance tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng FEC có thể hòa vốn vào năm 2024 và bắt đầu đóng góp lợi nhuận đáng kể cho ngân hàng từ năm 2025 với sự hỗ trợ tích cực từ SMBC trong quá trình tái cơ cấu.

Dự kiến tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-2026, được thúc đẩy bởi (1) NIM cải thiện và tín dụng tăng trưởng mạnh, (2) NOII phục hồi và đặc biệt là thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý và (3) đóng góp cao hơn từ FEC. Chúng tôi ước tính FEC đã nhận được hơn 300 tỷ đồng lợi nhuận trong quý 3/2024 sau khi hòa vốn vào quý 2/2024. Giải ngân 9T 2024 tăng 42% YoY và tỷ lệ nợ xấu đã giảm đáng kể xuống 17%. Chúng tôi dự báo LNTT của FEC trong năm 2024 là 131 tỷ đồng (so với LNTT năm 2023 là ~3 nghìn tỷ đồng).

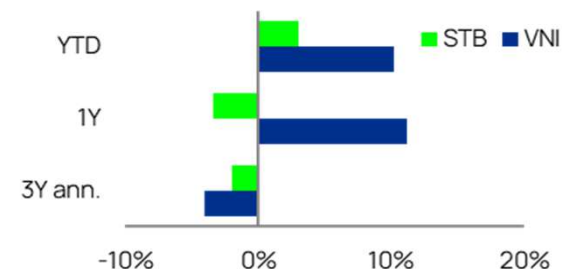
Dự kiến TOI mạnh sẽ bù đắp cho áp lực trích lập dự phòng. Tính theo hàng quý, cả tỷ lệ nợ xấu và nợ Nhóm 2 đều giảm trong quý 3/2024 (chủ yếu do FEC thúc đẩy). Thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý trong 9T tăng 90% YoY (50% trong đó được tạo ra trong quý 3). Chúng tôi cho rằng cơ sở vốn vững mạnh của VPB (CAR quý 3/2024 là 15,7%), NIM cao và sự hợp lực tốt giữa các công ty con (FEC và VPBank Securities) và các đối tác sẽ giúp VPB đối mặt với những thách thức trong quản lý rủi ro. Ngoài ra, với sự hỗ trợ của SMBC trong việc huy động vốn, phát triển khách hàng mới (khách hàng FDI) và cải thiện quản lý rủi ro, VPB có thể nắm bắt các cơ hội tăng trưởng tốt.

Rủi ro: NIM thấp hơn dự kiến, không kiểm soát được chi phí tín dụng.

STB - MUA, Giá mục tiêu 43.700 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (02/12)	33.300 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	3.282	14.659	25.840	28.601
Giá mục tiêu*	43.700 VND	% YoY	-12,7%	10,4%	76,3%	10,7%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	7.718	8.208	14.894	16.818
		% YoY	53,1%	6,4%	81,4%	12,9%
TL tăng	+31,2%	EPS	64,9%	-1,2%	81,4%	12,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	NIM	3,91%	3,86%	3,91%	4,04%
Tổng mức sinh lời	+31,2%	Tỷ lệ CASA	18,6%	19,0%	20,0%	20,5%
		Nợ xấu/cho vay	2,28%	2,50%	2,00%	1,60%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,76%	0,80%	1,16%	1,06%
GT vốn hóa	62,5 nghìn tỷ đồng	CIR	49,3%	50,9%	41,0%	41,5%
Room KN	4,1 nghìn tỷ đồng	P/B	1,4x	1,2x	1,0x	0,8x
GTGD/ngày (30n)	425 tỷ đồng	P/E	8,7x	8,8x	4,9x	4,3x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	18,3%	16,7%	25,1%	23,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,885 tỷ	ROA	1,2%	1,1%	1,8%	1,8%
Pha loãng	1,885 tỷ					

* Cập nhật ngày 02/12/2024



Tổng quan Ngân hàng

STB được thành lập năm 1991, thực hiện IPO năm 1996 và niêm yết cổ phiếu năm 2006. Tính đến ngày 31/12/2022, STB là ngân hàng lớn thứ năm trong số 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng dư nợ cho vay. Vào tháng 10/2015, STB sáp nhập NH Phương Nam và NHNN nắm giữ 51% cổ phần biểu quyết tại STB.

STB sở hữu một trong những hệ thống mạng lưới lớn nhất tại Việt Nam. Tính đến cuối năm 2023, STB sở hữu 552 chi nhánh và phòng giao dịch và là ngân hàng tư nhân lớn thứ hai về mạng lưới trong danh mục các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi. Ngân hàng tập trung vào miền Nam, và tập trung nhiều vào phân khúc bán lẻ và SME.

Theo chúng tôi, **HĐKD ngân hàng cốt lõi vững chắc là một trong những tiêu chí góp phần vào sự thành công của Đề án tái cơ cấu STB.** Trong bảy năm qua, mục tiêu chính của ngân hàng là xử lý tài sản tồn đọng liên quan đến việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015 thông qua việc bán tài sản thế chấp và/hoặc trích lập dự phòng. Chúng tôi đã nhận thấy những diễn biến tích cực trong việc giải quyết các khoản nợ tồn đọng, điều này củng cố niềm tin của chúng tôi vào câu chuyện tái cơ cấu ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn thành việc tắt toán số dư VAMC vào năm 2024, điều này sẽ mở ra tiềm năng tăng trưởng hơn nữa và chuyển trọng tâm sang tăng cường HĐKD cốt lõi của ngân hàng.

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận đáng kể từ việc bán tài sản tồn đọng sẽ hỗ trợ hệ số CAR của STB, tạo điều kiện tăng trưởng tín dụng cao hơn. Hiện tại, STB đã bán thành công khoản nợ liên quan đến Phong Phú và chúng tôi kỳ vọng kế hoạch bán khoản 32,5% cổ phần làm tài sản thế chấp tại VAMC sẽ được NHNN hoàn tất vào năm 2025. Sau khi nhận được toàn bộ khoản thanh toán của Phong Phú vào năm 2025, chúng tôi ước tính lợi nhuận của STB có thể tăng 81,4% YoY và hệ số CAR của STB dự kiến đạt khoảng 11%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn và mở rộng thị phần cho vay.

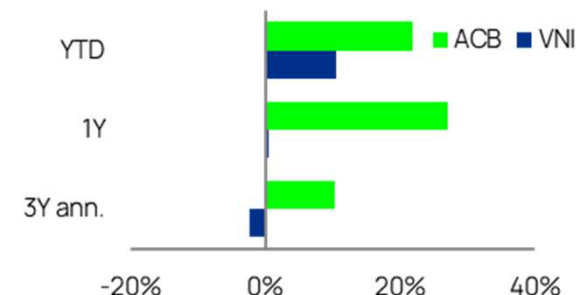
STB hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2024 là 1,0 lần so với mức trung vị P/B dự phóng năm 2024 của các ngân hàng khác là 1,2 lần với ROE dự phóng 2025 cao hơn mức trung vị của một số ngân hàng khác.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Nợ xấu cao hơn dự kiến; STB không bán được tài sản đảm bảo lớn

ACB - MUA, Giá mục tiêu 33.4000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (02/12)	25.200 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	21.871	22.995	27.611	31.577
Giá mục tiêu*	33.400 VND	% YoY	27,3%	5,1%	20,1%	14,4%
		LNST-CBTS (tỷ đồng)	16.044	16.881	20.875	23.865
		% YoY	17,2%	5,2%	23,7%	14,3%
TL tăng	+32,5%	EPS	17,4%	4,8%	23,7%	14,3%
Lợi suất cổ tức	4,0%	NIM	3,87%	3,76%	3,89%	4,05%
Tổng mức sinh lời	+36.5%	Tỷ lệ CASA	22,0%	22,9%	24,8%	25,7%
		Nợ xấu/cho vay	1,21%	1,20%	0,90%	0,70%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,37%	0,33%	0,23%	0,23%
GT vốn hóa	112,5 nghìn tỷ đồng	CIR	33,2%	33,2%	33,2%	33,9%
Room KN	0 đồng	P/B	1,6x	1,4x	1,1x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	217,5 tỷ đồng	P/E	7,1x	6,8x	5,5x	4,8x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	24,8%	21,9%	22,8%	21,8%
SL cổ phiếu lưu hành	4,467 tỷ	ROA	2,42%	2,18%	2,35%	2,35%
Pha loãng	4,467 tỷ					

* Cập nhật ngày 02/12/2024



Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1993, ACB là ngân hàng lớn thứ bảy trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi tính theo tổng tài sản tại thời điểm ngày 31/12/2023. ACB niêm yết vào tháng 11/2006 tại sàn HNX và chuyển sang sàn HOSE vào tháng 12/2020.

Ngân hàng với chiến lược thận trọng và dư nợ cho vay đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro trong điều kiện bất lợi. ACB là ngân hàng tập trung vào cho vay bán lẻ trong danh mục theo dõi của chúng tôi với hơn 90% dư nợ cho vay là khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ. ACB không đầu tư TPDN và chỉ có 1,1% dư nợ cho vay liên quan đến các công ty phát triển BĐS trong quý 3/2024. Do đó, ACB là một trong những ngân hàng có dư nợ cho vay có chất lượng tốt nhất trong số các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam.

ACB mở rộng thị phần cho vay nhờ lợi thế là một trong những ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất trong số các ngân hàng tư nhân. Chúng tôi cho rằng (1) lượng khách hàng trung thành và (2) phạm vi phủ sóng rộng khắp của các phòng giao dịch tại khu vực phía Nam đã hỗ trợ ACB huy động nguồn vốn với chi phí tương đối thấp từ khách hàng bán lẻ. ACB có thể tận dụng chi phí vốn thấp để đạt mức tăng trưởng tín dụng cao là 13,9% trong 9T 2024 trong khi nhu cầu tín dụng của khách hàng bán lẻ vẫn ở mức thấp và tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống chỉ đạt 9,0% trong cùng kỳ.

ACB vượt trội ở mảng bancassurance, bắt chước (1) quy định chặt chẽ hơn của Chính phủ về việc bán bảo hiểm thông qua ngân hàng và (2) các trường hợp bán bancassurance sai mục đích của một số ngân hàng ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý của khách hàng bán lẻ. Trong năm 2023, ACB đứng đầu về doanh số APE tích lũy, cho thấy hoạt động bancassurance của ngân hàng có hiệu quả. Ngoài ra, trong 3 năm qua, ACB liên tục nằm trong top 4 ngân hàng về doanh số phí bảo hiểm hàng năm tương đương (APE) mới.

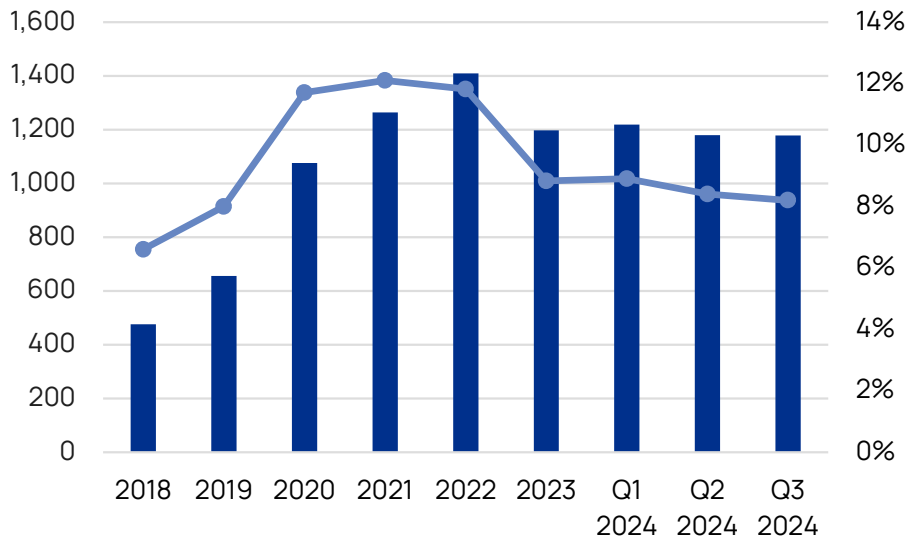
Chúng tôi tin rằng định giá của ACB là hấp dẫn khi xét đến rủi ro vận hành tương đối thấp và ROE cao. P/B dự phóng năm 2025 của ACB là 1,1 lần so với mức trung vị của các ngân hàng khác là 1,1 lần. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng ROE của ACB trong năm 2025 đạt 22,8% so với mức trung vị của các ngân hàng khác là 18,6%.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ CASA thấp hơn so với dự kiến của chúng tôi; (2) bancassurance kém khả quan; (3) tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến.

Thị trường Trái phiếu doanh nghiệp

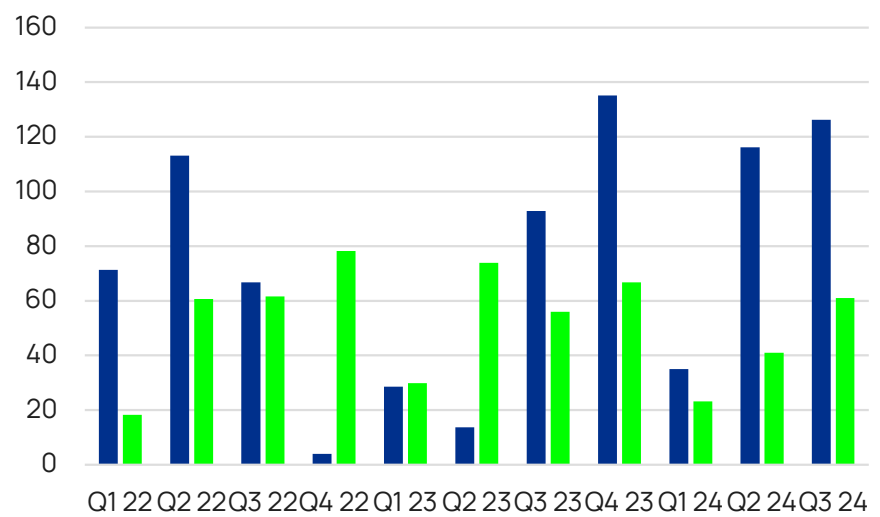
Lượng phát hành mới trong 9T 2024

(Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) lưu hành (nghìn tỷ đồng))



■ Corporate bonds outstanding — Corporate bonds/ Credit balance

Trái phiếu phát hành và mua lại, quý (nghìn tỷ đồng)



■ Total value issued ■ Total value redeemed

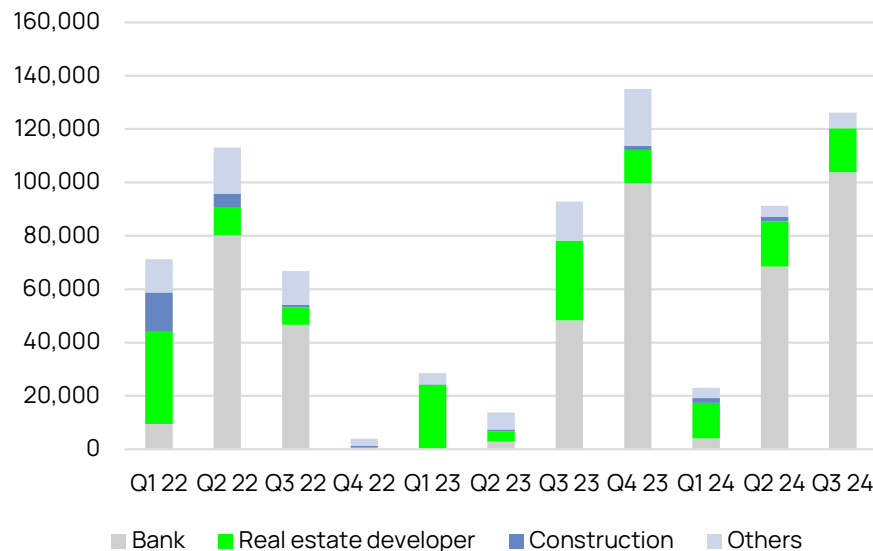
Nguồn: Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), TCTK, NHNN, ước tính của Vietcap

Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

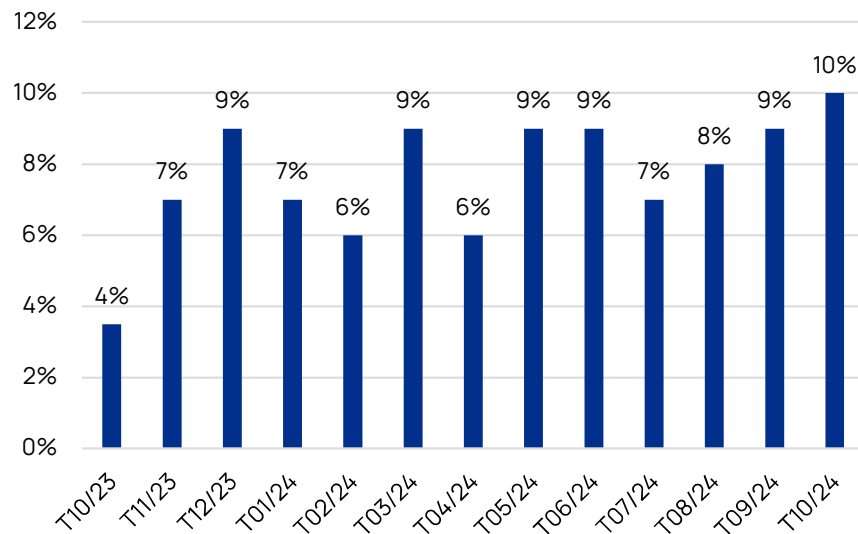
- Trong 9T 2024, lượng phát hành mới đạt 277 nghìn tỷ đồng (+47% YoY), vượt tổng giá trị phát hành của năm 2023. Ngoài ra, giá trị trái phiếu được mua lại trước hạn trong 9T 2024 giảm xuống còn 125 nghìn tỷ đồng (-22% YoY).
- Trái phiếu ngân hàng chiếm 82% tổng lượng phát hành với 177 nghìn tỷ đồng (+244% YoY), do các ngân hàng tìm cách tăng cường vốn dài hạn trong bối cảnh lãi suất thấp để cho vay trung và dài hạn. Ngoài ra, trái phiếu bất động sản chiếm khoảng 13% lượng phát hành, với các chủ đầu tư lớn như VHM, NLG và PDR đóng góp phần lớn vào khối lượng phát hành trong giai đoạn này.

Thanh khoản trên thị trường TPDN đã được cải thiện so với các quý trước trong năm 2024

Trái phiếu phát hành theo ngành (nghìn tỷ đồng)



Tỷ lệ TPDN được giao dịch hàng tháng/tổng dư nợ TPDN



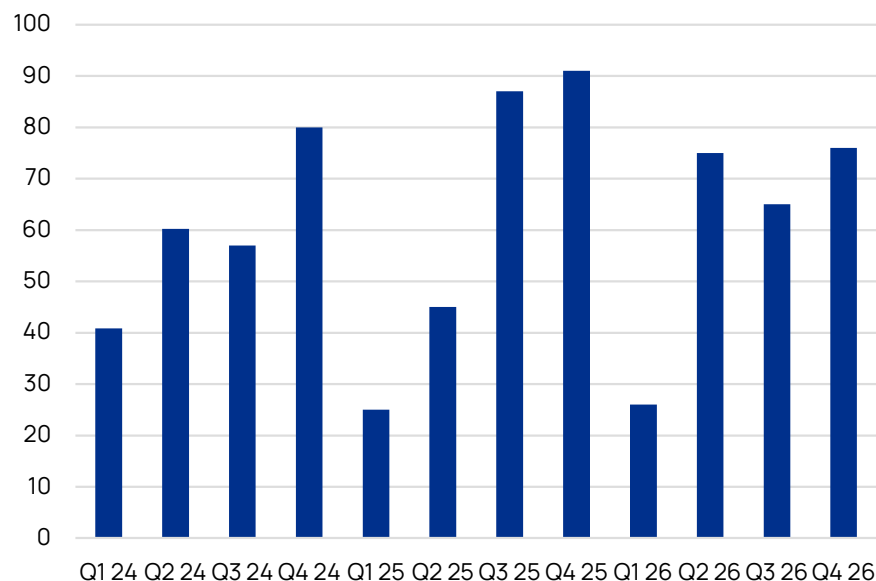
Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

Nguồn: VIS Rating, Vietcap tổng hợp

- Vào tháng 10/2024 giá trị giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp đạt khoảng 10% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành - mức cao nhất trong năm qua. Chúng tôi dự báo xu hướng tích cực này sẽ tiếp tục, nhờ (1) việc tiếp tục nâng cấp nền tảng giao dịch trái phiếu của HNX, với nhiều trái phiếu được niêm yết hơn, (2) tăng cường minh bạch từ các tổ chức phát hành trái phiếu, (3) triển vọng tăng trưởng kinh tế thuận lợi cho năm 2025, (4) môi trường lãi suất thấp và (5) sự tham gia nhiều hơn của khối ngoại do chúng tôi dự báo Luật Chứng khoán sửa đổi sẽ được thông qua vào cuối năm 2024, phân loại nhà đầu tư nước ngoài là nhà đầu tư chuyên nghiệp, điều này có thể sẽ thúc đẩy hơn nữa sự tham gia của nhóm nhà đầu tư này vào thị trường TPDN.

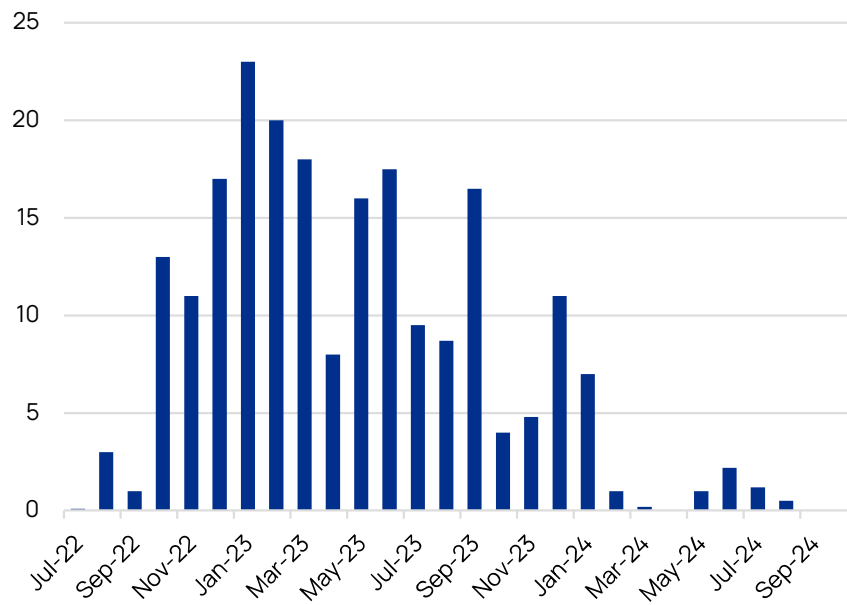
Giá trị trái phiếu đáo hạn trong giai đoạn 2025-2026 tương đương giai đoạn 2023-2024.

Dư nợ TPDN sắp đáo hạn trong giai đoạn 2024-2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, Vietcap

Giá trị trái phiếu bị chậm thanh toán lãi/gốc mới phát sinh hàng tháng (nghìn tỷ đồng)

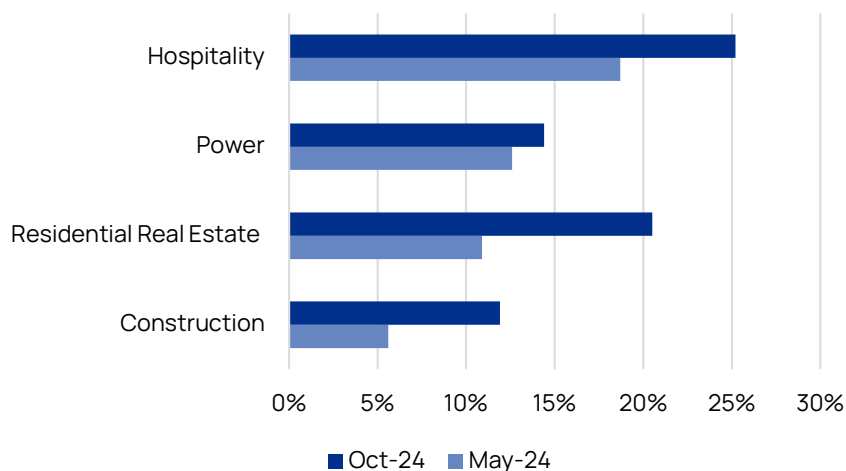


Nguồn: VBMA, HNX, Vietcap tổng hợp

- Dữ liệu của chúng tôi cho thấy khoảng 250 nghìn tỷ đồng TPDN sẽ đáo hạn vào năm 2025, tương đương với giá trị đáo hạn trong giai đoạn 2023-2024, với gần một nửa số TPDN này liên quan đến ngành bất động sản. Với việc thị trường bất động sản đang dần phục hồi và tâm lý người mua nhà được cải thiện, chúng tôi tin rằng tình hình tài chính của các công ty bất động sản cũng sẽ được cải thiện theo. Ngoài ra, tỷ lệ trái phiếu chậm thanh toán thấp trong 10T 2024 và nhiều tổ chức phát hành chậm thanh toán đã bắt đầu trả gốc cho nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi dự báo rủi ro vỡ nợ trái phiếu sẽ giảm vào năm 2025, chủ yếu là rủi ro cá thể và tác động mang tính hệ thống, nếu có, chỉ ở mức tối thiểu.

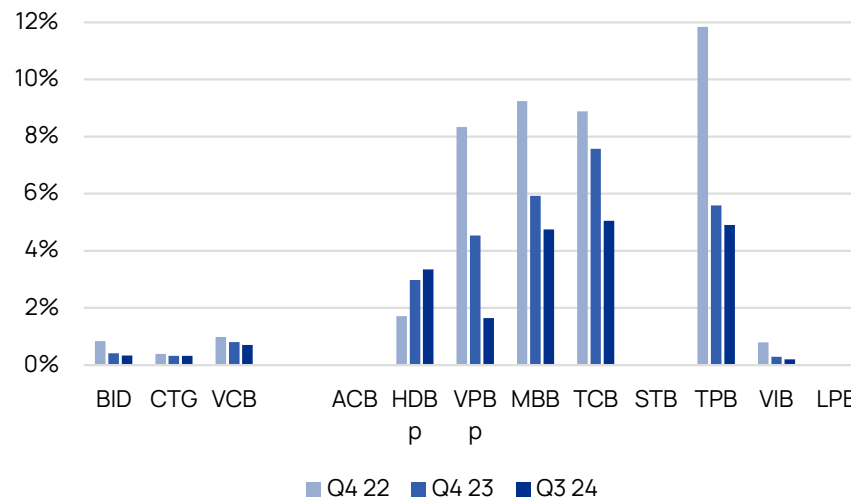
Các ngân hàng tiếp tục giảm tỷ trọng nắm giữ TPDN tính đến quý 3/2024.

Tỷ lệ thu hồi của trái phiếu vỡ nợ theo ngành



Nguồn: VIS Rating, Vietcap compilation

Tỷ lệ TPDN trên tổng dư nợ tín dụng của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi

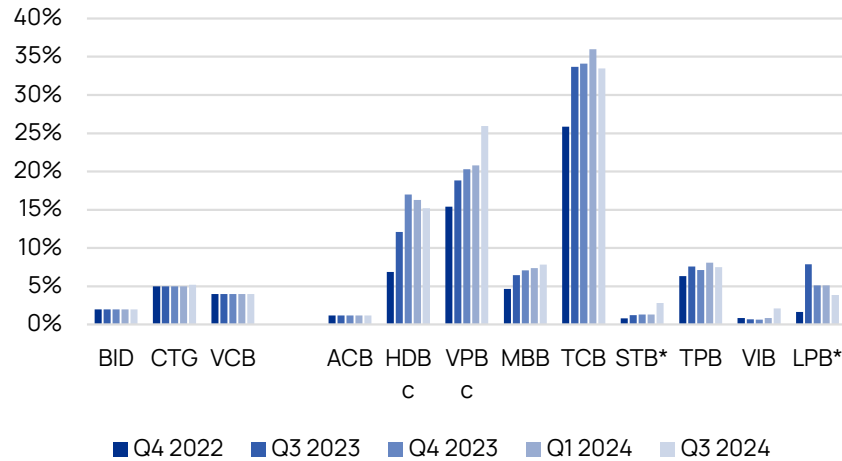


Nguồn: Company data, Vietcap ('c' denotes consolidated)

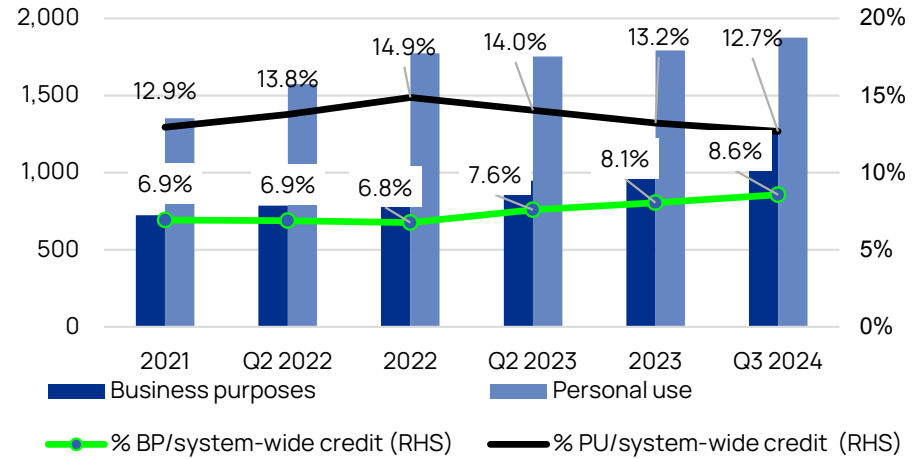
- Hầu hết các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi cũng ghi nhận sự sụt giảm trong số dư trái phiếu doanh nghiệp tại Q3 2024 so với Q4 2022. Chúng tôi lưu ý rằng số dư trái phiếu doanh nghiệp tại các ngân hàng không bao gồm trái phiếu do ngân hàng phát hành. Việc này có thể là do số lượng phát hành trái phiếu mới, không thuộc lĩnh vực tài chính, bị hạn chế.
- Có lo ngại rằng khối lượng lớn trái phiếu đáo hạn vào năm 2025 có thể làm gia tăng nguy cơ vỡ nợ và ảnh hưởng tiêu cực đến các ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro vỡ nợ trái phiếu sẽ thấp hơn so với năm 2023-2024 nhờ: (i) tình hình tài chính của các nhà phát triển bất động sản cải thiện trong bối cảnh thị trường bất động sản phục hồi và tâm lý người mua nhà tích cực hơn, (ii) thời gian đủ để các tổ chức phát hành trái phiếu chuẩn bị tài chính, và (iii) triển vọng tăng trưởng kinh tế vĩ mô rõ ràng hơn. Bất kỳ trường hợp vỡ nợ nào xảy ra cũng có khả năng phản ánh rủi ro đặc thù với tác động tối thiểu đến các ngân hàng. Ngoài ra, các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi duy trì các bộ đệm vốn mạnh để giảm thiểu rủi ro này

Ngân hàng tăng cường cho vay đối với các công ty phát triển BĐS

Cho vay của ngân hàng cho các đơn vị phát triển BĐS so với tổng cho vay (%)



Tín dụng ngành BĐS (nghìn tỷ đồng) và % tín dụng ngành BĐS trên tổng dư nợ toàn hệ thống



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; 'c: hợp nhất; (*) dữ liệu gần nhất tính đến quý 2/2024

Nguồn: NHNN, Vietcap

Rủi ro tín dụng cho các ngân hàng thuộc danh mục của chúng tôi

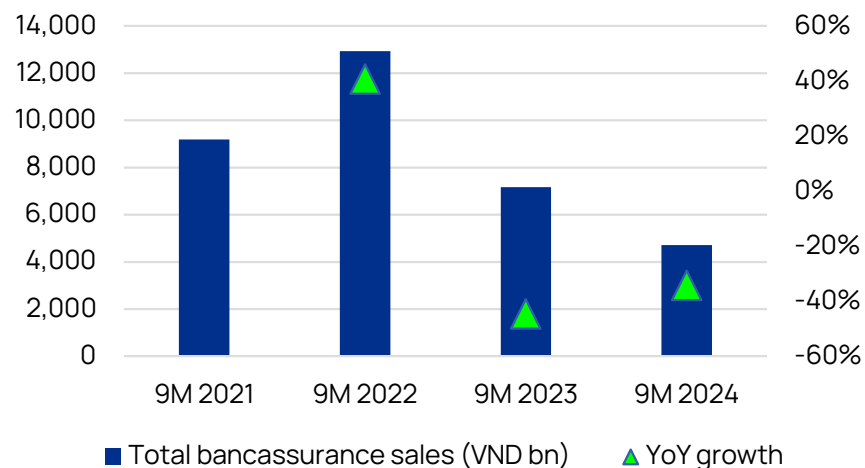
Q3 2024	BID	CTG*	VCB	MBB	TCB	VPB c	ACB	HDB c	VIB	TPB	STB*	LPB*
Vay mua nhà/tổng vay	15,5%	10,5%	N/A	~20%	26,6%	13,5%	17,8%	8,2%	50,2%	22,1%	N/A	N/A
Vay dành cho nhà phát triển/tổng vay	2,0%	5,2%	N/A	7,9%	33,5%	26,0%	1,2%	15,2%	2,1%	7,5%	2,8%	3,9%
Trái phiếu doanh nghiệp/tổng dư nợ tín dụng	0,3%	0,3%	0,7%	5,0%	5,0%	2,9%	0,0%	3,2%	0,2%	4,9%	0,0%	0,0%
% đầu tư BĐS dưới dạng trái phiếu doanh nghiệp	116%	153%	205%	69%	103%	51%	80%	66%	47%	59%	75%	77%
Tỷ lệ bao phủ nợ	9,5%	9,9%	12,0%	11,4%	15,1%	15,7%	11,9%	14,8%	11,5%	13,2%	9,0%	12,2%
CAR	15,5%	10,5%	N/A	~20%	26,6%	13,5%	17,8%	8,2%	50,2%	22,1%	N/A	N/A

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; (*) dữ liệu của STB là dữ liệu quý 2/2024 ngoại trừ tỷ lệ bao phủ nợ và TPDN/tổng dư nợ tín dụng, CAR cho CTG tính đến quý 2/2024.

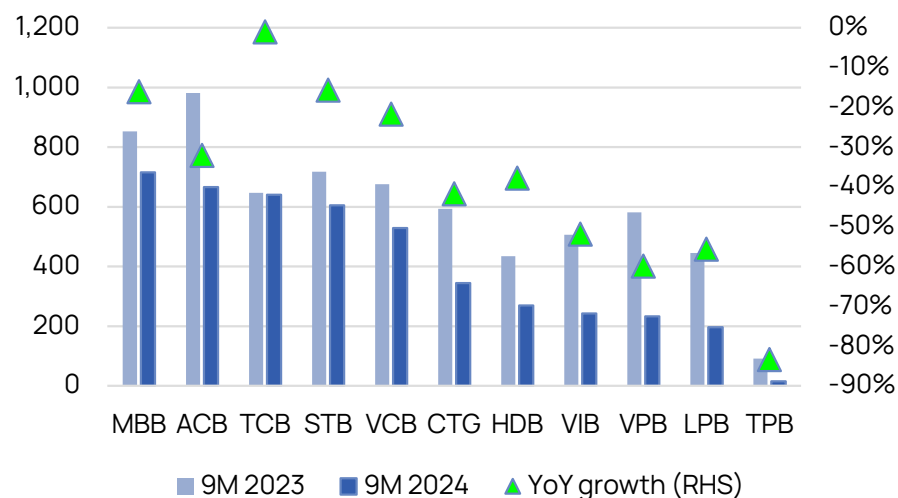
Bancassurance

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bancassurance sẽ tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2025

Doanh thu bancassurance (9T 2021–9T 2024)



Doanh thu bancassurance của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi (tỷ đồng)



- Chúng tôi tin rằng doanh số bán bancassurance vẫn còn yếu trong 9T 2024 chủ yếu do (1) nhu cầu tín dụng bán lẻ yếu, (2) niềm tin của khách hàng phục hồi chậm và (3) khả năng gián đoạn từ việc tái cấu trúc quy trình bán hàng và tổ chức để phù hợp với khung pháp lý thắt chặt hơn đối với hoạt động bancassurance.
- Tổng hợp doanh số bán bancassurance của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi cho thấy VIB, VPB, LPB và TPB ghi nhận mức giảm so với cùng kỳ cao nhất, hơn 50% trong 9T 2024. Ngoài ra, tổng doanh số bán bancassurance của MBB và ACB đã đứng đầu thị trường trong nhiều tháng, theo tổng hợp dữ liệu tổng hợp của chúng tôi.
- NHNN vẫn cho phép phân phối sản phẩm liên kết đầu tư thông qua các tổ chức tín dụng.
- Chúng tôi tin rằng các ngân hàng đã chuẩn bị và chủ động giám sát các hoạt động này để tránh vi phạm nguyên tắc bán bảo hiểm kể từ khi các cơ quan chức năng tiến hành điều tra vào cuối năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy (1) tỷ lệ tham gia bảo hiểm hiện tại ở Việt Nam còn thấp và (2) các ngân hàng vẫn có thể thúc đẩy bancassurance thông qua cho vay ưu đãi hoặc tiếp cận khách hàng gửi tiền. Do đó, chúng tôi tin rằng bancassurance có thể tăng trưởng trong tương lai nhưng với tốc độ chậm hơn so với 10 năm qua, đồng thời yêu cầu các tiêu chuẩn tuân thủ quy định cao hơn.

Quy định mới về bancassurance để bảo vệ người mua bảo hiểm

Thông tư số 67/2023/TT-BTC và Nghị định số 46/2023/NĐ-CP do Bộ Tài chính ban hành (có hiệu lực từ ngày 02/11/2023) hướng dẫn thi hành luật kinh doanh bảo hiểm. Dưới đây là một số điểm nổi bật chính.

1. Tổ chức tín dụng **không được tư vấn, giới thiệu, chào bán, thu xếp hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư** cho khách hàng **trong thời hạn 60 ngày trước và sau ngày giải ngân** toàn bộ khoản vay.
2. **Phải ghi âm quá trình tư vấn** đối với sản phẩm liên kết đầu tư. Phải có bằng chứng xác nhận của khách hàng về hồ sơ cho sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.
3. **Yêu cầu chi tiết hơn đối với đại lý bancassurance** về nhân sự, năng lực công nghệ và cơ cấu tổ chức.
4. Doanh nghiệp bảo hiểm có trách nhiệm **giám sát định kỳ, kiểm tra hoạt động tư vấn sản phẩm bảo hiểm** do đại lý thực hiện. Phải **giải quyết kịp thời các khiếu nại** liên quan đến tư vấn sản phẩm bảo hiểm và xử lý các vi phạm phát sinh.
5. **Thay đổi giới hạn hoa hồng** đối với một số sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.

Nhìn chung, các quy định này phù hợp với định hướng của Bộ Tài chính nhằm tăng cường khuôn khổ pháp lý cho hoạt động bancassurance bắt đầu từ quý 4/2023. Chúng tôi cho rằng diễn biến này có thể có tác động tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm trong ngắn hạn cũng như chi phí hoạt động của cả ngân hàng và công ty bảo hiểm khi các yêu cầu về pháp lý trở nên nghiêm ngặt hơn đối với hoạt động bancassurance. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các ngân hàng đã chuẩn bị và tích cực giám sát các hoạt động này để tránh bán sản phẩm bảo hiểm sai mục đích kể từ cuộc điều tra của cơ quan chức năng vào cuối năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rằng (1) tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện tại ở Việt Nam vẫn còn thấp và (2) các ngân hàng có thể vẫn đẩy mạnh bancassurance thông qua việc ưu đãi lãi suất cho vay hoặc gửi tiết kiệm cho khách hàng mua sản phẩm bảo hiểm. Do đó, chúng tôi tin rằng bancassurance vẫn có thể phát triển trong tương lai nhưng với tốc độ chậm hơn so với 10 năm qua, đồng thời yêu cầu các tiêu chuẩn tuân thủ quy định cao hơn.

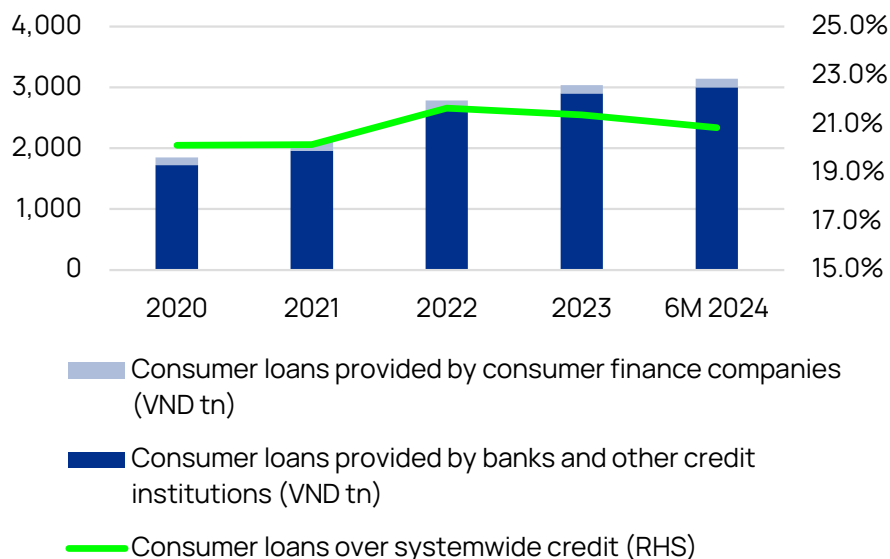
Các quan hệ đối tác bancassurance

Ngân hàng	Công ty bảo hiểm nhân thọ	Hợp tác độc quyền	Thời gian ký kết	Quy mô phí ứng trước ước tính	Thời hạn hợp tác
STB	Dai-ichi Life	Có	Tháng 12/2021 (Ký lại)	3,3 nghìn tỷ đồng	2 năm
ACB	Sun Life	Có	Tháng 11/2020	8,6 nghìn tỷ đồng	15 năm
MBB	MB Ageas (công ty con của MBB)	Có	N/A	N/A	N/A
VPB	AIA	Có	Tháng 3/2022 (Ký lại)	5,5 nghìn tỷ đồng	1 lần
VCB	FWD	Có	Tháng 4/2020	9 nghìn tỷ đồng	5 năm
CTG	Manulife	Có	Tháng 12/2021	5 nghìn tỷ đồng	5 năm
VIB	Prudential	Có	Tháng 6/2023 (Ký lại)	N/A	N/A
LPB	Dai-ichi Life	Có	Tháng 11/2022 (Ký lại)	1,6 nghìn tỷ đồng	2 năm
HDB	FWD	Không	Tháng 12/2021	N/A	N/A
BID	BIDV MetLife (BID's joint-venture company)	Có	N/A	N/A	N/A
TPB	Sun Life	Có	Tháng 11/2019	N/A	N/A

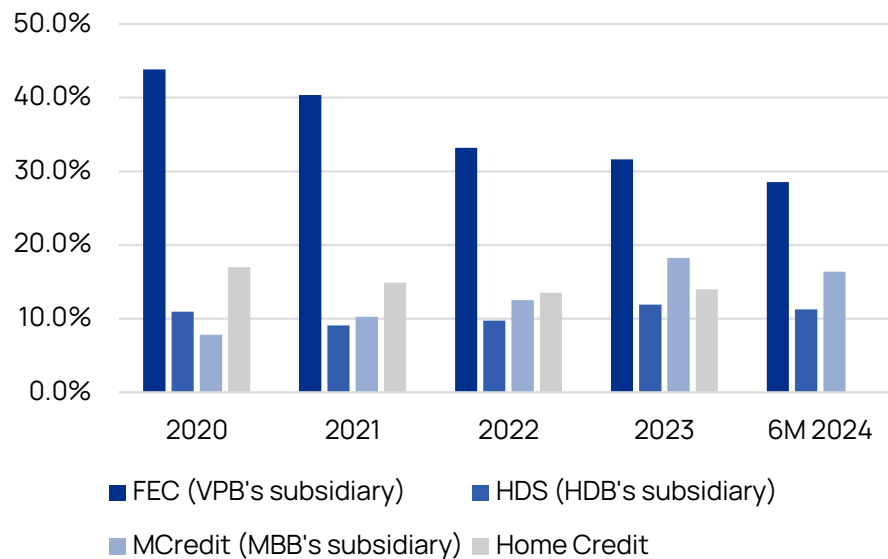
Tài chính tiêu dùng

Cho vay tiêu dùng tăng trưởng chậm trong 12 tháng qua

Cho vay tiêu dùng tại Việt Nam (2020 - 6T 2024)



Thị phần ước tính (công ty tài chính tiêu dùng)



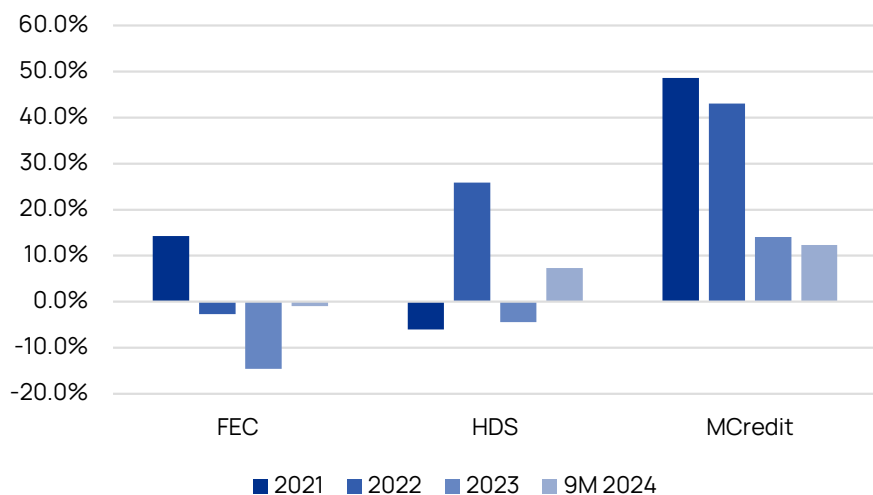
Nguồn: NHNN, Vietcap tổng hợp

Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap

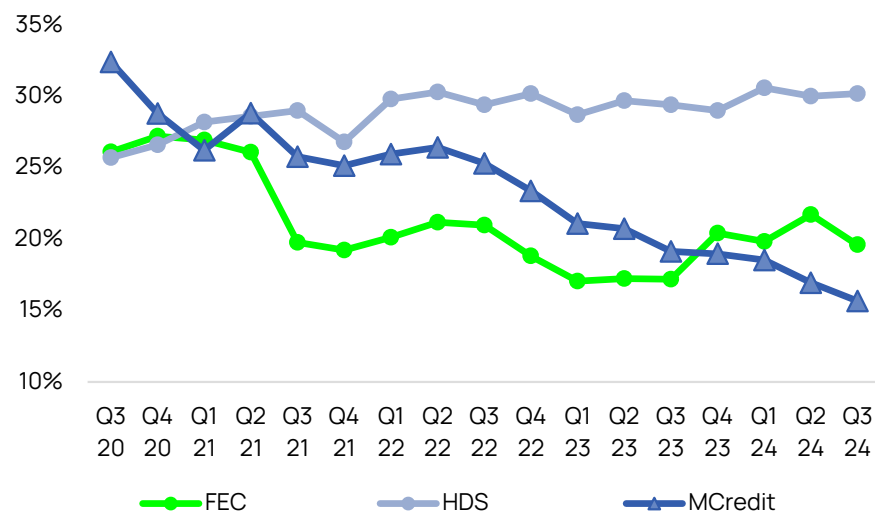
- Theo ước tính của chúng tôi, tính đến quý 2/2024, FE Credit (FEC) vẫn là công ty lớn nhất trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng Việt Nam về dư nợ cho vay với thị phần khoảng 29% (so với khoảng 44% vào năm 2020). Chúng tôi tin rằng FEC sẽ hướng tới một mô hình kinh doanh thận trọng hơn trong tương lai sau khi tăng trưởng mạnh mẽ để giành thị phần trong quá khứ. Mặc dù dư nợ cho vay của FEC gần như bằng mức cuối năm 2023, nhưng giải ngân mới đã tăng 42% YoY trong 9T 2024.
- Chúng tôi cũng ước tính rằng MCredit có thể đã vươn lên vị trí thứ hai về thị phần cho vay. MCredit là công ty duy nhất trong số các công ty hàng đầu có thể tăng trưởng dư nợ cho vay một cách ổn định từ mức nền thấp kể từ năm 2021 và tăng trưởng cho vay 9T 2024 ở mức 12% theo ước tính của chúng tôi, mà chúng tôi tin rằng có thể là do (1) công ty tận dụng mạng lưới trên toàn quốc của MB Group và Viettel Group, và (2) chiến lược tập trung vào phân khúc thẻ và hợp tác với các nền tảng thương mại điện tử để thúc đẩy cho vay tiêu dùng. Ngoài ra, dư nợ cho vay của HDS tăng 7% trong 9T 2024 với giải ngân mới tăng 15% YoY trong cùng kỳ.

NIM tài chính tiêu dùng sẽ phục hồi trong năm 2025

Tăng trưởng cho vay



NIM



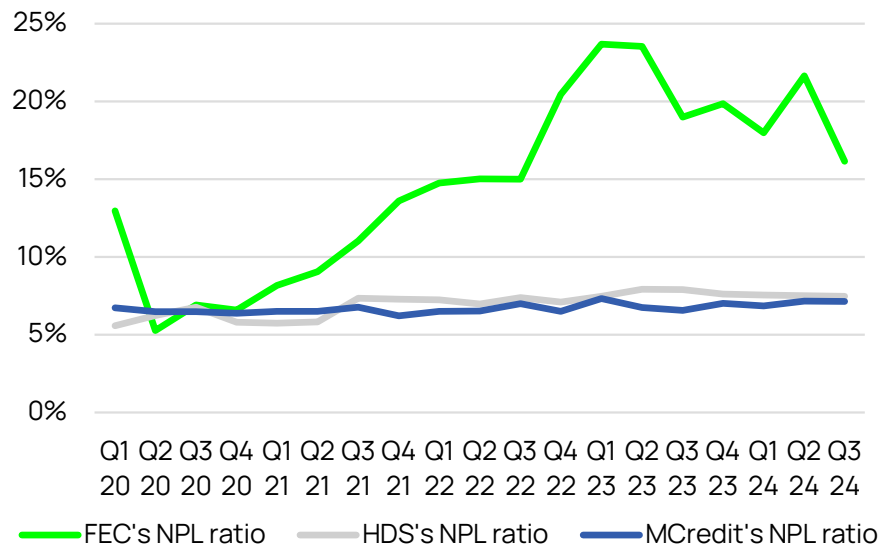
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ước tính

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng. NIM của HDS là số liệu do HDB báo cáo. NIM của FEC và MCredit là ước tính của chúng tôi từ BCTC hợp nhất và BCTC của ngân hàng mẹ.

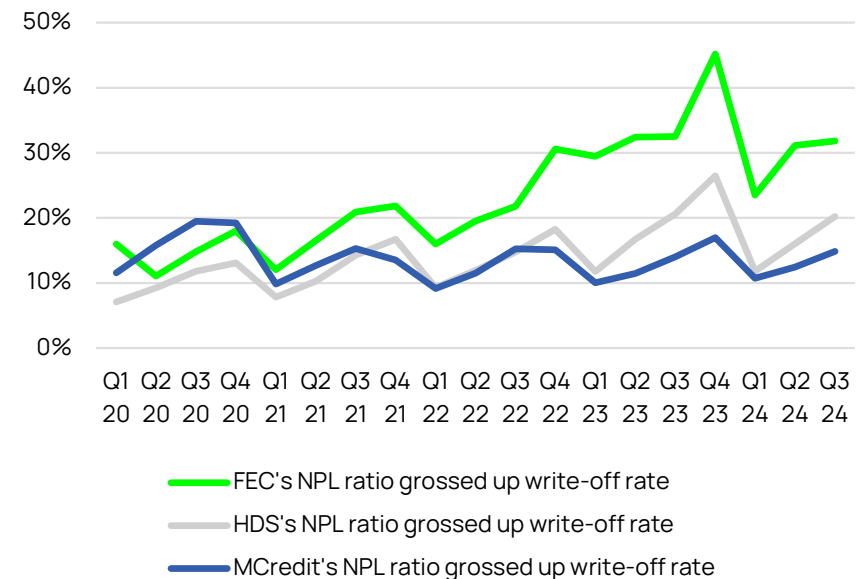
- Chúng tôi cho rằng (1) những hạn chế trong việc đa dạng hóa nguồn vốn trong môi trường lãi suất cao trong nửa đầu năm 2023, (2) tỷ lệ nợ xấu tăng cao và (3) tăng trưởng tín dụng thấp đã ảnh hưởng tiêu cực đến NIM của các công ty tài chính tiêu dùng trong năm 2023. FEC và HDS có NIM cải thiện nhẹ trong 4 quý vừa qua, chúng tôi cho rằng là do (1) HDS có chiến lược cho vay thận trọng hơn và (2) FEC có NIM phục hồi từ mức đáy nhờ quá trình tái cơ cấu. Ngoài ra, MCredit đã giảm từ mức cơ sở cao trong 2 năm qua, điều này có thể là do MCredit đưa ra lãi suất cho vay cạnh tranh hơn để giành thị phần.
- Chúng tôi tin rằng (1) lãi suất thấp hơn và (2) sự phục hồi của nền kinh tế sẽ giúp cải thiện nhu cầu tín dụng và khả năng trả nợ, do đó hỗ trợ NIM tăng vào năm 2025. Chúng tôi dự báo FEC và HDS sẽ tăng trưởng dư nợ cho vay lần lượt là 8% YoY và 12% YoY, trong khi chúng tôi dự báo tỷ lệ xử lý nợ có thể vẫn ở mức tương đối cao.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của cty tài chính tiêu dùng sẽ giảm trong năm 2025

Tỷ lệ nợ xấu



Tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng



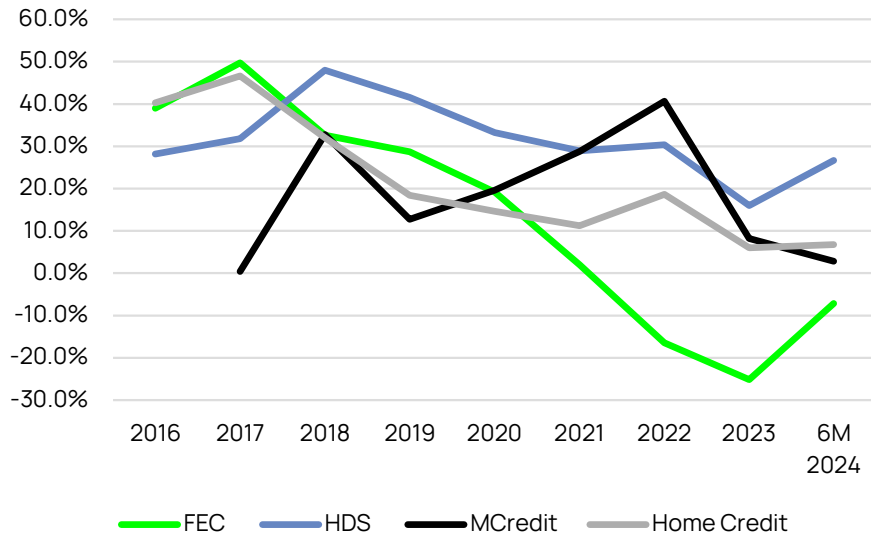
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ước tính

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ước tính

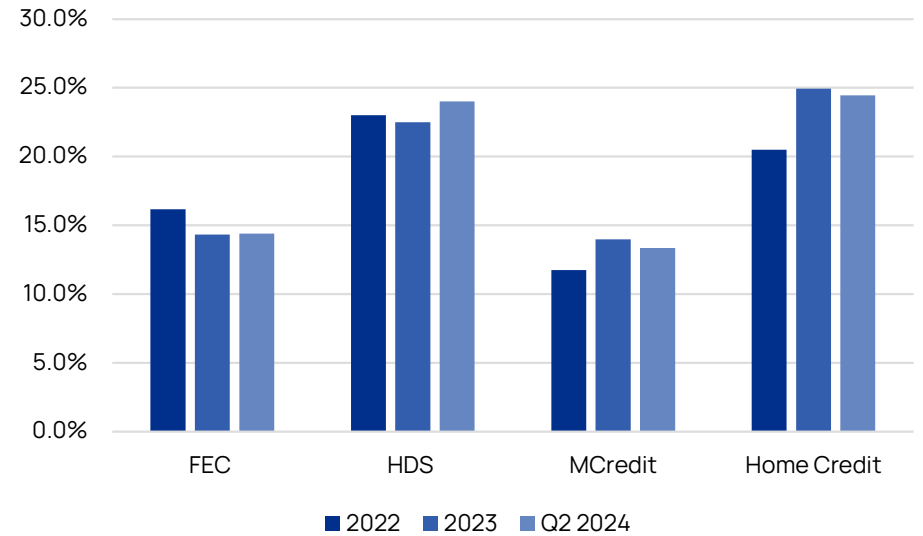
- Theo ước tính của chúng tôi, HDS và MCredit đã kiểm soát tỷ lệ nợ xấu tương đối ở mức dưới 8% trong 2 năm qua bất chấp những khó khăn từ nền kinh tế, trong khi tỷ lệ nợ xấu của FEC, mặc dù ở mức cao, cũng đã giảm so với mức đỉnh vào quý 1/2023. Theo quan sát của chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng lũy kế tăng với tốc độ chậm hơn trong suốt 9T 2024 so với năm ngoái, điều này cho thấy mức độ hình thành nợ xấu thấp hơn, từ đó sẽ giảm bớt áp lực đối với các chỉ số nợ xấu trong tương lai.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của các công ty tài chính tiêu dùng sẽ dần được cải thiện trong giai đoạn 2024-2025, nhờ (1) tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ hơn, (2) quy trình thẩm định tín dụng được nâng cao và (3) các hoạt động kinh tế được cải thiện và nền lãi suất tương đối thấp hỗ trợ khả năng trả nợ của khách hàng của các công ty này.

Các công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu có vị thế vốn tốt để nắm bắt đà tăng trưởng

ROE



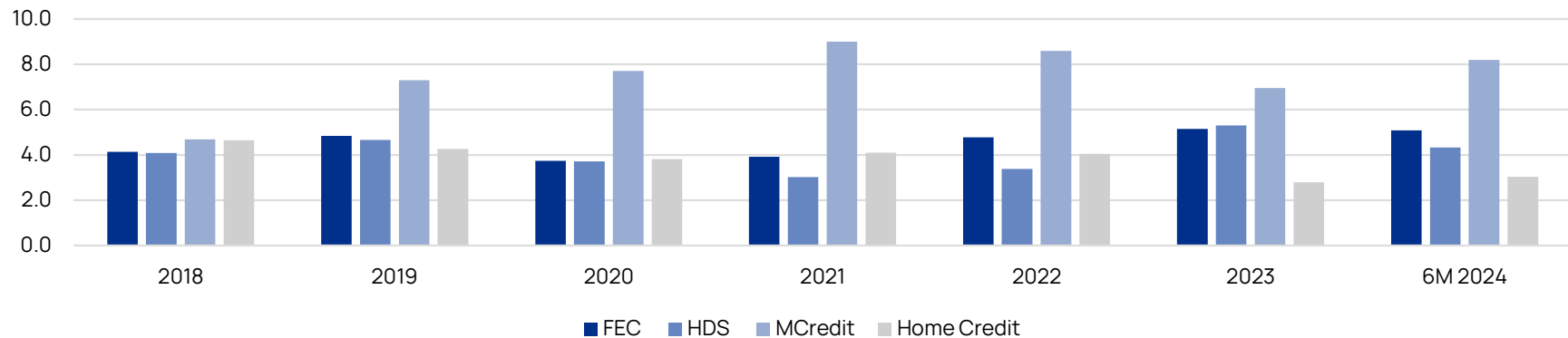
CAR



Nguồn: Dữ liệu công ty, HNX, ước tính của Vietcap

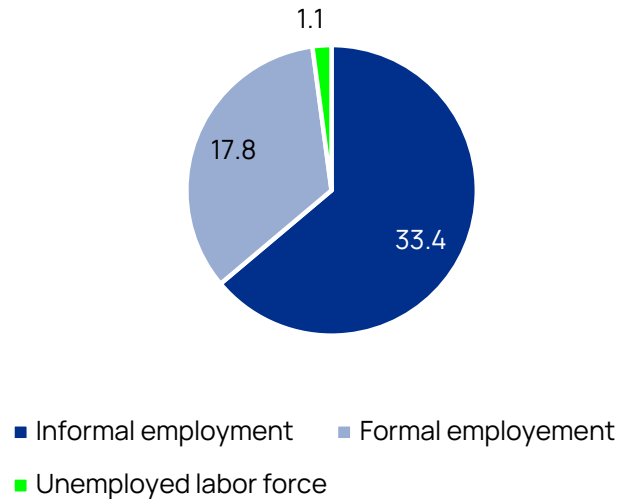
Nguồn: Dữ liệu công ty, HNX, ước tính của Vietcap

Nợ vay ròng/VCSH (x)



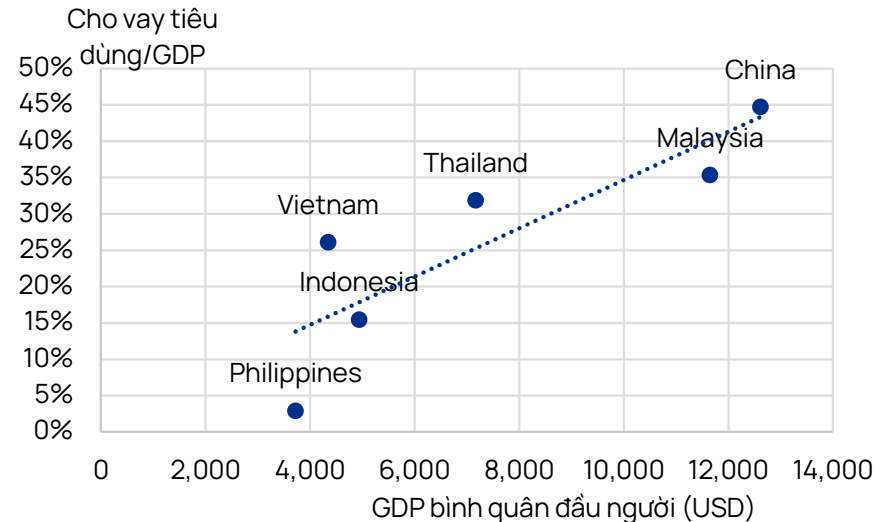
Tài chính tiêu dùng có tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn

Lực lượng lao động Việt Nam, quý 3/2024 (triệu người)



Nguồn: TCTK, Vietcap

Cho vay tiêu dùng/GDP và GDP bình quân đầu người của Việt Nam so với các nước trong khu vực (2023)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, dữ liệu CEIC, NHNN, ước tính của Vietcap

- Theo NHNN, CAGR cho vay tiêu dùng gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong giai đoạn 2010-2020. Chúng tôi tin rằng tài chính tiêu dùng vẫn là một mảng kinh doanh hấp dẫn trong dài hạn dựa trên đặc điểm nhân khẩu học của Việt Nam. Theo TCTK, tính đến quý 3/2024, có 33 triệu người (chiếm gần 63% lực lượng lao động Việt Nam) làm việc phi chính thức, phản ánh rằng có một thị trường tiềm năng lớn về khách hàng dưới chuẩn của ngân hàng để các công ty tài chính tiêu dùng khai thác.

Các chủ đề khác

Kế hoạch tăng vốn

Kế hoạch huy động vốn trong 2024-2025	Có/ Không	% mức tăng cổ phần, sau tăng vốn	Nhà đầu tư mục tiêu	Hình thức giao dịch	CAR Basel II kế từ ngày 30/09/2024	Giá trị phát hành (nghìn tỷ đồng)
BID*	Có	6.92%	Theo hình thức phát hành riêng lẻ: nhà đầu tư chuyên nghiệp, tổ chức trong nước và quốc tế	Phát hành riêng lẻ	9,5%	28,9
CTG	Không				9,9%	
VCB*	Có	6.10%	NĐT Tổ chức	Phát hành riêng lẻ	12,0%	36,3
ACB	Không				11,9%	
HDB	Không				14,8%	
VPB	Không				15,7%	
MBB	Có	1.01%	Tập đoàn Viettel và các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác	Phát hành riêng lẻ	11,4%	Chưa đưa vào mô hình định giá
TCB	Không				15,1%	
STB*	Không				9,0%	
TPB	Không				13,2%	
VIB	Không				11,5%	
LPB*	Không				12,2%	

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

TS. Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp
+8428 3914 3588 ext.123
duy.nguyenanh@vietcap.com.vn

Phòng Nghiên cứu & Phân tích
+84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Giám đốc
Hoàng Nam, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp
+8428 3914 3588 ext.138
ngoc.huynh@vietcap.com.vn

Hồ Thu Nga, Chuyên viên
+8428 3914 3588 ext.516
nga.ho@vietcap.com.vn

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành Khối môi giới và Giao dịch
Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn