

**NH TM CP Á Châu - ACB**

**Khả quan**

**Ổn định giữa “cơn gió ngược”**

Giá mục tiêu (12T)

Tài chính | CẬP NHẬT

VND30.000

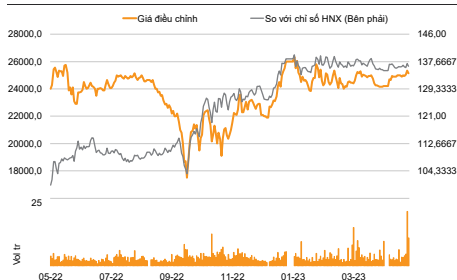
Consensus\*: Mua:13 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu / Consensus: -5,8%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

Khuyến nghị trước đó	Khả quan
Giá mục tiêu trước đó	VND25.000
Giá thị trường	VND25.150
Cao nhất 52 tuần (VND)	26.350
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	100.613
Thị giá vốn (tỷ VND)	85.618
Free float	76%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
P/E trượt (x)	5,8
P/B hiện tại (x)	1,4

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Chủ tịch & người thân	11,3%
Quỹ đầu tư Dragon Capital	6,9%
Quỹ đầu tư Whistler	5,0%
Khác	76,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng trong Q1/23 của ACB tăng mạnh 25,8% svck, đạt 4.135 tỷ đồng, hoàn thành 26,6% dự phóng năm 2023 của chúng tôi.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng của ACB sẽ tăng 14-15% trong giai đoạn 2023-24 (giai đoạn 2020-22 tăng trưởng kép 33,5%).
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 30.000đ/cp.

**Lợi nhuận Q1/23 tăng mạnh nhờ tỷ lệ chi phí/thu nhập cải thiện...**

LN ròng của ACB trong Q1/23 tăng mạnh 25,8% svck lên 4.135 tỷ đồng (hoàn thành 26,6% dự phóng năm 2023 của chúng tôi) nhờ tỷ lệ chi phí/tổng thu nhập hoạt động cải thiện (32% sv mức 40% trong Q1/22). Mặc dù ghi nhận 256 tỷ đồng chi phí dự phòng trong Q1/23 (so với mức hoàn nhập 2,84 tỷ trong Q1/22), tỷ lệ dự phòng/LN trước dự phòng của ACB chỉ là 4,7% - thấp hơn so với các quý trong 2020-21 (lưu ý trong năm 2022 ACB đã hoàn nhập dự phòng mạnh mẽ).

**...dù cho tăng trưởng cho vay chậm lại rõ rệt**

Mặc dù NIM duy trì ổn định và thu nhập ngoài lãi tăng trưởng tốt (+21% svck), tổng thu nhập hoạt động chỉ tăng 15,6% svck – thấp hơn nhiều so với tăng trưởng LN ròng do tăng trưởng cho vay chậm lại (+8,2% svck – Hình 6). Nền kinh tế suy yếu đã làm giảm nhu cầu chi tiêu và khả năng trả nợ của các cá nhân, theo đó giảm nhu cầu vay vốn. Trong điều kiện kinh tế hiện tại, các ngân hàng cũng sẽ thận trọng hơn khi cho vay nhóm đối tượng này để giảm rủi ro nợ xấu. Với mô hình kinh doanh ngân hàng bán lẻ, dư nợ tín dụng của ACB cuối Q1/23 đã thu hẹp 1% sv đầu năm. Chất lượng tài sản cũng cho thấy những tín hiệu kém tích cực vào cuối Q1/23 (hình 6). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mọi thứ sẽ khả quan hơn từ nửa cuối năm 2023 nhờ (1) lãi suất hạ nhiệt; và (2) tác động của các chính sách hỗ trợ.

**Tiếp tục duy trì chiến lược kinh doanh thận trọng**

ACB được biết đến là NH có mô hình kinh doanh thận trọng, thể hiện qua danh mục tài sản lành mạnh không có trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Mặt khác, tỷ trọng cho vay bất động sản (BDS) chủ yếu đến từ cho vay mua nhà (khoảng 22% vào cuối 2022), chứ không tập trung nhiều vào các DN BDS. Ngoài ra, thanh khoản cũng được củng cố khi ACB tích cực đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn từ vay liên ngân hàng, chứng chỉ tiền gửi bên cạnh tiền gửi khách hàng (hình 6). Về tiền gửi, khách hàng cá nhân đang có xu hướng “tiết kiệm tiền” trong bối cảnh môi trường lãi suất cao và tăng trưởng kinh tế yếu (tiền gửi cá nhân tiếp tục tăng trưởng tốt – xem báo cáo tại [đây](#)). Xu hướng này sẽ có lợi cho thanh khoản của các ngân hàng có tiền gửi cá nhân lớn trong tổng huy động như ACB (khoảng 80% tổng nguồn vốn).

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.000 đồng/cp**

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của ACB sẽ tăng trưởng 14%/15% svck trong 2023-24 (tăng trưởng kép 2020-22 là 33,5%). Hiện tại, ACB đang giao dịch ở mức 1,2 lần P/B 2023 (so với mức trung bình ngành là 1,4 lần), ngang mức -1 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm. Với khả năng sinh lời cao và bảng cân đối kế toán lành mạnh, ACB vẫn là cổ phiếu tiềm năng để tích lũy cho mục tiêu tăng trưởng cao và sinh lời bền vững trong dài hạn. Giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp P/B mục tiêu là 1,4 lần và phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 14,8%, LTG: 3%). Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất vẫn duy trì cao hơn dự kiến và (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	18.945	23.534	26.046	30.370
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	4,3%	4,1%	4,2%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	23.564	28.790	31.181	36.412
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(3.336)	(71)	(816)	(914)
LN ròng (tỷ)	9.603	13.688	15.557	17.908
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	42,5%	13,7%	15,1%
EPS điều chỉnh	3.498	4.454	4.562	5.258
BVPS	16.618	17.303	20.959	26.261
ROAE	23,9%	26,5%	24,1%	22,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Ổn định giữa “cơn gió ngược”

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi là 30.000đ/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 30.000 đ/cp cho ACB dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của hệ số P/B (P/B 1,4 lần trong năm 2023) và phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 14,8%, LTG: 3%).

Hiện tại, ACB đang giao dịch ở mức 1,2 lần P/B 2023 (so với mức trung bình ngành là 1,4 lần), ngang mức -1 độ lệch chuẩn P/B trung bình 3 năm. Với khả năng sinh lời cao và bảng cân đối kế toán lành mạnh, ACB vẫn là cổ phiếu tiềm năng để tích lũy cho mục tiêu tăng trưởng cao và sinh lời bền vững trong dài hạn. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) lãi suất vẫn duy trì cao hơn dự kiến và (2) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<b>(tỷ VND)</b>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	58.439					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	25.475					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	20.964					
Giá trị vốn chủ sở hữu	104.878					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.377					
<b>Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)</b>	<b>31.053</b>					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu theo ước tính của chúng tôi

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	31.053	15.526
Hệ số P/B (1,4 lần cho năm 2023)	50%	28.924	14.462
Giá mục tiêu (đ/cp)			29.988
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			<b>30.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 24/05/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Giá		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/B (x)			P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE %		ROA %	
		đóng cửa	mục tiêu			Nội tệ	Nội tệ	Tỷ USD	Hiện tại	2023		12T	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	92.000	91.000	Trung lập	18,5	3,0	2,6	14,1	13,2	11,4%	23,6%	19,3%	1,9%	1,6%	
Vietinbank	CTG VN	27.650	35.900	Khả quan	5,7	1,2	1,1	7,9	9,6	13,3%	16,1%	16,8%	1,0%	1,1%	
VPBank	VPB VN	19.350	25.700	Khả quan	5,5	1,3	1,2	10,8	7,6	13,3%	12,9%	16,3%	1,9%	2,5%	
Techcombank	TCB VN	29.800	42.000	Khả quan	4,5	0,9	0,8	5,5	4,8	12,3%	17,8%	17,9%	2,9%	3,0%	
NH TMCP Á Châu	ACB VN	25.150	30.000	Khả quan	3,6	1,4	1,2	5,8	5,8	15,4%	26,5%	24,1%	2,6%	2,4%	
NH TMCP Quân đội	MBB VN	18.600	29.300	Khả quan	3,6	1,0	0,9	4,7	4,5	16,5%	24,8%	23,1%	2,5%	2,6%	
HDBank	HDB VN	19.500	25.000	Khả quan	2,1	1,3	1,1	6,2	7,6	17,9%	22,6%	23,2%	1,9%	2,2%	
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	20.950	27.000	Khả quan	1,9	1,4	1,2	5,0	4,6	15,5%	29,7%	29,3%	2,5%	2,6%	
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	23.550	31.000	Khả quan	1,6	1,1	1,0	5,8	5,2	16,0%	20,9%	20,2%	2,0%	2,1%	
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	13.950	17.400	Khả quan	1,0	1,0	0,9	5,1	5,8	6,8%	19,9%	17,5%	1,4%	1,3%	
<i>Trung bình</i>						1,3	1,2	7,1	6,9	13,8%	21,5%	20,8%	2,1%	2,1%	
<i>Trung vị</i>						1,3	1,1	5,8	5,8	13,8%	21,5%	20,2%	2,0%	2,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**KQKD Q1/23: Tốt hơn so với kỳ vọng**

**Hình 4: So sánh KQKD (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)**

	Q1/23	Q1/22	% svck	Dự phóng 2023	2022	% svck	% dự phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi	6.215	5.441	14,2%	26.046	23.534	10,7%	23,9%	Phù hợp với dự phóng
Thu nhập ngoài lãi	1.705	1.409	21,0%	5.135	5.257	-2,3%	33,2%	Cao hơn so với dự phóng
Tổng thu nhập hoạt động	7.920	6.850	15,6%	31.181	28.790	8,3%	25,4%	
Chi phí hoạt động	(2.508)	(2.739)	-8,4%	(10.913)	(11.605)	-6,0%	23,0%	
LN trước dự phòng	5.413	4.111	31,7%	20.268	17.185	17,9%	26,7%	
Chi phí dự phòng	(256)	3	n.a	(816)	(71)	1052,9%	31,4%	Thấp hơn so với dự phóng
LNTT	5.157	4.114	25,3%	19.451	17.114	13,7%	26,5%	
LN ròng	4.135	3.288	25,8%	15.557	13.688	13,7%	26,6%	Phù hợp với dự phóng

Nguồn: ACB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Các chỉ số chính theo quý**

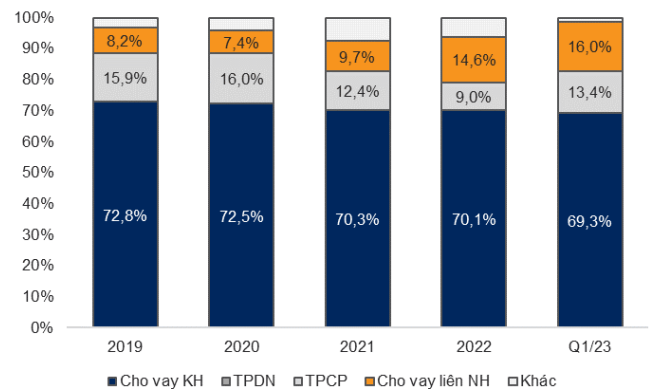
	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
Thu nhập lãi/thu nhập HD	78,1%	75,9%	81,0%	85,0%	81,7%	80,1%	79,4%	80,3%	79,4%	81,0%	85,1%	81,4%	78,5%
Thu nhập ngoài lãi/thu nhập HD	21,9%	24,1%	19,0%	15,0%	18,3%	19,9%	20,6%	19,7%	20,6%	19,0%	14,9%	18,6%	21,5%
NIM	3,68%	3,47%	3,50%	3,65%	4,29%	4,34%	4,21%	4,01%	4,22%	4,23%	4,30%	4,26%	4,20%
CIR	53,9%	43,1%	38,6%	33,9%	34,6%	25,6%	39,6%	40,5%	40,0%	32,9%	35,6%	51,3%	31,7%
NPL	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	0,7%	1,0%
LLR	148,3%	144,1%	117,5%	160,3%	120,4%	207,7%	197,7%	209,4%	187,8%	185,1%	137,8%	159,3%	116,6%
Tỷ lệ chi phí dự phòng	0,14%	0,39%	0,33%	0,32%	0,76%	1,22%	1,16%	0,99%	0,00%	-0,14%	-0,06%	0,02%	0,25%
Chi phí dự phòng/LN trước dự phòng	4,59%	18,83%	5,88%	7,20%	16,33%	29,91%	23,87%	14,75%	-0,07%	-5,75%	1,98%	6,49%	4,73%
ROA	1,6%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,1%	2,0%	2,1%	2,3%	2,5%	2,5%	2,5%
ROE	24,0%	22,4%	22,8%	24,6%	25,9%	27,3%	25,7%	23,9%	24,3%	25,8%	27,2%	26,4%	26,2%

Nguồn: ACB, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Phân tích những chỉ tiêu trong bảng cân đối kế toán của ACB tại cuối Q1/23**

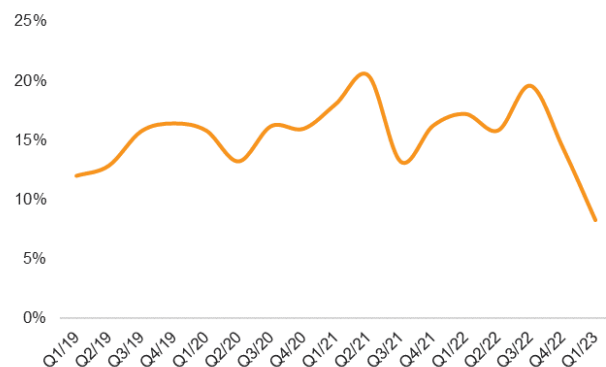
**Cơ cấu tài sản sinh lời**

- Tính đến cuối Q1/23, tài sản sinh lời của ACB chỉ tăng 0,5% sv đầu năm, trong đó cho vay liên ngân hàng tăng 10% sv đầu năm và dư nợ TPCP tăng 49% sv đầu năm. Tuy nhiên, cho vay KH giảm 1% sv đầu năm - chiếm 69% cơ cấu tài sản sinh lời (năm 2022 chiếm 70%).
- ACB vẫn là bên vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.
- Trong danh mục tài sản của ACB không bao gồm TPDN.



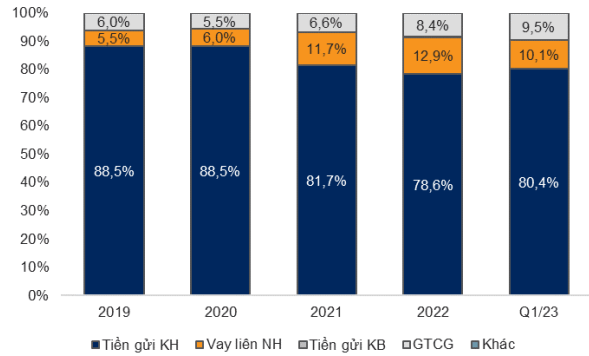
**Cơ cấu và tăng trưởng tín dụng**

- Dư nợ tín dụng giảm 1% sv đầu năm tại thời điểm cuối Q1/23, chủ yếu do phân khúc cho vay KH cá nhân (khoảng -5% sv đầu năm).
- Nền kinh tế suy yếu đã làm giảm nhu cầu chi tiêu và khả năng trả nợ của các cá nhân, theo đó giảm nhu cầu vay vốn. Trong điều kiện kinh tế hiện tại, các ngân hàng cũng sẽ thận trọng hơn khi cho vay nhóm đối tượng này để giảm rủi ro nợ xấu.



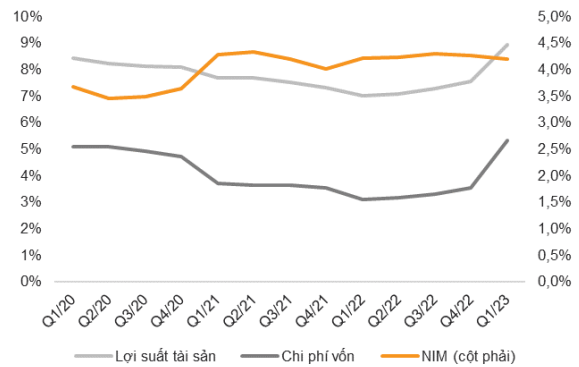
**Cơ cấu nguồn vốn, tiền gửi và tỷ lệ CASA**

- Tiền gửi của ACB tăng 2,1% sv đầu năm (trong khi tổng nguồn vốn không đổi). Thay vì chỉ phụ thuộc vào các kênh tiền gửi khách hàng, ACB đang cố gắng đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn của mình bằng cách tăng cường vay liên ngân hàng và phát hành chứng chỉ tiền gửi trong những năm gần đây.
- Hệ số LDR được duy trì ở mức 78% vào cuối Q1/23 (bằng mức cuối năm 2022; ngưỡng quy định là 85%).
- Tỷ lệ CASA giảm xuống 20% (từ 23% vào cuối năm 2022), do khách hàng tiếp tục rút tiền nhàn rỗi để đáp ứng tình hình tài chính của họ và/hoặc chuyển sang tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh môi trường lãi suất cao và tăng trưởng kinh tế suy yếu.



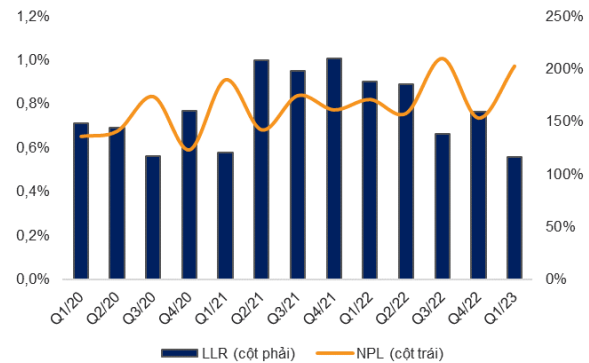
**Diễn biến NIM**

- NIM của ACB giảm trong Q1/23 do chi phí vốn tăng trong bối cảnh lãi suất cao hơn và CASA sụt giảm.
- Chi phí vốn sẽ tiếp tục tăng ít nhất là đến nửa cuối năm 2023. Chúng tôi cho rằng với lãi suất sẽ hạ nhiệt, cùng với sự phục hồi trở lại của nền kinh tế, CASA sẽ có thể dần tăng trở lại và cơ cấu cho vay bán lẻ sẽ có thêm dư địa để mở rộng. Điều này sẽ giúp NIM của ACB cải thiện hơn từ nửa cuối năm 2023 trở đi.



**Chất lượng tài sản**

- Nợ xấu của ACB tăng 31,5% sv đầu năm, trong đó nợ nhóm 3 và nhóm 4 tăng lần lượt 94% và 1,5 lần so với cuối năm 2022.
- Tỷ lệ nợ xấu là 0,9% (sv 0,6% vào cuối năm 2022). LLR giảm xuống 117% (sv 159% vào cuối năm 2022). Chất lượng tài sản của ngân hàng đã giảm xuống do những nguyên nhân như chúng tôi đã đề cập ở trên, nhưng vẫn nằm trong tầm kiểm soát.



Nguồn: ACB, VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD thận trọng cho ACB giai đoạn 2023-24**

Do những khó khăn chung của ngành tăng trưởng LN ròng của ACB sẽ chậm lại trong giai đoạn 2023-24:

- Tăng trưởng tín dụng sẽ giảm xuống 13-17% trong 2023-24 (so với mức tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2020-22).
- NIM sẽ giảm 13 điểm cơ bản trong năm 2023 xuống 4,1%-4,2% trong giai đoạn 2023-24.
- ACB sẽ tăng cường trích lập dự phòng để đề phòng rủi ro nợ xấu đang hiện hữu, sau một năm 2022 hoàn nhập dự phòng mạnh mẽ, theo đó dự kiến chi phí dự phòng sẽ tăng gấp 10 lần svck.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của ACB sẽ tăng trung bình 14-15% svck trong giai đoạn 2023-24 (sv mức tăng trưởng kép 33,5% trong 2020-22).

**Hình 7: Dự báo các chỉ số chính trong báo cáo kết quả kinh doanh**

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020 - 22)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Thu nhập lãi	12.112	14.582	18.945	23.534	26.046	30.370	27,0%	13,6%
% svck	16,9%	20,4%	29,9%	24,2%	10,7%	16,6%		
Thu nhập từ phí	3.985	3.579	4.619	5.257	5.135	6.042	21,2%	7,2%
% svck	8,6%	-10,2%	29,1%	13,8%	-2,3%	17,7%		
Tổng thu nhập hoạt động	16.097	18.161	23.564	28.790	31.181	36.412	25,9%	12,5%
% svck	14,7%	12,8%	29,7%	22,2%	8,3%	16,8%		
Chi phí hoạt động	8.308	7.624	8.230	11.605	10.913	13.108	23,4%	6,3%
% svck	23,8%	-8,2%	7,9%	41,0%	-6,0%	20,1%		
LN trước dự phòng	7.790	10.537	15.334	17.185	20.268	23.304	27,7%	16,4%
% svck	6,4%	35,3%	45,5%	12,1%	17,9%	15,0%		
Chi phí dự phòng	274	941	3.336	71	816	914	-72,6%	259,2%
% svck	-70,6%	243,7%	254,5%	-97,9%	1052,9%	11,9%		
LNTT	7.516	9.596	11.998	17.114	19.451	22.390	33,5%	14,4%
% svck	17,6%	27,7%	25,0%	42,6%	13,7%	15,1%		
LN ròng	6.010	7.683	9.603	13.688	15.557	17.908	33,5%	14,4%
% svck	17,0%	27,8%	25,0%	42,5%	13,7%	15,1%		

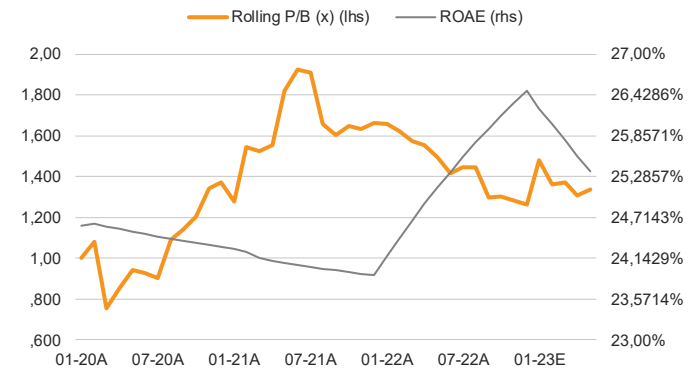
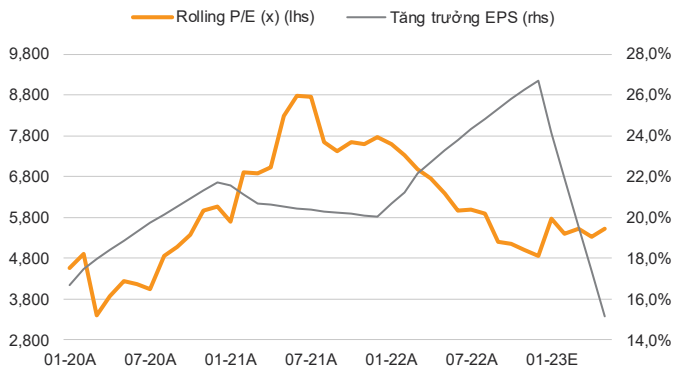
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Dự báo các chỉ số chính trong bảng cân đối kế toán**

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2020 - 22)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Tài sản sinh lãi	365.956	426.438	509.180	585.252	665.332	775.101	17,2%	15,1%
% svck	17,3%	16,5%	19,4%	14,9%	13,7%	16,5%		
Cho vay KH	266.165	308.529	356.051	408.857	462.331	540.758	15,1%	15,0%
% svck	16,6%	15,9%	16,2%	14,3%	13,1%	16,8%		
Cho vay liên NH	30.342	31.671	49.819	85.971	98.867	113.697	64,8%	15,0%
% svck	61,7%	4,4%	57,3%	72,6%	15,0%	15,0%		
Chứng khoán đầu tư	59.408	70.007	70.742	76.666	88.223	101.524	4,6%	15,1%
% svck	8,0%	17,8%	1,1%	8,4%	15,1%	15,1%		
Tổng huy động	348.365	399.237	464.949	526.664	593.038	683.195	14,9%	13,9%
% svck	15,2%	14,6%	16,5%	13,3%	12,6%	15,2%		
Huy động từ khách hàng	308.129	353.196	379.921	413.953	476.046	561.734	8,3%	16,5%
% svck	14,1%	14,6%	7,6%	9,0%	15,0%	18,0%		
Giấy tờ có giá	20.831	22.050	30.548	44.304	45.190	46.094	41,7%	2,0%
% svck	151,2%	5,9%	38,5%	45,0%	2,0%	2,0%		
Vay từ liên NH	19.249	23.875	54.394	67.841	71.233	74.795	68,6%	5,0%
% svck	-7,1%	24,0%	127,8%	24,7%	5,0%	5,0%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>23.534</b>	<b>26.046</b>	<b>30.370</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>5.257</b>	<b>5.135</b>	<b>6.042</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>28.790</b>	<b>31.181</b>	<b>36.412</b>
Tổng chi phí hoạt động	(11.605)	(10.913)	(13.108)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>17.185</b>	<b>20.268</b>	<b>23.304</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(71)</b>	<b>(816)</b>	<b>(914)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>17.114</b>	<b>19.451</b>	<b>22.390</b>
Thuế	(3.426)	(3.894)	(4.482)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>13.688</b>	<b>15.557</b>	<b>17.908</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>13.688</b>	<b>15.557</b>	<b>17.908</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>413.706</b>	<b>467.736</b>	<b>546.522</b>
Cho vay các ngân hàng khác	85.971	98.867	113.697
<b>Tổng cho vay</b>	<b>499.678</b>	<b>566.603</b>	<b>660.220</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	76.666	88.223	101.524
Các tài sản sinh lãi khác	13.758	16.509	19.811
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>590.101</b>	<b>671.335</b>	<b>781.554</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(4.850)</b>	<b>(6.003)</b>	<b>(6.453)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>408.857</b>	<b>462.331</b>	<b>540.758</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>585.252</b>	<b>665.332</b>	<b>775.101</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	8.461	8.842	9.240
Tổng đầu tư	324	338	354
Các tài sản khác	13.839	14.462	15.112
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>22.624</b>	<b>23.642</b>	<b>24.706</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>607.875</b>	<b>688.973</b>	<b>799.807</b>
Nợ khách hàng	413.953	476.046	561.734
Dư nợ tín dụng	44.304	45.190	46.094
Tài sản nợ chịu lãi	458.257	521.236	607.828
Tiền gửi	506	506	506
Tổng tiền gửi	458.763	521.742	608.334
Các khoản nợ lãi suất khác	67.901	71.296	74.861
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>526.664</b>	<b>593.038</b>	<b>683.195</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	22.772	25.147	27.916
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>22.772</b>	<b>25.147</b>	<b>27.916</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>549.437</b>	<b>618.185</b>	<b>711.111</b>
Vốn điều lệ và	33.774	38.834	38.834
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	15.172	22.462	40.370
Các quỹ thuộc VCSH	9.220	9.220	9.220
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>58.439</b>	<b>70.788</b>	<b>88.696</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>58.439</b>	<b>70.788</b>	<b>88.696</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>607.875</b>	<b>688.973</b>	<b>799.807</b>

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	9,0%	15,0%	18,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	14,3%	13,1%	16,8%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	24,2%	10,7%	16,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	12,1%	17,9%	15,0%
Tăng trưởng LN ròng	42,5%	13,7%	15,1%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14,9%	13,7%	16,5%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.503	4.606	5.302
BVPS (VND)	17.303	20.959	26.261
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	26,7%	2,3%	15,1%

**Các chỉ số chính**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,2%</b>
<b>Tỷ lệ chi phí thu nhập</b>	<b>(40,3%)</b>	<b>(35,0%)</b>	<b>(36,0%)</b>
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	1,0%	1,0%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,7%	1,0%	1,0%
LN/ TB cho vay	0,0%	0,2%	0,2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14,1%	14,8%	15,7%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	90,3%	89,7%	89,9%
<b>Biên lợi và độ đàn trái</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,4%	8,3%	8,0%
Chi phí cho các quỹ	3,5%	4,6%	4,4%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,1%	4,0%	4,1%
ROAE	26,5%	24,1%	22,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

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

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