

NH TM CP Á CHÂU (ACB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND34.200	VND41.800	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 17/02/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

Consensus*: Mua:11 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 0,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ EPS 2022-23 giảm nhẹ 0,8%/3,0%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	45.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29.150
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	180.946tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	93.217
Free float (%)	76
P/E trượt (x)	9,62
P/B hiện tại (x)	2,06

Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch & người thân	11,3%
CTCP Quản lý tài chính Dragon Holdings	6,9%
Quỹ Whistler Investments Limited	5,0%
Khác	76,8%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Thảo Trần Thị Thu

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Vững bước đi lên

- Lợi nhuận (LN) ròng 2021 của ACB tăng 25% svck lên 9,6 nghìn tỷ đồng.
- Chúng tôi ước tính LN 2022-23 tăng 25%/18% svck đạt 12/14 nghìn tỷ đồng.
- Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu không đổi là 41.800d/cp.

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021

ACB ghi nhận thu nhập lãi thuần (NII) tăng 29,9% svck dựa trên tăng trưởng cho vay 16,2% svck và biên lãi thuần (NIM) tăng 36 điểm cơ bản. Kết hợp với thu nhập ngoài lãi (non-II) tăng 20,3% svck, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đã tăng 29,7% svck. Tỷ lệ chi phí/doanh thu hoạt động (CIR) giảm mạnh từ 42% xuống 33% đã phần nào làm giảm áp lực từ mức tăng mạnh 254,5% của chi phí trích lập dự phòng. LN ròng 2021 chỉ tăng 25% svck, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

Chất lượng tài sản được ưu tiên hàng đầu

ACB đã chủ động tăng trích lập dự phòng mạnh mẽ trong năm vừa qua để đề phòng với rủi ro nợ xấu gia tăng trong thời gian tới. Dự phòng tổn thất cho vay tăng 99% svck và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng vọt lên mức 209,4% cuối 2021 (2020 đạt 160,3%). Tuy nợ xấu tăng 52% svck do hệ quả của dịch bệnh nhưng tỷ lệ nợ xấu vẫn được kiểm soát tốt (0,77% so với 0,59% cuối 2020).

Vẫn giữ vững ngôi vị ngân hàng bán lẻ hàng đầu Việt Nam

ACB được biết đến là một ngân hàng tiêu biểu trong mảng bán lẻ (cho vay cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ) và đây vẫn sẽ là mảng kinh doanh chiến lược của ngân hàng trong dài hạn. Với việc tiên phong trong mảng bán lẻ, ACB đã xây dựng được 1 lợi thế cạnh tranh khác biệt so với đối thủ dựa trên nền tảng vững chắc và kinh nghiệm dày dặn. Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục tăng trưởng cho vay 17% svck trong giai đoạn 2022-23, trong đó mảng bán lẻ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng với mức tăng là 18%. Bên cạnh đó, dựa vào tệp khách hàng lớn sẵn có và việc đầu tư mạnh vào hệ thống ngân hàng số, chúng tôi tin rằng ACB sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng tốt ở thu nhập từ phí và hiệu quả hơn trong việc giảm chi phí hoạt động. Ngoài ra, chiến lược ưu tiên xây dựng chất lượng tài sản vững chắc và luôn cẩn trọng trong việc giải ngân cho vay sẽ giúp ACB vượt qua được những rủi ro nợ xấu gia tăng trong thời gian tới.

Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu không đổi là 41.800d/cp.

Chúng tôi ước tính ACB sẽ ghi nhận tăng trưởng LN là 25%/18% trong 2022-23. ACB đang giao dịch ở mức P/BV 1,6 lần, thấp hơn trung bình ngành 1,9 lần và tương đương mức -1 độ lệch chuẩn P/BV trung bình 5 năm. Dựa trên những lợi thế và khả năng tăng trưởng tốt, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được định giá lại ở mức P/BV trung bình 5 năm (1,9x). Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp P/BV 1,9x và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 14%, LTG: 3%). Tiềm năng tăng giá bao gồm biên lãi thuần cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến dẫn đến tăng trưởng tín dụng thấp hơn và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	14.582	18.945	19.534	23.141
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,7%	4,0%	3,5%	3,5%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	18.161	23.564	25.501	29.255
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(941)	(3.336)	(2.103)	(2.084)
LN ròng (tỷ)	7.683	9.603	11.986	14.130
Tăng trưởng LN ròng	27,8%	25,0%	24,8%	17,9%
EPS điều chỉnh	2.903	3.498	4.381	5.174
BVPS	13.120	16.618	20.954	25.683
ROAE	24,3%	23,9%	23,6%	22,4%

Nguồn: VND RESEARCH

VỮNG BƯỚC ĐI LÊN

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu không đổi là 41.800đ/cp.

Chúng tôi ưa thích ACB dựa trên việc (i) là ngân hàng đi đầu và có năng lực cạnh tranh tốt trong bối cảnh mảng cho vay bán lẻ tại Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ, (ii) khả năng xây dựng thương hiệu và đẩy mạnh tăng trưởng tốt dựa trên tệp khách hàng lớn sẵn có và (iii) chất lượng tài sản lành mạnh. ACB ghi nhận là ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp thứ 4 và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao thứ 4 so với toàn ngành, tỷ lệ an toàn vốn nằm ở mức vừa phải (11% cuối 2021) là bộ đệm vững chắc cho ngân hàng trong việc tăng trưởng vào những năm tới.

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 1 năm cho ACB là 41.800 đồng (tiềm năng tăng giá 22%) dựa trên tăng trưởng EPS 2022-23 giảm nhẹ 0,8-3,0% so với dự phóng cũ và hệ số P/BV là 1,9 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư (COE: 14%; LTG: 3,0%) và P/BV 2022 là 1,9 lần, tỷ trọng bằng nhau.

Ở mức giá hiện tại, ACB đang giao dịch với P/BV dự phóng là 1,6 lần, thấp hơn 13% so với mức trung bình 1,9 lần của toàn ngành. Với đà tăng trưởng mạnh mẽ trong các năm tới, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được định giá ở mức P/BV là 1,9 lần (tương đương với mức P/BV trung bình 5 năm của ngân hàng). Tiềm năng tăng giá bao gồm biên lãi thuần cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng tín dụng thấp hơn và (ii) nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Hình 1: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
<i>(tỷ VND)</i>						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	44.901					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	22.501					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	48.526					
Giá trị vốn chủ sở hữu	115.927					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	2.702					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	42.905					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	42.905	21.453
Hệ số P/B (1,9 lần cho năm 2022)	50%	40.650	20.325
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			41.778
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			41.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 15/02/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá		Giá mục tiêu	P/BV (x)			P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
			đóng cửa	tiền nội tệ		T12M	FY22	FY23	FY22	FY23		FY22	FY23	FY22	FY23
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	86.800	118.700	18.048	3,7	3,1	2,6	19,1	15,9	23,8%	20,0%	21,0%	1,7%	1,8%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	51.700	64.000	7.975	2,0	1,6	1,3	8,3	6,9	21,1%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%
Vietinbank	CTG VN	Trung lập	34.700	41.700	7.327	1,8	1,6	1,4	16,9	14,1	17,3%	15,0%	15,8%	1,0%	1,1%
VPBank	VPB VN	Trung lập	35.950	41.000	7.022	2,0	1,6	1,4	10,9	8,5	22,7%	16,1%	17,0%	3,0%	3,2%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	32.550	31.400	5.404	2,1	1,8	1,5	10,9	8,6	24,2%	23,0%	23,0%	2,3%	2,4%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	34.100	41.800	4.048	2,1	1,6	1,3	8,0	7,0	18,8%	23,6%	22,5%	2,2%	2,2%
NH TMCP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Trung lập	45.600	46.400	3.112	2,9	2,4	1,9	10,5	8,9	18,6%	23,0%	22,0%	2,0%	2,0%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	40.550	41.100	2.818	2,5	1,9	1,6	11,0	9,0	23,1%	20,7%	20,6%	2,1%	2,2%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Trung lập	24.150	25.700	1.277	1,7	1,5	1,2	8,9	7,4	18,9%	17,0%	17,7%	1,1%	1,2%
Trung bình						2,3	1,9	1,6	11,6	9,6	20,9%	20,1%	20,1%	2,1%	2,2%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	34.100	41.800	4.048	2,1	1,7	1,4	8,0	7,0	18,8%	23,6%	23,5%	2,2%	2,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kết quả 2021: thấp hơn kỳ vọng

Hình 4: So sánh KQKD Q4/21 và 2021 (tỷ đồng)

	Q4/21	Q4/20	% svck	Q3/21	% sv quý trước	2021	2020	% svck	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	4.794	4.416	8,6%	4.521	6,1%	18.945	14.582	29,9%	100,4%	
Thu nhập ngoài lãi	1.177	780	50,9%	1.170	0,6%	4.619	3.579	29,1%	84,6%	Thấp hơn dự báo do thu nhập từ mua bán CK và thu nhập khác thấp hơn dự kiến
Tổng thu nhập HDKD	5.971	5.195	14,9%	5.690	4,9%	23.564	18.161	29,7%	96,8%	
Chi phí hoạt động	(2.417)	(1.764)	37,1%	(2.254)	7,2%	(8.230)	(7.624)	7,9%	77,7%	Thấp hơn dự báo do cắt giảm chi phí hoạt động hiệu quả hơn dự kiến
LN trước dự phòng	3.554	3.432	3,6%	3.436	3,4%	15.334	10.537	45,5%	111,5%	
Chi phí dự phòng	(524)	(247)	112,2%	(820)	-36,1%	(3.336)	(941)	254,5%	370,3%	Cao hơn dự báo
LN trước thuế	3.030	3.185	-4,9%	2.616	15,8%	11.998	9.596	25,0%	93,4%	
LN sau thuế	2.428	2.550	-4,7%	2.103	15,5%	9.603	7.683	25,0%	93,4%	Thấp hơn dự báo

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Các chỉ tiêu chính của ACB theo quý

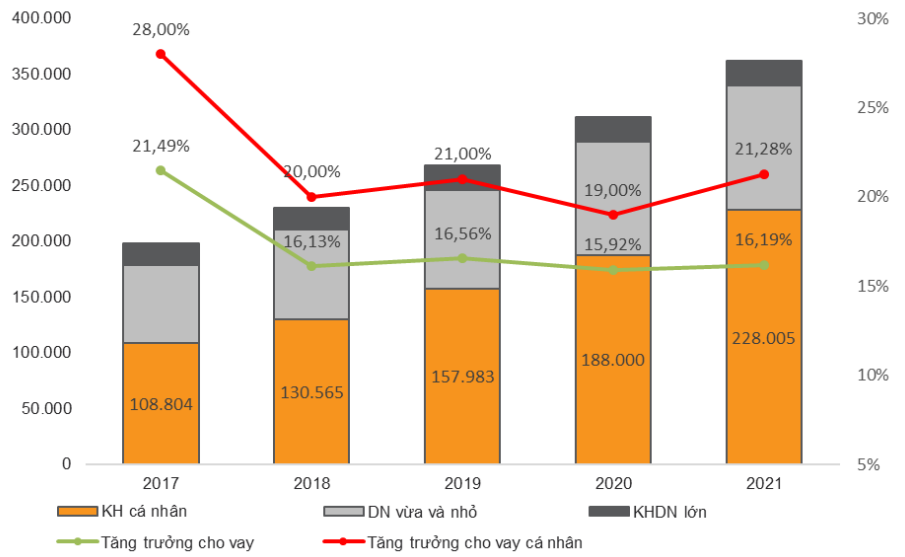
	Q1/19	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập HDKD	81,8%	73,5%	78,5%	69,2%	78,1%	75,9%	81,0%	85,0%	81,7%	80,1%	79,4%	80,3%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập HDKD	18,2%	26,5%	21,5%	30,8%	21,9%	24,1%	19,0%	15,0%	18,3%	19,9%	20,6%	19,7%
NIM (dự phóng cả năm)	3,59%	3,52%	3,54%	3,73%	3,68%	3,28%	3,68%	4,23%	4,29%	4,46%	3,90%	3,90%
Chi phí/thu nhập	51,5%	48,7%	47,9%	57,0%	53,9%	43,1%	38,6%	33,9%	34,6%	25,6%	39,6%	40,5%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	158,1%	161,5%	158,9%	175,0%	148,3%	144,1%	117,5%	160,3%	120,4%	207,7%	197,7%	209,4%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	-0,03%	0,08%	0,09%	0,11%	0,14%	0,39%	0,33%	0,33%	0,76%	1,22%	1,14%	1,00%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,0%
ROAE (trượt 12 tháng)	25,2%	25,9%	25,6%	24,6%	23,8%	22,5%	22,9%	24,3%	25,6%	27,2%	25,8%	23,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thu nhập lãi thuần của ACB tăng trưởng 29,9% svck lên 18,9 nghìn tỷ đồng trong 2021, dẫn dắt bởi...

- Tăng trưởng cho vay 16,2% svck trong 2021 (CAGR 2019-21: 16%), chủ yếu nhờ cho vay cá nhân tăng mạnh, đạt 228 nghìn tỷ đồng (+21,3% svck, chiếm 63% danh mục cho vay). Cho vay DN vừa và nhỏ (SMEs) cũng ghi nhận đà tăng khá tốt với 10,3% svck và chiếm 31% trong tổng danh mục cho vay.

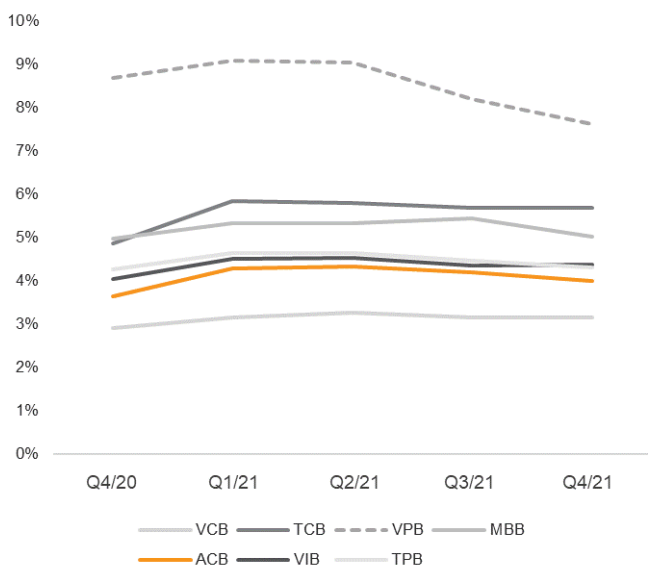
Hình 6: Cơ cấu cho vay của ACB (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

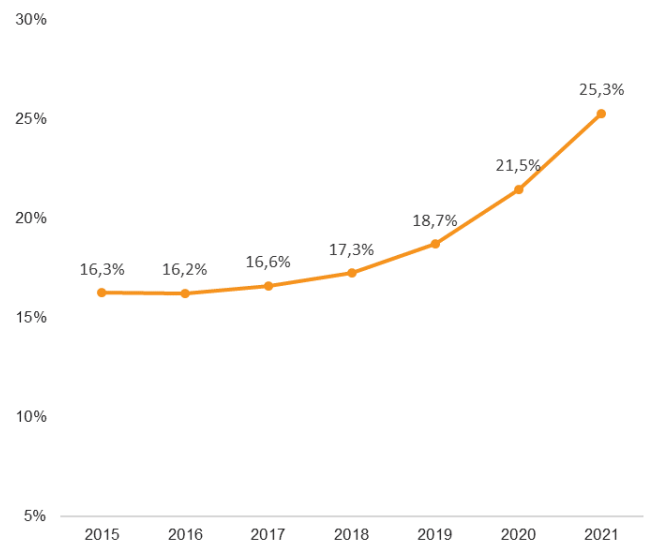
- NIM mở rộng 36 điểm cơ bản: Lợi suất tài sản của ACB giảm 84 điểm cơ bản do ngân hàng đã tích cực giảm lãi suất hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Tuy vậy, chi phí vốn ghi nhận giảm mạnh hơn với 1,2 điểm phần trăm nhờ vào việc lãi suất tiền gửi ở mức thấp nhất lịch sử. Vì vậy, NIM được cải thiện lên 4% trong năm 2021 (so với mức 3,65% trong năm 2020).
- Ngoài ra, ACB cũng tập trung cải thiện hệ số CASA để tối ưu hóa biên lãi thuần trong những năm tới. Thực tế, ngân hàng đã ghi nhận mức CASA liên tục tăng và cuối năm 2021 đạt 25,3% (so với cuối 2020 là 21,5%), trong khi hệ số này chỉ dao động ở khoảng 16%-19% trong giai đoạn 2015-2019.

Hình 7: Biên lãi thuần của ACB đạt 4% trong 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: CASA liên tục được cải thiện qua từng năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

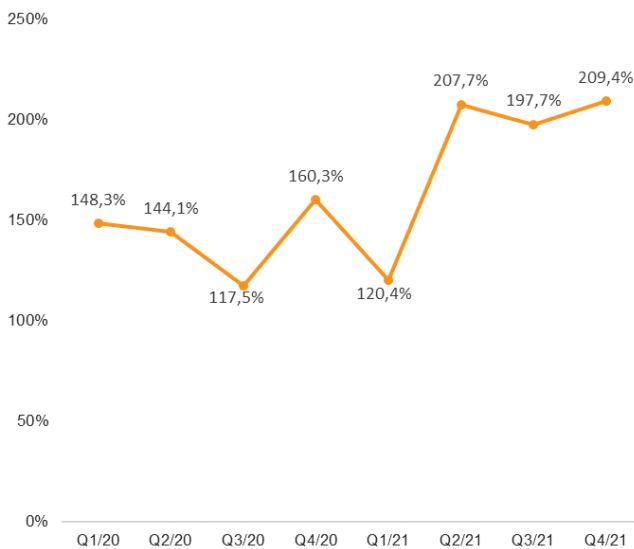
Thu nhập ngoài lãi (Non-IL) ghi nhận mức tăng trưởng 29,1% lên 4,6 nghìn tỷ đồng trong 2021, trong đó thu nhập từ phí là yếu tố chính đóng góp vào sự tăng trưởng nói trên (+70,8% svck).

Chi phí hoạt động của ACB chỉ tăng nhẹ 7,9% svck; tỷ lệ chi phí/thu nhập hoạt động (CIR) ghi nhận giảm đáng kể xuống mức 33% từ mức 42% trong 2020.

ACB đã tăng cường trích lập dự phòng với chi phí dự phòng trong năm 2021 tăng mạnh 254,5% svck (tỷ lệ chi phí tín dụng tăng lên mức 1% trong năm 2021 từ mức 0,32% năm 2020). Dự phòng tổn thất cho vay tăng 99% so với cùng kỳ, tương đương với LLR là 209,4% vào cuối 2021. Mặc dù nợ xấu tăng 52% do ảnh hưởng từ dịch bệnh, tỷ lệ nợ xấu vẫn đang ở mức thấp là 0,77% vào cuối 2021 (năm 2020 là 0,59%).

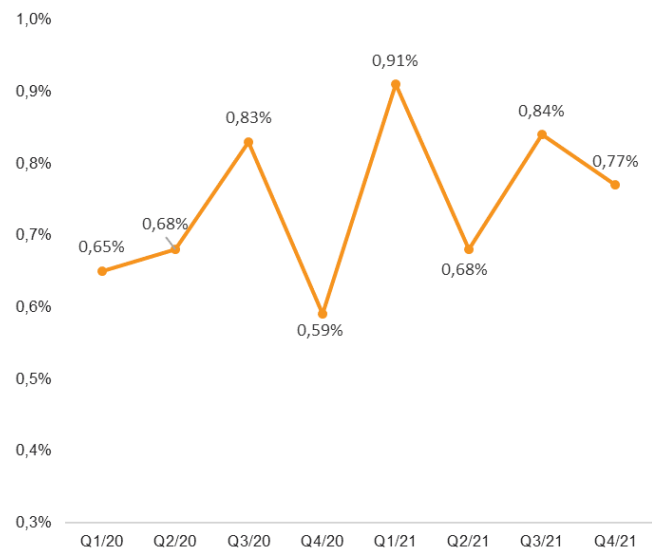
- Nợ nhóm 2 tăng gấp 3 lần svck, chiếm 0,52% tổng dư nợ.
- Nợ tái cơ cấu ghi nhận 17 nghìn tỷ đồng vào cuối 2021, tương đương 4,7% tổng dư nợ. ACB cho biết đã trích lập đầy đủ cho phần nợ tái cơ cấu liên quan đến dịch bệnh Covid-19 (2,3 nghìn tỷ đồng).

Hình 9: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt mức cao nhất từ trước đến nay



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Tỷ lệ nợ xấu NPL vẫn duy trì mức thấp 0,77% cuối 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự phóng cho giai đoạn 2022-23

ACB được biết đến là một ngân hàng tiêu biểu trong mảng bán lẻ (cho vay cá nhân và các doanh nghiệp vừa và nhỏ) và đây vẫn sẽ là mảng kinh doanh chiến lược của ngân hàng trong dài hạn. Với việc tiên phong trong mảng bán lẻ, ACB đã xây dựng được 1 lợi thế cạnh tranh khác biệt so với đối thủ dựa trên nền tảng vững chắc và kinh nghiệm dày dặn. Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục tăng trưởng cho vay 17% svck trong giai đoạn 2022-23, trong đó mảng bán lẻ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng với mức tăng là 18%. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng ACB sẽ có những bước đi thận trọng hơn trong việc giải ngân cho vay khi tệp khách hàng của ACB chủ yếu là những khách hàng đã chịu nhiều ảnh hưởng từ dịch bệnh vừa qua (94% danh mục cho vay là khách hàng cá nhân và các DN vừa và nhỏ).

Chúng tôi ước tính NIM của ACB sẽ giảm 50 điểm cơ bản trong năm 2022 (từ mức 4% trong 2021) do ảnh hưởng từ việc lãi suất tiền gửi tăng trở lại trong thời gian tới (dẫn đến chi phí vốn tăng) đến từ lạm phát gia tăng và sự cạnh tranh giữa các kênh đầu tư hiện nay. Theo chúng tôi, ngân hàng có khả năng giảm thiểu được rủi ro trên sẽ là các ngân hàng có (i) hệ số CASA cao (chi phí vốn rẻ

hơn), (ii) khả năng mở rộng cho vay cá nhân (giúp cải thiện lợi suất tài sản), và (iii) tỷ lệ LDR thấp. Hiện tại, ACB ghi nhận hệ số CASA chỉ ở mức vừa phải (25%), tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân trong tổng danh mục ở mức khá cao là 63%, và tỷ lệ LDR khá cao là 79% (so với hạn mức cho phép là 85%). Vì vậy, chúng tôi cho rằng ACB sẽ khó có thể mở rộng/duy trì biên lãi thuần trong năm nay.

Như đã đề cập trước đó, tệp khách hàng lớn sẽ giúp ACB tiếp tục đà tăng trưởng mạnh từ thu nhập từ phí trong những năm tới. Mặt khác, ACB đã đầu tư lớn vào nền tảng ngân hàng số từ năm 2017 với tầm nhìn ngân hàng số sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu của khách hàng một cách nhanh chóng và thuận tiện nhất, từ đó giúp thúc đẩy tăng trưởng thu nhập từ phí và giảm chi phí hoạt động. Cho đến nay, ACB đã phần nào thành công với chiến lược này khi ngân hàng ghi nhận tăng trưởng kép 23% cho thu nhập từ phí giai đoạn 2019-21 và tỷ lệ chi phí/thu nhập hoạt động giảm mạnh từ mức 45-50% trong 2016-20 xuống chỉ còn 33% trong năm vừa qua. Chính vì vậy...

- Chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ phí sẽ tiếp tục giữ được đà tăng trưởng mạnh 20% svck trong 2022-23, nhờ vào mảng phí dịch vụ và bảo hiểm.
- Chúng tôi dự báo CIR sẽ tiếp tục duy trì ở mức 33% trong năm 2022; chi phí hoạt động sẽ tăng nhẹ 1,9% svck.

Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ACB sẽ giảm mạnh 38% trong năm 2022 dựa trên chất lượng tài sản vững chắc vốn có của ngân hàng và việc nền kinh tế đi vào quỹ đạo hoạt động trở lại. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí tín dụng trong 2022-23 sẽ giảm xuống còn 0,5% từ mức 1% trong 2021.

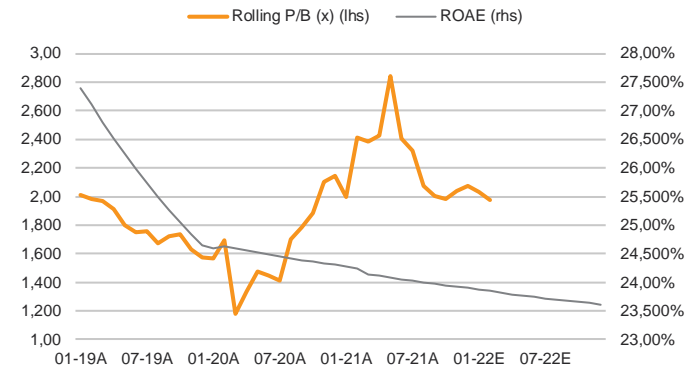
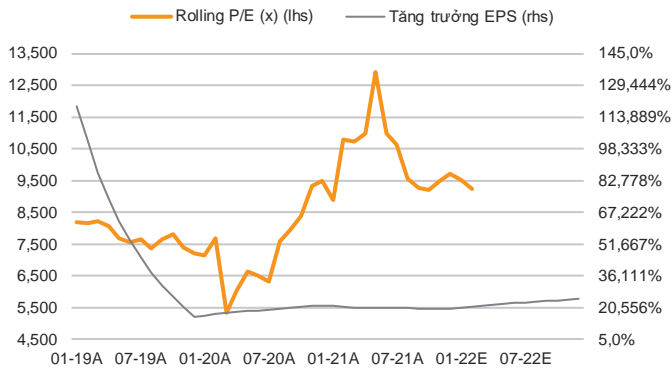
Kết luận, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của ACB sẽ tăng 25%/18% svck trong 2022-23, lần lượt đạt 12 nghìn tỷ đồng và 14 nghìn tỷ đồng. ROE tiếp tục duy trì ở mức cao là 23,6% (2021 là 23,9%).

Hình 11: Thay đổi dự phóng cho năm 2022-24

	2021	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Thu nhập lãi	18.945	22.392	26.655	30.731	19.534	23.141	26.688	-12,8%	-13,2%	-13,2%	Giảm dự phóng do NIM giảm
Thu nhập ngoài lãi	4.619	6.139	6.408	7.514	5.968	6.114	7.599	-2,8%	-4,6%	1,1%	
Tổng thu nhập hoạt động	23.564	28.531	33.063	38.246	25.501	29.255	34.287	-10,6%	-11,5%	-10,4%	
Chi phí hoạt động	(8.230)	(12.411)	(14.217)	(15.872)	(8.415)	(9.508)	(11.315)	-32,2%	-33,1%	-28,7%	Thấp hơn dự báo cũ (CIR duy trì 33%)
LN trước dự phòng	15.334	16.120	18.846	22.374	17.086	19.747	22.972	6,0%	4,8%	2,7%	
Chi phí dự phòng	(3.336)	(1.025)	(793)	(1.020)	(2.103)	(2.084)	(2.490)	105,1%	162,9%	144,1%	
LN trước thuế	11.998	15.094	18.053	21.354	14.983	17.663	20.482	-0,7%	-2,2%	-4,1%	
LN ròng	9.603	12.085	14.454	17.097	11.986	14.130	16.385	-0,8%	-2,2%	-4,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	18.945	19.534	23.141
Thu nhập lãi suất ròng	4.619	5.968	6.114
Tổng lợi nhuận hoạt động	23.564	25.501	29.255
Tổng chi phí hoạt động	(8.230)	(8.415)	(9.508)
LN trước dự phòng	15.334	17.086	19.747
Tổng trích lập dự phòng	(3.336)	(2.103)	(2.084)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	11.998	14.983	17.663
Thuế	(2.395)	(2.997)	(3.533)
Lợi nhuận sau thuế	9.603	11.986	14.130
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	9.603	11.986	14.130

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	361.913	423.184	495.527
Cho vay các ngân hàng khác	49.819	57.292	65.885
Tổng cho vay	411.731	480.476	561.412
Chứng khoán - Tổng cộng	70.742	81.917	94.880
Các tài sản sinh lãi khác	32.576	39.091	46.910
Tổng các tài sản sinh lãi	515.050	601.484	703.201
Tổng dự phòng	(5.870)	(6.438)	(6.484)
Tổng cho vay khách hàng	356.051	417.218	489.585
Tổng tài sản sinh lãi ròng	509.180	595.046	696.718
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	7.510	7.848	8.201
Tổng đầu tư	388	405	424
Các tài sản khác	10.692	11.173	11.676
Tổng tài sản không sinh lãi	18.590	19.426	20.300
Tổng tài sản	527.770	614.473	717.018
Nợ khách hàng	379.921	448.306	529.002
Dư nợ tín dụng	30.548	31.159	31.782
Tài sản nợ chịu lãi	410.469	479.465	560.784
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	410.469	479.465	560.784
Các khoản nợ lãi suất khác	54.480	57.204	60.064
Tổng các khoản nợ lãi suất	464.949	536.669	620.848
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	17.921	21.188	26.776
Tổng nợ không lãi suất	17.921	21.188	26.776
Tổng nợ	482.869	557.857	647.623
Vốn điều lệ và	27.019	27.019	27.019
Thặng dư vốn cổ phần	272	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	10.445	22.432	35.211
Các quỹ thuộc VCSH	7.164	7.164	7.164
Vốn chủ sở hữu	44.901	56.615	69.395
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(0)	(0)
Tổng vốn chủ sở hữu	44.901	56.615	69.395
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	527.770	614.473	717.018

	12-21A	12-22E	12-23E
Chi số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	7,6%	18,0%	18,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	16,2%	16,9%	17,1%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	29,9%	3,1%	18,5%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	45,5%	11,4%	15,6%
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	24,8%	17,9%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	19,4%	16,9%	17,1%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.554	4.436	5.230
BVPS (VND)	16.618	20.954	25.683
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	20,0%	24,8%	17,9%

Các chỉ số chính

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	3,5%	3,5%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(34,9%)	(33,0%)	(32,5%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	0,7%	0,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,8%	0,7%	0,7%
LN/ TB cho vay	1,0%	0,5%	0,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	12,4%	13,1%	13,4%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	88,2%	88,3%	88,4%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,1%	6,7%	6,9%
Chi phí cho các quỹ	3,4%	3,6%	3,8%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,9%	3,4%	3,5%
ROAE	23,9%	23,6%	22,4%

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

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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