

ACB – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 18/02/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	29.150
KLGD TB 10 ngày	7.233.070
Vốn hoá (tỷ đồng)	63.550
Số lượng CPLH	2.161.558.460

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lương Văn Hoàn
lvhoan@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 7186

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

DUY TRÌ TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG ẨM TƯỢNG

Triển vọng: (1) ACB có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn mức tăng của toàn hệ thống trong năm 2020 và có đủ năng lực tài chính giúp duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong tương lai.

(2) Lãi suất cho vay giảm chậm hơn so với mức giảm của lãi suất huy động giúp cho biên lãi ròng NIM của ACB tăng lên và là yếu tố đóng góp lớn nhất vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao của ACB trong Q3 và Q4.2020. Chúng tôi cho rằng sự chênh lệch trong ngắn hạn này sẽ tiếp tục giúp cho ACB có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao trong nửa đầu năm 2021;

(3) ACB sẽ bắt đầu ghi nhận khoản phí trả trước (Upfront) 8.500 tỷ đồng cho hoạt động hợp tác bán bảo hiểm độc quyền từ năm 2021 theo kế hoạch ghi nhận đều 15 năm.

(4) Chúng tôi dự báo cổ phiếu ACB sẽ được thêm vào các chỉ số bao gồm VNDiamond vào kỳ đảo danh mục T4.2021; VN30 vào kỳ đảo danh mục T6.2021 và một số chỉ số khác. Do vậy, các quỹ đầu tư chỉ số sẽ thực hiện mua vào cổ phiếu ACB.

Khuyến nghị: Với dự phóng khả quan về lợi nhuận cho các năm tiếp theo, chúng tôi duy trì **khuyến nghị MUA** và **ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu ACB là 36.741 đồng/cổ phiếu.**

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021F
Thu nhập lãi thuần	8,458	10,363	12,112	14,582	17,809
Thu ngoài lãi	2,981	3,670	3,985	3,579	4,184
Tổng thu nhập hoạt động	11,439	14,033	16,097	18,161	21,993
Chi phí hoạt động	6,217	6,712	8,308	7,624	9,013
Dự phòng rủi ro	2,565	932	274	941	1,218
Lợi nhuận trước thuế	2,656	6,389	7,516	9,596	11,761
NIM	3.4%	3.5%	3.5%	3.7%	3.8%
Số dư VAMC (sau trích lập)	29	21	0	0	0
ROE	14.1%	27.7%	24.6%	24.3%	23.5%
CIR	54.4%	47.8%	51.6%	42.0%	41.0%
CAR	11.5%	12.8%	11.7%	10.7%	na
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%
LLCR	132.7%	151.9%	175.0%	160.3%	155.3%
CASA	15.8%	16.7%	18.2%	21.0%	22.8%

Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH 2020

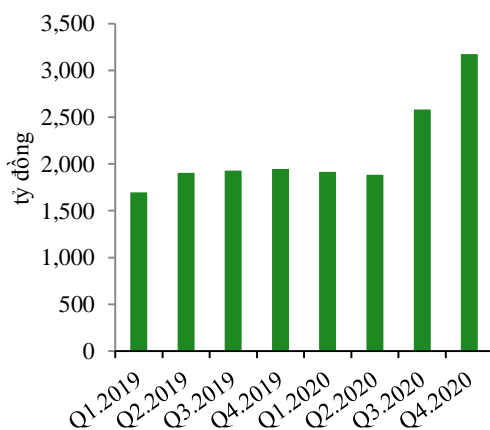
Lợi nhuận tăng trưởng cao ở H2.2020 khi chi phí huy động thấp bắt đầu được phản ánh.

Năm 2020, ACB ghi nhận LNTT đạt 9.596 tỷ đồng (+27,7% yoy). Ngân hàng ghi nhận mức thu nhập lãi thuần tăng trưởng tốt ở 2 quý cuối năm và đồng thời ghi nhận khoản hoàn nhập chi phí trích lập dự phòng khoản phải thu khó đòi 646 tỷ đồng.

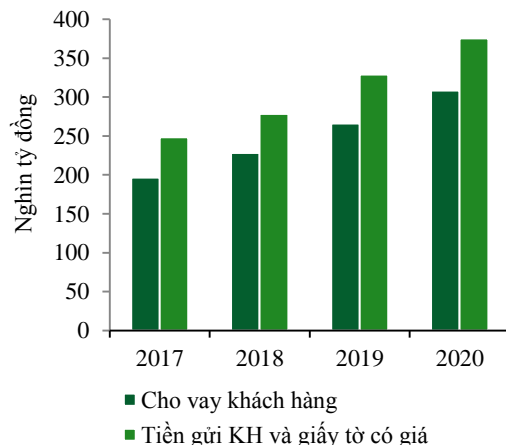
Cho vay khách hàng của ACB đạt 311 nghìn tỷ đồng (+15,9% yoy). Cơ cấu cho vay không thay đổi nhiều với khoảng 61% dư nợ khách hàng cá nhân, 32% dư nợ khách hàng SME và 7% dư nợ khách hàng lớn.

Huy động từ tiền gửi và giấy tờ có giá ghi nhận mức 375 nghìn tỷ đồng (+14% yoy). Tỷ lệ CASA tăng mạnh và đạt mức 21% nhờ (1) ACB thực hiện triển khai nhiều gói tài khoản miễn phí giao dịch và (2) nhiều khách hàng không thực hiện gửi tiền kỳ hạn do lãi suất không đủ cao để bù đắp bất lợi về thanh khoản.

Lợi nhuận trước thuế



Cho vay khách hàng- Huy động



Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

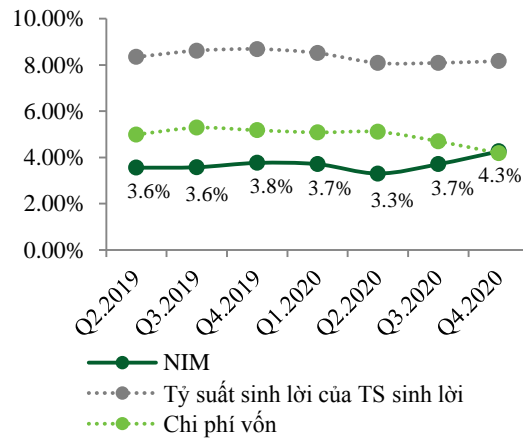
Tổng thu nhập hoạt động đạt 18.161 tỷ (+12,8% yoy), bao gồm:

- Thu nhập lãi thuần ghi nhận 14.582 tỷ đồng (+20,3% yoy). Biên lãi ròng NIM tăng lên ở Q3 và Q4.2020 nhờ lãi suất huy động giảm mạnh.
- Thu nhập từ các hoạt động ngoài lãi đạt 3.579 tỷ đồng (+10,2% yoy). Mức tăng trưởng chậm của thu nhập ngoài lãi do (1) ngân hàng tạm dừng hoạt động bán bảo hiểm vào tháng 12.2020 để chuẩn bị cho hoạt động bán hàng của hợp đồng hợp tác mới và (2) ACB không còn ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến từ hoạt động thu hồi nợ (đạt 1.428 tỷ đồng năm 2019 và 161 tỷ đồng năm 2020)

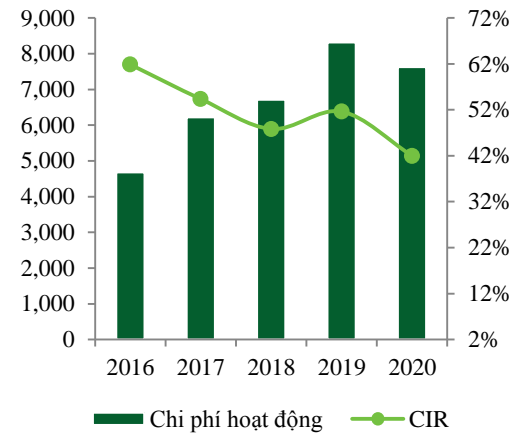
Chi phí hoạt động ghi nhận 7.624 tỷ đồng (-8,2% yoy). Mức giảm của chi phí hoạt động có được do ACB ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng tài sản có khác 646 tỷ đồng.

ROAE của ACB tăng lên đạt 24,6% và ROAA đạt 1,9%.

NIM



Chi phí hoạt động

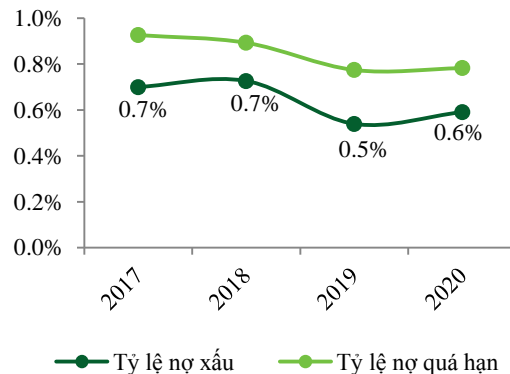


Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

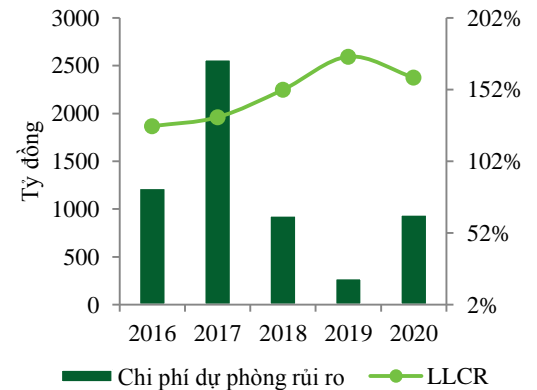
Nợ xấu duy trì thấp.

Tỷ lệ nợ xấu ghi nhận 0,59%, tương đương năm 2019. Tỷ lệ nợ nhóm 2 – 5 ở mức 0,78%. ACB duy trì vị thế ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thuộc nhóm thấp nhất ngành đồng thời chi phí trích lập xét trên tương quan quy mô ở mức thấp nhất ngành.

Tỷ lệ nợ xấu



Dự phòng rủi ro



Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

Nợ tái cơ cấu của ACB ở mức khoảng 9.000 tỷ đồng (2,9% dư nợ cho vay). Trong đó, 4.000 tỷ đồng là dư nợ khách hàng cá nhân. 600 tỷ dư nợ sẽ đến hạn trả trong năm 2021 và ACB kỳ vọng có thể thu hồi 90% các khoản nợ này. Về phía cơ quan quản lý, Thông tư 01 đang được lấy ý kiến sửa đổi theo hướng yêu cầu các ngân hàng thực hiện trích lập dư nợ tái cơ cấu trong thời hạn 03 năm.

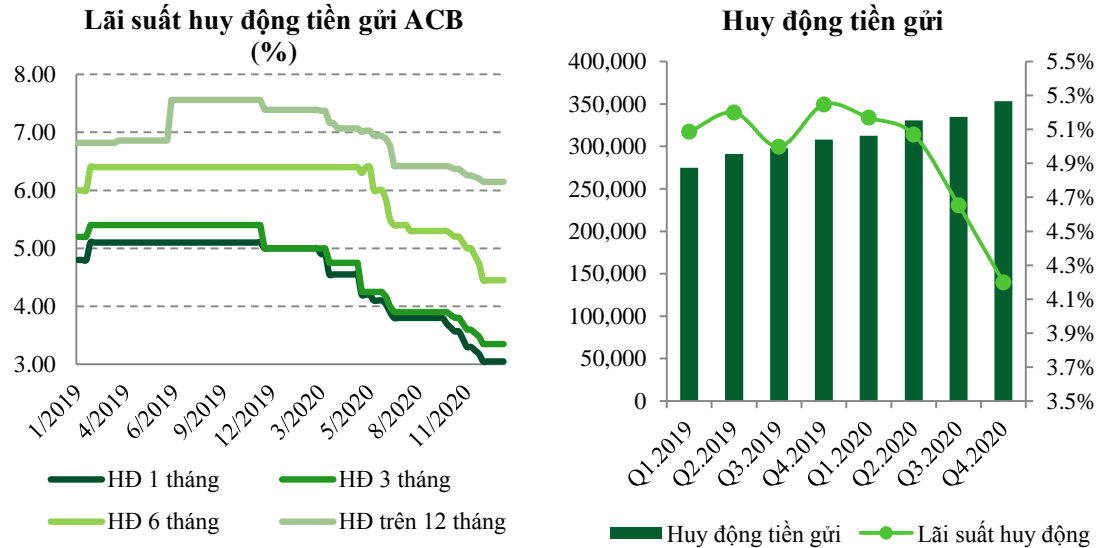
TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO

Tiếp tục hưởng lợi nhờ mặt bằng lãi suất huy động thấp.

Cùng với xu hướng giảm lãi suất huy động chung của toàn hệ thống, lãi suất huy động niêm yết của ACB có mức giảm từ 1,25 – 2% trong năm 2020. Lãi suất huy động giảm có mức tác động chậm lên chi phí lãi trong Q1 và Q2 và bắt đầu có ảnh hưởng lớn vào Q3 và Q4.2020 với tỷ suất chi phí lãi đạt

lần lượt 4,6% và 4,2%.

Lãi suất cho vay giảm chậm hơn so với mức giảm của lãi suất huy động giúp cho biên lãi ròng NIM của ACB tăng lên và là yếu tố đóng góp lớn nhất vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao của ACB trong Q3 và Q4.2020. **Chúng tôi cho rằng sự chênh lệch trong ngắn hạn này sẽ tiếp tục giúp cho ACB có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao trong nửa đầu năm 2021.**



Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

Các triển vọng khác đối với ACB trong năm 2021:

Tín dụng tăng trưởng nhanh hơn trung bình ngành với trọng tâm tiếp tục là nhóm khách hàng cá nhân và SME: dư nợ khách hàng cá nhân và SME chiếm 93% dư nợ cho vay của ACB cuối năm 2020 và là ngân hàng có cơ cấu khách hàng tương đối tối ưu. ACB có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn mức tăng của toàn hệ thống trong năm 2020 và chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong tương lai.

Hợp đồng phân phối bảo hiểm với mức phí trả trước (Upfront) lên tới 8.500 tỷ đồng: ACB có khả năng sẽ ghi nhận phí Upfront trái đều cho giai đoạn 15 năm, tương đương mức lợi nhuận 560 tỷ/năm bắt đầu từ 2021. Hơn nữa, khoản phí nhận được tương đương 24% vốn chủ sở hữu và 2,4% lượng vốn huy động của ngân hàng và sẽ giúp làm giảm áp lực tăng trưởng huy động của ACB trong trung hạn và qua đó có thể góp phần vào quá trình giảm chi phí vốn.

ACB đã dành T12.2020 để thực hiện chuẩn bị triển khai bán bảo hiểm và đã chính thức bán bảo hiểm theo mô hình nhân viên ngân hàng trực tiếp tư vấn với khách hàng. Ngân hàng đã dành được vị trí số 1 toàn hệ thống trong T1.2021 với doanh thu phí 137 tỷ đồng (tính theo APE – Phí phải đóng tương đương cho cả năm)

Danh mục trái phiếu chính phủ có giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách: Danh mục trái phiếu chính phủ 69.117 tỷ đồng của ACB có một tỷ lệ lớn được mua từ giai đoạn lợi suất trái phiếu thị trường ở mức cao và cáo giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách ở thời điểm hiện tại. Mức lợi suất ghi nhận của danh mục trái phiếu chính phủ trong năm 2020 là 4,6% và kỳ hạn trung bình (Duration) khoảng 3 năm, mức chênh lệch giá trị thị trường và giá trị ghi sổ ước tính lên tới hàng nghìn tỷ đồng.

Khả năng cao được thêm vào các chỉ số: Chúng tôi dự báo cổ phiếu ACB sẽ được thêm vào các chỉ số bao gồm VNDiamond vào kỳ đảo danh mục T4.2021; VN30 vào kỳ đảo danh mục T6.2021 và

một số chỉ số khác. Khi đó, các quỹ đầu tư chỉ số neo theo các chỉ số trên sẽ thực hiện mua vào cổ phiếu ACB.

Rủi ro:

Rủi ro nợ xấu: mặc dù có chất lượng tài sản tốt nhưng ACB sẽ vẫn phải chịu rủi ro gia tăng về nợ xấu trong trường hợp dịch bệnh lan nhanh vượt ngoài tầm kiểm soát.

ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Dự phóng của chúng tôi dựa trên một số giả định chủ yếu sau:

- (1) Tăng trưởng tín dụng đạt 16,1%.
- (2) Chi phí vốn có tốc độ giảm mạnh hơn lợi suất sinh lời của tài sản sinh lãi.
- (3) Tỷ lệ nợ xấu thời điểm cuối năm là 0,7%.
- (4) Tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu đạt 155%.
- (5) Tỷ lệ CIR giảm xuống mức 41% thể hiện sự hiệu quả cải thiện theo quy mô.

Như vậy, chúng tôi ước tính ACB có thể đạt **11.9761 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong năm 2021 (+22,6% yoy)** tương đương EPS đạt 4.353 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 20.665 đồng/cổ phiếu. Một số chỉ tiêu cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	Tăng trưởng	2021F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	12,112	14,582	20.4%	17,809	22.1%
Tổng thu nhập hoạt động	16,097	18,161	12.8%	21,993	21.1%
Dự phòng rủi ro	-274	-941	243.7%	-1,218	29.5%
Lợi nhuận trước thuế	7,516	9,596	27.7%	11,761	22.6%
ROE	24.6%	24.3%		23.5%	

Nguồn: VCBS ước tính

Phương pháp P/B:

Chúng tôi sử dụng mẫu so sánh là các ngân hàng có nhiều điểm tương đồng với ACB để thực hiện việc định giá:

Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/E	P/B	ROE
VPBank	VPB	101,013	9.6	1.9	22%
MBBank	MBB	72,208	8.6	1.5	18%
VIBBank	VIB	41,879	9.0	2.3	30%
HDBank	HDB	40,482	9.5	1.8	19%
Ngân hàng Tiên Phong	TPB	28,577	8.0	1.7	24%
Trung vị			9.02	1.76	22%

Sử dụng số nhân P/B trung vị ngành 1,76x, mức định giá của ACB là 36.377 đồng/cổ phiếu

Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)

Chiết khấu giá trị thặng dư với lợi suất yêu cầu VCSH 13,4% và P/B tại thời điểm Terminal Value 1,5 lần:

Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Vốn chủ sở hữu cuối kỳ	35,448	44,669	50,782	58,759	66,384	75,975	85,736
Lợi nhuận của cổ đông cty mẹ	7,683	9,409	10,649	12,551	14,398	16,404	18,784
Lợi nhuận yêu cầu		4,750	5,986	6,805	7,874	8,895	10,181

Thu nhập thặng dư	4,659	4,663	5,746	6,524	7,508	8,603
Giá trị hiện tại của Terminal Value						24,717
Tổng giá trị hiện tại						80,204
Số lượng CPLH (triệu cp)						2,162
Giá cổ phiếu ACB						37,105

Kết hợp các phương pháp định giá: mức giá hợp lý 36.741 đồng/CP

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và thu nhập thặng dư RI. Giá hợp lý cho cổ phiếu ACB là 36.741 đồng/cổ phiếu:

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	36.377	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	37.105	50%
Giá hợp lý	36.741	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: MUA

ACB có khả năng quản trị rủi ro tốt, nhờ đó ngân hàng có thể duy trì cơ cấu tài sản và mức sinh lời tốt ngay cả khi không có những lợi thế đặc biệt.

Với dự phóng khả quan về lợi nhuận cho các năm tiếp theo, chúng tôi duy trì **khuyến nghị MUA** và **ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu ACB là 36.741 đồng/cổ phiếu.**

PHỤ LỤC

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020	2021F
Thu nhập lãi	20,320	24,015	28,318	31,856	35,753
Chi phí lãi	-11,862	-13,652	-16,205	-17,274	-17,944
Thu nhập lãi thuần	8,458	10,363	12,112	14,582	17,809
Thu nhập ngoài lãi	2,981	3,670	3,985	3,579	4,184
Tổng thu nhập hoạt động	11,439	14,033	16,097	18,161	21,993
Chi phí hoạt động	-6,217	-6,712	-8,308	-7,624	-9,013
Lợi nhuận thuần từ HĐKD trước DPRRTD	5,222	7,321	7,790	10,537	12,980
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-2,565	-932	-274	-941	-1,218
Tổng lợi nhuận trước thuế	2,656	6,389	7,516	9,596	11,761
Chi phí thuế TNDN	-538	-1,252	-1,506	-1,913	-2,352
LNST	2,118	5,137	6,010	7,683	9,409
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST cổ đông công ty mẹ	2,118	5,137	6,010	7,683	9,409

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020	2021F
Tiền mặt, vàng, đá quý	4,852	6,129	6,438	6,968	9,445
Tiền gửi tại NHNN	8,315	10,684	10,420	16,617	19,077
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	8,942	18,770	30,342	31,671	36,361
Cho vay khách hàng	198,513	230,527	268,701	311,479	361,656
Cho vay khách hàng sau dự phòng RR	196,669	227,983	266,165	308,529	357,776
Chứng khoán	54,145	54,714	59,039	69,666	78,799
Tài sản có khác	11,394	11,054	11,111	11,079	12,864
Tổng tài sản	284,316	329,333	383,514	444,530	514,322
Tiền gửi khách hàng	241,393	269,999	308,129	353,196	405,492
Tiền gửi KKH của TCTD và KBNN	127	94	55	51	59
Tiền gửi CKH của TCTD và vay NHNN	15,327	23,699	19,194	23,824	27,352
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	6,908	8,489	20,987	22,166	25,448
Các khoản nợ khác	4,531	6,035	7,384	9,844	11,302
Tổng nợ phải trả	268,285	308,315	355,749	409,082	469,653
Vốn điều lệ	10,273	12,886	16,627	21,616	21,616
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	272	272	272
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá và đánh giá lại tài sản	0	0	0	0	0
Quỹ của TCTD	2,914	3,693	4,596	5,742	7,171
Vốn khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	3,510	5,105	6,370	7,819	15,611
Tổng vốn chủ sở hữu	16,031	21,018	27,765	35,448	44,669
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	16,031	21,018	27,765	35,448	44,669

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng
Phân tích & Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn
Trưởng Bộ phận
Phân tích doanh nghiệp
mdtuan@vcbs.com.vn

Lương Văn Hoàn
Chuyên viên Phân tích
lvhoan@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-3820 8116- Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giang Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giang Võ, Phường Giang Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
Phòng Giao dịch Tây Hồ	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
Phòng Giao dịch Hoàng Mai	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (+84-296) 3949 843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (+84-251) 3918 815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-225) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-274) 3855 771