

## Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2020

Ticker: ACB

Reuters: ACB.HN

Bloomberg: ACB Equity VN

## Duy trì nền tảng cơ bản tốt; Niềm yết trên sàn HoSE là điểm nhấn tích cực

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VND/cp) **29,600**

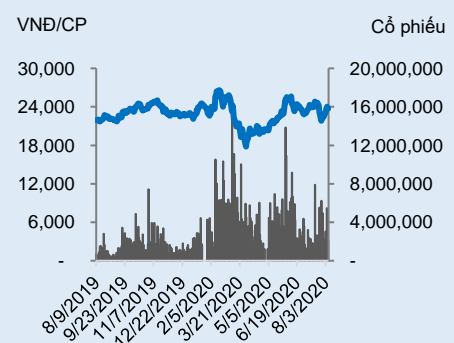
Thị giá (07/8/2020) **23,700**

Tiềm năng tăng giá **+25%**

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	17.800-26.600
Vốn hóa	39.407 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.662.737.277
KLGD bình quân 10 ngày	3.333.920
% nước ngoài sở hữu	30%
Room nước ngoài	30%
Cổ tức/ cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/ thị giá	N/a
Beta	1,02

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ACB	3,0%	-0,8%	8,7%	-9,9%
HNX-Index	9,5%	-2,5%	3,9%	3,2%

- ACB công bố LNTT 1H20 đạt 3.820 tỷ đồng (+ 5,4% YoY), khá sát với ước tính của BVSC là 3.927 tỷ đồng. Key drivers: 1) Thu nhập từ lãi tăng chủ yếu nhờ vào tăng trưởng tín dụng; 2) Kinh doanh ngoại hối và chứng khoán đầu tư ghi nhận lãi tích cực; và 3) Cắt giảm chi phí hoạt động.
- Cuối 2Q20, cả cho vay/ tiền gửi khách hàng đều hồi phục tốt QoQ, lần lượt đạt 284 nghìn tỷ (+ 3,3% QoQ; + 5,6% YTD) / 331 nghìn tỷ (+ 5,7% QoQ; + 7,3% YTD). LDR thuần giảm xuống 85,8% so với 87,9% trong 1Q20. LDR (Thông tư 22) là 79% so với cap là 85%, do đó giảm bớt áp lực nhu huy động trong 2H.
- Sáng kiến “Employee banking” bước đầu cho kết quả tốt, với tỷ lệ CASA đạt 18.1%, đứng sau các ngân hàng (NH) có thể mạnh thu hút CASA, gồm MBB (35,6%), TCB (34,4%) và VCB (28,8%). Mạng banca ghi nhận KQ vượt trội trong Tháng 6 đạt hơn 100 tỷ, lọt vào top 3 NH bán bảo hiểm tốt nhất thị trường.
- Duy trì nền tảng cơ bản tốt. Tỷ lệ NPL cuối 2Q20 là 0,68% (+3 bps QoQ; +2 bps QoQ), trong đó tỷ lệ nợ xấu từ khách hàng cá nhân và SME lần lượt là 0,6% và 0,7%. Trong 2Q20, Ban lãnh đạo chia sẻ ACB đã tích cực phân loại nợ khẩn khe hơn so với Thông tư 02 để phản ánh đúng nhất tình trạng nợ xấu, theo đó kỳ vọng không có sự thay đổi trọng yếu đối với NPL trong 2H. LLRC duy trì ở mức cao 144%. Mức an toàn vốn CAR (Basel II) là 10,7% cuối 2Q20.
- Tính đến cuối 2Q20, ACB công bố tổng dư nợ đã cơ cấu do dịch Covid-19 là khoảng 9 nghìn tỷ (ứng với 3,2% dư nợ), thấp hơn 4,4% là mức bình quân gia quyền của 9 NH đã công bố. ACB kỳ vọng không có thêm khoản nợ tái cấu trúc do dịch Covid-19 trong 2H. Tổng thu nhập từ lãi bị ảnh hưởng ước tính là 500 tỷ, kỳ vọng sẽ thu hồi đầy đủ sau thời gian tái cấu trúc.
- BVSC điều chỉnh nhẹ LNTT năm FY20 của ACB lên mức 7.896 tỷ (+5% YoY) từ mức 7.741 tỷ (+3% YoY) ở lần cập nhật trước, chủ yếu do dự phóng banca tốt hơn. Chúng tôi kỳ vọng LNTT năm FY21 của ACB sẽ phục hồi tốt đạt 9.877 tỷ (+15% YoY) với giả định phục hồi tốt trên các mảng kinh doanh cốt lõi sau đại dịch Covid-19. Bao gồm tăng trưởng tín dụng tốt hơn, cải thiện NIM, gia tăng đóng góp từ mảng dịch vụ và chất lượng tài sản tốt hơn nữa.

**Khuyến nghị:** ACB đóng cửa tại mức giá 23.700 đồng/cp vào 07.08.2020, giao dịch tại mức P/B và P/E năm 2020 là 1,15x và 6,2x so với mức ROAA là 1,6% và ROAE là 20,3%. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **29.600/cp** (lợi nhuận tiềm năng: 25%), định giá ở mức P/B hợp lý là 1,4x. ACB là một trong những NH thận trọng nhất, sở hữu mô hình bán lẻ thể chấp tốt nhất hệ thống. BVSC duy trì quan điểm ACB là ngân hàng được quản trị tốt, với những lợi thế cạnh tranh riêng biệt: 1) Tỷ lệ cho vay cá nhân lớn (hỗ trợ NIM, tối ưu hóa phân tán rủi ro và hạn chế hình thành nợ xấu); 2) Khẩu vị rủi ro thấp; 3) Bảng cân đối kế toán tốt (Tỷ lệ NPL thấp nhất ngành và tỷ lệ LLRC đứng thứ hai); và 4) Quản trị rủi ro tốt. BVSC hiểu rằng đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng đáng kể đối với ngành ngân hàng, cho đến thời điểm hiện tại, những lợi thế cạnh tranh của ACB đang tiếp tục hỗ trợ tốt đối với KQKD và chất lượng tài sản của NH trong bối cảnh khó khăn. BVSC hiện kỳ vọng việc niêm yết trên sàn HoSE sẽ hoàn thành sớm hơn ước tính ban đầu vào Tháng 11-12, bởi việc chi trả cổ tức cổ phiếu diễn ra vào nửa cuối Tháng 8. Ký kết hợp đồng banca độc quyền, kỳ vọng diễn ra trong 2H duy trì là một điểm nhấn thú vị, với khoản thu nhập upfront fee một lần đáng kể và dòng thu nhập ổn định về sau. Sau đại dịch Covid-19, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi tốt với ACB, đưa ra dự phóng LNTT năm 2021 tăng 15%.

Chuyên viên phân tích

**Trần Đăng Mạnh**

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

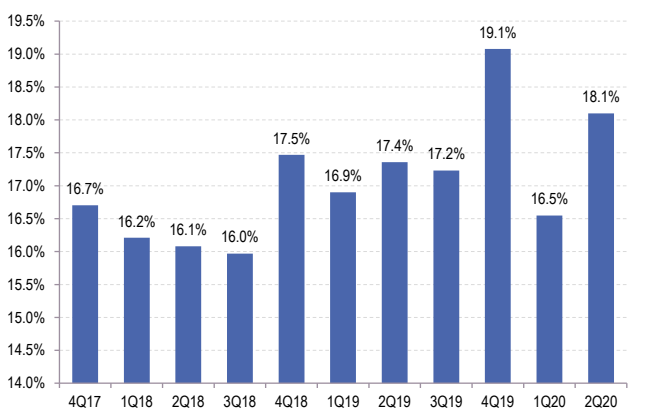
## Kết quả kinh doanh 1H20 tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ

ACB báo cáo LNTT 1H20 đạt 3.820 tỷ (+ 5,4% YoY) so với ước tính của chúng tôi là 3.927 tỷ; cho phép ACB hoàn thành 50,0% / 49,3% kế hoạch LNTT / dự báo LNTT của chúng tôi trong lần cập nhật trước. LNTT riêng 2Q20 ở mức thấp ở mức 1.895 tỷ đồng (-1,1% YoY), chủ yếu là do tăng cường trích lập dự phòng, khi tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh đi ngang và hệ số CIR được quản lý chặt chẽ. Các điểm nổi bật về KQKD 1H20 bên dưới:

**Cho vay khách hàng cá nhân và SME tiếp tục là động lực tăng trưởng tín dụng chủ chốt trong 6T20.** Đến cuối 2Q20, tổng dư nợ cho vay khách hàng là 283.755 tỷ (+3,3% QoQ; +5,6% YTD so với hạn mức tín dụng năm cả năm là 11,75%), với tỷ trọng cho vay cá nhân và SME không đổi ở mức 91%. Phân khúc cho vay cá nhân và SME vẫn là động lực tăng trưởng tín dụng chính, ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là 6,0% và 6,4% YTD; trong khi, mảng cho vay MMLC được báo cáo giảm tốc khoảng 2,0% YTD. ACB kỳ vọng được cấp thêm hạn mức tín dụng 3-4%, hay tổng hạn mức tín dụng năm là 15% YoY.

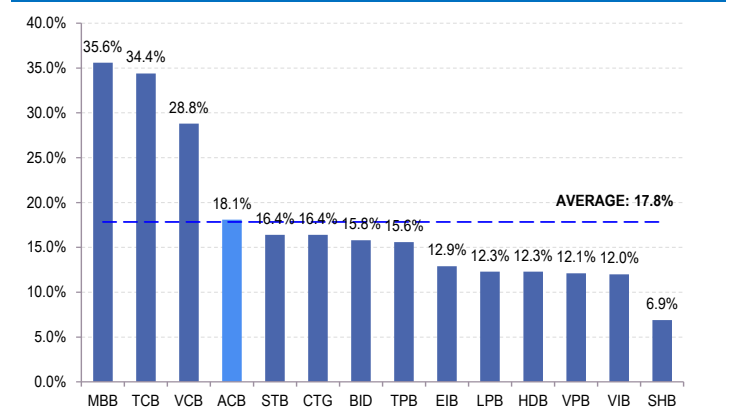
**CASA phục hồi và LDR thuần giảm QoQ.** Tổng tiền gửi của khách hàng đến cuối 2Q20 là 330.551 tỷ (+5,7% QoQ; +7,3% YTD), trong đó tỷ lệ CASA nhích nhẹ lên 18,1% so với 16,5% trong 1Q20, mà Ban lãnh đạo cho rằng sáng kiến “Employee banking” bước đầu mang lại hiệu quả. Chúng tôi coi mức CASA hiện tại của ACB là đáng khích lệ, do vị thế của ACB không phải là một ngân hàng Nhà nước hoặc có thế mạnh về công nghệ cao. Theo đó, tỷ lệ LDR thuần trong 2Q20 là 85,8%, thấp hơn mức 87,9% của 1Q20. Tỷ lệ LDR (Thông tư 22) là 79% so với giới hạn quy định hiện hành là 85,0%, cho thấy ACB hiện đang chịu ít áp lực hơn về nhu cầu tiền gửi để tăng trưởng tín dụng 2H20.

**Hình 1: Xu hướng CASA của ACB giai đoạn 4Q17-2Q20: Sáng kiến “Employee banking” bước đầu mang lại hiệu quả**



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng; BVSC

**Hình 2: Tỷ lệ CASA của một số Ngân hàng vào cuối 2Q20: ACB cho thấy cải thiện trong việc thu hút CASA**



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng; BVSC

**Thu nhập từ lãi chủ yếu thúc đẩy bởi tăng trưởng tín dụng.** Thu nhập từ lãi 1H20 đạt 6.531 tỷ (+13,4% YoY), chủ yếu nhờ tổng dư nợ cho vay khách hàng tăng trưởng 13,2% YoY. Vì NIM trong 2Q20 là 3,28% (-39 bps QoQ; -27 bps YTD), chúng tôi hiểu rằng NIM sụt giảm phần lớn xảy ra trong 2Q20, khi (1) LDR thuần thấp hơn; (2) Lợi suất tài sản sinh lãi giảm xuống còn 8,03% (-43 bps QoQ) do các gói kích cầu (cho vay khách hàng với lãi suất ưu đãi), và (3) Chi phí huy động gần như đi

ngang ở mức 5,10% (+2 bps QoQ), khi số dư giấy tờ có giá tăng do đó bù đắp cho việc giảm lãi suất tiền gửi có kỳ hạn và tăng tỷ trọng CASA.

Hình 3: Xu hướng NIM của ACB giai đoạn FY17-2Q20:

	2017	2018	2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
<b>IEA yield %</b>	8.26%	8.23%	8.30%	8.23%	8.29%	8.56%	8.63%	8.46%	8.03%
<b>Funding cost %</b>	4.94%	4.82%	4.98%	4.83%	4.99%	5.28%	5.17%	5.08%	5.10%
<b>NIM %</b>	<b>3.44%</b>	<b>3.55%</b>	<b>3.55%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.53%</b>	<b>3.55%</b>	<b>3.74%</b>	<b>3.69%</b>	<b>3.28%</b>

Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng; BVSC ước tính

**Thu nhập ngoài lãi ổn định (Noll) hỗ trợ bởi ghi nhận lãi tích cực từ chứng khoán đầu tư và hoạt động kinh doanh ngoại hối.** Cụ thể, Noll trong 1H20 đạt 1.948,9 tỷ (+16,1% YoY). Chi tiết hoạt động từng mảng được ghi nhận bên dưới:

- **Việc phân loại lại các khoản phí liên quan đến thẻ tín dụng đã làm giảm thu nhập từ phí.** Nếu ACB giữ nguyên phân loại cũ, thu nhập phí thuần (NFI) 1H20 sẽ đạt 1 nghìn tỷ (+12,4% YoY). Theo hướng dẫn của kiểm toán viên, ACB hiện đã ghi nhận phí phạt thẻ tín dụng dưới khoản mục “Thu nhập khác” trên P&L, theo đó NFI trong 1H20 đạt 797 tỷ (-10,6% YoY). Thu nhập từ banca trong 6 tháng đầu năm tăng nhẹ lên 380 tỷ; trong đó, đóng góp Tháng 6 góp tỷ trọng lớn khoảng 100 tỷ đồng. Chúng tôi hiểu rằng KQ banca 5M20 diễn biến chậm, phần lớn là do tác động của Covid-19. Cho cả năm FY20, ACB tự tin thu nhập từ banca đạt 900 tỷ (+ 61,0% YoY).
- **Hoạt động kinh doanh ngoại hối khả quan.** Lãi thuần từ tỷ giá hối đoái 1H20 tăng mạnh 98,1% YoY đạt 95,7 tỷ, tương đương 15,2% thu nhập ngoài lãi 1H20.
- **Chứng khoán đầu tư ghi nhận lãi tích cực.** Lãi từ chứng khoán đầu tư 1H20 đạt 662,2 tỷ (34,0% thu nhập ngoài lãi 1H20) so với mức lỗ 8,3 tỷ đồng trong 1h19, chúng tôi cho rằng ACB đã tích cực hiện thực hóa lợi nhuận từ danh mục TPCP trong môi trường lợi suất thấp.

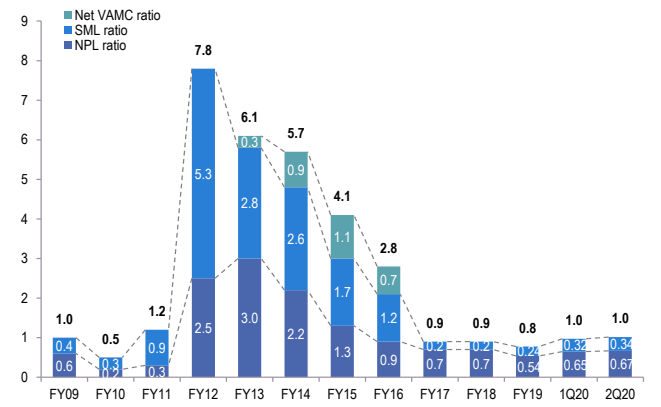
**Cắt giảm CIR hỗ trợ lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP).** Tổng thu nhập hoạt động 1H20 tăng đáng kể 14,0% YoY. Chi phí hoạt động 1H20 tăng trưởng với tốc độ chậm hơn 10,9%; tương ứng, hệ số CIR giảm xuống 48,7% trong 1H20 so với 50,0% trong 1H19. Trong đó, chúng tôi lưu ý rằng hệ số CIR trong 2Q20 đã giảm xuống 43,1% so với mức tăng cao 53,9% trong 1Q20, do ACB đã tích cực ghi nhận các khoản chi trả lương và thưởng cho các quý tiếp theo. Theo đó, PPOP của 1H20 tăng trưởng 17,1% YoY lên 8.480,3 tỷ đồng.

**Tăng chi phí trích lập dự phòng, chủ yếu là cho khoản vay liên ngân hàng.** Chi phí dự phòng trong 2Q20 tăng mạnh 3,7 lần so với cùng kỳ lên 439,5 tỷ đồng, trong đó ACB đã trích lập chi phí dự phòng bất thường khoảng 329,5 tỷ đồng cho các khoản vay liên ngân hàng cho Ngân hàng Xây dựng Việt Nam (400 tỷ đồng với tài sản đảm bảo ước tính khoảng 600 tỷ, trong đó ACB đã trích lập dự phòng khoảng 70 tỷ đồng vào cuối 1Q20). Theo đó, đã trích lập dự phòng đầy đủ cho khoản vay này. Nếu loại trừ khoản bất thường này, giá trị 110,5 tỷ đồng còn lại được trích lập dự phòng cho các khoản vay khách hàng. Nếu loại trừ chi phí dự phòng đối với các khoản vay liên ngân hàng, chi phí tín dụng trong 2Q20 sẽ ở mức thấp nhất ngành là 0,04%, tương đương mức 0,03-0,04% trong 2Q19-2Q20.

## Bảng cân đối kế toán mạnh với NPL thấp nhất ngành và LLRC tốt

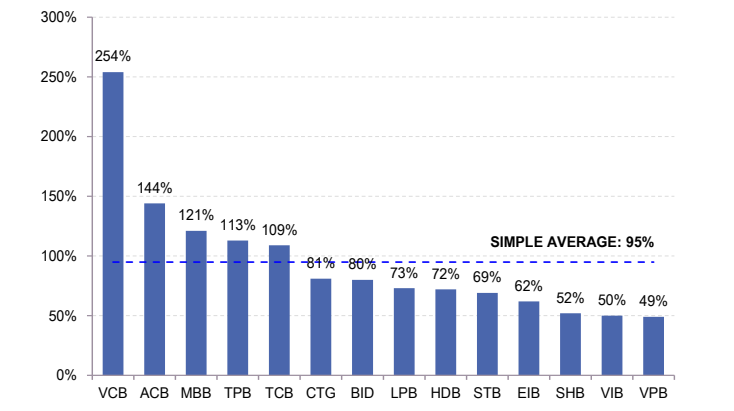
Tổng nợ xấu của ACB tính đến cuối 2Q20 là 1.918,5 tỷ đồng (+ 7,1% QoQ; 32,4% YTD). Tương ứng, nợ xấu của ACB trong 2Q20 là 0,68% (+3 bps QoQ; +2 điểm YoY), trong đó ACB chia sẻ rằng nợ xấu cá nhân / SME / MMLC tương ứng là 0,6% / 0,7% / 0%. Ban lãnh đạo chia sẻ ACB đã chủ động phân loại lại các khoản cho vay trong 2Q20, chặt chẽ hơn Thông tư 02 để phản ánh chính xác nợ xấu của ACB, do đó, dự kiến tỷ lệ nợ xấu trong quý sau không có gì thay đổi đáng kể. Mặc dù tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLRC giảm xuống còn 141,0%, ACB vẫn giữ vững vị trí cao thứ hai trong ngành, điều này cho thấy rằng đã trích lập dự phòng nhiều hơn số dự phòng bắt buộc.

**Hình 4: Xu hướng nợ vay rủi ro của ACB giai đoạn FY09-2Q20: ACB giữ vững chất lượng tài sản tốt nhất ngành, minh chứng bởi tỷ lệ NPL tiếp tục ở mức thấp**



Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng; BVSC

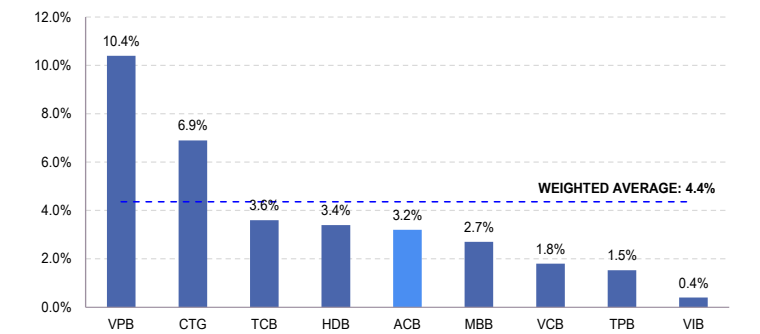
**Hình 5: ... và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLRC cao thứ hai ngành, chỉ sau VCB**



Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng; BVSC

**ACB kỳ vọng không có thêm các khoản vay phải tái cơ cấu do Covid-19 trong 2H20.** ACB cho biết dư nợ cơ cấu lại do Covid-19 là khoảng 9,0 nghìn tỷ đồng, tương đương 3,2% của dư nợ cuối 2Q20, thấp hơn mức bình quân gia quyền 4,4% của 9 ngân hàng đã công bố (Hình 6). Trong đó, 3,5 nghìn tỷ đồng đến từ nhóm khách hàng cá nhân, phần còn lại đến từ khối khách hàng SMEs. Thu nhập lãi chậm trả từ các khoản cho vay này ước tính khoảng 500 tỷ đồng, dự kiến sẽ thu được đầy đủ. Đáng khích lệ, ACB kỳ vọng không có thêm khoản cho vay được cơ cấu lại do Covid-19 trong 2H20 so với 15 tỷ đồng như đã ước tính tại ĐHCĐ.

**Hình 6: Dư nợ tái cấu trúc bởi Covid-19 so với dư nợ cuối 2Q20 tại chín ngân hàng đã công bố:**



Nguồn: Dữ liệu Ngân hàng; BVSC thu thập, ước tính

## BVSC dự phóng LNTT năm 2020 của ACB tăng 5%...

**BVSC điều chỉnh dự báo LNTT năm FY20 cho ACB tăng 2,0% lên 7.896 tỷ (+ 5,0% YoY) từ mức 7.741 tỷ (+ 3,0% YoY) trong lần cập nhật trước.** Dự báo lợi nhuận hiện tại của chúng tôi được dựa trên các giả định chính sau: (1) Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng cho vay / huy động khách hàng tương ứng là 10% / 9%. Tỷ lệ LDR thuần do đó gần như đi ngang ở mức 88,0% so với 87,2% năm FY19; (2) Dự báo NIM được giữ nguyên ở mức 3,45% trong năm FY20 (-10 bps YoY); (3) Tổng thu nhập ngoài lãi được điều chỉnh lên 4.150 tỷ đồng (+4,2% YoY), chủ yếu do điều chỉnh tăng từ lãi chứng khoán đầu tư, kinh doanh ngoại hối và thu nhập từ banca; (4) Hệ số CIR kỳ vọng ở mức thấp hơn là 48,7% so với 49,9% năm FY19 để hỗ trợ tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh đang suy yếu; và (5) Chi phí tín dụng tăng lên 0,3% từ 0,1% năm FY19 do dự báo tỷ lệ nợ xấu tăng lên 0,75% năm FY20 từ 0,54% trong năm FY19. Nhìn chung, dự báo của chúng tôi cho lợi nhuận năm 20 của ACB đạt 6.192 tỷ đồng (+3,3% YoY), tương ứng BVPS năm 20 là 20.697 đồng, ROAE là 20,3% và ROAA là 1,6%, tương ứng.

*Hình 7: Các dự báo chính của BVSC cho KQKD của ACB Giai đoạn FY20-21:*

Tỷ VND	FY19	FY20F	Y-o-Y	FY21F	Y-o-Y
Thu nhập lãi thuần (NII)	12.112	13.070	7,9%	14.921	14,2%
Tổng thu nhập ngoài lãi (Noll)	3.985	4.150	4,2%	3.804	4,2%
Thu nhập phí ròng (NFI)	1.896	2.254	18,9%	2.931	30,0%
Thu nhập ngoài lãi khác	2.089	1.630	-9,2%	1.373	-15,8%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	16.097	19.247	7,0%	18.626	12,1%
Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (PPOP)	7.790	9.877	13,4%	9.685	12,1%
Chi phí dự phòng	-274	-941	243,8%	-954	6,3%
PBT	7.516	7.896	5,0%	8.732	12,8%
<b>Các chỉ số chính:</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20F</b>	<b>Y-o-Y</b>	<b>FY21F</b>	<b>Y-o-Y</b>
Tăng trưởng cho vay khách hàng %	16,6%	10,0%	-6,6%	15,0%	5,0%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng %	14,1%	9,0%	-5,1%	14,0%	5,0%
ROAE%	24,6%	20,0%	-4,6%	19,1%	-1,5%
ROAA%	1,68%	1,58%	-0,1%	1,64%	0,1%
NIM %	3,55%	3,45%	-0,1%	3,60%	0,2%
NPL %	0,54%	0,75%	0,2%	0,65%	-0,1%
Chi phí tín dụng %	0,10%	0,32%	0,2%	0,24%	-0,1%

## ... kỳ vọng LNTT năm 2021 phục hồi khả quan

Cho năm FY21, chúng tôi kỳ vọng LNTT của ACB sẽ phục hồi đáng kể 15,0% YoY lên mức 9,877 tỷ nhờ cho vay khách hàng quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao, NIM cải thiện và thu nhập ngoài lãi phục hồi tốt. Dự phóng LN ròng năm FY21F của chúng tôi đạt 7.237 tỷ (+ 14,6% YoY), tương ứng với ROAE là 19,1% và ROAA là 1,6%.

## Niên yết trên sàn HoSE là sẽ thu hút thêm các nhà đầu tư mới

Trong cuộc gặp gỡ chuyên viên phân tích 2Q20, Ban lãnh đạo ACB chia sẻ rằng việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu năm FY19 dự kiến sẽ diễn ra vào giữa tháng 8, sớm hơn so với dự kiến trước đó sẽ xảy ra vào cuối tháng 9. Chúng tôi cho rằng việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu năm FY19 sớm hơn dự kiến sẽ đẩy nhanh quá trình niêm yết trên HoSE và do đó, dự kiến sẽ hoàn thành sớm hơn so với dự kiến ban đầu vào Tháng 11-12. Sau khi hoàn thành, ACB có khả năng lọt vào nhiều chỉ số giao dịch như VN30 (tỷ trọng 4%), VNDiamond (10%), VNFIN Select (12%) và VNFIN Lead (12%). BVSC lưu ý rằng ACB sẽ chỉ đủ điều kiện tham gia chỉ số ETF sau 6 tháng giao dịch trên sàn HoSE.

Chúng tôi nhắc lại quan điểm của Ban lãnh đạo rằng ACB có vị thế cạnh tranh để có hợp đồng banca độc quyền với các điều khoản thuận lợi, dựa trên bản chất bán lẻ của bancassurance và cơ sở khách hàng trung thành, thu nhập cao của ACB. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng việc hợp tác banca độc quyền sắp tới của ACB vẫn là một yếu tố thay đổi cục diện với ACB, không chỉ tạo ra thu nhập một lần đáng kể từ phí trả trước mà còn là một dòng thu nhập định kỳ ổn định sau đó.

## Duy trì giá mục tiêu 29.600 đồng/cp đối với ACB

Chúng tôi tiếp xác định giá mục tiêu cho ACB dựa trên sự kết hợp giữa hai phương pháp (1) Thu nhập thặng dư (RI; tỷ trọng 50%) và Giá trên sổ sách (P/B; tỷ trọng 50%). Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu đối với ACB lên 29.600 đồng/cổ phiếu so với [Báo cáo ĐHCĐ của ACB](#) vào ngày 22.06.2020, khi áp dụng phần bù rủi ro vốn cổ phần tăng đã bù đắp cho việc nâng dự phóng lợi nhuận ở lần cập nhật này.

Hình 8: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý	Kết quả
Residual Income	50,0%	32.172	16.068
Price to Book (P/BV) at 1.5x	50,0%	30.238	15.119
<b>Giá trị hợp lý trên mỗi cp (VND/cp)</b>			<b>31.205</b>
Chiết khấu định giá			5%
<b>Giá mục tiêu (TP; VND/ cp)</b>			<b>29.600</b>
Thị giá			23.700
<b>Lợi nhuận tiềm năng (%)</b>			<b>25,1%</b>
Mức P/E năm 2020 tại giá mục tiêu			1,4x

## Khuyến nghị:

ACB đóng cửa tại mức giá 23.700 đồng/cp vào 07.08.2020, giao dịch tại mức P/B và P/E năm 2020 là 1,15x và 6,2x so với mức ROAA là 1,6% và ROAE là 20,3%. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **29.600/cp** (lợi nhuận tiềm năng: 25%), định giá ở mức P/B hợp lý là 1,4x. ACB là một trong những NH thận trọng nhất, sở hữu mô hình bán lẻ thể chấp tốt nhất hệ thống. BVSC duy trì quan điểm ACB ở vị thế cạnh tranh để trụ vững và outperform so với các NH trong hệ thống, với những lợi thế cạnh tranh riêng biệt: 1) Tỷ lệ cho vay cá nhân lớn (hỗ trợ NIM, tối ưu hóa phân

tán rủi ro và hạn chế hình thành nợ xấu); 2) Khẩu vị rủi ro thấp; 3) Bảng cân đối kế toán tốt (Tỷ lệ NPL thấp nhất ngành và tỷ lệ LLRC đứng thứ hai); và 4) Quản trị rủi ro tốt. BVSC hiểu rằng đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng đáng kể đối với ngành ngân hàng, cho đến thời điểm hiện tại, những lợi thế cạnh tranh của ACB đang tiếp tục hỗ trợ tốt đối với KQKD và chất lượng tài sản của NH trong bối cảnh khó khăn. BVSC hiện kỳ vọng việc niêm yết trên sàn HoSE sẽ hoàn thành sớm hơn ước tính ban đầu vào Tháng 11-12, bởi việc chi trả cổ tức cổ phiếu diễn ra vào nửa cuối Tháng 8. Ký kết hợp đồng banca độc quyền, kỳ vọng diễn ra trong 2H duy trì là một catalyst thú vị, với khoản thu nhập upfront fee một lần đáng kể và dòng thu nhập ổn định về sau. Sau đại dịch Covid-19, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi tốt với ACB, đưa ra dự phóng LNTT năm 2021 tăng 15%.

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH</b>					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F	2021F
Tổng doanh thu hoạt động	11.439	14.033	16.097	17.221	19.247
Chi phí hoạt động	-6.217	-6.712	-8.308	-8.384	-9.370
Lợi nhuận trước dự phòng	5.222	7.321	7.790	8.837	9.877
Chi phí dự phòng	-2.565	-932	-274	-941	-830
<b>LNST sau CĐTS</b>	<b>2.118</b>	<b>5.137</b>	<b>6.010</b>	<b>6.316</b>	<b>7.237</b>

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	4.852	6.129	6.438	6.995	8.014
Tiền gửi tại NHNN	8.315	10.684	10.420	10.596	11.954
Tiền gửi tại các CTDD khác	8.942	18.770	30.342	23.680	27.232
Cho vay khách hàng ròng	196.669	227.983	266.165	292.423	335.929
Chứng khoán đầu tư	52.718	53.380	55.956	56.650	57.370
<b>Tổng tài sản</b>	<b>284.316</b>	<b>329.333</b>	<b>383.514</b>	<b>416.212</b>	<b>468.637</b>
Vay NHNN	-	3.074	-	-	-
Tiền gửi của các TCTD	15.454	20.718	19.249	17.324	15.591
Tiền gửi khách hàng	241.393	269.999	308.129	335.861	382.882
Vốn chủ sở hữu	16.031	21.018	27.748	34.413	41.550
<b>Tổng nợ vay và vốn chủ sở hữu</b>	<b>284.316</b>	<b>329.333</b>	<b>383.514</b>	<b>416.212</b>	<b>468.637</b>

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>					
Chỉ số	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>Tăng trưởng</b>					
Cho vay khách hàng	21%	16%	17%	10%	15%
Tiền gửi khách hàng	17%	12%	14%	9%	14%
Tổng tài sản (TTS)	22%	16%	16%	9%	13%
Vốn chủ sở hữu	14%	31%	32%	24%	21%
<b>Lợi nhuận</b>					
NIM (%)	3%	4%	4%	3%	4%
ROA (%)	1%	2%	2%	2%	2%
ROE (%)	14%	28%	25%	20%	19%
<b>Chất lượng tài sản</b>					
NPL (%)	1%	1%	1%	1%	1%
Loan loss reserve (LLR)	126%	152%	175%	142%	180%
<b>Thanh khoản</b>					
Cho vay khách hàng/ TTS	70%	70%	70%	71%	73%
Cho vay/ Tiền gửi khách hàng	79%	82%	85%	87%	88%
<b>Trên mỗi cổ phiếu</b>					
EPS (VND/cp)	2.062	3.987	3.607	3.799	4.353



BVPS (VND/cp)	15.604	16.311	16.691	20.696	24.989
---------------	--------	--------	--------	--------	--------

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

##### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

##### Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

##### Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

##### Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

##### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

##### Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

##### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

##### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

##### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

##### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

##### Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

##### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888