

**ACB – KHẢ QUAN**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 10/08/2021)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	36.500
KLGD TB 10 ngày	10.909.579
Vốn hoá (tỷ đồng)	96.054
Số lượng CPLH	2.701.948.075

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Lương Văn Hoàn  
[lvhoan@vcbs.com.vn](mailto: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](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG DÙ NIM CÓ XU HƯỚNG GIẢM**

**Triển vọng:**

- Tín dụng tăng trưởng nhanh với chất lượng duy trì tốt:** ACB ghi nhận tín dụng tăng trưởng 9,2% sau 6T.2021. Với lợi thế nguồn VCSH dồi dào từ lợi nhuận giữ lại và việc đáp ứng sớm lời kêu gọi của NHNN, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục được giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao trong các năm tiếp theo.
- Áp lực trích lập dự phòng thấp:** ACB đã thực hiện trích lập toàn bộ cho các khoản dư nợ tái cơ cấu hiện tại theo thông tư 03 giúp cho áp lực trích lập trong các quý tiếp theo ở mức thấp hơn so với hệ thống ngân hàng nói chung.
- Khoản hoàn nhập dự phòng phải thu từ các vụ kiện liên quan giúp tiết giảm chi phí hoạt động.**
- Triển khai số hóa giúp tiết giảm chi phí hoạt động trong dài hạn:** ACB đang trong giai đoạn tích cực số hóa hoạt động, rút ngắn quy trình để qua đó gia tăng trải nghiệm khách hàng cũng như tiết kiệm chi phí hoạt động.
- Hoạt động bảo hiểm tích cực** với 2 cấu phần thu nhập gồm (1) Phí trả trước 8500 tỷ đồng ghi nhận đều hàng quý trong vòng 15 năm và (2) Doanh thu bán bảo hiểm duy trì cao từ đầu năm 2021.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu của ngân hàng ACB với tiềm năng tăng trưởng tích cực và bền vững trong dài hạn ở cả khía cạnh quy mô tài sản và lợi nhuận. Mức giá hợp lý cho cổ phiếu ACB ước tính **41.117 đồng/cổ phiếu**.

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	10,363	12,112	14,582	19,224	20,542
Thu ngoài lãi	3,670	3,985	3,579	4,164	4,567
Tổng thu nhập hoạt động	14,033	16,097	18,161	23,388	25,109
Chi phí hoạt động	6,712	8,308	7,624	7,129	8,407
Dự phòng rủi ro	932	274	941	2,973	1,425
Lợi nhuận trước thuế	6,389	7,516	9,596	13,286	15,278
NIM	3.5%	3.5%	3.7%	4.2%	4.0%
Số dư VAMC (sau trích lập)	21	0	0	0	0
ROE	27.7%	24.6%	24.3%	26.1%	24.9%
CIR	47.8%	51.6%	42.0%	30.5%	33.5%
CAR	12.8%	11.7%	11.1%	na	na
Tỷ lệ nợ xấu	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
LLCR	151.9%	175.0%	160.3%	210.3%	205.3%
CASA	16.7%	18.2%	21.0%	22.9%	23.5%

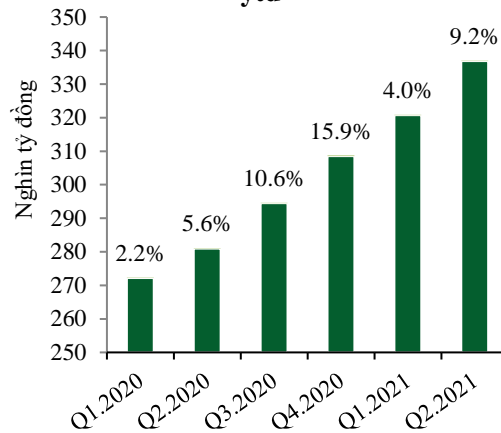
Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

## Lợi nhuận 6 tháng đầu năm tăng trưởng mạnh nhờ mở rộng NIM

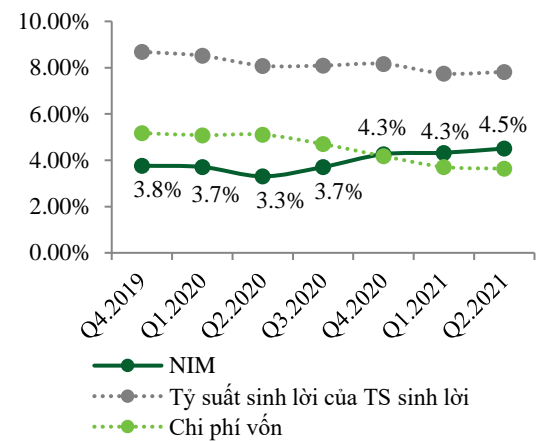
ACB ghi nhận LNTT đạt 6.353 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021 (66,3% yoy) với đóng góp chính đến từ việc lãi suất huy động giảm mạnh giúp biên lãi ròng NIM mở rộng 0,8% kể từ đầu năm 2020.

Tăng trưởng tín dụng nửa đầu năm đạt 9,2% với quy mô cho vay khách hàng tăng lên 337 nghìn tỷ đồng. Theo chia sẻ từ phía ngân hàng, dư nợ tăng trưởng nửa đầu năm 2021 chủ yếu nhờ nhóm khách hàng cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME), 2 nhóm khách hàng này chiếm 93% dư nợ cho vay khách hàng của ACB cuối năm 2020. ACB tiếp tục không nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp trong danh mục tín dụng và duy trì tiêu chuẩn cho vay cao.

**Quy mô tín dụng và tăng trưởng ytd**



**NIM**



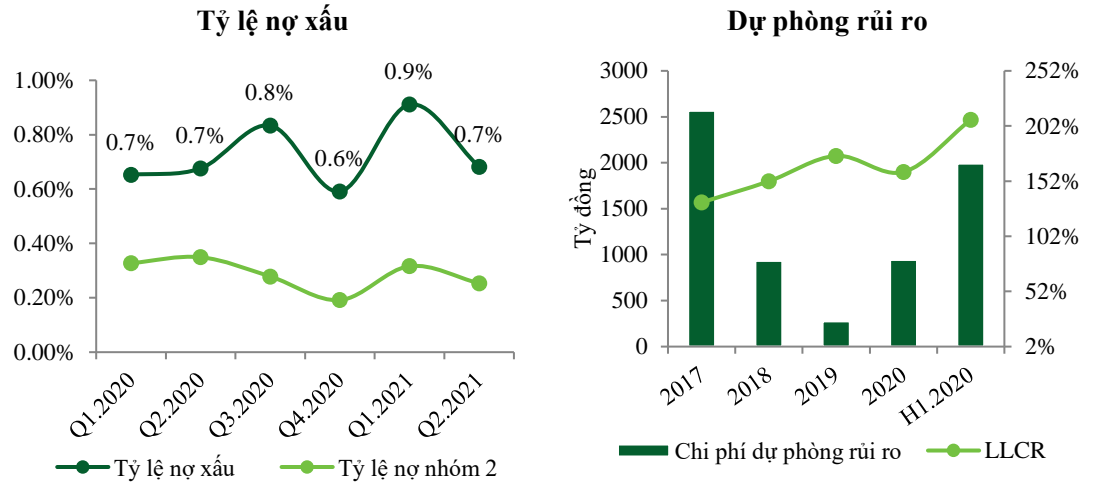
Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

Huy động khách hàng tăng trưởng chậm đạt 1,5% trong nửa đầu năm khiến tỷ lệ LDR của ACB tăng lên 82,5% và đóng góp một phần vào sự mở rộng của biên lãi ròng NIM. Tốc độ tăng trưởng chậm hơn của huy động so với cho vay là hiện tượng xảy ra chung đối với nhiều ngân hàng trong giai đoạn đầu năm do dòng tiền có xu hướng tìm đến các kênh đầu tư khác. Mức độ thanh khoản hệ thống ngân hàng nói chung và ACB nói riêng không còn dồi dào so với giai đoạn trước đó.

Thu nhập ngoài lãi của ACB tăng trưởng 16,6% lên mức 2.273 tỷ đồng. Trong đó, mức độ bền vững của nhóm thu nhập này trở nên bền vững hơn với mức thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ đạt 1.512 tỷ đồng (+90% yoy). ACB bắt đầu ghi nhận khoản phí trả trước 8.500 tỷ đồng hợp đồng bảo hiểm độc quyền (Upfront) từ năm 2021 và chia đều cho từng quý, kéo dài trong 15 năm (142 tỷ đồng mỗi quý). Bên cạnh đó, ACB đã vươn lên trở thành ngân hàng có doanh số bán bảo hiểm đứng thứ 3 toàn hệ thống trong 6 tháng đầu năm.

ACB ghi nhận khoản hoàn nhập 583 tỷ đồng khoản trích lập phải thu liên quan đến các vụ kiện pháp lý trước đó giúp chi phí hoạt động chỉ còn 3.557 tỷ đồng trong nửa đầu năm (-14% yoy), tỷ lệ CIR giảm còn 30%. Nếu không tính khoản hoàn nhập bất thường, tỷ lệ CIR của ACB ở mức 36%.

ACB thực hiện trích lập toàn bộ 1.417 tỷ đồng cho các khoản nợ tái cơ cấu theo thông tư 03 trong Q2.2021. Tỷ lệ nợ xấu nội bảng của ngân hàng duy trì thấp ở mức 0,7% và dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 và Thông tư 03 sửa đổi ở mức 8.195 tỷ đồng (2,7% dư nợ).



Nguồn: ACB, VCBS tổng hợp

## Giảm lãi suất cho vay 0,3 – 1% cho toàn bộ khách hàng

ACB đưa ra gói hỗ trợ giảm lãi suất cho các khách hàng hiện hữu với mức giảm từ 0,3 – 0,8% cho khách hàng cá nhân và 0,5 – 1% cho khách hàng doanh nghiệp với điều kiện áp dụng đơn giản ví dụ như yêu cầu khách hàng sử dụng các sản phẩm liên quan của ngân hàng như thẻ, bảo hiểm,... và không giới hạn phạm vi gói giảm lãi suất. Như vậy lãi suất cho vay ghi nhận của ngân hàng có thể giảm đáng kể vào Q4.2021 khi kỳ tính lãi hàng quý của các khoản vay cũ được tính lại với mức lãi suất thấp hơn.

## Ngành ngân hàng hướng tới nền kinh tế mở cửa trở lại

Ở thời điểm hiện tại, hoạt động giải ngân cho vay mới của các ngân hàng đang gặp nhiều khó khăn do quy định giãn cách xã hội ở nhiều địa phương trên cả nước. Các thủ tục cần thiết cho các hoạt động cho vay như công chứng, đăng ký xe, nhận tài sản bảo đảm,... không thể thực hiện được. Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu tháng 8 có sự chậm lại rõ rệt theo chia sẻ của một số ngân hàng.

**Các ngân hàng hướng tới kích bản mở cửa trở lại nền kinh tế từ cuối Q3.2021.** Hiện tại Việt Nam đang trong giai đoạn tiêm chủng gấp rút với tốc độ tiêm trung bình trên 400 nghìn liều/ngày và đã tiêm được gần 10 triệu liều (~10% dân số cả nước). Nhiều ngân hàng chia sẻ tại các cuộc họp gặp mặt nhà đầu tư về kỳ vọng những khu vực đóng góp kinh tế lớn như TP.HCM có thể hoàn tất quá trình tiêm chủng sớm và được mở cửa trở lại từ cuối Q3.2021 và tình hình tăng trưởng tín dụng sẽ trở nên khả quan hơn ở giai đoạn cuối năm.

## Triển vọng:

**Tín dụng tăng trưởng nhanh với chất lượng duy trì tốt:** ACB ghi nhận tín dụng tăng trưởng 9,2% sau 6T.2021, nhanh hơn mức tăng trưởng 5,9% của toàn ngành. Với lợi thế nguồn VCSH dồi dào từ lợi nhuận giữ lại và việc đáp ứng sớm lời kêu gọi của NHNN, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục được giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cao hơn trung bình ngành trong các năm tiếp theo. Tình hình khó khăn trong giải ngân mới kỳ vọng sẽ không còn ở giai đoạn cuối năm. Bên cạnh đó, chính sách tập trung vào chất lượng khách hàng và TSBĐ của ACB vẫn tiếp tục được duy trì.

**Áp lực trích lập dự phòng thấp:** ACB đã thực hiện trích lập toàn bộ cho các khoản dư nợ tái cơ cấu hiện tại theo thông tư 03 giúp cho áp lực trích lập trong các quý tiếp theo ở mức thấp hơn so với hệ thống ngân hàng nói chung.

**Khoản hoàn nhập dự phòng phải thu từ các vụ kiện liên quan giúp tiết giảm chi phí hoạt động trong bối cảnh áp lực chi phí dự phòng tăng lên do Covid-19.** Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục thu được phần nhỏ còn lại của khoản phải thu này trong các quý tiếp theo.

**Triển khai số hóa giúp tiết giảm chi phí hoạt động trong dài hạn:** ACB đang trong giai đoạn tích

cực số hóa hoạt động, rút ngắn quy trình để qua đó gia tăng trải nghiệm khách hàng cũng như tiết kiệm chi phí hoạt động. Hoạt động số hóa đã được thực hiện thành công ở một số ngân hàng khác giúp giảm quy mô nhân sự và chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng nhân sự của ACB sẽ chậm hơn tốc độ tăng trưởng tài sản trong các năm tiếp theo giúp hạ tỷ lệ CIR của ngân hàng.

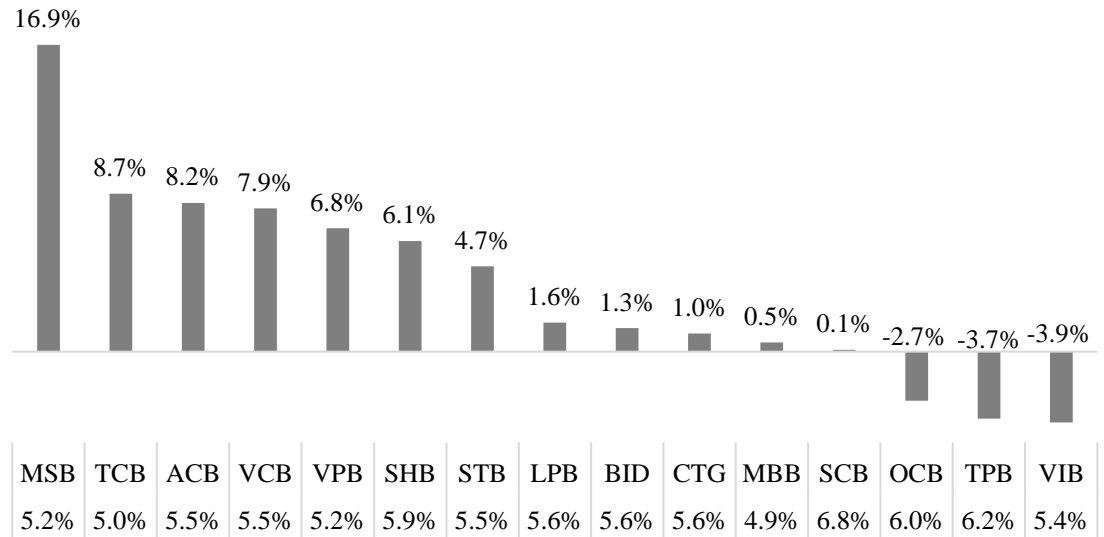
**Hoạt động bảo hiểm tích cực** với 2 cấu phần thu nhập gồm (1) Phí trả trước 8500 tỷ đồng ghi nhận đều hàng quý trong vòng 15 năm và (2) Doanh thu bán bảo hiểm duy trì trong top 5 ngân hàng có doanh thu cao nhất hàng tháng kể từ đầu năm 2021.

**Rủi ro:**

**Rủi ro nợ xấu:** Mặc dù có chất lượng tài sản vượt trội so với mức trung bình toàn hệ thống, ACB sẽ vẫn phải đối mặt với rủi ro nợ xấu gia tăng nếu Dịch bệnh Covid-19 kéo dài khiến cho chi phí dự phòng tăng lên.

**Biên lãi ròng NIM thu hẹp làm giảm tốc độ tăng trưởng nửa cuối năm 2021 và năm 2022** khi (1) lãi suất cho vay giảm và (2) tình trạng thanh khoản bấp bênh khiến cho lãi suất huy động khó giảm thêm. Việc huy động nói chung và huy động dài hạn nói riêng tăng trưởng chậm đã tạo lên sức ép tới chỉ số LDR và vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của ACB và một số ngân hàng khác tạo ra áp lực tăng lãi suất huy động trong trung hạn.

**Chênh lệch (tăng trưởng cho vay - tăng trưởng huy động khách hàng) 6 tháng đầu năm 2021**



MSB	TCB	ACB	VCB	VPB	SHB	STB	LPB	BID	CTG	MBB	SCB	OCB	TPB	VIB
5.2%	5.0%	5.5%	5.5%	5.2%	5.9%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	4.9%	6.8%	6.0%	6.2%	5.4%

(Lãi suất huy động 12 tháng ở thời điểm tháng 08.2021)

**Dự phóng**

**Chúng tôi ước tính LNTT năm 2021 của ACB đạt 13.268 tỷ đồng (+38% yoy), tương đương EPS đạt 3.934 đồng/cổ phiếu và BVPS đạt 16.975 đồng/cổ phiếu.**

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021F	Tăng trưởng	2022F	Tăng trưởng
Thu nhập lãi thuần	14,582	19,224	31.8%	20,542	6.9%
Tổng thu nhập hoạt động	18,161	23,388	28.8%	25,109	7.4%
Dự phòng rủi ro	-941	-2,973	215.9%	-1,425	-52.1%
Lợi nhuận trước thuế	9,596	13,286	38.5%	15,278	15.0%
ROE	24.3%	26.1%		24.9%	

Nguồn: VCBS ước tính

**Khuyến nghị: KHẢ QUAN**

Chúng tôi sử dụng mức định giá 2,3x P/B của các ngân hàng tương đồng để định giá cổ phiếu ACB trong phương pháp so sánh P/B và mức lãi suất yêu cầu VCSH (Ke) 12,9% trong định giá Residual Income. Giá hợp lý cho cổ phiếu ACB là **41.117 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu của ngân hàng ACB với tiềm năng tăng trưởng tích cực và bền vững trong dài hạn ở cả khía cạnh quy mô tài sản và lợi nhuận.

<b>Phương pháp</b>	<b>Giá (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>Tỷ trọng</b>
So sánh P/B	<b>38,684</b>	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	<b>43,549</b>	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>41,117</b>	

## 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>