

## NH TM CP Á CHÂU (ACB) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND25.700	VND41.700	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 09/06/2022

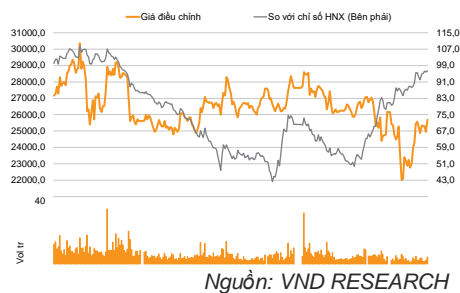
<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

Consensus\*: Mua:11 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -6,9%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	30.360
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	95.491tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	84.267
Free float (%)	76
P/E trượt (x)	7,23
P/B hiện tại (x)	1,55

### Cơ cấu sở hữu

Chairman and related parties	11,3%
Dragon Financial Holdings Limited	6,9%
Whistler Investments Limited	5,0%
Khác	76,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Bình yên vô sự

- LN ròng tăng 32,4% svck đạt 3,3 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 27% dự phóng của chúng tôi.
- Nhờ mô hình kinh doanh chất lượng và đầy thận trọng, ACB đã không bị ảnh hưởng bởi sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ lên thị trường vốn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 41.700 đồng/cp.

### Kết quả Q1/22 lạc quan; chất lượng tài sản vững chắc

LN ròng Q1/22 của ACB tăng 32,4% svck lên VND3,3 nghìn tỷ (hoàn thành 27% dự báo của chúng tôi), đóng góp bởi tăng trưởng cho vay lành mạnh, thu nhập ngoài lãi và đặc biệt là việc hoàn nhập dự phòng. ACB ghi nhận tăng trưởng cho vay 5% so với đầu năm (+17% svck) vào cuối Q1/22, trong đó cho vay bán lẻ vẫn là động lực chính (+6% so với đầu năm; 63% tổng dư nợ). Thu nhập ngoài lãi tăng 36% svck nhờ thu nhập từ phí tăng 18,2% svck và việc thu nợ từ nhóm G6. Đáng chú ý, dựa trên việc trích lập dự phòng mạnh mẽ trước đó trong năm 2021, ACB đã có thể hoàn nhập dự phòng trong Q1/22 (3 tỷ đồng), chủ yếu đến từ việc hoàn nhập dự phòng nợ tái cơ cấu. Về chất lượng tài sản, nợ xấu tăng 11,4% so với đầu năm, tỷ lệ nợ xấu vẫn duy trì thấp với 0,82% (so với 0,77% vào cuối 2021); tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) ở mức 188% (so với 209% vào cuối 2021).

### Chiến lược thận trọng đã giúp ACB vượt qua sóng gió

Việc Chính phủ có những bước đầu giám sát chặt chẽ hơn về hoạt động của thị trường vốn Việt Nam đã dẫn đến hiệu ứng bán tháo trên thị trường chứng khoán và ngành ngân hàng cũng không là ngoại lệ kể từ T4/2022. Tuy nhiên, ACB lại ghi nhận mức giảm giá thấp nhất so với toàn ngành (chỉ -4% so với -16,6%). ACB là một trong những ngân hàng bán lẻ tốt nhất tại Việt Nam và là một ngân hàng có chiến lược thận trọng với danh mục tài sản không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp (TPDN); do đó ACB đã không bị ảnh hưởng bởi sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ gần đây lên thị trường này. Mặt khác, cho vay bất động sản chiếm 18% danh mục của ACB tuy nhiên chủ yếu đến từ cho vay mua nhà (15%), vì vậy ACB sẽ không chịu tác động đáng kể trước động thái kiểm soát chặt chẽ dòng vốn vay đổ vào lĩnh vực bất động sản gần đây.

### Định giá đã xuống mức đáy 3 năm

Chúng tôi vẫn kỳ vọng LN ròng của ACB sẽ tăng trưởng 25%/18% svck trong năm 2022-23. Sự điều chỉnh của thị trường vừa qua đã đẩy định giá của ACB xuống mức đáy 3 năm: chỉ 1,23 lần P/BV dự phóng 2022, tương đương -2 độ lệch chuẩn. Với khả năng sinh lời mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được định giá ở mức P/BV 1,9 lần và đây sẽ là thời điểm để các nhà đầu tư bắt đầu mua vào và nắm giữ 1 ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng tốt như ACB. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp phương pháp P/BV 2022 1,9 lần và phương pháp định giá thu nhập thặng dư (COE: 14%, LTG: 3%). Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm (i) lạm phát cao hơn dự kiến 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	20.541	24.158
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,7%	4,0%	3,7%	3,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	18.161	23.564	26.508	30.484
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(941)	(3.336)	(1.712)	(1.983)
LN ròng (tỷ)	7.683	9.603	11.991	14.022
Tăng trưởng LN ròng	27,8%	25,0%	24,9%	16,9%
EPS điều chỉnh	2.903	3.498	4.382	5.134
BVPS	13.120	16.618	20.955	25.645
ROAE	24,3%	23,9%	23,6%	22,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## BÌNH YÊN VÔ SỰ

### Mô hình ngân hàng thận trọng giúp ACB vượt qua sóng gió

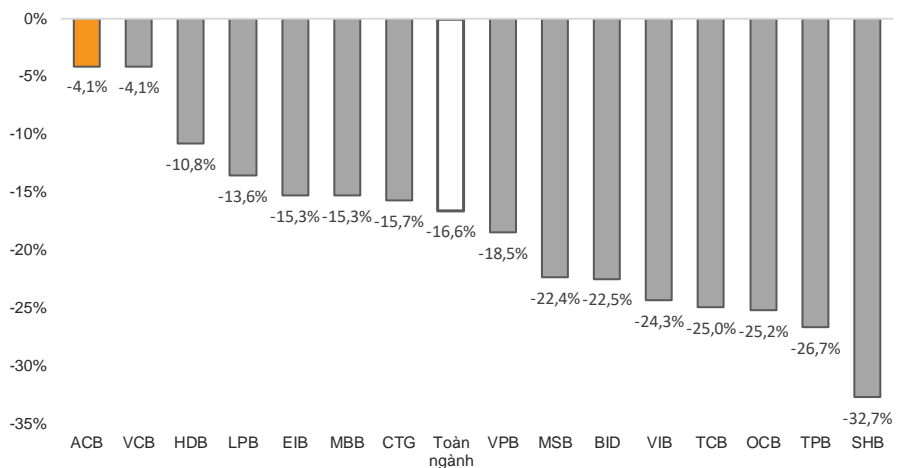
Chúng tôi ưa thích ACB dựa trên việc (i) là ngân hàng đi đầu và có năng lực cạnh tranh tốt trong bối cảnh mảng cho vay bán lẻ tại Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ, (ii) khả năng xây dựng thương hiệu và đẩy mạnh tăng trưởng tốt dựa trên tệp khách hàng lớn sẵn có và (iii) chất lượng tài sản lành mạnh. 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 khá cao so với toàn ngành (11% cuối 2021) – sẽ là bộ đệm vững chắc cho ngân hàng trong việc tăng trưởng vào những năm tới.

Chính phủ đã chỉ thị giám sát chặt chẽ việc phát hành và giao dịch TPDN. Theo VBMA, khối lượng phát hành TPDN năm 2021 tăng mạnh 42% svck nhưng chủ yếu đến từ phát hành riêng lẻ (chiếm 95% tổng lượng phát hành), được phản ánh lại với nhiều trường hợp huy động vốn sai mục đích, sai quy định. Để giảm thiểu rủi ro, tăng cường tính minh bạch và bền vững của thị trường, bảo vệ nhà đầu tư và doanh nghiệp, Bộ Tài chính đã và đang rà soát khung pháp lý với các điều kiện chặt chẽ hơn thông qua Nghị định 153 (đang được sửa đổi và bổ sung).

Chúng tôi hiểu rằng những hành động, chỉ thị nói trên nhằm tăng cường tính minh bạch và bền vững của thị trường và nâng cao uy tín của Việt Nam trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên, những sự việc trên đã dẫn đến những hệ quả tiêu cực ngắn hạn khi hàng loạt giám đốc/chủ doanh nghiệp Việt Nam bị bắt giữ, theo đó mang lại tâm lý tiêu cực cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Có thể thấy, chỉ số VN-Index đã điều chỉnh mạnh 15,4% kể từ mức đỉnh vào đầu tháng 4/2022, chủ yếu do tâm lý bán tháo của các nhà đầu tư nhỏ lẻ và hiệu ứng “margin call”. Với sự liên quan mật thiết đến lĩnh vực bất động sản và thị trường TPDN, ngành ngân hàng cũng ghi nhận đà giảm giá rất mạnh kể từ đó (16,6%).

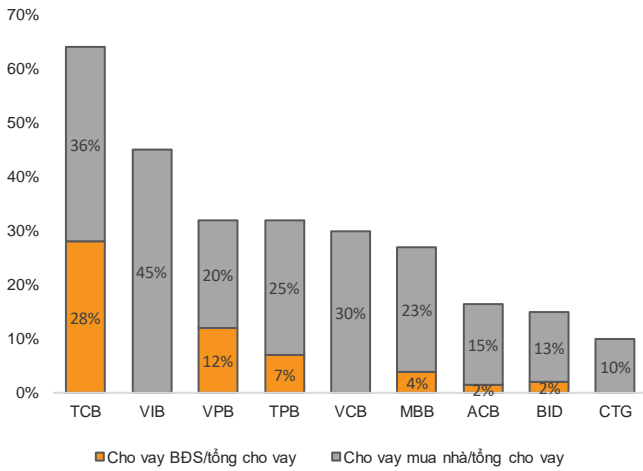
Tuy nhiên, ACB lại ghi nhận mức giảm giá thấp nhất so với toàn ngành (chỉ -4%). Nhắc lại, ACB là một trong những ngân hàng bán lẻ tốt nhất tại Việt Nam và là một ngân hàng có chiến lược thận trọng với danh mục tài sản không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp (TPDN); do đó ACB sẽ không bị ảnh hưởng bởi sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ gần đây lên thị trường này. Mặt khác, cho vay bất động sản chiếm 18% danh mục của ACB tuy nhiên chủ yếu đến từ cho vay mua nhà (15%), vì vậy ACB sẽ không chịu tác động đáng kể nào trước động thái giám sát chặt chẽ các khoản vay vào lĩnh vực bất động sản. Nói cách khác, mô hình ngân hàng thận trọng và bền vững của ngân hàng đã giúp ngân hàng vượt qua sự khó khăn trước các quy định kiểm soát chặt chẽ hơn trên thị trường vốn Việt Nam.

**Hình 1: ACB ghi nhận đã giảm ít nhất trong toàn ngành**



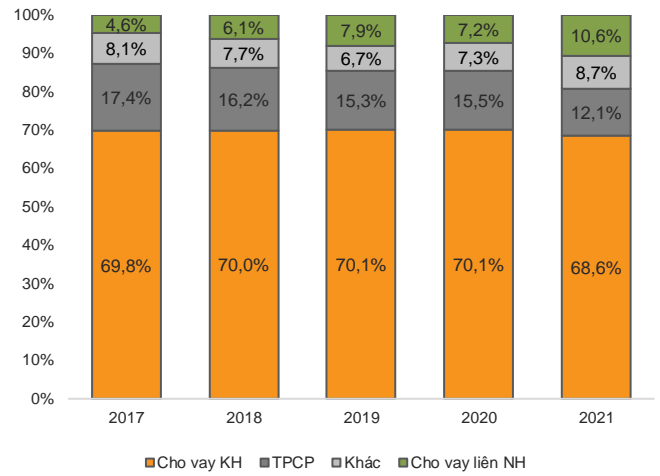
Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 2: ACB ghi nhận cho vay bất động sản chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng danh mục**



Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

**Hình 3: Tài sản của ACB không bao gồm TPDN**



Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

**Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu không đổi là 41.700đ/cp**

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 1 năm cho ACB là 41.700 đồng dựa trên tăng trưởng EPS 2022-23 không đổi 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.

Chúng tôi vẫn kỳ vọng LN ròng của ACB sẽ tăng trưởng 25%/18% svck trong năm 2022-23. Sự điều chỉnh của thị trường vừa qua đã đẩy định giá của ACB xuống mức đáy 3 năm: chỉ 1,23 lần P/BV 2022, tương đương -2 độ lệch chuẩn. Với khả năng sinh lời mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh trong ba năm tới, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng được định giá ở mức P/BV 1,9 lần và đây là thời điểm tốt để các nhà đầu tư bắt đầu mua vào và nắm giữ 1 ngân hàng có tiềm năng tăng trưởng tốt như ACB.

Tiềm năng tăng giá bao gồm biên lãi thuần (NIM) 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 4: Định giá thu nhập thặng dư**

Giả 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%
Phản 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)	<b>42.905</b>					

Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 5: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Đóng góp (VND/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	42.623	21.312
Hệ số P/B (1,9 lần cho năm 2022)	50%	40.863	20.431
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			41.743
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			<b>41.700</b>

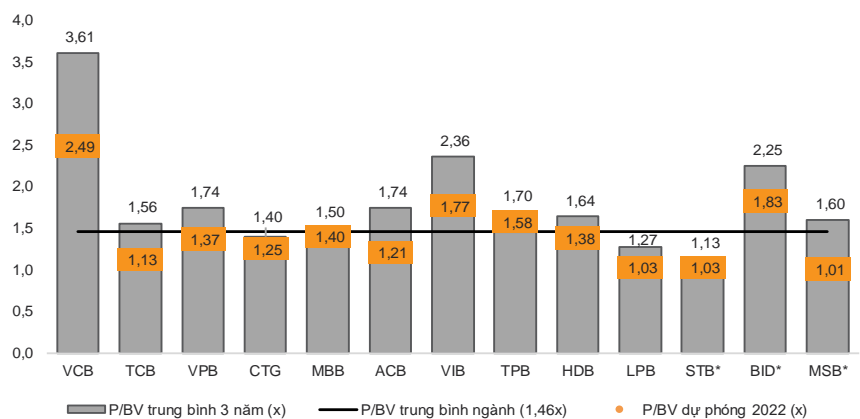
Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 6: So sánh các ngân hàng Việt Nam (số liệu ngày 08/06/2022)**

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa		Vốn hóa tỷ USD	P/BV (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE %		ROA %	
			Nội tệ	Nội tệ		2022	2023	2022	2023		2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	79.200	95.600	16,2	2,5	2,3	16,6	13,8	20,8%	20,0%	20,9%	1,7%	1,8%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	31.800	44.900	6,1	1,4	1,3	9,4	7,6	24,5%	17,6%	18,3%	2,5%	2,6%
Vietinbank	CTG VN	Khả quan	27.700	40.600	5,7	1,3	1,1	11,1	9,4	16,3%	16,3%	16,9%	1,0%	1,1%
VPBank	VPB VN	Trung lập	37.250	66.400	5,6	1,2	0,9	5,8	4,8	20,6%	22,1%	21,6%	3,6%	3,7%
NHTM CP Quân Đội	MBB VN	Trung lập	27.950	40.800	4,6	1,4	1,2	6,8	5,6	21,7%	24,5%	24,1%	2,5%	2,6%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	25.700	41.700	3,7	1,2	1,0	5,9	5,0	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NH TMCP Quốc Tế Việt Nam	VIB VN	Trung lập	26.650	46.400	2,4	1,8	1,4	6,7	6,5	19,3%	26,7%	24,7%	2,1%	2,0%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Trung lập	30.250	41.100	2,1	1,5	1,2	7,9	6,4	23,0%	20,9%	21,1%	1,9%	2,1%
HDBank	HDB VN	Khả quan	25.950	35.900	2,3	1,4	1,0	7,0	4,8	21,5%	23,6%	23,6%	2,0%	2,0%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	Trung lập	15.150	21.300	1,0	1,1	0,8	6,0	4,7	26,8%	17,8%	18,8%	1,1%	1,2%
<b>Trung bình</b>						<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>8,3</b>	<b>6,9</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,3%</b>	<b>21,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>
<b>NH TMCP Á Châu</b>	<b>ACB VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>25.700</b>	<b>41.700</b>	<b>3,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>17,1%</b>	<b>23,6%</b>	<b>22,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,1%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

**Hình 7: Hầu hết các ngân hàng đều đang được định giá dưới mức P/BV trung bình 3 năm**



KQKD Q1/22: cao hơn dự báo của chúng tôi

Hình 8: So sánh KQKD Q1/22 của ACB

	Q1/22	Q1/21	% svck	Q4/21	% sv quý trước	Dự phóng của VND	% hoàn thành dự phóng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	5.441	4.640	17,3%	4.794	13,5%	19.534	27,9%	Cao hơn dự báo của chúng tôi
Thu nhập ngoài lãi	1.409	1.036	36,0%	1.177	19,7%	5.968	23,6%	
Tổng thu nhập hoạt động	6.850	5.675	20,7%	5.971	14,7%	25.501	26,9%	
Chi phí hoạt động	(2.739)	(1.965)	39,3%	(2.417)	13,3%	(8.415)	32,5%	Cao hơn dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước dự phòng	4.111	3.710	10,8%	3.554	15,7%	17.086	24,1%	
Chi phí dự phòng	2,8	(606)	-100,5%	(524)	-100,5%	(2.103)	-0,1%	Hoàn nhập dự phòng
LNTT	4.114	3.104	32,5%	3.030	35,8%	14.983	27,5%	
LN ròng	3.288	2.483	32,4%	2.428	35,4%	11.986	27,4%	Cao hơn dự báo của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 9: Các chỉ số chính theo quý (%)

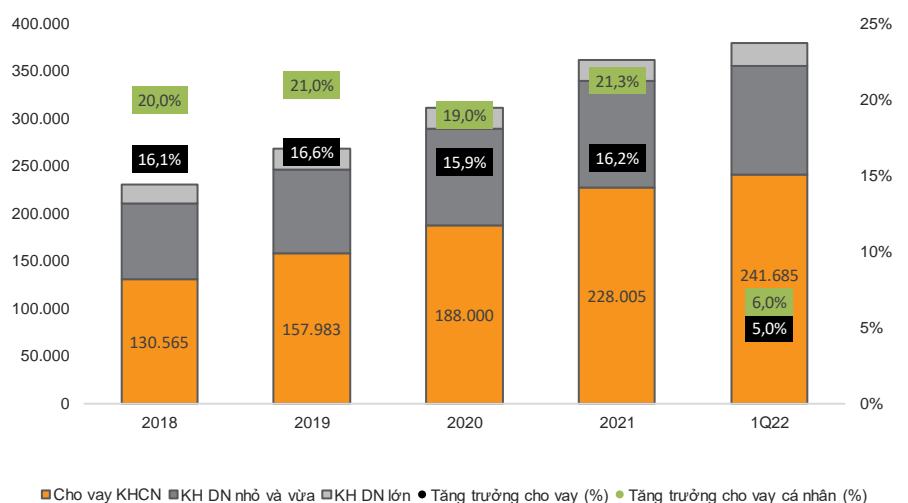
	Q1/19	Q2/19	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập HĐKD	81,8%	73,5%	78,5%	69,2%	78,1%	75,9%	81,0%	85,0%	81,7%	80,1%	79,4%	80,3%	79,4%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập HĐKD	18,2%	26,5%	21,5%	30,8%	21,9%	24,1%	19,0%	15,0%	18,3%	19,9%	20,6%	19,7%	20,6%
NIM (dự phóng cả năm)	3,6%	3,5%	3,5%	3,7%	3,7%	3,3%	3,7%	4,2%	4,3%	4,5%	3,9%	3,9%	4,2%
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%	40,0%
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%	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%	187,8%
Chi phí tín dụng	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,8%	1,2%	1,1%	1,0%	0,0%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,0%	2,1%
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%	24,2%

Nguồn: VNDIRECT Research

LN ròng Q1/22 của ACB tăng 32,4% svck lên 3,3 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 27% dự phóng), được hỗ trợ bởi tăng trưởng cho vay lành mạnh, thu nhập ngoài lãi mạnh mẽ và đặc biệt là hoàn nhập dự phòng.

- ACB công bố tăng trưởng cho vay 17,2% svck (+5,2% kể từ đầu năm) lên 380 nghìn tỷ, trong đó cho vay cá nhân đạt 242 nghìn tỷ (+6% kể từ đầu năm, chiếm 63% danh mục cho vay). Cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ tăng 1,3% so với đầu năm, chiếm 29% danh mục cho vay.

Hình 10: Danh mục cho vay của ACB



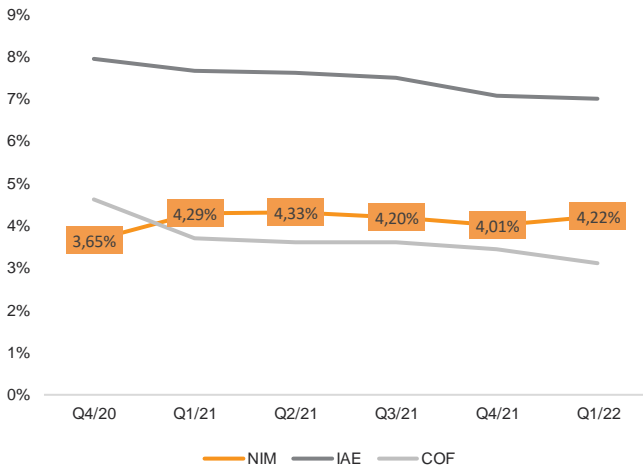
Nguồn: VNDIRECT Research



Về biên lãi thuần (NIM) của ACB, lợi suất tài sản (IAE) đã giảm 66 điểm cơ bản svck khi ngân hàng vẫn tiếp tục giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng nặng nề sau đại dịch. Tuy nhiên, chi phí vốn chỉ giảm 59 điểm cơ bản svck (nhờ lãi suất tiền gửi vẫn duy trì ở mức thấp trong Q1/22). Do đó, NIM giảm nhẹ còn 4,22% trong Q1/22 (4,29% trong Q1/21).

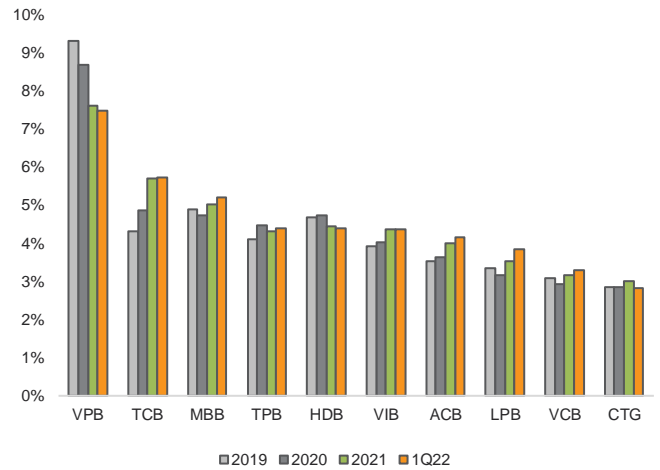
Nhắc lại, ACB cũng tập trung vào việc cải thiện hệ số CASA để tối ưu hóa NIM trong tương lai. Ngân hàng đã đạt được mức CASA cao hơn (26,7%) vào cuối Q1/22 (năm 2021: 25,3%), trong khi tỷ lệ này chỉ ở mức 16-19% giai đoạn 2016-2019.

**Hình 11: NIM duy trì ở mức trên 4% trong Q1/22**



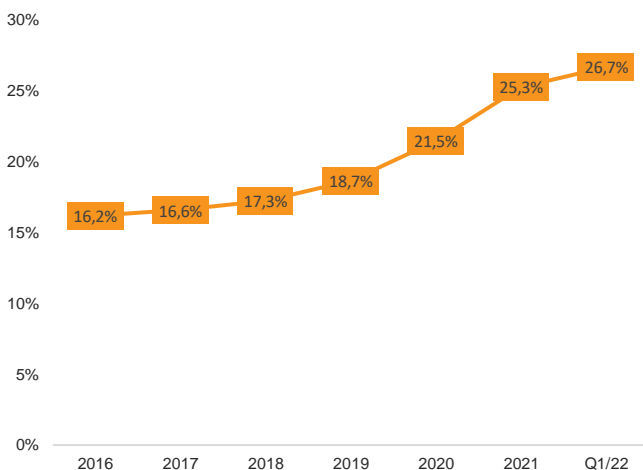
Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

**Hình 12: So sánh NIM của các ngân hàng**



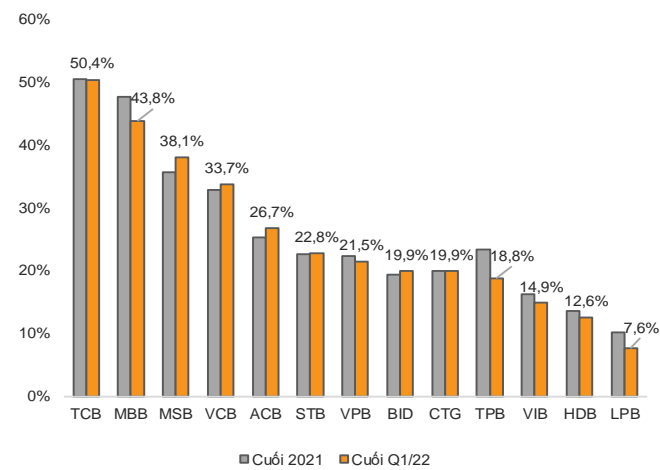
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

**Hình 13: Tỷ lệ CASA của ACB luôn được cải thiện...**



Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

**Hình 14: ... và đã đứng thứ 5 toàn ngành**



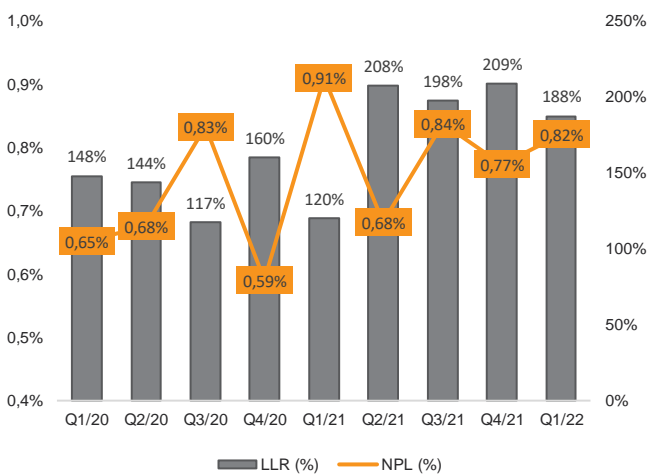
Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

- Thu nhập ngoài lãi tăng 30,6% svck lên 1,4 nghìn tỷ đồng trong Q1/22, đóng góp bởi tăng trưởng thu nhập từ phí (+18,2% svck) và thu nhập khác (cao gấp 6 lần so với Q1/21 nhờ khoản thu nợ từ G6).
- Chi phí hoạt động của ACB tăng 39% svck trong Q1/22. Tỷ lệ chi phí/doanh thu hoạt động (CIR) do đó đã tăng lên 40% (34,6% trong Q1/21).

- Đáng chú ý, dựa trên việc trích lập dự phòng mạnh mẽ trước đây, ACB đã có thể hoàn nhập chi phí trích lập dự phòng trong Q1/22 (3 tỷ đồng), chủ yếu đến từ việc hoàn nhập các khoản nợ tái cơ cấu. Tỷ lệ chi phí tín dụng giảm xuống 0,8% trong Q1/22 từ mức 1% trong năm 2021. Dự phòng rủi ro cho vay của ngân hàng không thay đổi tính đến cuối Q1/22, tương đương với LLR là 188% vào cuối Q1/22 (cuối năm 2021 ở mức 209,4%). Nợ xấu tăng 11,4% so với đầu năm và tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức ổn định với 0,82% (so với 0,77% cuối năm 2021).

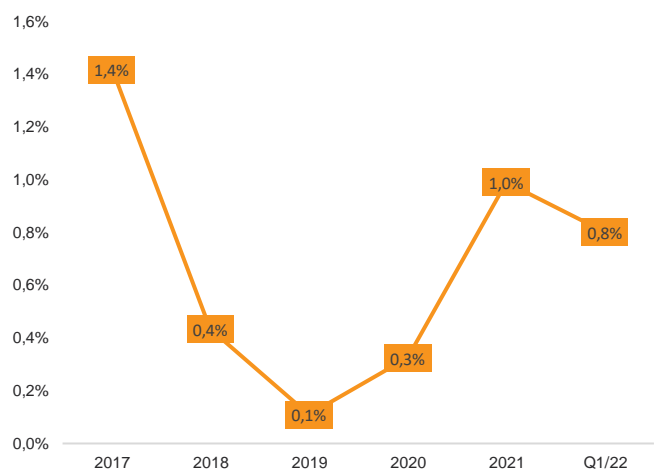
Các khoản nợ tái cơ cấu ghi nhận giảm (15 nghìn tỷ đồng vào cuối Q1/22 so với năm 2021 là 17 nghìn tỷ đồng); chiếm 3,9% danh mục cho vay (5% vào cuối năm 2021).

**Hình 15: Chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát tốt**



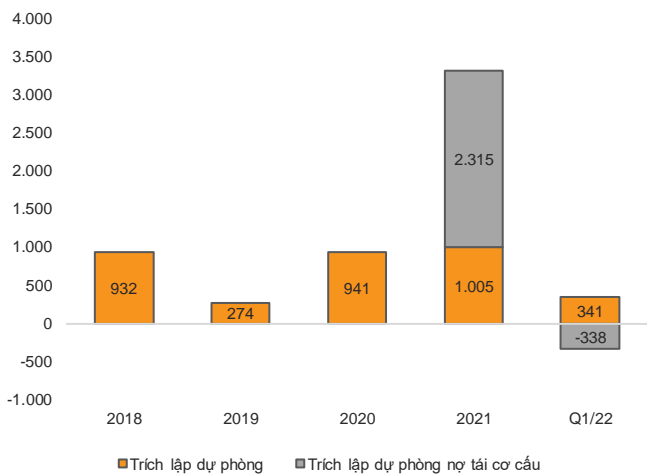
Nguồn: ACB

**Hình 16: Tỷ lệ chi phí tín dụng giảm trong Q1/22**



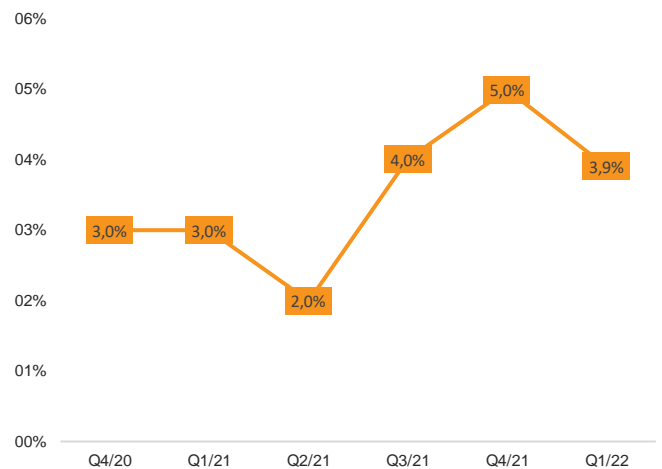
Nguồn: ACB

**Hình 17: ACB ghi nhận hoàn nhập dự phòng trong Q1/22 (Đơn vị: tỷ đồng)**



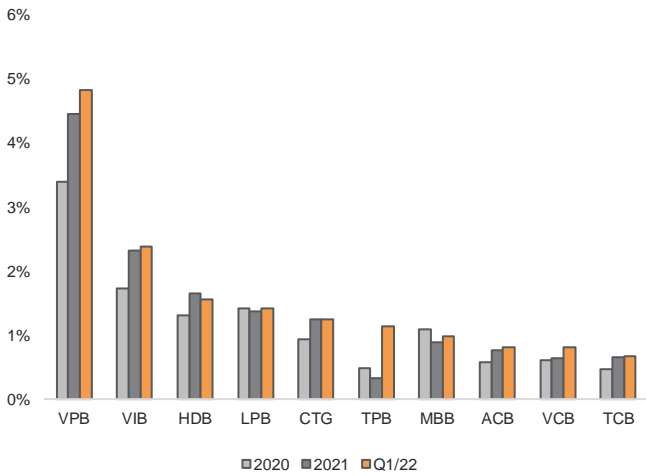
Nguồn: ACB

**Hình 18: Tỷ lệ nợ tái cơ cấu**



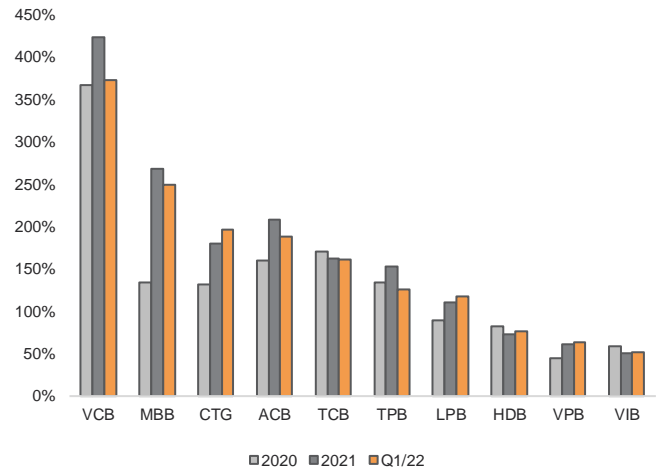
Nguồn: ACB

Hình 19: Tỷ lệ nợ xấu của ACB thuộc top thấp nhất toàn ngành



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

Hình 20: Tỷ lệ bao nợ xấu vẫn duy trì ở mức cao so với các ngân hàng khác



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT Research

### Dự phóng cho giai đoạn 2022-2023

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 vốn có. 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.

Chúng tôi ước tính NIM của ACB sẽ giảm 33 điểm cơ bản xuống 3,68% 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 (26,7% cuối Q1/22), tỷ lệ cho vay bán lẻ trong tổng danh mục ở mức khá cao là 93%, và tỷ lệ LDR cao 83% (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. Tỷ lệ đóng góp của thu nhập từ phí trong tổng thu nhập hoạt động sau đó sẽ tăng lên 15% (từ 10% trong giai đoạn 2018-20).



- Chúng tôi dự báo CIR sẽ giảm xuống mức 37% trong giai đoạn 2022-23; chi phí hoạt động sẽ tăng 19%/12% svck.

Chúng tôi ước tính chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ACB sẽ giảm mạnh 49% trong năm 2022 dựa trên (i) chất lượng tài sản vững chắc vốn có của ngân hàng và (ii) 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.

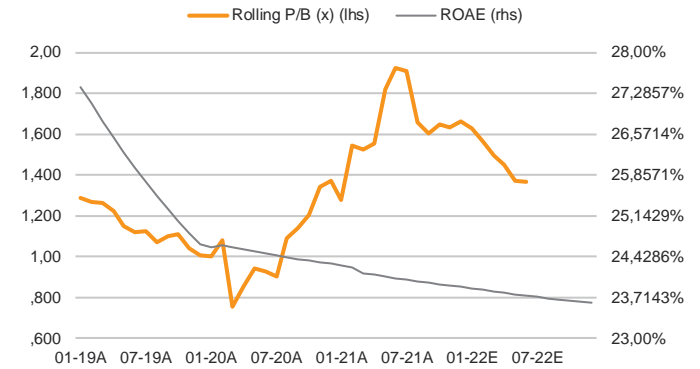
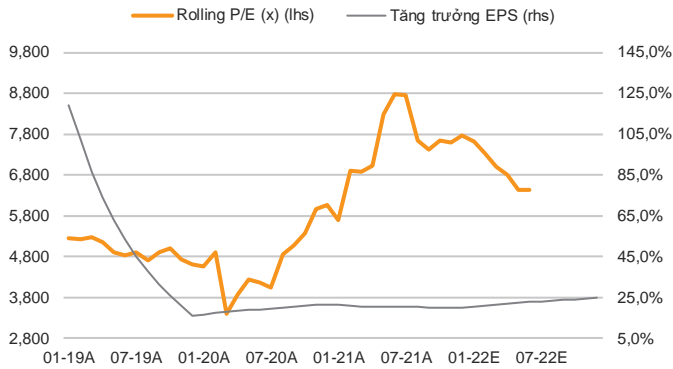
Kết luận, chúng tôi ước tính LN ròng của ACB sẽ tăng 25%/18% svck trong 2022-23, lần lượt đạt 12 nghìn tỷ đồng và 14 nghìn tỷ đồng. ROE tiếp tục duy trì ở mức cao là 24%.

Hình 21: Dự phóng KQKD của ACB cho năm 2022-24

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Thu nhập lãi	18.945	19.534	23.141	26.688	20.541	24.158	28.084	5,2%	4,4%	5,2%	Tăng dự phóng do điều chỉnh NIM
Thu nhập ngoài lãi	4.619	5.968	6.326	7.672	5.968	6.326	7.672	0,0%	0,0%	0,0%	
Tổng thu nhập hoạt động	23.564	25.501	29.467	34.478	26.508	30.484	35.756	3,9%	3,5%	3,7%	
Chi phí hoạt động	(8.230)	(8.415)	(9.724)	(11.378)	(9.808)	(10.974)	(12.872)	16,5%	12,9%	13,1%	Tăng tỷ lệ CIR so với dự phóng trước đó
LN trước dự phòng	15.334	17.086	19.743	23.100	16.700	19.510	22.884	-2,3%	-1,2%	-0,9%	
Chi phí dự phòng	(3.336)	(2.103)	(2.084)	(2.490)	(1.712)	(1.983)	(2.627)	-18,6%	-4,9%	5,5%	Tăng dự phóng chi phí dự phòng do kết quả thu hồi nợ tốt hơn dự kiến
LN trước thuế	11.998	14.983	17.659	20.610	14.988	17.527	20.257	0,0%	-0,7%	-1,7%	
LN ròng	9.603	11.986	14.127	16.488	11.991	14.022	16.206	0,0%	-0,7%	-1,7%	

Nguồn: VNDIRECT Research

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>18.945</b>	<b>20.541</b>	<b>24.158</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>4.619</b>	<b>5.968</b>	<b>6.326</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>23.564</b>	<b>26.508</b>	<b>30.484</b>
Tổng chi phí hoạt động	(8.230)	(9.808)	(10.974)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>15.334</b>	<b>16.700</b>	<b>19.510</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(3.336)</b>	<b>(1.712)</b>	<b>(1.983)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>11.998</b>	<b>14.988</b>	<b>17.527</b>
Thuế	(2.395)	(2.998)	(3.505)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9.603</b>	<b>11.991</b>	<b>14.022</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>9.603</b>	<b>11.991</b>	<b>14.022</b>

**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
<b>Tổng cho vay</b>	<b>411.731</b>	<b>480.476</b>	<b>561.412</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	70.742	81.917	94.880
Các tài sản sinh lãi khác	32.576	39.091	46.910
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>515.050</b>	<b>601.484</b>	<b>703.201</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(5.870)</b>	<b>(6.439)</b>	<b>(7.073)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>356.051</b>	<b>417.217</b>	<b>488.995</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>509.180</b>	<b>595.045</b>	<b>696.128</b>
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
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>18.590</b>	<b>19.426</b>	<b>20.301</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>527.770</b>	<b>614.471</b>	<b>716.429</b>
Nợ khách hàng	379.921	450.206	535.745
Dư nợ tín dụng	30.548	31.159	31.782
Tài sản nợ chịu lãi	410.469	481.365	567.527
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	410.469	481.365	567.527
Các khoản nợ lãi suất khác	54.480	57.204	60.064
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>464.949</b>	<b>538.569</b>	<b>627.591</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	17.920	19.283	19.547
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>17.920</b>	<b>19.283</b>	<b>19.547</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>482.869</b>	<b>557.852</b>	<b>647.138</b>
Vốn điều lệ và	27.020	27.019	27.019
Thặng dư vốn cổ phần	272	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	10.445	22.436	35.107
Các quỹ thuộc VCSH	7.164	7.164	7.164
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>44.901</b>	<b>56.620</b>	<b>69.290</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>44.901</b>	<b>56.620</b>	<b>69.290</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>527.770</b>	<b>614.471</b>	<b>716.429</b>

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	7,6%	18,5%	19,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	16,2%	16,9%	17,1%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	29,9%	8,4%	17,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	45,5%	8,9%	16,8%
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	24,9%	16,9%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	19,4%	16,9%	17,0%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.554	4.438	5.189
BVPS (VND)	16.618	20.955	25.645
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	20,0%	24,9%	16,9%

**Các chỉ số chính**

	12-21A	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	3,7%	3,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(34,9%)	(37,0%)	(36,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	0,8%	0,9%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,8%	0,8%	0,9%
LN/ TB cho vay	1,0%	0,4%	0,4%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	12,4%	13,1%	13,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	88,2%	87,9%	87,3%
<b>Biên lợi và độ đàn trái</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,1%	6,7%	6,9%
Chi phí cho các quỹ	3,4%	3,4%	3,6%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,9%	3,6%	3,6%
ROAE	23,9%	23,6%	22,3%

Nguồn: VNDIRECT 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

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>