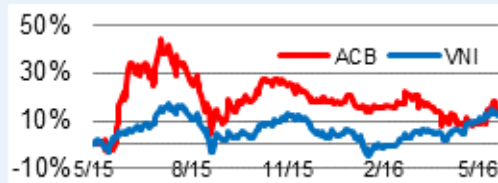


Ngày báo cáo:	27/05/2016		2015	2016F	2017F
Giá hiện tại:	18.500VND	LN trước dự phòng	5,0%	35,7%	13,3%
Giá mục tiêu hiện tại:	21.800VND	LNST sau lợi ích CĐT	8,0%	17,0%	13,6%
Giá mục tiêu trước đây:	21.800VND	EPS (pha loãng)	9,4%	12,2%	14,2%
		TL nợ xấu (NPL)	1,3%	1,3%	1,3%
		TL lãi cận biên (NIM)	3,1%	3,2%	3,0%
TL tăng:	+17,8%	EPS (VND)	1.000	1.122	1.282
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Cổ tức/CP (VND)	0	0	800
Tổng mức sinh lời:	+17,8%	P/B	1,5x	1,4x	1,3x



Xu hướng trung hạn / Hỗ trợ: Giảm / 16.500VND

Được thành lập năm 1993, ACB là ngân hàng nhỏ nhất trong số 6 ngân hàng chứng tôi theo dõi tính theo tổng tài sản tại thời điểm ngày 31/12/2015. Ngân hàng có mạng lưới lớn thứ 5 trong số 6 ngân hàng chứng tôi theo dõi với 345 chi nhánh và văn phòng giao dịch vào cuối năm 2015, Ngân hàng niêm yết cổ phiếu tháng 11/2006.

Ngành:	Ngân hàng	ACB	*Peers	VNI
GT vốn hóa:	782tr USD	P/E (trượt)	16,5x	16,2x
Room nước ngoài:	0tr USD	P/B (hiện tại)	1,3x	1,0x
GTGD trung bình/ngày(30n)	0,2tr USD	ROE	8,2%	8,9%
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROA	0,5%	0,8%
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	938			
Pha loãng (triệu)	1.018			

(\*) Báo cáo Tài chính 2015

Trịnh Ngọc Hoa  
Chuyên viên cao cấp

## Nợ xấu được giải quyết ổn định nhưng Ngân hàng không thể hiện mong muốn xử lý tài sản xấu trước kế hoạch

Chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu và khuyến nghị KHẢ QUAN cho ACB khi ngân hàng đã ghi nhận mức tăng trưởng LNTT và LNST lần lượt 8,3% và 10,5%, trong khi vẫn thực hiện cam kết dọn dẹp tài sản xấu trên bảng cân đối kế toán.

**Các chỉ số cốt lõi của ngân hàng trong quý 1/2016 cho những cải thiện đáng kể.** Tăng trưởng tín dụng quý 1/2016 là 7,6%, mức tăng trưởng quý 1 cao nhất kể từ năm 2009, và tỷ lệ lãi cận biên (NIM) tăng đạt 3,2% từ mức 3,1% của cả năm 2015 và quý 1/2015.

**Diễn biến tài chính tích cực cho phép ACB “gia tăng” khoản chi phí dự phòng.** ACB đã ghi nhận dự phòng 200 tỷ đồng trong quý 1/2016 lên quan đến khoản nợ của “nhóm 6 công ty”. Và mặc dù vậy, ngân hàng vẫn có thể tạo ra mức tăng trưởng lợi nhuận trước thuế 8% và lợi nhuận sau thuế 10% so với cùng kỳ.

**Trong quá khứ, ACB đã từng không thực hiện được các giải pháp xử lý liên quan đến khoản nợ của “nhóm 6 công ty”, tuy nhiên ngân hàng đang quyết tâm giải quyết vấn đề này.** Kế hoạch của ACB trong năm 2016 là giải quyết ít nhất 1.000 tỷ đồng, trong đó 200 tỷ đồng đã được ghi nhận dự phòng và ít nhất 100 tỷ đồng đã được thu hồi trong quý 1/2016. Một nguồn tin không chính thức cho biết ngân hàng đã tích cực thanh lý tài sản thế chấp và thu hồi nợ từ nhóm các công ty này. Tuy nhiên, dù ACB có khả năng giải quyết hết khoản nợ trước năm 2018, nhưng kinh nghiệm của năm 2015 khiến chúng tôi thận trọng và bỏ khuyến nghị MUA đối với ACB ở thời điểm hiện tại.

**Các vấn đề về tiền gửi liên ngân hàng giữa hai ngân hàng yếu kém bắt đầu cho thấy kết quả từ tháng 4/2016.** Khoản tiền gửi với GP Bank và Ngân hàng Xây dựng (CB) có tiến triển với các giải pháp hợp lý. Chúng tôi phân tích chi tiết hơn về các giải pháp này trong các trang tiếp theo.

**Đầu tư vào CNTT (IT) sẽ tiếp tục diễn ra trong vài năm tới, do đó, CIR ở mức trên 50%.** Theo quan điểm của chúng tôi, khoản đầu tư này là rất quan trọng đối với hoạt động của ngân hàng, trong bối cảnh đã có một ngân hàng ở Việt Nam bị tấn công bởi nhóm hacker nước ngoài, và đã suýt thất thoát 1,1 triệu USD. Do đó, chúng tôi ước tính CIR sẽ vẫn ở mức cao và giảm dần còn 56% trong năm cuối của kỳ dự báo (năm 2020).

**Cơ cấu sở hữu của ACB có vẻ như vẫn không thay đổi nhiều.** Sự thay đổi chỉ diễn ra khi giá cổ phiếu tăng mạnh, trong khi NĐT cá nhân vẫn chưa cho thấy sự quan tâm đối với cổ phiếu ACB, trong khi các NĐT tổ chức (nước ngoài) vẫn chưa thể mua được cổ phiếu.

## Nhìn lại quý 1/2016: Tăng trưởng tín dụng nhanh chóng giúp tạo điều kiện tái cơ cấu nợ xấu

(tỷ đồng)	Q1/2015	Q1/2016	Q1/2015 vs Q1/2016	Dự báo 2016 của VCSC	Q1/2016 vs dự báo 2016
Thu nhập lãi ròng	1.390	1.582	13,82%	6.686	23,66%
Thu nhập ngoài lãi	220	116	-47,25%	1.035	11,23%
Lợi nhuận trước dự phòng	607	623	2,63%	2.983	20,88%
Chi phí dự phòng	-247	-233	5,67%	-1.479	15,78%
LN trước thuế	359	389	8,35%	1.504	25,89%
LN sau thuế	281	310	10,53%	1.203	25,79%

ACB đã bước vào năm thứ năm của nỗ lực tái cơ cấu và quá trình kéo dài này có thể khiến các NĐT cảm thấy mệt mỏi. Tuy nhiên, khi phân tích các chỉ số cốt lõi của ngân hàng như tăng trưởng tín dụng, NIM và xu hướng dự phòng trong giai đoạn 2015 – quý 1/2016 cho thấy hoạt động ngân hàng cốt lõi khá tích cực. Về tăng trưởng tín dụng, quý 1/2016 chứng kiến khoản vay cho khách hàng tăng 7,6% so với thời điểm cuối năm 2015, đây là tốc độ tăng trưởng quý 1 cao nhất kể từ năm 2009. Tỷ lệ lãi cận biên (NIM) cũng diễn biến tích cực khi so sánh với cả quý 1/2015 và cả năm 2015, tăng lên 3,2% so với 3,1% trong cả hai kỳ so sánh. NIM quý 1/2016 tăng do Ngân hàng ít phải thoái thu các khoản lãi phải thu, và sử dụng nhiều khoản vay ngân hàng với chi phí thấp để tài trợ cho tăng trưởng tín dụng. Chi phí dự phòng trong quý 1/2016 tỏ ra phức tạp hơn quý 1/2015 một khoản chi phí dự phòng đáng kể được ghi vào mục “thu nhập từ đầu tư chứng khoán”, bên cạnh khoản chi phí dự phòng tín dụng thông thường. Xét về tổng thể, chi phí dự phòng quý 1/2016 đạt tổng cộng 436 tỷ đồng (20 triệu USD), so với 295 tỷ đồng (13 triệu USD) trong quý 1/2015. Dù chi phí dự phòng gia tăng, LNTT và LNST vẫn tăng lần lượt 8,3% và 10,5%.

Thu nhập lãi ròng (NII) đóng góp phần lớn trong mức tăng lợi nhuận với lợi nhuận 13,8% hàng năm trong khi thu nhập ngoài lãi (Non NII) giảm 47,2% trong quý 1/2016. Khoản mục thu nhập ngoài lãi ảnh hưởng từ ghi nhận dự phòng cho trái phiếu của “nhóm 6 công ty” liên quan đến một thành viên lãnh đạo trước đây. Theo tính toán của chúng tôi, non-NII tăng 43,6% nếu không tính đến khoản dự phòng này.

Kế hoạch tăng trưởng tín dụng năm 2016 là 18% và ngân hàng đã đạt được 7,6% sau 3 tháng đầu tiên, làm gia tăng lo ngại về việc ACB có thể phải giảm tốc độ giải ngân. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, thực tế việc ACB không xóa nợ xấu trong quý 1/2016 cũng có vai trò trong tăng trưởng tín dụng. Trong vài tháng tới, ACB có thể xóa nợ xấu hoặc Ngân hàng Nhà nước có thể tăng thêm hạn mức tín dụng cho ngân hàng vào cuối năm nay. Trong cả 2 trường hợp trên, sẽ đều có thêm dự địa để tiếp tục giải ngân khoản vay và do đó, thu nhập lãi ròng sẽ gia tăng thêm trong năm nay.

## Dự báo: Chúng tôi có quan điểm tích cực về hoạt động cốt lõi của ngân hàng, nhưng vẫn duy trì quan điểm thận trọng đối với vấn đề nợ xấu

Dự báo của chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định trước đây về giải pháp xử lý các khoản phải thu có vấn đề tính cả về giá trị và khoảng thời gian cần thiết để xử lý, cũng như thực hiện giả định tích cực trên mô hình định giá đối với hoạt động ngân hàng cốt lõi.

Sự ổn định của hoạt động ngân hàng cốt lõi tạo ra nền tảng vững chắc để hỗ trợ quá trình “dọn dẹp” bảng cân đối kế toán

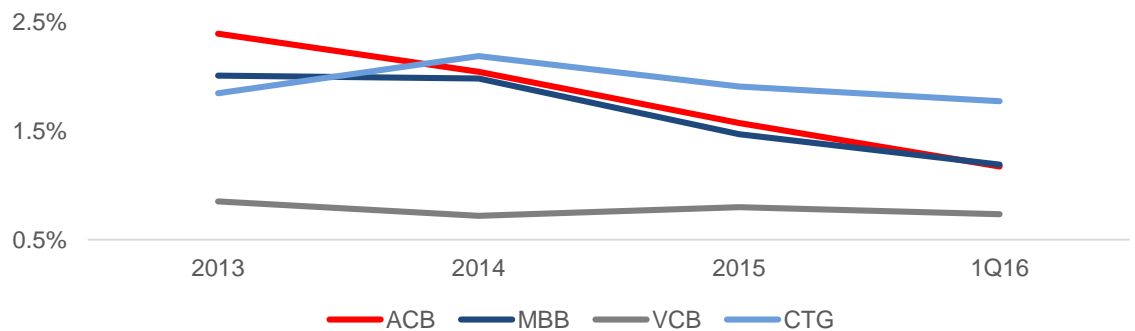
Theo tính toán của chúng tôi, tổng tài sản sinh lãi đã tăng 5,5% trong quý 1/2016, trong khi lãi dự thu giảm 18,3%, đây là một dấu hiệu cho thấy ngân hàng đã áp dụng tiêu chuẩn thận trọng hơn khi ghi nhận thu nhập lãi. Điều đáng chú ý là mặc dù tiêu chuẩn chặt chẽ hơn, Ngân hàng vẫn đạt được mức tăng trưởng thu nhập lãi ròng 13,8%. Ngoài ra, ACB cũng đã báo cáo tỷ lệ khoản vay trung và dài hạn trên tổng dư nợ (tỷ lệ MT/LT) khi so sánh với một số ngân hàng (Bảng 2); thông thường việc này sẽ dẫn đến việc lãi dự thu tăng cao hơn. Tuy nhiên, khi so sánh tỷ lệ lãi dự thu cao hơn/ tổng tài sản sinh lời giữa các ngân hàng này, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ này ở ACB hợp lý hơn trong nhóm các ngân hàng so sánh, chỉ xấp xỉ sau VCB (Biểu đồ 1), đây là một tín hiệu tốt cho thấy bảng cân đối kế toán có rủi ro tiềm ẩn thấp.

**Bảng 2: Tỷ lệ MT/LT**

	2011	2012	2013	2014	2015	Q1/2016
MBB	33%	28%	27%	37%	48%	49%
ACB	48%	46%	47%	50%	53%	52%
CTG	40%	40%	39%	40%	44%	45%
VCB	41%	38%	36%	36%	41%	41%

Nguồn: Báo cáo tài chính & Ước tính của VCSC

**Biểu đồ 1: Lãi dự thu/tổng tài sản sinh lời**



Nguồn: Báo cáo tài chính & Ước tính của VCSC

### Khả năng của ngân hàng nhằm giải quyết các khoản phải thu có vấn đề đóng vai trò lớn trong mô hình định giá của chúng tôi

1. Tài sản liên quan đến thành viên ban lãnh đạo trước đây: thận trọng trong khả năng thu hồi tiền mặt

Ngân hàng đã đặt ra mục tiêu thu hồi khoản phải thu hoặc ghi nhận dự phòng trong vòng 3 năm tới, kéo dài từ 2016-2018 và đặt mục tiêu 1.000 tỷ đồng (45 triệu USD). Trong vòng 3 tháng đầu tiên, đã có ít nhất 100 tỷ đồng (4 triệu USD) được thu hồi và 200 tỷ đồng (9 triệu USD) chi phí dự phòng được ghi nhận trong báo cáo tài chính. Do đó, trong quý 1/2016, ngân hàng đã hoàn thành

30% kế hoạch của năm nay. Chúng tôi cũng có thông tin rằng ACB cũng đang tích cực thanh lý tài sản thế chấp, và nếu ACB có thể đẩy nhanh tiến độ, gánh nặng liên quan đến vấn đề này có thể sẽ được giảm bớt trong những năm tới.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm thận trọng khi ước tính khả năng thu hồi của ACB đối với nhóm các công ty này và giả định của chúng tôi rằng ngân hàng có thể thu hồi 30% các khoản vay không có tài sản thế chấp, đồng nghĩa với 688 tỷ đồng (31 triệu USD) có thể được thu hồi. Phần còn lại có thể được ghi nhận dự phòng giai đoạn 2016-2018.

2. Tiền gửi liên ngân hàng tại GP Bank: hoán đổi trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp tăng thu nhập từ lãi nhưng chi phí dự phòng có thể gia tăng

Khoản tiền gửi liên ngân hàng tại GP Bank vẫn không đổi vào thời điểm cuối quý 1/2016: 772 tỷ đồng (35 triệu USD). Tuy nhiên, trong tháng 4, ACB đã hoán đổi hơn 500 tỷ đồng (22 triệu USD) với các tài sản khác của GP Bank. Theo trao đổi, lãnh đạo của ngân hàng cho biết các tài sản này là trái phiếu doanh nghiệp với lãi suất trung bình 9,2%. Trong mô hình định giá của chúng tôi, chúng tôi giữ nguyên quan điểm thận trọng rằng 500 tỷ đồng (22 triệu USD) sẽ được hoán đổi trong năm 2016, thêm 72 tỷ đồng (3 triệu USD) trong năm 2017, và 200 tỷ đồng (9 triệu USD) sẽ giữ nguyên là khoản vay liên ngân hàng. Tuy nhiên, tình hình tài chính không tốt của GP Bank khiến chúng tôi nghi ngờ về chất lượng của lượng trái phiếu này. Do đó, chúng tôi áp dụng giả định dự phòng cho lượng trái phiếu này với mức dự phòng là 20% trên số dư trái phiếu, chi phí dự phòng trên sẽ được ghi nhận trong vòng 4 năm 2017 – 2020.

3. Tiền gửi liên ngân hàng tại Ngân hàng Xây dựng (VNCB): lo ngại về khả năng trả nợ và việc hoàn nhập dự phòng

Khoản phải thu từ VNCB là 400 tỷ đồng (18 triệu USD). Ngân hàng này hiện đang chịu sự giám sát của NHNN, NHNN đã đồng ý hoàn trả cho ACB trong vòng 5 năm theo phương án thanh toán định kỳ với lãi suất 2%/năm, do đó, khoảng 88 tỷ đồng (4 triệu USD) sẽ được thanh toán trong năm đầu tiên. ACB cũng có kế hoạch tái phân loại khoản nợ này thành nợ Nhóm 1 khi VNCB bắt đầu thanh toán, đồng nghĩa với khoản dự phòng 176 tỷ đồng (8 triệu USD) sẽ được hoàn nhập, và ACB cũng sẽ bắt đầu ghi nhận lãi dự thu. Trong trường hợp này, báo cáo KQKD sẽ được ghi tăng khoảng 184 tỷ đồng (8 triệu USD), là các khoản doanh thu liên quan đến VNCB. Tuy nhiên, chúng tôi được biết lỗ lũy kế tại cuối năm 2015 của VNCB là xấp xỉ 27.000 tỷ đồng (1,2 tỷ USD), cao hơn vốn điều lệ của VNCB, đồng nghĩa với việc tình hình của VNCB hiện đang rất khó khăn. Ngoài ra, đến thời điểm hiện tại, VNCB vẫn chưa thanh toán khoản nào cho ACB, do đó chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng rằng khoản dự phòng chỉ nên được hoàn nhập theo tốc độ giảm của dự nợ chính thức.

**Đầu tư vào công nghệ thông tin (IT) nhằm hỗ trợ cho mảng cho ngân hàng bán lẻ có thể giữ tỷ lệ CIR (chi phí / thu nhập) ở mức cao, nhưng đây không phải là dấu hiệu tiêu cực**

Tỷ lệ CIR vẫn ở mức cao khi đạt 63% trong quý 1/2016, giảm còn 57% nếu không tính đến khoản dự phòng 200 tỷ đồng liên quan đến nhóm 6 công ty, nhưng mức này vẫn cao hơn cả 2 nhóm Ngân hàng quốc doanh và Ngân hàng tư nhân. ACB cho biết ngân hàng đã đầu tư 400 tỷ đồng (18 triệu USD) từ năm 2014 và có kế hoạch tiếp tục đầu tư thêm khoản 10 triệu USD mỗi năm vào cả OPEX (chi phí vận hành) và CAPEX (chi phí XDDB) để tập trung vào an ninh CNTT và tự động hóa trong vòng vài năm tới. Theo quan điểm của chúng tôi, khoản đầu tư này sẽ được xem là tối quan trọng trong kỷ nguyên số, đặc biệt sau khi một ngân hàng ở Việt Nam bị tin tặc tấn công. Do đó. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ CIR của ACB sẽ không giảm thấp như các ngân hàng khác trong tương lai gần. Chúng tôi dự tính CIR sẽ giảm còn 56% trong năm cuối cùng của mô hình định giá, khi vấn đề liên quan đến nhóm 6 công ty được giải quyết. Tỷ lệ này được cho là khá thận trọng theo quan điểm của chúng tôi.

## Định giá

Định giá của chúng tôi được dựa theo 2 phương pháp: thu nhập thặng dư và hệ số P/B, với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp. Khi so sánh các công ty cùng ngành, chúng tôi lựa chọn STB và MBB khi hai ngân hàng này có sự tương đồng về chiến lược, giá trị vốn hóa và danh mục khoản vay.

Trong phương pháp P/B, Hình 1 cho thấy cả cổ phiếu STB và MBB luôn giao dịch thấp hơn so với ACB, do đó, nếu các điều kiện khác không đổi, chúng tôi kỳ vọng ACB có thể tiếp tục giao dịch với P/B trung bình 1,3 lần.

**Bảng 4: Giá mục tiêu**

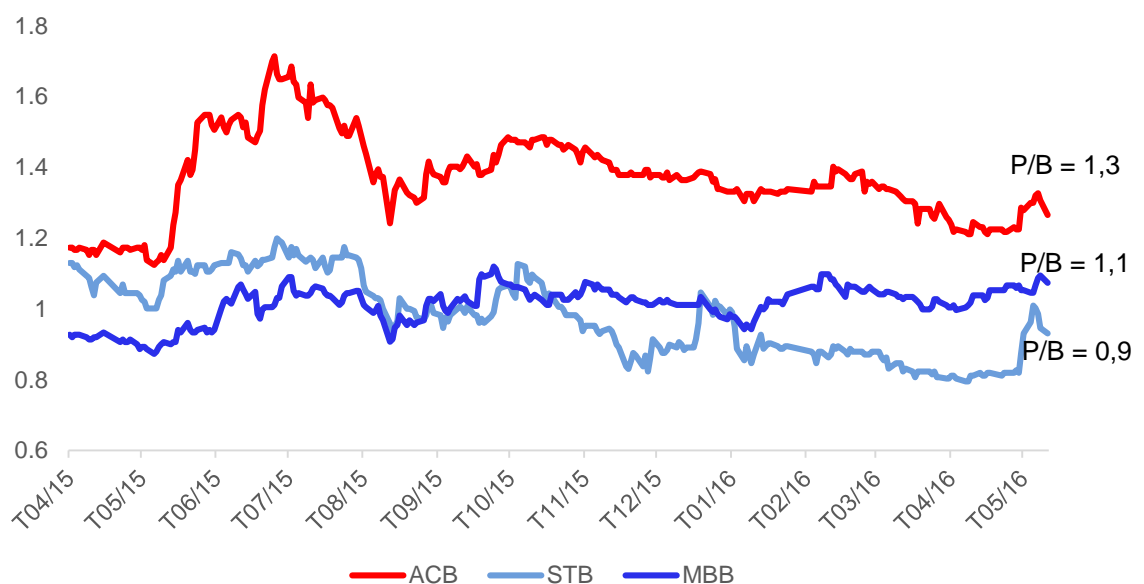
Phương pháp	Giá trị hợp lý	Trọng số	Đóng góp vào giá mục tiêu (đồng/cp)
Phương pháp P/B (1,3x)	20.220	50%	10.110
Thu nhập giữ lại	23.470	50%	11.735
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100%</b>	<b>21.845</b>

**Table 5: So sánh với các Ngân hàng tương đương**

(triệu USD) Ngân hàng	Mã	GT vốn hóa	Lợi nhuận từ HĐKD quý 1/2016	y-o-y %	LNST quý 1/2016	y-o-y %	Nợ xấu	ROA	ROE	P/B	P/E
Sacombank	STB	946	11	-78,3%	7	-69,8%	2,3%	0,4%	5,1%	1,0	22,5
NH Quân đội	MBB	1.126	50	-28,1%	32	14,0%	1,6%	1,2%	12,7%	1,1	9,9
<b>Average</b>		<b>1.036</b>	<b>31</b>	<b>-53,2%</b>	<b>19</b>	<b>-27,9%</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>1,0</b>	<b>16,2</b>
Ngân hàng Á Châu	ACB	778	28	2,6%	14	8,0%	1,3%	0,5%	8,2%	1,3	1,4

Nguồn: VCSC ước tính

**Hình 1: Diễn biến P/B của ACB so với các ngân hàng khác trong nước**



Nguồn: Bloomberg

## Lịch sử khuyến nghị

Hình 2: Diễn biến giá cổ phiếu và giá mục tiêu của VCSC



Nguồn: VCSC

## Phân tích kỹ thuật

### Nhận định

Đồ thị giá vẫn giao dịch trong kênh giảm giá trung hạn được hình thành từ giữa tháng 11/2015 đến nay. Đồng thời, các chỉ báo xung lượng vẫn chưa xuất hiện tín hiệu đảo chiều cho nên rủi ro trung hạn vẫn còn rất lớn.

Hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi vẫn duy trì mức GIẢM xu hướng trung hạn với mức hỗ trợ trung hạn là 16,500.

### Khuyến nghị

Các nhà đầu tư trung hạn không nên mua vào ở vùng giá hiện tại và tiếp tục bán ra trong các nhịp hồi phục.

Tính đến ngày 27/05/2016	(đồng/Cp)
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	19.600
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	16.000
Xu hướng trung hạn	GIẢM



Nguồn: VCSC



## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ HKKD	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT	2015A	2016F	2017F
tỷ đồng				tỷ đồng			
Thu nhập lãi	14.082	16.226	19.469	Tiền mặt	2.806	3.115	3.457
Chi phí lãi	(8.198)	(9.541)	(12.210)	Tiền gửi tại NHNN	4.609	5.440	6.343
Thu nhập lãi thuần	5.884	6.686	7.259	Tiền gửi/cho vay các TCTD khác	10.122	11.709	13.684
Thu nhập từ HĐ dịch vụ	1.021	1.225	1.495	Chứng khoán KD	100	100	100
Chi phí từ HĐ dịch vụ	(276)	(311)	(374)	Chứng khoán KD trừ: Dự phòng giảm giá	103	103	103
Lãi thuần HĐ dịch vụ	745	914	1.121	Công cụ phái sinh	(3)	(3)	(3)
Lãi thuần kinh doanh ngoại hối	121	170	196	Cho vay KH	48	50	52
Lãi thuần CK kinh doanh	15	10	15	Cho vay KH	132.491	158.083	187.288
Lãi thuần CK đầu tư	(808)	(391)	52	Dư nợ cho vay KH	134.032	160.061	189.647
Lãi thuần HĐ khác	242	319	180	trừ: Dự phòng rủi ro	(1.541)	(1.978)	(2.358)
Thu nhập từ góp vốn, mua CP	21	13	13	Chứng khoán đầu tư	38.679	41.760	45.596
Chi phí hoạt động	(4.022)	(4.738)	(5.457)	Sẵn sàng để bán	11.941	13.037	14.845
<b>Lợi nhuận thuần từ HKKD trước DP</b>	<b>2.199</b>	<b>2.983</b>	<b>3.379</b>	Giữ đến ngày đáo hạn	28.822	31.784	34.619
				trừ: Dự phòng giảm giá	(2.084)	(3.061)	(3.867)
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>				Đầu tư dài hạn	208	208	208
Tỷ lệ lãi cận biên (NIM) (%)	3,1%	3,2%	3,0%	Tài sản cố định	7.986	8.593	9.271
Lợi suất tài sản (%)	7,7%	8,0%	8,1%	TS cố định hữu hình	2.054	2.157	2.308
Chi phí vốn (%)	4,7%	4,7%	5,2%	TS cố định thuê TC	-	-	-
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) (%)	64,7%	61,4%	61,8%	TS cố định vô hình	425	510	612
ROAA trước dự phòng	1,1%	1,3%	1,2%	Bất động sản đầu tư	62	62	62
				Tài sản Có khác	9.852	11.555	12.805
<b>Tăng trưởng tài sản</b>				<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>201.457</b>	<b>234.750</b>	<b>272.518</b>
Tăng trưởng cho vay (%)	15,2%	19,4%	18,5%	<b>Nợ phải trả</b>	<b>188.669</b>	<b>220.809</b>	<b>257.260</b>
Tăng trưởng huy động (%)	13,1%	17,0%	17,5%	Nợ CP và NHNN	5.179	5.179	5.179
				Tiền gửi/ vay từ TCTD khác	2.433	2.538	2.836
<b>Chất lượng tài sản</b>				Vốn tài trợ ủy thác cho vay	162	162	162
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	1,3%	1,3%	1,3%	Tiền gửi KH	174.919	204.655	240.470
Dự phòng/NPL (%)	88,1%	93,5%	94,1%	Công cụ phái sinh	-	-	-
Dự phòng/cho vay (%)	1,2%	1,2%	1,2%	Nguồn vốn khác	-	-	-
NPL/Vốn CSH (%)	13,8%	15,2%	16,4%	Giấy tờ có giá	3.075	5.075	5.075
				Công cụ tài chính khác	-	-	-
<b>Thanh khoản</b>				Các khoản nợ khác	2.901	3.200	3.539
Cho vay/huy động (%)	76,6%	78,2%	78,9%	<b>Vốn CSH</b>	<b>12.788</b>	<b>13.940</b>	<b>15.258</b>
Vay liên ngân hàng (%)	1,4%	1,2%	1,2%	<b>NỢ PHẢI TRẢ &amp; VỐN</b>	<b>201.457</b>	<b>234.750</b>	<b>272.518</b>
CAR (%)	12,8%	13,4%	12,9%				
Vốn CSH/tài sản (%)	6,3%	5,9%	5,6%				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. LNST và EPS điều chỉnh được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ thưởng cho nhân viên (Thông tư 200). (2) Bao gồm lợi tức cổ phiếu, phát hành riêng lẻ, quyền mua sắp thực hiện (nếu có)

## Dự báo KQLN

	2016 Trước đây	2017 Trước đây	2016 Hiện nay	2017 Hiện nay	Lý do điều chỉnh dự báo
<b>Tỷ đồng</b>					
Thu nhập lãi ròng	6.558	7.371	6.686	7.259	Thu nhập lãi ròng dự kiến tăng nhẹ do dự báo tăng trưởng tín dụng cao hơn trong năm 2016. Một lý do khác là ACB có vẻ đang tập trung vào đầu tư chứng khoán nắm giữ đến ngày đáo hạn, hoạt động này tạo ra thu nhập lãi trong năm 2016
Thu nhập ngoài lãi	1.221	1.585	1.035	1.577	Dự báo cho Thu nhập ngoài lãi sẽ giảm nhẹ do báo cáo tài chính quý 1/2016 cho thấy ngân hàng có thể không tập trung vào hoạt động chứng khoán kinh doanh trong năm nay, thay vào đó, ngân hàng có thể tập trung vào đầu tư chứng khoán nắm giữ đến ngày đáo hạn như diễn giải bên trên
Lợi nhuận trước dự phòng	2.861	3.421	2.983	3.379	Do KQKD quý 1/2016, chúng tôi điều chỉnh tăng LN trước dự phòng dự báo cao hơn nhẹ khi ngân hàng vận giữ được mức CIR như quý 1/2016 thấp hơn năm 2015, trong khi duy trì tốc độ ghi nhận chi phí dự phòng cho các khoản phải thu của nhóm 6 công ty liên quan đến lãnh đạo cũ.
Chi phí dự phòng	(1.355)	(1.653)	(1.479)	(1.670)	Chi phí dự phòng dự kiến cao hơn khi chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục quan điểm thận trọng và dựa vào kết quả kinh doanh tốt để tăng dự phòng, tương tự năm 2015
LN trước thuế	1.507	1.767	1.504	1.709	
<b>LN sau thuế</b>	<b>1.205</b>	<b>1.414</b>	<b>1.203</b>	<b>1.367</b>	
<b>Tăng trưởng hàng năm %</b>					
Thu nhập lãi ròng	11,5%	12,4%	13,6%	8,6%	Tăng trưởng NII dự kiến cao hơn do dự kiến tăng trưởng tín dụng cao hơn trong năm 2016
Thu nhập ngoài lãi	262,6%	29,8%	207,3%	52,4%	Tỷ lệ tăng trưởng NII thấp hơn do ngân hàng chuyển hướng tập trung từ chứng khoán kinh doanh sang chứng khoán đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn
Lợi nhuận trước dự phòng	30,1%	19,5%	35,7%	13,3%	
Chi phí dự phòng	53,2%	22,0%	67,3%	12,9%	
LN trước thuế	14,6%	17,3%	14,4%	13,6%	
LN sau thuế	17,2%	17,3%	17,0%	13,6%	
Cho vay khách hàng	18,0%	18,0%	19,4%	18,5%	
Tiền gửi	17,0%	16,5%	17,0%	17,5%	
<b>Các chỉ báo chính</b>					
Tỷ lệ lãi biên NIM (%)	3,2%	3,1%	3,2%	3,0%	
Thay đổi NIM (%)	+20	-10	+20	-10	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập CIR (%)	62,5%	61,2%	60,1%	61,2%	KQKD quý 1/2016 cho thấy bằng chứng ngân hàng đã thành công trong việc giữ tỷ lệ CIR thấp hơn trước, trong khi vẫn duy trì việc đầu tư vào tài sản cố định
Tỷ lệ cho vay/huy động LDR (%)	77,3%	78,3%	78,2%	78,9%	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu (LLR) (%)	92,9%	94,1%	93,5%	94,1%	
ROA (%)	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	
ROE (%)	9,0%	10,0%	9,0%	9,4%	
<b>Chỉ báo định giá</b>					
Cổ tức/CP (đồng)	0	800	0	0	
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%	4,3%	0,0%	0,0%	Năm 2017, ngân hàng có thể không chia cổ tức tiền mặt khi cần giữ nguồn vốn nhằm tuân thủ Basel II
EPS (đồng)	1.125	1.328	1.122	1.282	
Tăng trưởng EPS (%)	12,5%	18,1%	12,2%	14,2%	
Giá trị sổ sách/số CP (đồng)	12.356	12.590	12.356	12.590	
PER (lần)	16,5	13,9	16,5	14,4	
PBR (lần)	1,4	1,3	1,4	1,2	
Nguồn: Số liệu do ngân hàng cung cấp và ước tính của VCSC					

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trịnh Ngọc Hoa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105  
[barry.weisblatt@vcsc.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vcsc.com.vn)

#### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

#### Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

#### Vĩ mô

Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

#### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

#### Khách hàng cá nhân

#### Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194  
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

#### BDS và Xây dựng

#### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.