

NH TM CP Á CHÂU (ACB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND28.300

Giá mục tiêu

VND35.400

Tỷ suất cổ tức

0.00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 21/01/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:13 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 8,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Chúng tôi nâng giá mục tiêu 9,3% lên

35.400đ/cp

➢ EPS giảm 1,4-6,6% trong 2021-23E

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	30.350
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.698
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	270.724tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	60.307
Free float (%)	76
P/E trượt (x)	7,72
P/B hiện tại (x)	1,69

Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch và những người liên quan	11,3%
Dragon Financial Holdings Limited	6,9%
Whistler Investments Limited	4,0%
Khác	77,80%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Triển vọng tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ 2021

- Trong buổi họp các bên phân tích ngày 18/1/2021, ACB công bố LNTT 2020 đạt 9.596 tỷ đồng (+27,7% svck), cao hơn 18,6% so với dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng CAGR EPS đạt 17,2% nhờ CAGR tín dụng đạt 15% và NIM tăng 7 điểm cơ bản trong 2021-2023.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan, nâng giá mục tiêu lên 35.400đ/cp do điều chỉnh giả định tăng trưởng tín dụng cao hơn trong 2020-21, chuyển định giá thu nhập thẳng dư từ 2020 sang 2021, và tăng P/B.

Tăng giả định tăng trưởng tín dụng năm 2021 do kết quả tích cực 2020

Chúng tôi nâng giả định tăng trưởng tín dụng trong 2020-2021 từ 14-14,5% lên 15-16% svck. Trong khi ACB chỉ công bố tổng dư nợ ngân hàng mẹ tăng 15,7% năm 2020, chúng tôi nhận thấy khác biệt không đáng kể giữa tăng trưởng cho vay hợp nhất và tăng của ngân hàng mẹ các năm gần đây. Do đó, tăng trưởng cho vay hợp nhất có thể sẽ vượt mức tăng 15% svck và hạn mức tăng trưởng tín dụng mà ACB được cấp là 14,75% năm 2020. Tăng trưởng dư nợ 2021 đạt 16% svck là hợp lý, cân nhắc việc dư nợ cho vay của ACB năm 2020 tăng trưởng tốt hơn dự kiến, kỳ vọng NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong năm 2021 và việc NHNN hướng dẫn tăng trưởng tín dụng của ACB mức 3,5% trong Q1/21 (sv thực tế Q1/20: 2,3%). Chúng tôi cũng kỳ vọng NIM tăng 5 điểm cơ bản svck trong 2021 lên 3,6% do tỷ lệ CASA tiếp tục cải thiện, đạt 22,4% cuối năm 2020 (cuối Q3/20: 18,4%, cuối Q2/20: 17,5%).

Upfront fee sẽ được phân bổ đều trong 15 năm, từ 2021

Theo ACB, phí trả trước (upfront fee) trị giá 370 triệu USD đối với thương vụ phân phối bảo hiểm độc quyền sẽ được phân bổ đều trong suốt 15 năm. Ngoài ra, về việc thu hồi nợ xấu G6, ACB dự kiến thu được một nửa trong 800 tỷ đồng còn lại vào năm 2021. Do đó sẽ không có thu nhập ngoài lãi (Non-IL) đột biến liên quan đến thu nhập từ phí trả trước phân phối bảo hiểm độc quyền và thu hồi nợ xấu từ nhóm G6 vào năm 2021-22. Tuy nhiên thu nhập ròng 11T20 từ banca đạt 848 tỷ đồng, +16% sv thu nhập từ banca trong cả năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng dòng phí hoa hồng sẽ không ngừng nâng cao thu nhập phí ròng trong những năm tới.

Dự báo EPS đạt tăng trưởng kép 17,2% trong giai đoạn 2021-2023

Chúng tôi dự báo LN ròng đạt CAGR 17% trong giai đoạn 2021-23, dựa trên tăng trưởng thu nhập lãi ròng (NIL) 15,7%/năm và CAGR thu nhập ngoài lãi 10,1%. Chúng tôi giảm dự báo EPS năm 2021-23 1,4-6,6% sv dự báo trước đó do điều chỉnh kế hoạch ghi nhận phí trả trước banca thành 15 năm từ 5 năm trước đó và khoản thu 800 tỷ đồng của G6 được chia đều trong năm 2021-2022 thay vì thu toàn bộ trong năm 2021.

Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 35.400 đồng/cp

Duy trì khuyến nghị Khả quan với cổ phiếu ACB. Giá mục tiêu dựa trên định giá thu nhập thẳng dư (Chi phí vốn: 14%, Tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/BV năm 2021 là 1,8 lần với tỷ trọng bằng nhau. ACB đang giao dịch ở mức P/BV năm 2021 là 1,4 lần, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1,8 lần trong khi ngân hàng đã chuyển niềm yết sang HOSE sẽ cải thiện thanh khoản, cũng như triển vọng tăng trưởng tín dụng cao hơn và dòng phí hoa hồng mới kỳ vọng giúp LN tiếp tục tăng trưởng ổn định. Do đó, chúng tôi nâng định giá P/B năm 2021 từ 1,7 lần lên 1,8 lần. Rủi ro tăng giá đến từ việc NIM tăng cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm tăng trưởng cho vay thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20E	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	12.112	13.997	16.268	18.913
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	16.097	17.479	21.540	24.916
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(274)	(913)	(1.052)	(1.044)
LN ròng (tỷ)	6.010	6.468	8.029	9.525
Tăng trưởng LN ròng	17,0%	7,6%	24,1%	18,6%
EPS điều chỉnh	3.606	3.336	3.668	4.360
BVPS	16.699	15.838	19.552	23.459
ROAE	24,6%	20,9%	21,0%	20,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thay đổi dự phóng kết quả kinh doanh 2021-2022 do tăng giả định tăng trưởng cho vay và khoản phí trả trước được phân bổ lâu hơn dự kiến

Hình 1: Đánh giá lại thu nhập (Tỷ đồng)

Báo cáo KQKD	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F	FY21F	FY22F	
Thu nhập lãi ròng (NII)	15.941	18.441	16.268	18.913	2,1%	2,6%	Cao hơn dự báo trước đó của chúng tôi, do chúng tôi điều chỉnh tăng dư nợ vay từ mức tăng trưởng 14%/14,5% lên mức 15%/16% cho năm 2020-21F, nhằm phản ánh thực tế tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến của ngân hàng ACB trong năm 2020. Triển vọng tăng trưởng tín dụng 2021 được điều chỉnh cao hơn so với dự báo trước đây dựa trên kỳ vọng NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng và sự phục hồi dần của nền kinh tế
Thu nhập ngoài lãi (Non-II)	6.831	6.762	5.272	6.003	-22,8%	-11,2%	Thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do chúng tôi điều chỉnh kế hoạch ghi nhận phí trả trước phân phối bảo hiểm độc quyền thành 15 năm từ 5 năm trước đó và khoản thu 800 tỷ đồng của G6 được chia đều trong năm 2021-2022 thay vì thu toàn bộ trong năm 2021.
Thu nhập HĐKD	22.773	25.203	21.540	24.916	-5,4%	-1,1%	
Chi phí HĐKD	(11.045)	(12.098)	(10.447)	(11.960)	-5,4%	-1,1%	
Lợi nhuận trước dự phòng	11.728	13.106	11.093	12.956	-5,4%	-1,1%	
Chi phí dự phòng	(984)	(1.022)	(1.052)	(1.044)	6,9%	2,1%	
Lợi nhuận trước thuế	10.744	12.084	10.041	11.912	-6,5%	-1,4%	
Lợi nhuận ròng	8.591	9.662	8.029	9.525	-6,5%	-1,4%	
Số lượng cp lưu hành (triệu cp)	2.162	2.162	2.162	2.162	0,0%	0,0%	
EPS (VND/cp)	3.928	4.424	3.668	4.360	-6,6%	-1,4%	EPS mới thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi do khoản phí trả trước được phân bổ lâu hơn dự kiến.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nợ xấu trong tầm kiểm soát

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng mẹ được duy trì ở mức thấp 0,59% trong khi tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) vẫn duy trì ở mức cao đạt 154% vào cuối năm 2020.

Nợ cơ cấu hợp nhất của ACB ghi nhận ở mức 9.000 tỷ đồng vào cuối năm 2020, không thay đổi so với mức ở cuối Q3/2020. Ngân hàng thực hiện cơ cấu lại các khoản cho vay với tỷ trọng khá tương đương đối với cả cá nhân và doanh nghiệp với giá trị cho vay được cơ cấu lại dành cho cá nhân là 4.000 tỷ đồng; và phần còn lại đối với doanh nghiệp vừa và doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trong 9.000 tỷ đồng được cơ cấu lại, tổng giá trị khoản vay 600 tỷ đồng sẽ đến hạn thanh toán vào năm 2021 và ACB dự kiến sẽ thu được 90% khoản vay này khi đến ngày đáo hạn.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu lên 35.400 đồng/cp thúc đẩy bởi giả định tăng trưởng cho vay cao hơn trong giai đoạn năm 2020-21, định giá thu nhập thẳng dư chuyển từ 2020 sang năm 2021 (Chi phí vốn: 14%, Tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/B mục tiêu được nâng lên mức 1,8 lần.

Hình 2: Tính toán giá mục tiêu dựa trên các giả định của chúng tôi

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá (VND/cp)	Tỷ lệ đóng góp (VND/cp)
Thu nhập thẳng dư (RI)	50%	35.530	17.765
Hệ số P/BV dự phóng 2021 ở mức 1,8x	50%	35.194	17.597
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)			35.362
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu, làm tròn)			35.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Định giá thu nhập thặng dư

Các giả định chính	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal year
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Phần bù rủi ro thị trường	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 (VCSH)	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
(Tỷ đồng)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	34.234					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	13.133					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cu	29.433					
Giá trị VCSH	76.799					
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2.162					
Giá trị 1 cổ phiếu (VND/cp)	35.530					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

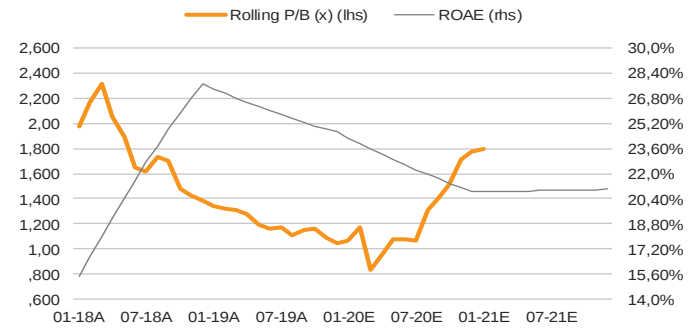
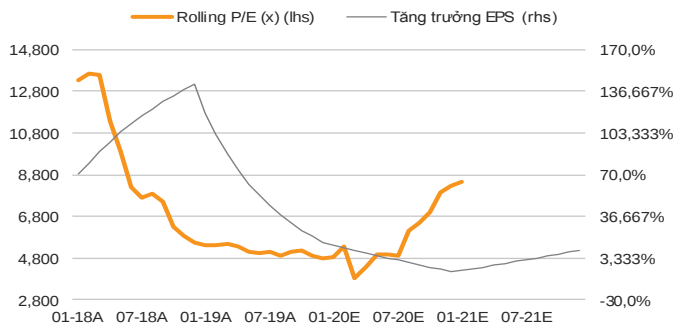
Hình 4: So sánh với các Ngân hàng trong khu vực

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/B	P/E	Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE	ROA				
			(bản tệ)	(bản tệ) (triệu US\$)	FY20F	FY21F	FY20F	FY21F	%	FY20F	FY21F	FY20F	FY21F	
China Merchants Bank	3968 HK	KHẢ QUAN	60	63	200.540	1,9	1,7	13,4	11,4	12,8%	15,3%	16,1%	1,2%	1,2%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	KHẢ QUAN	4.620	4.900	40.502	3,0	2,8	27,7	17,7	6,5%	10,5%	16,3%	1,3%	2,0%
Bank Mandiri	BMRI IJ	KHẢ QUAN	6.925	7.400	22.968	1,7	1,6	18,9	11,8	8,4%	8,7%	14,0%	1,3%	1,7%
Vietcombank	VCB VN	TRUNG LẬP	103.000	97.700	16.607	4,0	3,3	20,5	15,7	16,6%	21,2%	23,1%	1,5%	1,7%
BDO Unibank Inc	BDO PM	KHẢ QUAN	110	135	10.124	1,3	1,2	17,0	15,4	1,7%	7,9%	8,2%	0,8%	1,0%
Techcombank	TCB VN	KHẢ QUAN	36.200	40.400	5.500	1,7	1,5	11,8	10,0	13,6%	16,0%	16,0%	2,7%	2,8%
MBBank	MBB VN	KHẢ QUAN	26.200	27.000	3.178	1,5	1,3	8,4	7,3	13,3%	20,0%	18,9%	2,0%	2,0%
VPBank	VPB VN	KHẢ QUAN	36.200	44.300	3.878	1,7	1,4	9,1	7,9	17,8%	20,7%	19,5%	2,6%	2,7%
Trung bình						2,1	1,8	15,9	12,2	11,3%	15,0%	16,5%	1,7%	1,9%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	KHẢ QUAN	28.300	35.400	2.603	1,8	1,4	8,9	7,6	17,2%	20,9%	21,0%	1,6%	1,7%

Giá tại ngày 21 tháng 01 2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20E	12-21E	12-22E
Thu nhập lãi thuần	13.997	16.268	18.913
Thu nhập lãi suất ròng	3.483	5.272	6.003
Tổng lợi nhuận hoạt động	17.479	21.540	24.916
Tổng chi phí hoạt động	(8.477)	(10.447)	(11.960)
LN trước dự phòng	9.002	11.093	12.956
Tổng trích lập dự phòng	(913)	(1.052)	(1.044)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	8.089	10.041	11.912
Thuế	(1.621)	(2.012)	(2.387)
Lợi nhuận sau thuế	6.468	8.029	9.525
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	6.468	8.029	9.525

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20E	12-21E	12-22E
Tổng cho vay khách hàng	309.006	358.447	412.213
Cho vay các ngân hàng khác			
Tổng cho vay	309.006	358.447	412.213
Chứng khoán - Tổng cộng	64.564	72.312	80.989
Các tài sản sinh lãi khác	46.662	53.308	60.909
Tổng các tài sản sinh lãi	420.232	484.067	554.112
Tổng dự phòng	(3.499)	(4.086)	(4.631)
Tổng cho vay khách hàng	306.013	354.927	408.218
Tổng tài sản sinh lãi ròng	416.732	479.980	549.481
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	6.728	7.030	7.347
Tổng đầu tư	480	502	524
Các tài sản khác	11.141	11.642	12.166
Tổng tài sản không sinh lãi	18.349	19.174	20.037
Tổng tài sản	435.081	499.154	569.518
Nợ khách hàng	348.186	402.155	462.478
Dư nợ tín dụng	22.914	23.372	23.840
Tài sản nợ chịu lãi	371.100	425.527	486.318
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	371.100	425.527	486.318
Các khoản nợ lãi suất khác	20.367	21.378	22.439
Tổng các khoản nợ lãi suất	391.467	446.905	508.757
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	9.380	9.986	10.054
Tổng nợ không lãi suất	9.380	9.986	10.054
Tổng nợ	400.847	456.891	518.811
Vốn điều lệ và	21.616	21.616	21.616
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	7.750	15.780	24.224
Các quỹ thuộc VCSH	4.596	4.596	4.596
Vốn chủ sở hữu	34.234	42.263	50.708
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(0)	(0)
Tổng vốn chủ sở hữu	34.234	42.263	50.708
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	435.081	499.154	569.518

	12-20E	12-21E	12-22E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,0%	15,5%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	15,0%	16,0%	15,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	15,6%	16,2%	16,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	15,6%	23,2%	16,8%
Tăng trưởng LN ròng	7,6%	24,1%	18,6%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	13,9%	15,2%	14,5%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.388	3.715	4.407
BVPS (VND)	15.838	19.552	23.459
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	(7,6%)	9,6%	18,6%

Các chỉ số chính

	12-20E	12-21E	12-22E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,5%	3,6%	3,6%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(48,5%)	(48,5%)	(48,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,8%	0,9%	0,8%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,8%	0,9%	0,8%
LN/ TB cho vay	0,3%	0,3%	0,3%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	12,0%	12,3%	12,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	83,3%	84,2%	84,8%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,2%	8,2%	8,2%
Chi phí cho các quỹ	4,9%	4,9%	5,0%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,4%	3,5%	3,5%
ROAE	20,9%	21,0%	20,5%

Nguồn: VND 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 - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc – Chuyên viên phân tích

Email: ngoc.nguyendang@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

Website: <https://vndirect.com.vn>