

NH TM CP Á CHÂU (ACB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND21.800

Giá mục tiêu

VND30.000

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 02/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:11 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -12%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Hạ P/B mục tiêu xuống 1,4 lần từ mức 2,0 lần

➢ Giảm 10% giá mục tiêu 1 năm

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	28.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	69.324
Thị giá vốn (tỷ VND)	75.823
Free float (%)	76
P/E trượt (x)	6,0
P/B hiện tại (x)	1,1

Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch và các bên liên quan	11,3%
Quỹ đầu tư Dragon Capital	6,9%
Quỹ đầu tư Whistler	5,0%
Khác	76,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Thị Thu Thảo

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Chất lượng tài sản là ưu tiên hàng đầu

- Lợi nhuận (LN) ròng Q3/22 tăng mạnh 70,6% svck, theo đó LN 9T22 tăng 50,8% svck, hoàn thành 80% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Trong bối cảnh khó khăn ngày càng gia tăng, tăng trưởng LN ròng kỳ vọng giảm tốc và chỉ tăng 10% svck trong năm 2023 – 24.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 30.000 đồng/cp.

Tóm tắt Q3/22: chi phí dự phòng giảm mạnh dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

LN ròng Q3/22 của ACB tăng mạnh 70,6% svck lên 3,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ chi phí dự phòng giảm đáng kể. Dư nợ cho vay tăng 11,1% sv đầu năm tính đến cuối Q3/22, trong đó cho vay bán lẻ vẫn là động lực chính (+15% sv đầu tháng; chiếm 65% dư nợ cho vay). Đáng chú ý, nhờ bộ đệm dự phòng dày (LLR ~ 138% cuối Q3/22), ACB đã có ít áp lực hơn trong việc "củng cố hệ thống phòng thủ" trong năm nay, khi chi phí dự phòng Q3/22 giảm 89% svck. LN ròng 9T22 đạt 10,8 nghìn tỷ đồng (+50,8% svck), hoàn thành 80% dự phóng của chúng tôi.

Triển vọng ngành Ngân hàng: Con đường gập ghềnh phía trước

VND tiếp tục phải đối mặt với áp lực đồng USD mạnh lên, buộc NHNN phải thực hiện nhiều biện pháp can thiệp hơn ngoài việc chỉ dựa vào dự trữ USD. Sau khi nới biên độ giao dịch VND (từ 3% lên 5%), NHNN đã thực hiện đợt tăng lãi suất điều hành lần thứ hai liên tiếp thêm 100 điểm cơ bản; và việc tăng lãi suất này sẽ tác động tiêu cực đến NIM của ngân hàng. Bên cạnh đó, rủi ro "đứt gãy thanh khoản" trong các doanh nghiệp Việt Nam sẽ tác động xấu lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Nhìn chung, chính sách tiền tệ thắt chặt và những bất ổn vĩ mô sẽ làm ảnh hưởng lên triển vọng ngành ngân hàng trong năm 2023-24 khi tăng trưởng tín dụng chậm lại, NIM thu hẹp và lo ngại về chất lượng tài sản.

Thận trọng hơn trong dự báo năm 2023-24

ACB được biết đến là một ngân hàng với chiến lược "thận trọng" khi không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) trong danh mục tín dụng và tỷ lệ cho vay bất động sản không đáng kể. Do đó, ít nhất ACB sẽ không bị ảnh hưởng bởi những biến động trên thị trường TPDN và bất động sản. Tuy nhiên, tăng trưởng LN ròng sẽ chậm lại trong năm 2023-24 do những rào cản nói trên của toàn ngành và chỉ tăng khiêm tốn 10% svck trong 2023-24, do (1) tăng trưởng cho vay chậm lại; (2) NIM thu hẹp; (3) tăng trích lập dự phòng để phòng rủi ro nợ xấu.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 30.000đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh P/B mục tiêu xuống 1,4 lần từ mức 2 lần trước đó để phản ánh các khó khăn trong ngành; cộng với phương pháp định giá thu nhập thẳng dự (COE: 15%, LTG: 3%), giá mục tiêu cho ACB sẽ là 30.000đ/cp (-10% từ giá mục tiêu trước). Chúng tôi vẫn ưa thích ACB dựa vào (i) mô hình tập trung vào danh mục bán lẻ, phù hợp với xu hướng ngân hàng bán lẻ đang diễn ra mạnh mẽ tại Việt Nam; (ii) khả năng bán chéo sản phẩm và tăng thu nhập từ phí dựa trên tệp khách hàng lớn sẵn có; và (iii) chất lượng tài sản lành mạnh. Rủi ro giảm giá bao gồm (i) lãi suất tăng cao hơn dự kiến và (ii) nợ xấu tăng cao so với dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	18.945	21.387	22.991	26.311
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	23.564	27.210	29.144	33.393
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(3.336)	(391)	(497)	(1.351)
LN ròng (tỷ)	9.603	13.401	14.757	16.283
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	39,6%	10,1%	10,3%
EPS điều chỉnh	3.498	4.359	4.325	4.777
BVPS	16.618	17.262	21.632	26.453
ROAE	23,9%	26,0%	22,5%	20,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN LÀ ƯU TIÊN HÀNG ĐẦU

KQKD 9T22: Vượt kỳ vọng

Hình 1: So sánh KQKD (tỷ đồng, trừ khi có ghi chú khác)

	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	% svck	Dự phòng của VND	% hoàn thành dự phòng	Ghi chú
Thu nhập lãi thuần	6.032	4.521	33,4%	17.079	20,7%	21.387	79,9%	Cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ NIM
Thu nhập ngoài lãi	1.059	1.170	-9,5%	3.785	9,9%	5.823	65,0%	cao hơn dự kiến
Tổng thu nhập hoạt động	7.091	5.690	24,6%	20.864	18,6%	27.210	76,7%	
Chi phí hoạt động	(2.526)	(2.254)	12,0%	(7.541)	29,7%	(10.068)	74,9%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
Lợi nhuận trước dự phòng	4.565	3.436	32,9%	13.323	13,1%	17.142	77,7%	
Chi phí dự phòng	(90,4)	(820)	-89,0%	180	-106,4%	(391)	-46,0%	Hoàn nhập dự phòng mạnh mẽ - tốt hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi
LNTT	4.475	2.616	71,1%	13.503	50,6%	16.751	80,6%	
LN ròng	3.587	2.103	70,6%	10.818	50,8%	13.401	80,7%	Cao hơn dự báo của chúng tôi

Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

Hình 2: Các chỉ số chính theo quý

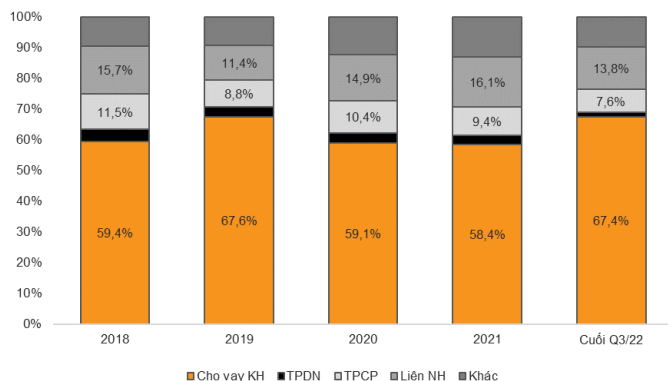
	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần/tổng thu nhập HKKD	78,5%	69,2%	78,1%	75,9%	81,0%	85,0%	81,7%	80,1%	79,4%	80,3%	79,4%	81,0%	85,1%
Thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập HKKD	21,5%	30,8%	21,9%	24,1%	19,0%	15,0%	18,3%	19,9%	20,6%	19,7%	20,6%	19,0%	14,9%
NIM (dự phòng cả năm)	3,5%	3,7%	3,7%	3,3%	3,7%	4,2%	4,3%	4,5%	3,9%	3,9%	4,2%	4,3%	4,5%
Chi phí/thu nhập	47,9%	57,0%	53,9%	43,1%	38,6%	33,9%	34,6%	25,6%	39,6%	40,5%	40,0%	32,9%	35,6%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0,7%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	0,9%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	158,9%	175,0%	148,3%	144,1%	117,5%	160,3%	120,4%	207,7%	197,7%	209,4%	187,8%	185,1%	137,8%
Chi phí tín dụng	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,8%	1,2%	1,1%	1,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%
ROAA (trượt 12 tháng)	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,0%	2,1%	2,3%	2,5%
ROAE (trượt 12 tháng)	25,6%	24,6%	23,8%	22,5%	22,9%	24,3%	25,6%	27,2%	25,8%	23,9%	24,2%	25,4%	24,2%

Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

Hình 3: Phân tích những chỉ tiêu trong bảng cân đối kế toán của ACB tại cuối Q3/22

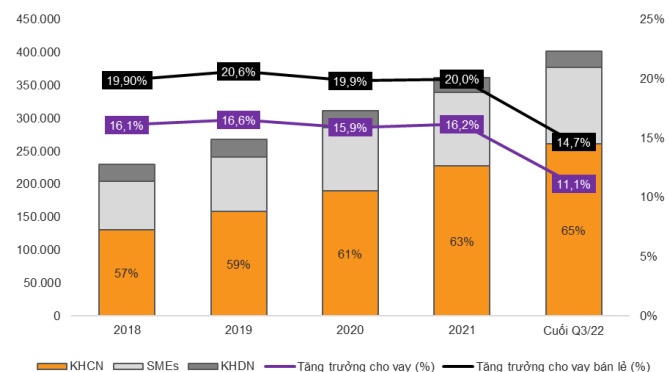
Cơ cấu tài sản sinh lời của ACB

- Cơ cấu tài sản sinh lời của ACB đã dần chuyển sang cho vay khách hàng.
- Trong danh mục tài sản của ACB không bao gồm TPDN – một điểm tích cực khi thị trường TPDN đang gặp khó khăn trong trung hạn do ảnh hưởng từ chuỗi điều tra các sai phạm và sửa đổi Nghị định 153 (Nghị định 65).
- ACB vẫn là bên vay ròng trên thị trường liên ngân hàng.



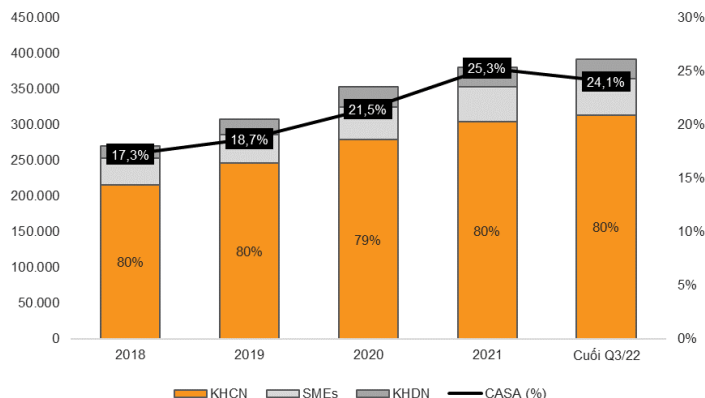
Cơ cấu cho vay (tỷ đồng; %)

- Tăng trưởng cho vay ACB: 11,1% so với đầu năm, được thúc đẩy bởi cho vay bán lẻ (+15% so với đầu năm). Tăng trưởng cho vay đã chậm lại so với trước đây do hạn mức tín dụng hạn chế. Tăng trưởng tín dụng hệ thống đang chậm lại khi kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ trong năm 2022 và thậm chí cả trong giai đoạn 2023-24.
- Với hạn mức tín dụng cả năm là 13%, ACB còn ít hơn 2% dư địa để mở rộng cho vay trong thời gian còn lại trong năm.
- Cho vay bán lẻ vẫn là mảng chính của ngân hàng nhằm tối ưu hóa NIM.



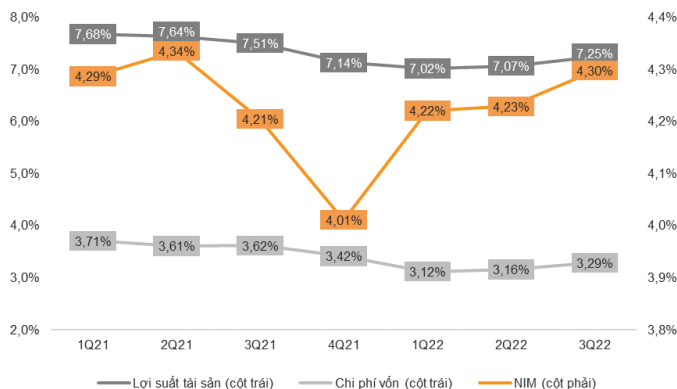
Cơ cấu tiền gửi của ACB và tỷ lệ CASA (tỷ đồng; %)

- Tăng trưởng tiền gửi của ACB: 3,2% so với đầu năm (so với mức tăng 5% của tổng huy động; tiền gửi của khách hàng chiếm 81% tổng huy động), tạo khoảng cách rất lớn với tăng trưởng cho vay (+11,1% so với đầu năm). Mặc dù đây có thể là lý do ACB ghi nhận NIM tăng trong 9 tháng đầu năm 2022 (chúng tôi sẽ thảo luận thêm trong phần tiếp theo), nhưng điều này đã gây áp lực lên thanh khoản của ngân hàng khi LDR đã đạt 83% (so với ngưỡng quy định là 85%).
- Chúng tôi tin rằng sự căng thẳng thanh khoản này sẽ sớm được giảm bớt trong năm 2023 do ACB đã tăng lãi suất huy động mạnh mẽ (cùng với toàn ngành) để thu hút người gửi tiền hơn.
- CASA giảm còn 24% do khách hàng rút tiền nhân rồi để tài trợ cho hoạt động kinh doanh của chính họ trong bối cảnh tăng trưởng khi tín dụng hạn chế, do đó chúng tôi cho rằng dòng tiền này sẽ không quay trở lại sớm.



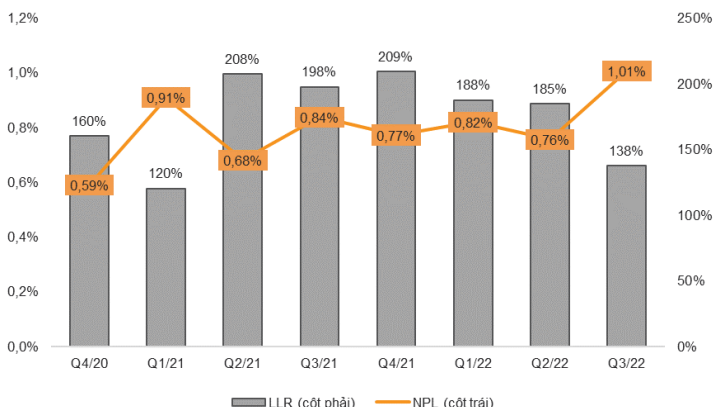
Diễn biến NIM của ACB (%)

- Vì được hưởng lợi từ chi phí vốn thấp hơn, NIM của ACB ghi nhận tăng trong Q3/22. Trong năm 2022, ngân hàng dường như chỉ sử dụng nguồn vốn huy động đã có để tài trợ mà không nhận thêm được bất kỳ "dòng tiền mới nào" từ tiền gửi khách hàng. Đó là lý do tại sao ngân hàng vẫn có thể duy trì được mức chi phí vốn khá thấp này, mặc dù thực tế là mức lãi suất huy động đã tăng lên kể từ Q2/22.
- Khi thanh khoản của ngân hàng đang phải đối mặt với căng thẳng, chúng tôi nghĩ rằng chi phí vốn của ngân hàng sẽ bắt đầu tăng và theo đó NIM thu hẹp kể từ quý 4 trở đi.



Chất lượng tài sản của ACB

- Nợ xấu của ACB tăng 45% so với đầu năm, trong đó nợ nhóm 5 tăng 131% so với cuối năm 2021 do Thông tư 14 đã hết hạn (kể từ ngày 30/06/2022). Ngân hàng đã tuyên bố rằng toàn bộ các khoản vay tái cấu trúc đã được trích lập đầy đủ.
- Do đó, tỷ lệ nợ xấu đã tăng lên 1% (so với 0,8% vào cuối năm 2021). LLR duy trì ở mức 138% (sv 209% vào cuối năm 2021). Theo quan điểm của chúng tôi, chất lượng tài sản của ngân hàng vẫn được kiểm soát tốt.



Nguồn: ACB, VNDIRECT Research

Triển vọng ngành ngân hàng: con đường gập ghềnh phía trước...

Tăng trưởng tín dụng giảm tốc và rủi ro NIM thu hẹp

Ngành ngân hàng Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức từ bên ngoài và cả trong nước. Việc FED tăng lãi suất mạn đã khiến chỉ số DXY leo lên mức cao nhất trong hai thập kỷ, tạo ra áp lực giảm giá đối với hầu hết các đồng tiền trên thế giới trong vài tháng gần đây và VND không phải là ngoại lệ. Cùng với việc bán USD để ổn định tỷ giá, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã nới biên độ giao dịch VND (từ 3% lên 5%) và tăng lãi suất điều hành lần thứ hai liên tiếp, thêm 100 điểm cơ bản trong vòng 1 tháng vừa qua.

Việc lãi suất điều hành tăng thêm 100 điểm cơ bản đã tác động trực tiếp đến lãi suất huy động của tất cả các kỳ hạn và các ngân hàng đều đã phải tăng lãi suất huy động với tốc độ tương tự như vậy. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy lãi suất cho vay khó có thể theo kịp với chi phí huy động vốn tăng cao do NHNN đã và đang yêu cầu các NHTM duy trì mật bằng lãi suất cho vay phù hợp để hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước. Do đó, việc tăng lãi suất mạnh mẽ nói trên sẽ tác động tiêu cực đến NIM của các ngân hàng với chi phí vốn cao hơn.

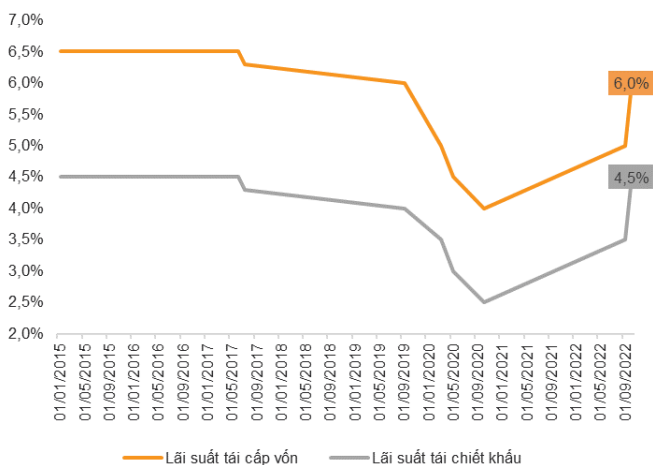
Chúng tôi tin rằng mọi thứ sẽ trở nên “nhẹ nhàng” hơn chỉ khi áp lực từ đồng USD giảm bớt. Hiện tại, FED dự kiến sẽ có thêm các đợt tăng lãi suất nữa trong hai tháng cuối năm nay; do đó, căng thẳng này có thể còn kéo dài đến ít nhất là hết nửa đầu năm 2023 (chúng tôi ước tính rằng NHNN sẽ tăng lãi suất điều hành thêm 50 điểm cơ bản trong Q4/22 hoặc có thể là Q1/23).

Rủi ro chất lượng tài sản suy yếu

Chúng tôi thấy một vấn đề khác rất đáng lưu ý đó là rủi ro “đứt gãy thanh khoản” giữa các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt là ở các doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này có thể ảnh hưởng lên chất lượng tài sản của các ngân hàng. Các doanh nghiệp Việt Nam phải đối mặt với chi phí lãi vay cao hơn (do đồng USD mạnh lên và lãi suất VND cao hơn), điều này làm giảm khả năng sinh lời và gia tăng áp lực nợ vay. Mặt khác, thị trường vốn Việt Nam đang bị cản trở khi tín dụng từ ngân hàng hạn hẹp và việc phát hành TPDN bị siết chặt; do đó nhiều doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận đủ nguồn vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của họ. Khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn và gánh nặng đáp ứng nghĩa vụ nợ của các doanh nghiệp có thể tác động xấu lên chất lượng tài sản của các ngân hàng từ năm 2023 trở đi.

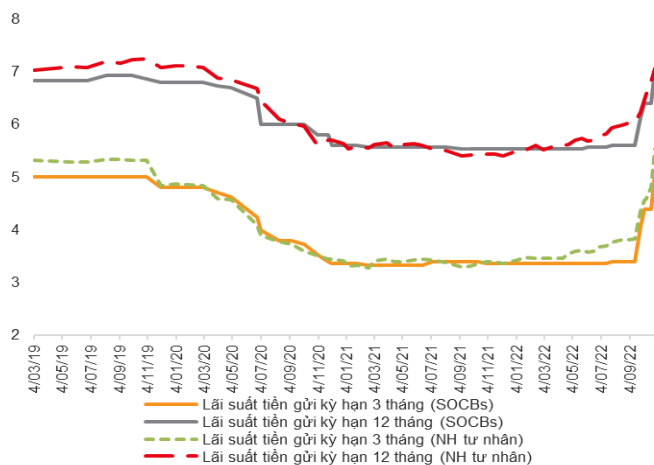
Tóm lại, do chính sách tiền tệ bị thắt chặt và những bất ổn vĩ mô, ngành ngân hàng trong năm 2023-24 sẽ gặp nhiều trở ngại hơn liên quan đến tăng trưởng tín dụng chậm lại, áp lực hy sinh lợi nhuận (NIM thu hẹp) và đối mặt với những lo ngại về chất lượng tài sản.

Hình 4: Lãi suất điều hành đã tăng lên nhanh chóng



Nguồn: NHNN

Hình 5: Lãi suất huy động cũng có diễn biến tương tự (%)



Nguồn: NHTM, VNDIRECT Research

... Vì vậy, chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng cho ACB trong 2023-24

ACB được biết đến là một ngân hàng với chiến lược “thận trọng” khi không bao gồm trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) trong danh mục tín dụng và tỷ lệ cho vay bất động sản không đáng kể. Do đó, ít nhất ACB sẽ không bị ảnh hưởng bởi những biến động trên của thị trường TPDN và bất động sản. Tuy nhiên, tăng trưởng LN ròng của ACB sẽ chậm lại trong năm 2023-24 do những rào cản nói trên của toàn ngành, chỉ tăng khiêm tốn 10% svck trong 2023-24 do...

- Tăng trưởng cho vay sẽ chậm lại xuống mức 13% trong năm 2023-24 (tăng trưởng kép giai đoạn 2019-2021 là 16%).
- NIM sẽ giảm khoảng 20 điểm cơ bản xuống 3,8% so với mức 4,0% trong năm 2021-2022. Ngân hàng có ít khả năng để đối phó với rủi ro này do CASA thấp, LDR rất cao và tỷ trọng cho vay bán lẻ đã tối ưu.
- ACB sẽ phải tăng trích lập dự phòng để đề phòng với rủi ro nợ xấu tăng.

Kết luận, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của ACB sẽ đạt tăng trưởng trung bình 10% trong giai đoạn 2023-2024 (tăng trưởng kép năm 2019-2021 là 26%).

Hình 6: Tóm tắt các chỉ tiêu trong bảng báo cáo KQKD (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Thu nhập lãi	12.112	14.582	18.945	21.387	22.991	26.311	25,1%	10,9%
% svck	16,9%	20,4%	29,9%	12,9%	7,5%	14,4%		
Thu nhập từ phí	3.985	3.579	4.619	5.823	6.153	7.082	7,7%	10,3%
% svck	8,6%	-10,2%	29,1%	26,1%	5,7%	15,1%		
Tổng thu nhập hoạt động	16.097	18.161	23.564	27.210	29.144	33.393	21,0%	10,8%
% svck	14,7%	12,8%	29,7%	15,5%	7,1%	14,6%		
Chi phí hoạt động	8.308	7.624	8.230	10.068	10.200	11.687	-0,5%	7,7%
% svck	23,8%	-8,2%	7,9%	22,3%	1,3%	14,6%		
LN trước dự phòng	7.790	10.537	15.334	17.142	18.944	21.705	40,3%	12,5%
% svck	6,4%	35,3%	45,5%	11,8%	10,5%	14,6%		
Chi phí dự phòng	274	941	3.336	391	497	1.351	249,0%	85,9%
% svck	-70,6%	243,7%	254,5%	-88,3%	27,0%	172,0%		
LNTT	7.516	9.596	11.998	16.751	18.447	20.354	26,3%	10,2%
% svck	17,6%	27,7%	25,0%	39,6%	10,1%	10,3%		
LN ròng	6.010	7.683	9.603	13.401	14.757	16.283	26,4%	10,2%
% svck	17,0%	27,8%	25,0%	39,6%	10,1%	10,3%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 7: Một số các chỉ tiêu bảng cân đối kế toán (dự phóng)

(tỷ đồng; trừ khi có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng kép (2019 - 21)	Tăng trưởng kép (2022 - 24)
Tài sản sinh lãi	365.956	426.438	509.180	556.023	634.168	722.776	18,0%	14,0%
% svck	17,3%	16,5%	19,4%	9,2%	14,1%	14,0%		
Cho vay KH	266.165	308.529	356.051	403.684	457.663	518.218	15,7%	13,3%
% svck	16,6%	15,9%	16,2%	13,0%	13,2%	13,3%		
Cho vay liên NH	30.342	31.671	49.819	57.292	65.885	75.768	28,1%	15,0%
% svck	61,7%	4,4%	57,3%	15,0%	15,0%	15,0%		
Chứng khoán đầu tư	59.408	70.007	70.742	75.978	87.712	101.275	9,1%	15,5%
% svck	8,0%	17,8%	1,1%	7,4%	15,4%	15,5%		
Tổng huy động	348.365	399.237	464.949	494.974	559.602	633.569	15,5%	13,1%
% svck	15,2%	14,6%	16,5%	6,5%	13,1%	13,2%		
Huy động từ khách hàng	308.129	353.196	379.921	408.415	469.677	540.129	11,0%	15,0%
% svck	14,1%	14,6%	7,6%	7,5%	15,0%	15,0%		
Giấy tờ có giá	20.831	22.050	30.548	32.075	32.717	33.371	21,1%	2,0%
% svck	151,2%	5,9%	38,5%	5,0%	2,0%	2,0%		
Vay từ liên NH	19.249	23.875	54.394	54.394	57.114	59.969	68,1%	5,0%
% svck	-7,1%	24,0%	127,8%	0,0%	5,0%	5,0%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 8: Dự báo các chỉ số chính (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng cho vay	16,6%	15,9%	16,2%	13,0%	13,2%	13,3%
Tăng trưởng tiền gửi	14,1%	14,6%	7,6%	7,5%	15,0%	15,0%
NIM	3,5%	3,7%	4,0%	4,0%	3,8%	3,8%
LDR	77,1%	78,0%	77,8%	82,6%	82,7%	82,8%
CAR	10,9%	11,1%	12,4%	14,2%	15,2%	16,2%
NPL	0,5%	0,6%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%
LLR	175,0%	160,3%	209,4%	138,6%	111,5%	111,9%

Nguồn: VNDIRECT Research

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 30.000đ/cp

Để phản ánh những khó khăn của ngành ngân hàng, chúng tôi hạ mức P/B mục tiêu cho ACB (từ 2,0 lần xuống 1,4 lần – tương đương mức -1 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm), kết hợp với phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 15%, LTG: 3 %), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho ACB là 30.000đ/cp (-10% so với TP trước đó). Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư (COE: 15%; LTG: 3,0%) và phương pháp P/B, có tỷ trọng như nhau.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những tiêu cực có thể đã được phản ánh một phần vào giá, do định giá của ACB đã giảm xuống mức thấp nhất từ trước đến nay, chỉ 0,9 lần P/B năm 2023 - dưới -2 độ lệch chuẩn trung bình 3 năm.

Chúng tôi vẫn ưa thích ACB dựa vào (i) mô hình tập trung vào danh mục bán lẻ phù hợp với xu hướng ngân hàng bán lẻ đang diễn ra mạnh mẽ tại Việt Nam; (ii) khả năng bán chéo sản phẩm và tăng thu nhập từ phí dựa trên tệp khách hàng lớn sẵn có; và (iii) chất lượng tài sản lành mạnh.

Hình 9: Các giá định chính về định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần 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	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
(tỷ VND)						
Giá trị sổ sách đầu kỳ	58.302					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	18.732					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	23.603					
Giá trị vốn chủ sở hữu	100.637					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	3.377					
Giá trị 1 cổ phiếu (đ/cp)	29.797					

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 10: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đ/cp)	Đóng góp (đ/cp)
Thu nhập thặng dư	50%	29.797	14.898
Hệ số P/B (1,4 lần cho năm 2023)	50%	30.284	15.142
Giá mục tiêu (đ/cp)			30.041
Giá mục tiêu (đ/cp, làm tròn)			30.000

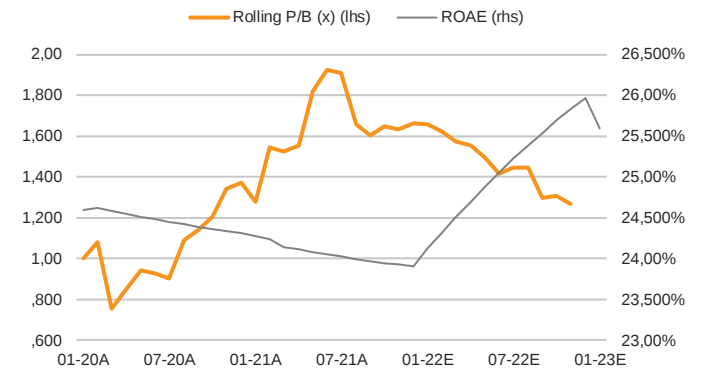
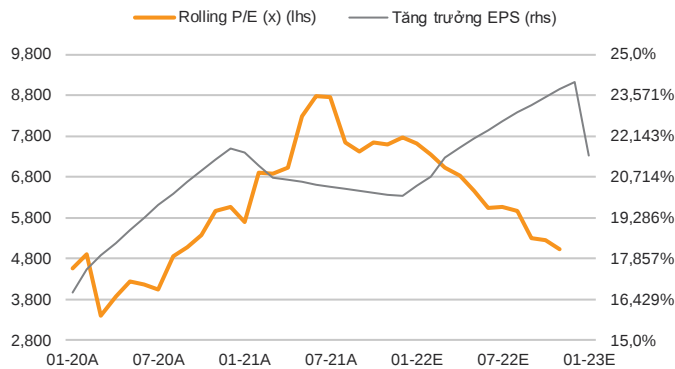
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 11: Bảng so sánh các ngân hàng Việt Nam (giá ngày 28/10/2022)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROE		ROA	
						2022	2023	2022	2023	%	2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	71.600	95.600	14,6	2,3	2,0	11,4	10,6	20,8%	20,5%	20,3%	1,8%	1,9%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	24.050	36.200	5,0	1,1	1,0	9,3	7,8	16,3%	16,7%	17,5%	1,0%	1,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	24.400	62.300	3,7	0,8	0,6	3,8	3,2	17,9%	22,0%	21,0%	3,7%	3,7%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	17.650	40.800	3,4	0,9	0,7	4,3	3,6	21,7%	24,5%	23,8%	2,5%	2,6%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	22.300	33.400	3,2	1,1	0,9	5,1	4,3	17,1%	23,6%	22,4%	2,1%	2,1%
NHTMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan	19.700	34.400	1,8	1,2	1,0	4,7	4,6	18,2%	28,0%	25,6%	2,3%	2,2%
NHTMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan	20.850	38.500	1,4	1,0	0,8	5,6	4,5	22,3%	20,5%	20,7%	1,9%	2,1%
Trung bình						1,2	1,0	6,3	5,5	19,2%	22,3%	21,6%	2,2%	2,3%

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	21.387	22.991	26.311
Thu nhập lãi suất ròng	5.823	6.153	7.082
Tổng lợi nhuận hoạt động	27.210	29.144	33.393
Tổng chi phí hoạt động	(10.068)	(10.200)	(11.687)
LN trước dự phòng	17.142	18.944	21.705
Tổng trích lập dự phòng	(391)	(497)	(1.351)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	16.751	18.447	20.354
Thuế	(3.350)	(3.689)	(4.071)
Lợi nhuận sau thuế	13.401	14.757	16.283
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	13.401	14.757	16.283

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	408.943	462.948	524.319
Cho vay các ngân hàng khác	57.292	65.885	75.768
Tổng cho vay	466.235	528.833	600.087
Chứng khoán - Tổng cộng	75.978	87.712	101.275
Các tài sản sinh lãi khác	19.546	23.455	28.146
Tổng các tài sản sinh lãi	561.758	640.000	729.508
Tổng dự phòng	(5.735)	(5.833)	(6.731)
Tổng cho vay khách hàng	403.684	457.663	518.218
Tổng tài sản sinh lãi ròng	556.023	634.168	722.776
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	7.848	8.201	8.570
Tổng đầu tư	405	424	443
Các tài sản khác	11.173	11.676	12.201
Tổng tài sản không sinh lãi	19.426	20.301	21.214
Tổng tài sản	575.449	654.468	743.990
Nợ khách hàng	408.415	469.677	540.129
Dư nợ tín dụng	32.075	32.717	33.371
Tài sản nợ chịu lãi	440.490	502.394	573.500
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	440.490	502.394	573.500
Các khoản nợ lãi suất khác	54.484	57.209	60.069
Tổng các khoản nợ lãi suất	494.974	559.602	633.569
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	22.173	21.807	21.079
Tổng nợ không lãi suất	22.173	21.807	21.079
Tổng nợ	517.147	581.409	654.648
Vốn điều lệ và	33.774	33.774	33.774
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	17.091	31.849	48.132
Các quỹ thuộc VCSH	7.164	7.164	7.164
Vốn chủ sở hữu	58.302	73.059	89.343
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	58.302	73.059	89.343
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	575.449	654.468	743.990

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	7,5%	15,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	13,0%	13,2%	13,3%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	12,9%	7,5%	14,4%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	11,8%	10,5%	14,6%
Tăng trưởng LN ròng	39,6%	10,1%	10,3%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	9,2%	14,1%	14,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.409	4.369	4.821
BVPS (VND)	17.262	21.632	26.453
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	24,0%	(0,9%)	10,3%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	3,8%	3,8%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(37,0%)	(35,0%)	(35,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,9%	1,0%	1,0%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,9%	1,0%	1,1%
LN/ TB cho vay	0,1%	0,1%	0,3%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	14,2%	15,2%	16,2%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	92,8%	92,1%	91,4%
Biên lợi và độ đàn trái			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,7%	7,8%	7,5%
Chi phí cho các quỹ	4,2%	4,6%	4,2%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,9%	3,7%	3,8%
ROAE	26,0%	22,5%	20,1%

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 - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Thị Thu Thảo – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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