

Mua Mạnh

Ngân hàng TMCP Á Châu

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	30,200
Giá đóng cửa	23,800
Upside	27%

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	985,901,288
Vốn hóa (tỷ đ)	23,464
Giá cao nhất 52 tuần	25,900
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	1,576,770

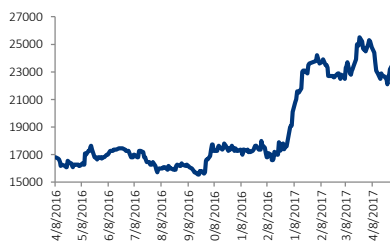
Cổ đông lớn (%)

Standard Chartered APR	8.77%
Cpmmaught Investors	7.26%
Dragon Financial Holdings	6.81%
Standard Chartered Bank	4.42%
Trần Huy Hùng	3.07%

Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
ACB	-6%	25%	33%
VN-Index	0%	7%	20%

Diễn biến giá



Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn
+84 985 965 769

Tổng quan về công ty: Hoạt động trong ngành ngân hàng, vốn điều lệ trên 9 nghìn tỷ đồng. Ngay từ khi thành lập, ACB đã định hướng là ngân hàng bán lẻ, với hoạt động bán lẻ chiếm đến 84% tổng hoạt động của ngân hàng trong năm 2016.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu ACB với giá mục tiêu 12 tháng tới là **30,200 đồng/cp**, upside 27%, theo phương pháp P/E. Tại mức giá mục tiêu, P/E 2017 tương ứng là 19x và chỉ còn 11.72x sau khi điều chỉnh khoản dự phòng đối với nhóm G6. BSC dự báo LNTT của ngân hàng đạt 2,020 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 1,588 đồng/cp (trừ quỹ khen thưởng phúc lợi) và LNTT năm 2018 tăng mạnh lên 4,527 tỷ đồng, EPS 2018 là 3,623 đồng/cp.

Quan điểm đầu tư

- Lợi nhuận lõi tăng trưởng mạnh. Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng tăng 31% yoy lên mức 2,885 tỷ đồng.
- Mảng phi tín dụng tăng mạnh 99% yoy và còn nhiều tiềm năng, mới chiếm 9% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng.
- Tích cực xử lý nợ xấu, dự kiến hoàn tất thu hồi và trích lập dự phòng nợ nhóm G6 trong năm 2017 (2,016 tỷ đồng), sớm một năm so với lộ trình được NHNN phê duyệt năm 2015, đặt kế hoạch mua lại toàn bộ nợ xấu đã bán cho VAMC. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng được kỳ vọng giảm mạnh từ năm 2018, (- 49% yoy còn 1,172 tỷ đồng).
- Thanh khoản dồi dào. Tỷ lệ dự trữ thanh khoản đạt 23.1%, cao hơn mức tối thiểu yêu cầu bởi NHNN (10%), tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi là 74.45% (trên 80% của NHNN).
- Kết quả kinh doanh kỳ vọng cải thiện. ACB đạt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 2,205 tỷ đồng (+32% yoy).

Rủi ro đầu tư

- Cạnh tranh cao, làm giảm kỳ vọng tăng trưởng, NIM của ngân hàng
- Ngân hàng không thực hiện được lộ trình rút ngắn thời gian thu hồi, trích lập và xử lý nợ xấu nhóm G6 như kế hoạch đề ra năm 2016
- Chi phí hoạt động của ngân hàng tăng
- Rủi ro pháp lý

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị **Mua Mạnh** cổ phiếu ACB với giá mục tiêu **31,300 đồng/cp, upside 32%**, dựa trên các yếu tố sau:

Hoạt động kinh doanh tăng trưởng nhanh	• Tín dụng tăng trưởng cao, tăng 21.91% trong năm 2016 và được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao trong thời gian tới nhờ nhờ (1) tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất CAR cao, đạt 13.19% vào cuối năm 2016; (2) tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của ngân hàng thấp, đạt 24.27%, LDR 2016 là 74.45%, thấp hơn mức tối đa của NHNN 80%. • Đẩy mạnh mảng kinh doanh ngoài lãi. Đây là mảng kinh doanh ít rủi ro và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, hiện chỉ chiếm 9% tổng thu nhập hoạt động của ACB trong khi con số trung bình tại các ngân hàng niêm yết ở Việt Nam là 20%. Ngân hàng đẩy mạnh bán chéo sản phẩm, tăng các dịch vụ tiện ích, đẩy mạnh mảng ngân hàng ưu tiên, ... Từ năm 2017, ACB không còn phải trích lập dự phòng đối với dư nợ trái phiếu từ nhóm G6 (trích lập hơn 1,000 tỷ đồng trong năm 2016), giúp cải thiện thu nhập từ mua bán chứng khoán đầu tư. • NIM cao, đạt 3.36% trong năm 2016 và được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ (1) đẩy mạnh mảng Ngân hàng giao dịch giúp gia tăng số dư tiền gửi không kỳ hạn; (2) tiếp tục đẩy mạnh mảng khách hàng cá nhân và SMEs, là kênh tín dụng có lãi suất cao hơn; (3) tăng tỷ lệ cho vay/tiền gửi từ 76.6% lên 78.9% và kỳ vọng tăng lên 80% giúp tiết giảm chi phí sử dụng vốn cho ngân hàng; (4) tài sản nhạy cảm với lãi suất với các kỳ hạn ngắn (chủ yếu 1-3 tháng) mang lại lợi thế cho ngân hàng trong môi trường lãi suất tăng. • Hoạt động kinh doanh lãi tăng trưởng tích cực. Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro tín dụng tăng 31% yoy lên mức 2,885 tỷ đồng. LNST năm 2016 đạt 1,325 tỷ đồng (+29% yoy) và được dự báo tăng lên tới 1,616 tỷ đồng vào năm 2017 (+22% yoy) và 3,623 tỷ đồng vào năm 2018 (+124% yoy)
Chất lượng tài sản tốt	• Quản trị rủi ro chặt chẽ, chất lượng tài sản tốt. Tỷ lệ nợ xấu còn 0.87% vào cuối năm 2016, tổng tài sản nghi ngờ theo tính toán của BSC vào khoảng 11 nghìn tỷ đồng chiếm 4.66% tổng tài sản, và 77% vốn chủ sở hữu. Tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu/tổng nợ xấu cao, đạt 126%, trong đó, tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu (không bao gồm dự phòng cho vay của nhóm G6)/tổng nợ xấu đạt 112%, tăng mạnh từ mức 83% năm 2015.
Dự phòng sẽ giảm mạnh	• Hoàn thành dự phòng nợ của nhóm G6 sớm 1 năm¹. Đặc biệt, ACB đã đẩy nhanh trích lập dự phòng dư nợ nhóm G6 và dự kiến hoàn tất dự phòng đối với nhóm này trong năm 2017, sớm hơn một năm so với lộ trình được NHNN phê duyệt năm 2015. Ngân hàng lên kế hoạch mua lại và xử lý toàn bộ nợ xấu đã bán cho VAMC trong năm 2017.
Thanh khoản dồi dào	• Thanh khoản dồi dào. Tỷ lệ dự trữ thanh khoản đạt 23.1%, cao hơn mức tối thiểu yêu cầu bởi NHNN (10%), tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi là 74.45%, thấp hơn mức trần 80% của NHNN. ACB là ngân hàng cho vay ròng liên ngân hàng.
Phân tích rủi ro	• Rủi ro đầu tư: (1) Ngân hàng không thực hiện được lộ trình rút ngắn thời gian thu hồi, trích lập và xử lý nợ xấu nhóm G6 như kế hoạch đề ra năm 2016. (2) Cạnh tranh mạnh trong phân khúc ngân hàng bán lẻ làm giảm lãi suất cho vay đầu ra, và ảnh hưởng tiêu cực hoạt động phi tín dụng ngân hàng.

¹ Đây là các khoản dư nợ, đầu tư trái phiếu và phải thu khác liên quan đến nhóm sáu công ty mà ông Nguyễn Đức Kiên là Chủ tịch hoặc thành viên HĐQT. Hiện dư nợ của nhóm G6 được phân loại là nợ nhóm 2.

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Hoạt động tín dụng tăng trưởng nhanh, hiệu quả sinh lời cao và cải thiện.

Tín dụng tăng trưởng cao, tăng 21.91% trong năm 2016. ACB còn nhiều room tăng trưởng tín dụng nhờ (1) tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất CAR cao, đạt 13.19% vào cuối năm 2016; (2) tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn của ngân hàng thấp, đạt 24.27%, LDR 2016 là 74.45%, thấp hơn mức tối đa của NHNN 80%; (3) tỷ lệ dự trữ thanh khoản cao, đạt 23% cao hơn nhiều so với mức tối thiểu 10% của NHNN. Ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 16%, tương đương mức phân bổ của NHNN cho ACB. Chúng tôi cho rằng, tốc độ tăng trưởng thực tế của ngân hàng có thể cao hơn mức mục tiêu trên và ACB có thể xin NHNN nới trần tăng trưởng tín dụng tương tự năm 2016 (từ mức 18% lên 21%).

NIM của ngân hàng tiếp tục được cải thiện, tăng lên 3.36% từ mức 3.34% năm 2015. Đây là một điểm nhấn tích cực của ngân hàng trong bối cảnh NIM của hầu hết các ngân hàng liên tục suy giảm trong các năm gần đây. Điều này là do (1) tăng tỷ lệ cho vay/tiền gửi từ mức 76.6% lên mức 78.9% giúp giảm chi phí sử dụng vốn; (2) cho vay bán lẻ (khách hàng cá nhân và SME) cao, chiếm 85% tổng dư nợ của ngân hàng, trong đó, cho vay khách hàng cá nhân tăng 29% yoy (đạt 86 nghìn tỷ, chiếm 53%), cho vay khách hàng SMEs tăng 19% (đạt 53 nghìn tỷ, chiếm 32%). Cho vay bán lẻ thường có lãi suất cao kéo lãi suất cho vay khách hàng bình quân tăng từ 8.92% lên 9.4%.

NIM của các ngân hàng niêm yết từ năm 2012-2016

NIM	2012	2013	2014	2015	2016
VCB	2.89%	2.52%	2.39%	2.58%	2.63%
CTG	4.02%	3.60%	3.09%	2.78%	2.72%
BID	3.11%	2.85%	2.98%	2.72%	2.66%
MBB	4.78%	3.73%	3.83%	3.81%	3.57%
STB	5.28%	4.91%	4.33%	3.32%	1.99%
SHB	2.26%	1.83%	1.96%	2.21%	2.11%
EIB	3.18%	1.87%	1.84%	2.56%	2.67%
NVB	4.20%	3.01%	2.28%	2.24%	1.98%
VIB	4.16%	3.15%	3.25%	3.40%	3.60%
Trung bình	3.76%	3.05%	2.88%	2.85%	2.66%
ACB	3.71%	2.87%	3.03%	3.34%	3.36%

Nguồn: BSC research

Chúng tôi kỳ vọng, NIM của ngân hàng tiếp tục cải thiện trong thời gian tới. (1) Tăng trưởng tiền gửi không kỳ hạn. Dự án ngân hàng giao dịch (TB) với mục tiêu gia tăng số tiền gửi không kỳ hạn (có chi phí vốn thấp), phát triển dư nợ của nhóm khách hàng cá nhân và doanh nghiệp nhỏ và vừa (nhóm thường có lãi suất cho vay đầu ra cao hơn) thông qua các chương trình tài trợ nhà phân phối. Thực tế, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn/tổng tiền gửi

NHTM CP Á Châu (ACB).

của ngân hàng còn thấp, chỉ đạt 15.4% (trong khi ở các ngân hàng như VCB, MBB, tỷ lệ này lần lượt là 27% và 34%) và đang cải thiện nhẹ trong thời gian gần đây, tăng từ 13% năm 2013. (2) Tập trung phát triển nhóm khách hàng cá nhân, là nhóm khách hàng có biên lợi nhuận cao hơn, rủi ro phân tán hơn. (3) Lãi suất đang có xu hướng tăng, ngân hàng có nhiều tài sản nhạy cảm lãi suất ngắn hạn. Đặc điểm chung của các ngân hàng thường là vay ngắn hạn để tài trợ dài hạn. Điểm đặc biệt của ACB là hầu hết các khoản cho vay của ngân hàng có kỳ xác định lãi suất định kỳ từ 1-3 tháng, ngân hàng có tài sản nhạy cảm lãi suất kỳ hạn 1-3 tháng. Do vậy, trong môi trường lãi suất có xu hướng tăng, thu nhập lãi của ngân hàng sẽ có xu hướng tăng nhanh hơn chi phí lãi.

Phân tích tài sản- nợ nhạy cảm lãi suất của ACB cuối năm 2016

	Quá hạn	Không chịu lãi	Dưới 1 tháng	1-3 tháng	3-6 tháng	6-12 tháng	1-5 năm	Trên 5 năm
Tài sản nhạy cảm lãi suất	4,811	20,508	6,557	148,348	8,703	5,836	35,453	8,977
Nợ nhạy cảm lãi suất		3,660	40,556	82,353	31,682	28,895	29,442	3,031
Mức chênh lệch nhạy cảm với lãi suất nội bảng	4,811	16,848	(33,999)	65,995	(22,979)	(23,059)	6,011	5,946
Mức chênh lệch nhạy cảm với lãi suất ngoại bảng	-	(10,057)						
Mức chênh lệch nhạy cảm với lãi suất nội, ngoại bảng	4,811	6,791	(33,999)	65,995	(22,979)	(23,059)	6,011	5,946

Nguồn: ACB

Điểm nhấn 2: Mảng phi tín dụng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Thu nhập ngoài lãi chỉ chiếm 9% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng, trong khi đó, con số trung bình tại các ngân hàng niêm yết của Việt Nam là 20% và của các ngân hàng thế giới là 40%. Chúng tôi kỳ vọng, thu nhập ngoài lãi tiếp tục cải thiện và bắt kịp con số trung bình của các ngân hàng Việt Nam trong thời gian tới.

- **Thu nhập dịch vụ tăng 27% đạt 944 tỷ đồng**, chiếm 12% tổng thu nhập hoạt động. ACB với thế mạnh là ngân hàng bán lẻ (chiếm 84% hoạt động của ngân hàng). Ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh, cung cấp thêm dịch vụ cho khách hàng, tăng nguồn thu từ phí như tăng bán chéo sản phẩm, mở thêm nhiều kênh giao dịch, đi vào hoạt động dự án Ngân hàng ưu tiên (hoàn tất vào tháng 7/2016), gia tăng tiện ích, dịch vụ thanh toán cho khách hàng qua dự án Ngân hàng giao dịch TB (dự kiến hoàn tất vào tháng 12/2017), thanh toán tiện ích qua Payooo, ACB online, Otex nội địa. Đây là nguồn thu nhập có tính ổn định và ít rủi ro hơn so với mảng tín dụng ngân hàng. Mục tiêu, thu nhập từ dịch vụ chiếm khoảng 20-25% tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng.
- **Ngân hàng ghi nhận lỗ đầu tư chứng khoán** do ngân hàng đẩy mạnh trích lập dự phòng đối với các trái phiếu thuộc nhóm G6 trong 2 năm 2015 và 2016. Chi phí dự phòng chứng khoán đầu tư lần lượt là 1,005 tỷ đồng và 1,101 tỷ đồng trong 2 năm 2015 và 2016 khiến hoạt động đầu tư lỗ lần lượt là 808 tỷ đồng và 886 tỷ đồng. Năm 2016, ngân hàng đã hoàn tất trích lập dự phòng đối với dư nợ trái

NHTM CP Á Châu (ACB).

phiếu phát hành bởi nhóm G6, do đó, chúng tôi kỳ vọng, ngân hàng sẽ không còn phải trích lập dự phòng rủi ro trái phiếu của nhóm G6 trong thời gian tới, giúp ghi nhận lãi từ hoạt động đầu tư chứng khoán.

Điểm nhấn 3: Tích cực xử lý nợ xấu, nâng cao chất lượng tài sản

Nợ cần chú ý và nợ xấu giảm cả về giá trị tuyệt đối và tương đối. Kết thúc năm 2016, tổng dư nợ cần chú ý và nợ xấu của ngân hàng lần lượt là 3,444 tỷ đồng (-16% yoy) và 1,420 tỷ đồng (-20% yoy), tương đương tỷ lệ nợ xấu là 0.87%, giảm từ mức 1.31% cuối năm 2015. Tổng giá trị các tài sản nghi ngờ của ngân hàng giảm 22% yoy còn 10,892 tỷ đồng, tương đương 4.66% tổng tài sản có và 77.45% vốn chủ sở hữu.

Tích cực xử lý nợ liên quan đến nhóm G6², một trong những rủi ro lớn nhất của ngân hàng trong năm 2016. Tổng dư nợ đã xử lý của nhóm G6 trong năm 2016 là 3,000 tỷ đồng. Trong đó, tổng số dư nợ đã thu hồi, xóa nợ là 1,854 tỷ đồng. Tổng dư nợ còn lại của nhóm G6 là 3,934 tỷ đồng (- 33% so với thời điểm cuối năm 2014). Tổng chi phí dự phòng rủi ro đối với nhóm G6 đạt 1,146 tỷ đồng trong năm 2016. Ngân hàng đã chủ động trích lập thêm 800 tỷ đồng (tăng 66%) so so với lộ trình thu hồi nợ đã được NHNN thông qua vào cuối năm 2015 (Công văn 7261). Cụ thể, ngân hàng đã trích lập 1000 tỷ đồng đối với số dư trái phiếu của nhóm G6, hoàn tất trích lập 100% số dư trái phiếu này, trích lập 146 tỷ đồng trích lập đối với dư nợ cho vay của nhóm G6. Tổng dự phòng rủi ro/tổng dư nợ của nhóm G6 đạt 61%, tăng mạnh từ mức 22% trong năm 2015. Đồng thời, ngân hàng cũng trình NHNN Công văn số 5384/CV-TH.16, về việc trích lập dự phòng bổ sung để rút ngắn lộ trình thu hồi nợ của nhóm G6, kết thúc vào năm 2017 và đã được NHNN thông qua trong công văn số 1044/NNN-TTGSNH.m. Tổng số nợ còn lại của nhóm G6 phải thu hồi và trích lập dự phòng trong năm 2017 còn lại là 2,016 tỷ đồng, dự kiến sẽ được xử lý toàn bộ trong năm 2017.

Dư nợ và dự phòng rủi ro đối với dư nợ nhóm G6

	2015			2016		
	Dư nợ	Quỹ dự phòng	Quỹ dự phòng/dư nợ	Dư nợ	Quỹ dự phòng	Quỹ dự phòng/dư nợ
Cho vay	1,866	63	3%	1,428	205	14%
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	2,734	849	31%	1,837	1,853	101%
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán - cổ phiếu	21	2	9%	21	0.2	1%
Phải thu khác	1,167	354	30%	649	354	55%
Tổng cộng	5,788	1,267	22%	3,934	2,413	61%

Nguồn: ACB

² Đây là các khoản dư nợ, đầu tư trái phiếu và phải thu khác liên quan đến nhóm sáu công ty mà ông Nguyễn Đức Kiên là Chủ tịch hoặc thành viên HĐQT. Hiện dư nợ của nhóm G6 được phân loại là nợ nhóm 2.

Lãi suất huy động	6 tháng	12 tháng	24 tháng
HDbank	6.30%	6.00%	6.40%
ACB	5.60%	6.20%	6.50%
EIB	5.60%	6.20%	8.00%
Techcombank	5.60%	6.40%	6.70%
Vietcombank	5.30%	6.50%	6.50%
Agribank	5.30%	6.50%	6.80%
Vietinbank	5.30%	6.80%	6.80%
LiênVietpostbank	5.50%	6.80%	7.20%
Seabank	5.80%	6.80%	6.90%
Tpbank	5.80%	6.80%	7.10%
Sacombank	6.00%	6.80%	7.00%
Saigonbank	6.60%	6.80%	7.10%
BIDV	5.30%	6.90%	6.80%
Nam Á Bank	5.90%	7.00%	7.40%
SHB	6.30%	7.00%	7.10%
Maritime bank	6.40%	7.00%	7.00%
Hdbank		7.00%	
VIB	5.60%	7.10%	7.10%
Vpbank	6.30%	7.10%	7.50%
KienLong Bank	6.50%	7.10%	7.00%
Pgbank	6.60%	7.10%	7.30%
Vietbank	6.90%	7.10%	7.80%
MBB	5.40%	7.20%	7.50%
Ngân hàng Phương Đông	6.50%	7.20%	7.50%
VNCB	6.55%	7.20%	7.30%
Đồng Á	6.70%	7.20%	7.50%
Gpbank	6.50%	7.30%	7.30%
Oceanbank	6.50%	7.30%	7.30%
Abbank	6.10%	7.40%	
IVB	6.30%	7.40%	7.50%
Vietcapital	6.90%	7.40%	7.20%
Bắc Á	6.90%	7.40%	7.65%
Bảo Việt	6.60%	7.50%	7.40%
Pvcombank	6.80%	7.50%	7.70%
Việt Á Bank	6.80%	7.50%	7.70%
SCB	7.10%	7.50%	7.75%
NCB	7.00%	7.60%	8.00%
Nguồn: BSC research			

Kế hoạch xử lý 3,934 tỷ dư nợ còn lại của nhóm G6. Như chúng tôi đã đề cập ở trên, dư nợ còn lại chưa xử lý, dự kiến xử lý trong năm 2017 là 2,016 tỷ đồng. Đại diện ngân hàng cho biết, ACB sẽ tích cực thu nợ chưa trích lập dự phòng, đối với các khoản nợ đã trích lập sẽ xử lý tài sản đảm bảo để thu hồi dứt điểm. Chúng tôi lưu ý, đối với dư nợ 3,934 tỷ còn lại, dư nợ ròng sau khi trừ quỹ dự phòng rủi ro là 1,537 tỷ đồng, tổng giá trị tài sản đảm bảo theo ghi nhận của ACB là 4,462 tỷ đồng. Trong đó, có một số tài sản đảm bảo, theo chúng tôi đánh giá có khả năng thu hồi cao, trị giá ước tính là 1,440 tỷ đồng, bao gồm: (1) Thư bảo lãnh của ngân hàng khác trị giá 300 tỷ đồng, (2) Giá trị chào mua cổ phiếu niêm yết của nhóm G6, trị giá 1,961 tỷ đồng, trong đó, bên thứ ba đã đặt cọc là 1,140 tỷ đồng (tính đến 31/12/2016). Như vậy, giá trị các tài sản đảm bảo này, nếu thu hồi được, sẽ làm giảm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng, và/hoặc tăng thu nhập khác cho ACB.

Tăng mạnh trích lập dự phòng rủi ro nợ xấu. ACB là ngân hàng có mức trích lập dự phòng rủi ro cho vay/tổng nợ xấu cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, đạt 126%. Trong đó, tổng dự phòng rủi ro cho vay (không bao gồm dự phòng của nhóm G6)/ tổng nợ xấu là 112%, tăng mạnh từ mức 83% năm 2015.

Dự kiến xử lý nợ đã bán cho VAMC trong năm 2017. Số dư trái phiếu nợ đã bán cho VAMC đến cuối năm 2016 là 1,486 tỷ đồng, quỹ trích lập dự phòng rủi ro trái phiếu đặc biệt là 417 tỷ đồng. Đại diện ACB cho biết trong năm 2017, ngân hàng sẽ tích cực mua lại và xử lý nợ đã bán cho VAMC. Chúng tôi cho rằng, trong trường hợp ngân hàng không bán thêm nợ cho VAMC, chi phí trích lập dự phòng tối đa đối với ngân hàng là 1,069 tỷ đồng.

Chi phí dự phòng rủi ro nợ xấu kỳ vọng giảm mạnh từ năm 2018. Chúng tôi đánh giá ACB là ngân hàng đã rất tích cực xử lý nợ xấu trong năm 2016, chất lượng tài sản tiếp tục được nâng cao. Do vậy, BSC cho rằng, chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng năm 2017 khoảng 2,279 tỷ đồng, tăng 87% yoy. Từ năm 2018, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng được kỳ vọng giảm mạnh, giảm 49% yoy còn 1,172 tỷ đồng vào năm 2018.

Lưu ý. Chất lượng tài sản của ACB cần tiếp tục theo dõi chặt chẽ. Các khoản lãi, phí phải thu của ngân hàng tăng 16% lên 3,241 tỷ đồng, chiếm 1,98% tổng dư nợ cho vay của ngân hàng; tỷ lệ lãi, phí thực thu/thu nhập lãi giảm từ mức trên 100% trong các năm từ 2012-2015 xuống còn 98% trong năm 2016.

Điểm nhấn 4: Thanh khoản dồi dào

Duy trì hệ số thanh khoản cao. Tỷ lệ dự trữ thanh khoản đạt 23.1%, cao hơn mức tối thiểu yêu cầu bởi NHNN (10%), tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi là 74.45%, thấp hơn mức trần 80% của NHNN, tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn là 24.27% thấp hơn nhiều so với mức tối đa của NHNN (năm 2016 là 60%, năm 2017 là 50% và 2018 giảm còn 40%). Cuối năm 2016, ACB là ngân hàng cho vay ròng liên ngân hàng, và có giá trị đầu tư trái phiếu Chính phủ lên tới 36 nghìn tỷ đồng, tương đương 16% tổng tài sản của ngân hàng.

Lãi suất huy động ổn định và thấp hơn phần lớn các ngân hàng. Chúng tôi so sánh lãi suất huy động các kỳ hạn 6 tháng, 12 tháng và 24 tháng của ACB và các ngân hàng khác,

NHTM CP Á Châu (ACB).

và nhận thấy, so với các ngân hàng khác, mức lãi suất huy động của ACB thường thấp hơn. Lãi suất huy động kỳ hạn ngắn của ACB cao hơn các ngân hàng có vốn nhà nước, lãi suất huy động kỳ hạn dài của ACB chỉ cao hơn HDBank. Trong khi nhiều ngân hàng tăng lãi suất huy động và, hoặc đưa ra các chương trình huy động đầu vào tương đối cao, lãi suất huy động được yết tương đối ổn định từ tháng 10/2016 trở lại đây. Điều này phản ánh phần nào khả năng thanh khoản tốt của ngân hàng.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017 và định giá

Kế hoạch kinh doanh 2017

Ngân hàng đặt mục tiêu tổng tài sản tăng 16% yoy, tín dụng tăng trưởng đến mức được NHNN phân bổ là 16% yoy, tỷ lệ nợ xấu dưới 2%. Lợi nhuận trước thuế kế hoạch đạt 2.205 tỷ đồng (+32.27% yoy). Kết thúc quý 1/2017, ngân hàng ước tính lợi nhuận trước thuế đạt 595 tỷ đồng, hoàn thành 27% kế hoạch năm.

Dự báo kết quả kinh doanh.

Lợi nhuận trước thuế 2017 dự báo đạt 2,020 tỷ đồng (+ 22% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 1,616 tỷ đồng, tương đương EPS 2017 là 1,588 đồng/cp.

- Thu nhập lãi thuần được dự báo đạt 8,124 tỷ đồng (tăng 17% yoy). Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 17%, cao hơn mức mục tiêu của ngân hàng (16%) và cho rằng ngân hàng sẽ tiếp tục phải xin nới room tăng trưởng tín dụng tương tự như đã xảy ra trong năm 2016. Tăng trưởng huy động được dự báo đạt 16%, tương đương với tỷ lệ dư nợ cho vay/huy động là 80%. Tài sản sinh lãi khác tăng cùng tốc độ tăng trưởng huy động là 16%. Chúng tôi giả định trung bình lãi suất huy động tăng 0.3% và lãi suất cho vay tăng 0.2% trong năm 2017. Khi đó, NIM của ngân hàng dự báo đạt 3.4% như đã trình bày ở trên.
- Thu nhập dịch vụ dự báo đạt 1,147 tỷ đồng, tăng 21% trong năm 2017 (thấp hơn mức tăng 27% trong năm 2016) nhờ đẩy mạnh chăm sóc khách hàng, phân loại khách hàng mục tiêu, và tăng các dịch vụ thanh toán ngân hàng số,
- Thu nhập ngoài lãi khác dự kiến đạt 610 tỷ đồng. Thu nhập ngoài lãi khác tăng chủ yếu do ngân hàng không còn phải trích lập dự phòng đối với dư nợ trái phiếu do nhóm 6 công ty phát hành (hơn 1,000 tỷ đồng trong năm 2016).
- Chi phí hoạt động dự kiến đạt 5,882 tỷ đồng, chủ yếu do tăng chi phí nhân viên. So với năm 2016, tỷ lệ CIR giảm còn 56% từ mức 62% do thu nhập hoạt động tăng sau khi ngân hàng không còn phải trích lập dự phòng đối với trái phiếu của nhóm G6.
- Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng dự kiến đạt 2,279 tỷ đồng, tăng 87% yoy. (1) Đối với dư nợ của nhóm G6, chúng tôi giả định ngân hàng sẽ thu hồi được 300 tỷ đồng giá trị bảo lãnh cho các khoản nợ của ngân hàng khác, trích lập cho vay thêm 922

tỷ đồng, và trích lập dự phòng phải thu khác là 295 tỷ đồng³. (2) Đối với các khoản nợ khác, chúng tôi giả định quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu cho các khoản nợ khác/nợ xấu đạt 112%, tương đương năm 2016, và giả định tỷ lệ nợ xấu là 0.87% (tương đương năm 2016).

Lợi nhuận trước thuế năm 2018 được dự báo đạt 4,527 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 3,621 tỷ đồng (+124% yoy), tương đương EPS 2018 là 3,623 đồng/cp. Tính toán của chúng tôi dựa trên các giả định, cho vay tăng 15% trong năm 2018, tỷ lệ nợ xấu đạt 0.88%, quỹ dự phòng rủi ro nợ xấu (không bao gồm dự phòng nợ của nhóm G6)/tổng nợ xấu tăng mạnh lên tới 130%. Khi đó, thu nhập lãi thuần dự báo đạt 9,370 tỷ đồng (+15% yoy), thu nhập hoạt đạt 12,061 tỷ đồng (+22% yoy), chi phí dự phòng rủi ro tín dụng là 1,172 tỷ đồng (-49% yoy).

Lợi nhuận trước thuế năm 2021 được dự báo tăng lên tới 7,789 tỷ đồng, tương đương EPS 2021 là 6,108 đồng/cp với giả định dư nợ cho vay tăng 16%/năm từ 2019-2021, tỷ lệ nợ xấu đạt 0.88% và tỷ lệ dự phòng rủi ro nợ xấu (không tính dự phòng nhóm G6)/tổng nợ xấu đạt 130%.

Định giá.

Chúng tôi sử dụng phương pháp là phương pháp phương pháp giá trị còn lại (Residual income) để định giá cổ phiếu ACB.

Phương pháp giá trị còn lại 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1: Từ năm 2017-2021. Giá trị còn lại cho cổ đông được dự báo đạt 33 nghìn tỷ đồng vào năm 2017 và tăng lên tới 2,960 nghìn tỷ đồng vào năm 2021 do không còn phải trích lập cho nhóm G6 và tăng trưởng hoạt động kinh doanh lãi.
- Giai đoạn 2: Từ sau năm 2021. Giá trị còn lại cho cổ đông được dự báo tăng trung bình 3%/năm

Chi phí vốn chủ sở hữu. Chúng tôi sử dụng mô hình CAPM để tính toán chi phí vốn chủ sở hữu. Lợi suất phi rủi ro là lợi suất đấu thầu trái phiếu Chính phủ 5 năm (5.6%), lợi suất thị trường theo DamonDaran là 11.75%. Beta một năm của cổ phiếu là 0.792x. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu bình quân là 11.26%.

Theo phương pháp giá trị còn lại, giá hợp lý của cổ phiếu là 30,242 đồng/cp. Tại mức giá này, tương đương P/E 2017 là 19 x và tương đương với P/E 2017 trước trích lập dự phòng nhóm G6 là 11.72x, thấp hơn 25% so với P/E trung vị của ngành ngân hàng.

³ Cách hạch toán của ACB có thể khác với giả định của chúng tôi. Số tiền thu hồi từ xử lý tài sản đảm bảo có thể được ghi nhận vào thu nhập khác hoặc giảm trực tiếp vào số dư nợ (qua đó, giảm chi phí trích lập dự phòng rủi ro), tùy thuộc vào tình hình thực tế của các món nợ và tài sản đảm bảo.

Bảng dự báo KQKD của ACB

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
KQKD						
Thu nhập lãi thuần	6,892	8,124	9,370	10,826	12,561	14,593
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	944	1,147	1,324	1,535	1,781	2,066
Tổng thu nhập hoạt động	7,563	9,882	12,061	12,736	14,771	17,149
Chi phí hoạt động	(4,678)	(5,582)	(6,362)	(7,109)	(7,958)	(8,662)
Thu nhập trước dự phòng	2,885	4,299	5,699	5,627	6,813	8,487
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(1,218)	(2,279)	(1,172)	(947)	(823)	(898)
LNTT	1,667	2,020	4,527	4,680	5,990	7,589
LNST	1,325	1,616	3,621	3,744	4,792	6,071
EPS	1,293	1,588	3,623	3,747	4,810	6,108
Tăng trưởng						
Cho vay	22%	17%	15%	16%	16%	16%
Tiền gửi	18%	16%	16%	16%	16%	16%
Thu nhập lãi thuần	17%	18%	15%	16%	16%	16%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	27%	21%	15%	16%	16%	16%
Tổng thu nhập hoạt động	22%	31%	22%	6%	16%	16%
LN trước dự phòng	31%	49%	33%	-1%	21%	25%
Chi phí dự phòng RRTD	38%	87%	-49%	-19%	-13%	9%
LNTT	27%	21%	124%	3%	28%	27%
LNST	29%	22%	124%	3%	28%	27%
Chất lượng tài sản						
Tỷ lệ nợ xấu	0.87%	0.87%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
DPRR/Tổng nợ xấu	126.49%	179.27%	178.44%	180.49%	173.52%	167.51%
Khả năng sinh lời						
NIM	3.36%	3.40%	3.40%	3.41%	3.42%	3.44%
CIR	61.86%	56.49%	52.75%	55.82%	53.87%	50.51%
ROA	0.61%	0.64%	1.25%	1.11%	1.23%	1.34%
ROE	9.87%	10.89%	20.80%	17.79%	18.97%	19.81%

Nguồn: BSC research

Phụ lục 01: Tổng quan tài chính doanh nghiệp

	2012	2013	2014	2015	2016
Quy mô					
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	9,377	9,377	9,377	9,377	9,377
VCSH	12,624	12,504	12,397	12,788	14,063
Tổng tài sản (tỷ đồng)	176,308	166,599	179,610	201,457	233,681
Vốn chủ sở hữu/TTS	7.16%	7.51%	6.90%	6.35%	6.02%
Tăng trưởng (so với đầu năm)					
Tăng trưởng tài sản	-37.26%	-5.51%	7.81%	12.16%	16.00%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	0.01%	4.26%	8.52%	15.22%	21.91%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	-11.94%	10.28%	11.95%	13.13%	18.37%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	82.10%	77.61%	75.24%	76.63%	78.92%
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	2.50%	3.03%	2.18%	1.31%	0.87%
Tỷ lệ nợ xấu bao gồm cả nợ bán cho VAMC	2.50%	3.31%	3.04%	2.39%	1.51%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.46%	1.44%	1.36%	1.14%	1.10%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	58.42%	47.73%	62.32%	87.02%	126.49%
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	3.98%	3.44%	2.80%	2.09%	1.98%
Tài sản nghi ngờ ⁴	19,720	20,455	18,177	15,292	10,892
% TTS	11.18%	12.28%	10.12%	7.59%	4.66%
% VCSH	156.20%	163.58%	146.62%	119.58%	77.45%
Hiệu quả kinh doanh (quý)					
% TN lãi thuần	118%	78%	79%	95%	91%
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	1564	1890	2193	2199	2885
% yoy	-65.24%	20.85%	16.00%	0.27%	31.20%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	521	855	879	884	1218
% vs lợi nhuận trước dự phòng	33.34%	45.21%	40.10%	40.23%	42.21%
LNST (tỷ đ)	784	826	952	1,028	1,325
% yoy	-76%	5%	15%	8%	29%
NIM (TTM)	3.71%	2.87%	3.03%	3.34%	3.36%
CIR (Lũy kế)	73.19%	66.54%	63.14%	64.65%	61.86%
ROA (TTM)	0.34%	0.48%	0.55%	0.54%	0.61%
ROE (TTM)	6.38%	6.58%	7.64%	8.17%	9.87%
EPS (đồng/cp) (TTM)			1,021	1,136	1,293
Giá trị ghi sổ	13,335	13,221	13,832	12,970	14,264

Nguồn: BSC research

⁴ Gồm nợ xấu, nợ bán cho VAMC, trái phiếu doanh nghiệp từ nhóm 2-5 sau khi trừ dự phòng rủi ro, lãi phí phải thu, tài sản có khác

Phụ lục 02: Tổng quan các ngân hàng niêm yết

	VCB	CTG	BID	MBB	ACB	STB	SHB	EIB	NVB	VIB
Quy mô										
Vốn điều lệ (tỷ đ)	35,978	37,234	34,187	17,127	9,377	18,852	11,197	12,355	3,010	5,644
VCSH (tỷ đ)	49,295	62,972	44,217	24,524	14,063	23,407	13,283	13,448	3,260	8,743
Tổng tài sản (tỷ đ)	788,169	948,699	1,006,635	256,259	233,681	333,295	234,786	128,784	69,011	104,548
Vốn chủ sở hữu/TTS	6%	7%	4%	10%	6%	7%	6%	10%	0%	8%
Tăng trưởng (so với đầu năm)										
Tăng trưởng tài sản	17%	22%	18%	16%	16%	14%	15%	3%	43%	24%
Tăng trưởng cho vay	19%	23%	21%	24%	22%	7%	24%	3%	135%	26%
Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng	18%	33%	29%	7%	18%	12%	12%	4%	23%	11%
Cho vay/tiền gửi của khách hàng	78%	101%	100%	77%	79%	68%	97%	85%	61%	102%
Chất lượng tài sản										
Tỷ lệ nợ xấu	1%	1%	2%	1%	1%	5%	2%	3%	2%	3%
DPRR nợ xấu/ Tổng dư nợ	1.76%	1.04%	1.38%	1.36%	1.10%	1.23%	1.10%	1.23%	1.15%	1.45%
DPRR nợ xấu/ Tổng nợ xấu	118.86%	101.77%	70.65%	103.18%	126.49%	22.90%	56.89%	41.66%	74.46%	56.23%
Lãi, phí phải thu/Tổng cho vay	1.25%	2.15%	1.30%	1.94%	1.98%	13.27%	5.05%	0.97%	12.23%	2.17%
Tài sản nghi ngờ	19,779	43,075	48,906	18,247	10,892	92,695	28,136	13,229	17,597	5,527
% TTS	2.5%	4.5%	4.9%	7.1%	4.7%	27.8%	12.0%	10.3%	25.5%	5.3%
% VCSH	40%	68%	111%	74%	77%	396%	212%	98%	540%	63%
Hiệu quả kinh doanh (lũy kế)										
% Thu nhập lãi thuần	74%	85%	78%	81%	91%	73%	84%	60%	90%	77%
LN thuần trước chi phí DPRRTD (tỷ đ)	14,928	13,552	17,008	5,681	2,885	1,232	2,488	1,480	211	1,304
% yoy	16%	13%	25%	7%	31%	-66%	34%	-1%	90%	12%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng (tỷ đ)	6,410	5,022	9,274	2,030	1,218	700	1,323	1,089	195	602
% vs lợi nhuận trước dự phòng	43%	37%	55%	36%	42%	57%	0%	74%	0%	46%
LNST (tỷ đ)	6,826	6,805	6,159	2,863	1,325	373	939	309	13	562
% yoy	28%	19%	6%	15%	29%	-68%	18%	672%	104%	8%
NIM (TTM)	3%	3%	3%	4%	3%	2%	2%	3%	2%	4%
CIR	40%	49%	45%	42%	62%	114%	51%	60%	80%	62%
ROA (TTM)	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
ROE (TTM)	14%	11%	14%	12%	10%	2%	8%	2%	0%	6%
EPS (đồng/cp) (TTM)	1,597	1,505	1,408	1,706	1,293	251	921	251	-	995
Giá trị ghi sổ	13,702	16,913	12,934	14,318	14,264	15,760	13,026	10,939	10,952	15,489
Định giá										
P/E	22.23	11.36	11.76	8.47	17.55	44.85	8.25	43.58		14.65
P/B	2.59	1.01	1.28	1.01	1.59	0.71	0.58	1.00	0.39	1.01

Nguồn: BSC research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

