

Việt Nam: Ngành Ngân hàng

25 August 2020

Khuyến nghị
MUA
Giá mục tiêu tăng/ (giảm) +24%
Giá đóng cửa ngày 20/8/2020
Giá 20.800

Giá MT 12T 25.690

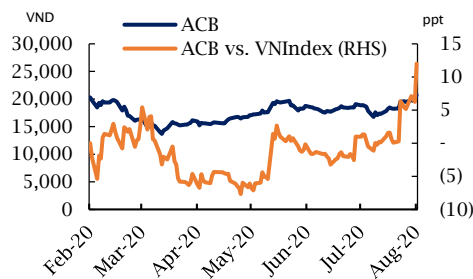
Tiêu điểm

- ▶ **ACB dự kiến niêm yết cổ phiếu trên sàn HoSE** trong năm 2020.
- ▶ **Khoản phí trả trước tiềm năng** từ thỏa thuận bancassurance độc quyền.
- ▶ **Thu nhập tiềm năng** bất thường từ khoản thu hồi nợ xấu.
- ▶ **Thoái vốn ACBS?** Có thể xảy ra nhưng chúng tôi không kỳ vọng lợi nhuận cao.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi kỳ vọng việc **chuyển sàn sang HoSE và thỏa thuận bancassurance độc quyền sẽ là chất xúc tác** đối với giá cổ phiếu ACB trong ngắn hạn.
- ▶ **Lợi nhuận năm 2020E đang chịu áp lực** do ảnh hưởng của Covid-19, nhưng chất lượng tài sản tốt có thể giúp ACB vượt qua giai đoạn khó khăn này.
- ▶ **Định giá thấp – khuyến nghị MUA lần đầu.** ACB đang giao dịch với P/BV 2020E ở mức 1,2x và ROE dự báo là 19% trong 2020E.

Giới thiệu: Ngân hàng ACB có nền tảng cơ bản vững chắc với hệ số an toàn vốn và chất lượng tài sản đảm bảo. Ngân hàng thường được xếp hạng cao theo **mô hình CAMEL** của chúng tôi. ACB tập trung chủ yếu vào khách hàng cá nhân, với 60% tổng số khoản vay cá nhân và 31% cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ trong năm 2019A. Ban lãnh đạo dự kiến chuyển sàn niêm yết từ HNX (Hà Nội) sang HSX (TP HCM) trong năm nay.

Tương quan giá CP với VNIndex


Vốn hóa	1,9 tỷ USD
Giá trị GDTB 6T	5,0 triệu USD
SPCP lưu hành	2.162 triệu USD
Chuyên nhượng tự do	77%
Tỉ lệ sở hữu NĐTNN	30%
Tỉ lệ cổ đông lớn	30%
TS/VCSH 2020E (x)	10,8
P/E 2020E (x)	7,1
P/B 2020E (x)	1,2
Room ngoại còn lại	0,0%

Nguồn: Bloomberg

Tình hình tài chính (Tỷ đồng)

Năm	2019A	2020E	2021E	2022E
NIM (%)	3,66%	3,24%	3,53%	3,64%
Tăng trưởng phí DV (%)	27%	8%	29%	29%
CIR	57%	54%	51%	49%
Tăng trưởng PPOP	14%	12%	28%	23%
LN ròng (*)	5,910	6,221	8,147	9,960
ROA	1,66%	1,54%	1,80%	19,3%
ROE	24,2%	18,6%	19,2%	20,3%
PE	5,7	7,1	5,5	4,5
PB	1,3	1,2	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	3,6%	6,6%

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam. (*) Lợi nhuận ròng (LNST sau CĐTS – khen thưởng, phúc lợi)

Chuyên viên phân tích:
Trần Văn Tánh

+84 28 3622 6868 ext 3874

tanh.tran@yuantaresearch.com.vn
Bloomberg code: YUTA

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Nơi trú ẩn an toàn trong giai đoạn khó khăn

Chuyển sàn niêm yết sang HoSE. ACB có kế hoạch chuyển niêm yết sang HoSE trong năm 2020E. Nếu điều này xảy ra, sẽ có nhiều khả năng cổ phiếu của ACB được đưa vào các chỉ số chính với tỷ trọng tương đối cao. Tỷ trọng của ACB có thể lên tới 4% trong chỉ số VN30, 10% trong VN Diamond và 12% trong VN FinLead. Vì vậy, việc chuyển sàn sẽ thúc đẩy thanh khoản giao dịch của ACB.

Phí trả trước tiềm năng ước khoảng 2-3 nghìn tỷ đồng từ thỏa thuận bancassurance độc quyền. Khác với nhiều ngân hàng khác, ACB vẫn chưa ký thỏa thuận độc quyền phân phối bảo hiểm. Chúng tôi cho rằng ACB sẽ đạt được thỏa thuận trong năm 2020 hoặc đầu năm 2021. Chúng tôi không đưa khoản phí trả trước dự kiến vào mô hình của chúng tôi do chưa có thông tin chi tiết về thỏa thuận banca độc quyền, nhưng điều này phản ánh tiềm năng tăng trưởng so với dự báo thu nhập hiện tại của chúng tôi (và của các bên).

Chất lượng tài sản vững mạnh. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) 0,68% của ACB tại thời điểm Q2/20 là mức thấp nhất giữa các ngân hàng được niêm yết và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) là 144%, cao thứ hai trong số các ngân hàng. Tỷ lệ an toàn vốn CAR của ACB (theo Basel II) là 11,0% tại thời điểm 1Q20, cao hơn nhiều so với mức yêu cầu tối thiểu là 8,0%.

Dự báo của Yuanta so với các bên khác. Dự báo lợi nhuận năm 2020E của chúng tôi về cơ bản tương đồng với dự báo các bên, nhưng dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho năm 2021E cao hơn 17% so với bên. Mặc dù lợi nhuận của tất cả các ngân hàng đang chịu áp lực, chúng tôi kỳ vọng ACB với chất lượng tài sản cao và nguồn vốn vững chắc sẽ tăng trưởng vượt trội hơn các ngân hàng cùng ngành.

Định giá hấp dẫn – Khuyến nghị MUA lần đầu. Cổ phiếu ACB đang giao dịch ở mức P/BV 1,2x với ROE dự báo ở mức 19% trong năm 2020E. Chúng tôi tin rằng ACB xứng đáng được đánh giá cao so với các ngân hàng cùng ngành nhờ lợi thế về chất lượng tài sản. Giá mục tiêu 25.690 đồng tương đương mức sinh lời 12 tháng là 24% và chúng tôi cho rằng cổ phiếu này vẫn cho mức sinh lời hấp dẫn ngay cả khi bao gồm mức phí chênh lệch khoảng 7-9% đối với nhà đầu tư nước ngoài (do hết room ngoại).

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Luận điểm đầu tư

Bảng 1: Định giá

Các chỉ số định giá	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PER đã điều chỉnh (x)	10,4	6,8	5,7	7,1	5,5	4,5
PEG	0,2	0,1	0,3	(0,4)	0,2	0,2
ROA đã điều chỉnh (%)	0,76%	1,63%	1,66%	1,54%	1,80%	1,93%
ROE đã điều chỉnh (%)	13,1%	26,9%	24,2%	18,6%	19,2%	20,3%
PBR (x)	1,3	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9
Lợi tức (%)	0,6%	0,3%	0,0%	0,0%	3,6%	6,6%

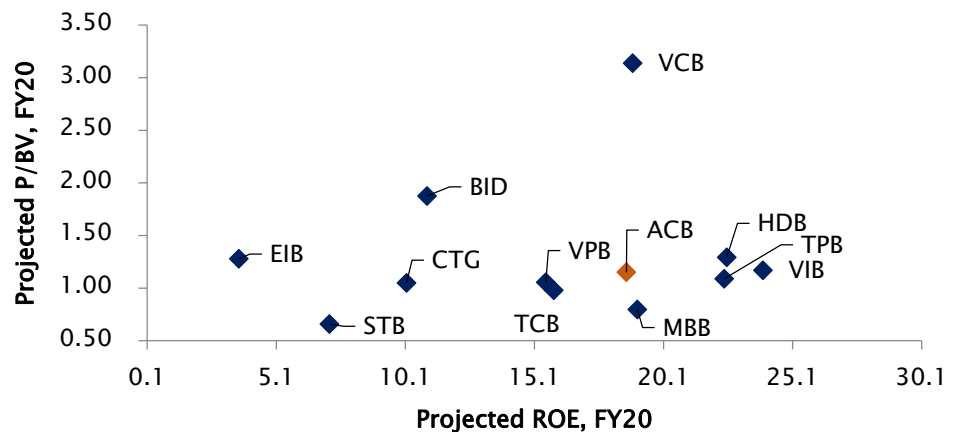
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Cổ phiếu đang bị định giá thấp

Mặc dù ROE dự kiến năm 2020 là 19%, cao hơn mức trung vị của các ngân hàng cùng ngành là 17%. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu ACB xứng đáng với mức định giá cao hơn nhiều so với các ngân hàng cùng ngành, với ROE và triển vọng tăng trưởng cao hơn ngành. Hiện tại, ACB đang giao dịch chỉ cao hơn một chút so với trung vị các ngân hàng cùng ngành mặc dù tạo ra lợi nhuận cao hơn nhiều, điều này có thể là do ngân hàng này đang hết room ngoại cũng như niêm yết trên HNX. Với mức phí chênh lệch 7%-9% dành cho NĐT nước ngoài, ACB hiện giao dịch ở mức P/BV 1,3x 2020E (P/BV 1,1x 2021).

Biểu đồ dưới đây cho thấy giá cổ phiếu của ACB được định giá thấp với P/BV thấp mặc dù ROE tương đối cao.

Biểu đồ 1: Biểu đồ phân tán giữa chỉ số ROE và PB của các ngân hàng



Nguồn: Bloomberg đối với CTG, TCB, VIB, và TPB, Yuanta Vietnam đối với ACB, BID, MBB, HDB, STB, VCB and VPB.

Chuyển sàn sang HoSE sẽ giúp tăng tính thanh khoản và hỗ trợ giá cổ phiếu

ACB có kế hoạch niêm yết trên HoSE trong năm 2020E. Nếu chuyển sàn thành công, cổ phiếu ACB có khả năng sẽ được đưa vào các rổ chỉ số với tỷ trọng tương đối cao. Ngân hàng dự kiến sẽ được đưa vào rổ Chỉ số VN30 với tỷ trọng khoảng 4%, VN Diamond (khoảng 10%) và VN FinLead (khoảng 12%). Dựa trên AUM của các quỹ ETF niêm yết trên HoSE tương ứng, chúng tôi ước tính rằng dòng tiền mang lại từ ba ETF đó tương ứng với khoảng năm ngày giao dịch (xem bảng 3); theo quan điểm của chúng tôi, điều này thúc đẩy thanh khoản ngắn hạn của ACB và cũng có khả năng làm tăng giá cổ phiếu của ngân hàng.

Việc ACB được đưa vào rổ các chỉ số này có thể khiến các cổ phiếu khác bị giảm tỷ trọng hoặc thậm chí bị loại bỏ. Đối với VNDiamond, tổng tỷ trọng của tất cả các cổ phiếu trong một ngành được giới hạn ở mức 40%. Hiện tại, cổ phiếu ngân hàng chiếm 39,3% tổng lượng cổ phiếu tại VNDiamond (Nguồn: VFM); do đó, nếu ACB được thêm vào rổ VNDiamond, các ngân hàng khác (TCB, VPB, MBB, TPB và CTG) có thể bị giảm tỷ trọng hoặc thậm chí bị loại khỏi rổ chỉ số. Xem bảng 4 để biết thêm chi tiết.

Định giá hấp dẫn:

ACB đang giao dịch với P/BV 1,2x với ROE 19% trong 2020E.

Cổ phiếu vẫn hấp dẫn với NĐT nước ngoài ngay cả với mức phí chênh lệch 7-9% (do hết room ngoại).

ACB sẽ được thêm vào rổ các chỉ số VN30, VN Diamond và VN Finlead với giá trị tương đương 5 ngày giao dịch.

Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ hoàn thành thỏa thuận này vào cuối năm 2020E hoặc đầu năm 2021E, mang lại thu nhập từ khoản phí trả trước ước tính 2-3 nghìn tỷ.

Chất lượng tài sản tốt sẽ giúp ACB vượt qua giai đoạn khó khăn.

Tỷ lệ nợ xấu NPL là 0,68% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR là 144% tại thời điểm 2Q20.

Tiềm năng từ thỏa thuận độc quyền bancassurance sắp tới

Khác với nhiều ngân hàng khác, ACB chưa ký thỏa thuận phân phối độc quyền bancassurance. Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ hoàn thành thỏa thuận này, có thể vào cuối năm 2020E hoặc đầu năm 2021E. ACB có một tập khách hàng hấp dẫn với hơn 2,8 triệu khách hàng trong năm 2019A, chủ yếu là khách hàng cá nhân. ACB đã đầu tư mạnh vào cơ sở hạ tầng CNTT (khoảng 800 tỷ đồng hàng năm từ 2019-2024) để chuyển đổi thành ngân hàng số và ban lãnh đạo dự kiến sẽ mở rộng tập khách hàng lên 5 triệu vào năm 2021E. Với tập khách hàng cá nhân đáng kể như vậy, chúng tôi kỳ vọng sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh cho ACB trong việc đưa ra các điều khoản có lợi trong thỏa thuận độc quyền bancassurance. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ nhận được một khoản phí trả trước tương đối lớn từ thỏa thuận này (xem bảng 4) và lợi nhuận từ việc bán bancassurance cũng sẽ thúc đẩy lợi nhuận của ngân hàng.

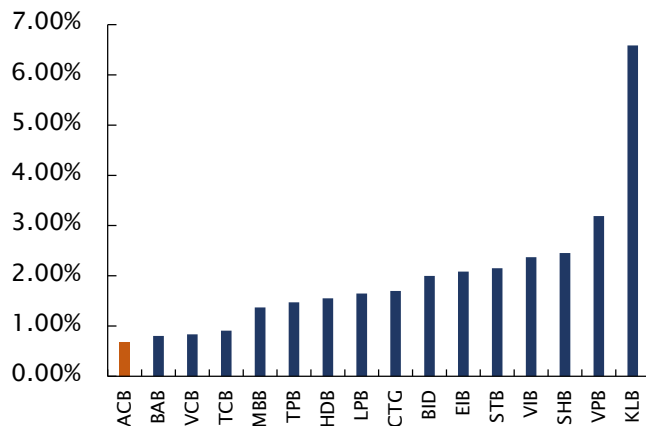
Chất lượng tài sản vững mạnh sẽ giúp ACB vượt qua giai đoạn khó khăn

Theo quan điểm của chúng tôi, ACB là một trong những ngân hàng có chất lượng cao nhất tại Việt Nam, xếp thứ 3 trong bảng [xếp hạng CAMEL 2Q20](#) mới nhất của chúng tôi.

Nguồn vốn tương đối dồi dào so với hầu hết các ngân hàng Việt Nam (có tỷ lệ đòn bẩy cao). Tổng hệ số an toàn vốn CAR là 11,0% và tỷ lệ vốn cấp 1 là 9,9% tại thời điểm 1Q20 theo Basel II, cao hơn nhiều so với tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu 8%.

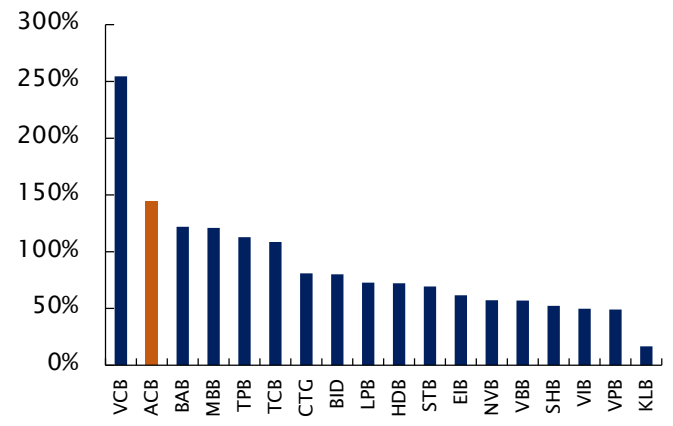
Chất lượng tài sản cao. Tỷ lệ nợ xấu của ACB là 0,68% tại thời điểm 2Q20 là mức thấp nhất trong ngành. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) là 144%, cao thứ hai trong số các ngân hàng và chúng tôi cho rằng đây là một chỉ số vượt trội về chất lượng tài sản. Điều này là do tỷ lệ nợ xấu được công bố của một ngân hàng có thể không phản ánh hết về chất lượng tài sản thật sự của ngân hàng do chính sách hỗ trợ của NHNN đối với các khách hàng bị ảnh hưởng bởi Covid-19. Do đó, tỷ lệ LLR là chỉ báo quan trọng để theo dõi chất lượng tài sản trong năm 2020. Các ngân hàng có tỷ lệ LLR cao đang ở trạng thái tốt hơn để đối mặt với khả năng suy giảm chất lượng tài sản trong các quý sắp tới. Chúng tôi đánh giá cao chính sách trích lập dự phòng thận trọng của ACB để giảm tác động của khả năng nợ xấu tiềm ẩn tăng cao.

Biểu đồ 2: Tỷ lệ nợ xấu NPL của các ngân hàng 2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 3: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng 2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Dự báo của Yuanta so với các bên khác. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngân hàng sẽ chịu nhiều áp lực trong năm 2020E do ảnh hưởng của Covid-19. Dự báo thu nhập ròng của chúng tôi thấp hơn -1% so với ước tính trung bình của các bên cho năm 2020E. Tuy nhiên, dự báo thu nhập ròng của chúng tôi cho năm 2021E cao hơn 17% so với ước tính của các bên vì chúng tôi tin rằng chất lượng tài sản vững chắc của ACB sẽ giúp ngân hàng này giảm thiểu được việc chất lượng tài sản bị suy giảm, và tăng trưởng nhanh hơn so với các ngân hàng khác vào năm 2021E.

Bảng 2: Yuanta so với các bên

Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2020E	2021E	2022E
Trung bình các bên	6,269	6,966	8,111
Dự báo của Yuanta	6,221	8,147	9,960
% chênh lệch	-0.8%	17.0%	22.8%
Mức cao nhất của các bên	6,433	7,655	8,901
Mức thấp nhất của các bên	6,123	5,678	7,051
EPS (đồng)			
Trung bình các bên	2,744	3,052	3,466
Dự báo của Yuanta (đã điều chỉnh)	2,940	3,769	4,608
% chênh lệch	7.2%	23.5%	32.9%
Mức cao nhất của các bên	2,982	3,415	4,038
Mức thấp nhất của các bên	2,089	2,549	2,646

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Vietnam

Chất xúc tác tác động đến giá cổ phiếu

Chuyển sàn niêm yết sang HoSE: Tăng thanh khoản trong ngắn hạn

ACB có kế hoạch niêm yết cổ phiếu trên HoSE trong năm 2020. Sau khi chuyển sàn, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu của ACB sẽ được đưa vào một số rổ chỉ số chính, bao gồm VN30, VN Diamond và VN Financial Leaders, với tỷ trọng tương đối cao. Chỉ riêng dòng tiền từ các quỹ ETF có liên quan sẽ thúc đẩy thanh khoản ngắn hạn và giá cổ phiếu.

Dưới đây là ước tính của chúng tôi về số ngày giao dịch để mua cổ phiếu của ACB khi được đưa vào các rổ chỉ số bên dưới.

Bảng 3: Ước tính số ngày giao dịch để mua cổ phiếu của ACB

	Tổng NAV (tỷ đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá trị (tỷ đồng)	GDTB 3 tháng của ACB	Số ngày giao dịch ước tính
VFMVN30	5,222	4%	209	100	2.1
VNDIAMOND	1,575	10%	158	100	1.6
VNFINLEAD	731	12%	88	100	0.9
Tổng					4.7

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Khi ACB được thêm vào rổ VN Diamond, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng cổ phiếu các ngân hàng khác sẽ bị giảm như trình bày trong Bảng 4.

Thực tế, có thể mất vài tháng để thêm cổ phiếu ACB vào rổ các chỉ số này. Với giả định ACB niêm yết trên HoSE vào cuối năm 2020, chúng tôi kỳ vọng việc đưa ACB vào các chỉ số tương ứng sẽ diễn ra vào giữa năm 2021. Khi đó, tỷ trọng hiện tại của mỗi cổ phiếu trong VN Diamond (Bảng 4) có thể đã thay đổi; tuy nhiên, để đơn giản hóa, chúng tôi giả định rằng trọng số không đổi. Khi ACB được thêm vào với tỷ trọng ước tính khoảng 10%, chúng tôi cho rằng VPB, MBB, CTG và TPB sẽ bị giảm tỷ trọng như trong Bảng 4 dưới đây. Lưu ý rằng, tổng tỷ trọng của tất cả các cổ phiếu của một ngành trong VN Diamond được giới hạn ở mức 40%.

Dưới đây là số ngày giao dịch ước tính để giảm tỷ trọng các cổ phiếu ngân hàng khác trong danh sách VN Diamond sau khi ACB được đưa vào.

Bảng 4: Số ngày giao dịch ước tính để giảm tỷ trọng các cổ phiếu ngân hàng khác

	Tỷ trọng hiện tại trong VN Diamond	Vốn hóa * tỷ lệ lưu hành tự do (tỷ đồng)	Ước tính tỷ trọng mới (%)	Tỷ trọng giảm (%)	Giá trị (tỷ đồng)	GTGD B 3 tháng (tỷ đồng)	Số ngày giao dịch ước tính
TCB	10,9%	46,531	10,9%	0,0%	0,0	37	0,0
VPB	10,3%	36,347	8,1%	2,2%	34,6	86	0,4
MBB	8,5%	24,597	5,5%	3,1%	48,3	86	0,6
CTG	6,0%	17,277	3,8%	2,2%	34,0	113	0,3
TPB	3,6%	10,337	2,3%	1,3%	20,2	2	9,6
ACB	0,0%	40,439	9,5%				

Nguồn: VFM, Bloomberg, Yuanta Vietnam

Tăng thu nhập từ dịch vụ thông qua thỏa thuận độc quyền bancassurance

Không giống như nhiều ngân hàng khác, ACB chưa ký hợp đồng độc quyền bancassurance với một công ty bảo hiểm nào. ACB đã ký hợp đồng không độc quyền với AIA (tháng 11/2015), Manulife (tháng 9/2019) và FWD (tháng 12/2019). Tỷ lệ đóng góp của thu nhập từ bancassurance vào tổng thu nhập phí thuần đã tăng đáng kể từ 2% năm 2015 lên 29% năm 2019 (xem Biểu đồ 4).

Với kinh nghiệm hợp tác với nhiều công ty bảo hiểm, ACB có thể lựa chọn đối tác phù hợp nhất và các điều khoản ưu đãi cho một thỏa thuận độc quyền. ACB dự kiến sẽ hoàn tất một thương vụ vào cuối năm 2020. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, thương vụ này có thể bị trì hoãn do triển vọng vĩ mô ảm đạm hiện tại và chúng tôi chưa đưa vào dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, nếu thỏa thuận đạt được trong năm 2020 sẽ tạo sự đột biến so với dự báo lợi nhuận của chúng tôi và có thể là chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu.

Chúng tôi kỳ vọng rằng thỏa thuận độc quyền sẽ mang lại khoản phí trả trước đáng kể và thu nhập từ việc bán bancassurance. Dựa trên giá trị ước tính từ các thương vụ trước đó của các ngân hàng cùng ngành của ACB (như TCB với Manulife: 1,5 nghìn tỷ đồng, VPB với AIA: 1,8 nghìn tỷ đồng), chúng tôi ước tính rằng ACB sẽ nhận được khoảng 2,0 nghìn tỷ đồng từ khoản phí trả trước (tương đương 13% doanh thu sau điều chỉnh của năm 2020E) (xem Bảng 5 để

biết chi tiết). Nhưng bởi vì chưa có thông tin chi tiết và thời gian của thỏa thuận này, chúng tôi đã không đưa vào mô hình định giá.

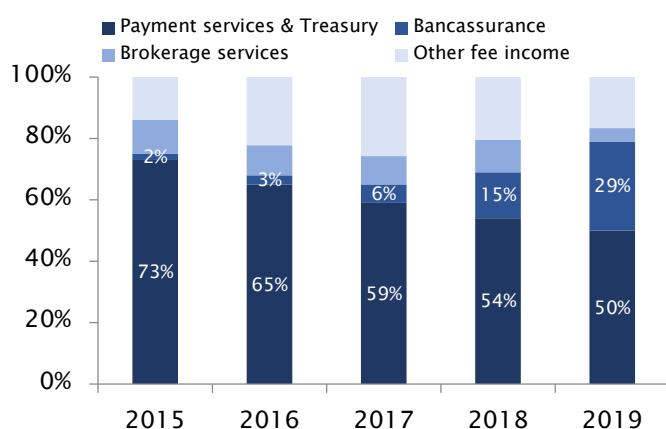
Bảng 5: Phí trả trước từ các giao dịch liên kết độc quyền của bancassurance*

Ngân hàng	Số lượng khách hàng tại thời điểm ký thỏa thuận (triệu)	Số chi nhánh/ văn phòng	Mạng lưới (thành phố)	Năm (Ký thỏa thuận)	Thời hạn (Năm)	Đối tác	Ước tính phí trả trước (tỷ đồng)
VCB	10	552	53	Nov-19	15	FWD	9,000
TCB	5	315	45	Sep-17	15	Manulife	1,500
VPB	5	216	51	Oct-17	15	AIA	1,800
ACB*	5	369	47	2021?	15	???	2,000

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, tapchitaichinh.vn, Yuanta Vietnam

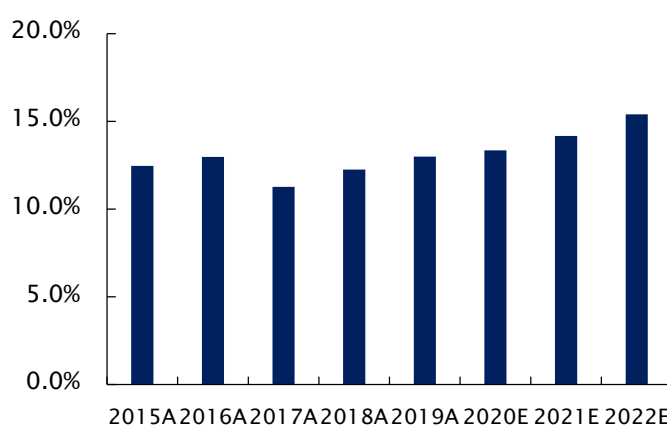
* Lưu ý: Toàn bộ dữ liệu của VCB, TCB, và VPB là số liệu ước tính tại thời điểm ký hợp đồng. Yuanta Việt Nam ước tính cho ACB.

Biểu đồ 4: Cơ cấu thu nhập từ hoạt động dịch vụ



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 5: Tỷ lệ thu nhập phí/DT sau điều chỉnh (%)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Việc thoái vốn ACBS sắp tới

ACB đã có kế hoạch thoái 51% cổ phần 100% tại ACBS. Chi tiết và tiến độ của đợt thoái vốn này vẫn chưa được công bố. Mặc dù chúng tôi hiểu (và đồng ý với) lý do thoái vốn của công ty chứng khoán, nhưng chưa giải thích được lý do của việc giữ lại 49% cổ phần sau khi bán của ngân hàng.

Giá trị sổ sách của ACBS là 1,9 nghìn tỷ đồng (83 triệu USD) tại thời điểm quý 2, 2020 và 51% trong số đó tương ứng 984 tỷ đồng (42 triệu USD).

Các công ty chứng khoán niêm yết hiện giao dịch với P/B ở mức khoảng 0,8x. Với mức giá đó, ACB sẽ thu về 787 tỷ đồng từ việc bán cổ phần và ghi nhận mức lỗ khi thoái vốn là 197 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ không chấp nhận khoản lỗ khi bán công ty chứng khoán. Vì vậy, chúng tôi cho rằng mức chênh lệch từ 20% -30% so với định giá của các công ty cùng ngành là hợp lý đối với cổ phần chi phối. Nhưng trên thực tế, trong tình hình kinh tế hiện nay, tương đối khó để ACB thu được khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn.

Dưới đây là các kịch bản với các chỉ số P/B khác nhau cho việc thoái vốn của Công ty chứng khoán ACB:

Bảng 6: Ước tính thu nhập tiềm năng từ việc thoái vốn ACBS

Giá trị sổ sách của ACBS (tỷ đồng)	1,930	1,930	1,930	1,930	1,930
P/B (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
% cổ phần ACB sẽ bán	51%	51%	51%	51%	51%
Giá bán (Tỷ đồng)	787	886	984	1,083	1,181
Lợi nhuận/lỗ từ thoái vốn (Tỷ đồng)	-197	-98	0	98	197

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Thu nhập tiềm năng từ thu hồi nợ xấu

Tổng số nợ xấu từ nhóm 6 công ty liên quan đến ban lãnh đạo cũ là 806 tỷ đồng tại thời điểm 1Q20. Ban lãnh đạo dự kiến có thể mất hai năm để bán tài sản thế chấp liên quan. ACB đã trích lập dự phòng đầy đủ đối với các khoản vay liên quan; do đó, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ ghi nhận tổng thu nhập tiềm năng là 806 tỷ đồng từ các khoản thu hồi xử lý nợ xấu trong năm 2020E và 2021E.

Tổng quan ngân hàng ACB

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay trong năm 2020E là 11,7% đối với ACB và 9,0% - 10,0% cho toàn ngành.

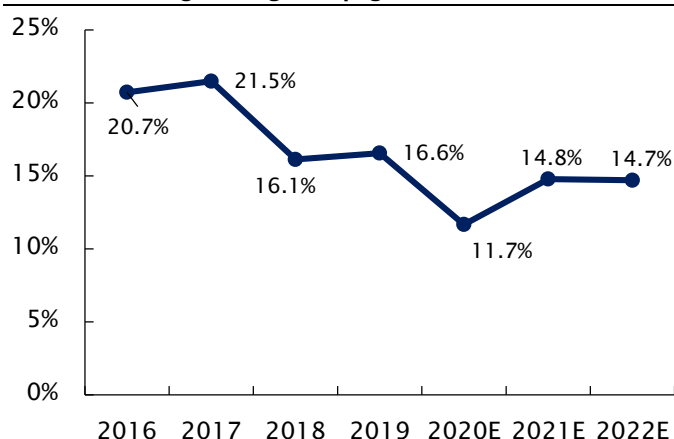
Ngân hàng ACB tập trung vào bán lẻ với 60% danh mục cho vay là khách hàng cá nhân và 31% là doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Tăng trưởng cho vay đang gặp áp lực đối với tất cả các ngân hàng trong năm 2020E. ACB không phải là ngoại lệ, nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng ACB sẽ tăng trưởng vượt trội so với ngành. Chúng tôi ước tính tăng trưởng cho vay của ACB là 11,7% vào năm 2020 (so với 16,6% trong năm 2019A). Trong 6T20 đầu năm, ACB đạt tăng trưởng cho vay 5,6% so với đầu năm, vượt xa mức 3,3% của toàn hệ thống ngân hàng.

NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho ngành ngân hàng từ đầu năm là 14,0%; tuy nhiên, tổng tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 3,3% trong 6 tháng đầu năm. Do đó, NHNN đã tăng room cho một số ngân hàng để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tổng tăng trưởng tín dụng sẽ không đạt 14,0% trong năm nay do khả năng hấp thụ vốn yếu bởi ảnh hưởng của đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng toàn ngành sẽ đạt khoảng 9,0% -10,0% trong năm nay. Như vậy, ACB có thể sẽ tăng trưởng cao hơn ngành toàn khoảng 2-3 điểm phần trăm (ppt).

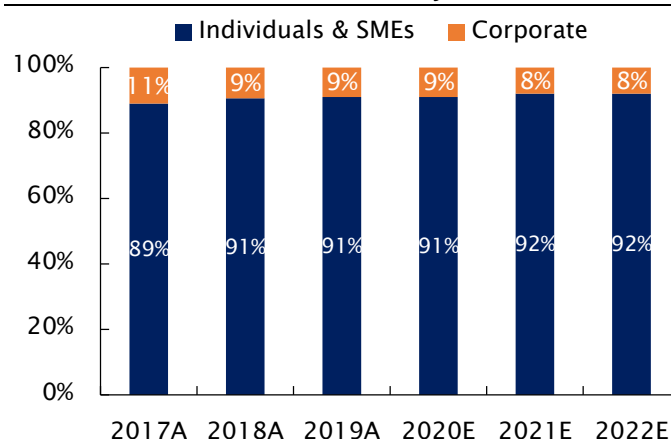
Cơ cấu khoản vay theo nhóm khách hàng. Khoản cho vay sau hợp nhất của ACB cho thấy sự tập trung vào mảng bán lẻ của ngân hàng, với 60% tổng danh mục cho vay cho cá nhân và 31% cho doanh nghiệp vừa và nhỏ trong năm 2019A. Theo quan điểm của chúng tôi, trong tình hình kinh doanh âm ảm đạm hiện tại, các ngân hàng bán lẻ có khả năng bị ảnh hưởng nặng nề hơn so với các ngân hàng bán buôn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ACB có khả năng vượt qua khó khăn tốt hơn hầu hết các ngân hàng khác nhờ chất lượng tài sản tốt, minh chứng bằng tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành (0,68% tại thời điểm 2Q20) và tỷ lệ LLR cao thứ hai ngành (144% tại 2Q20) (xem Hình 19 và Hình 22).

Biểu đồ 6: Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

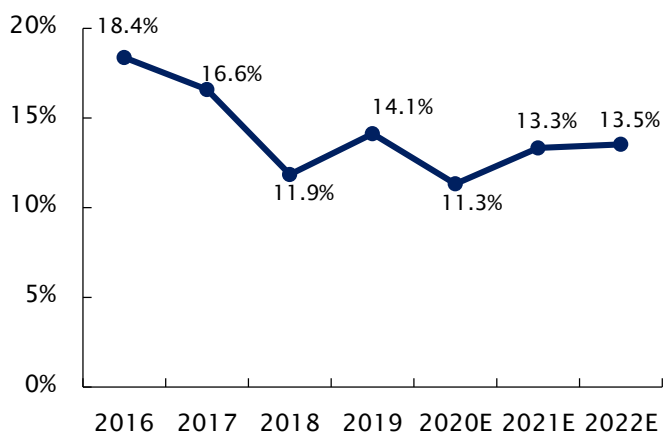
Biểu đồ 7: Cơ cấu các khoản cho vay



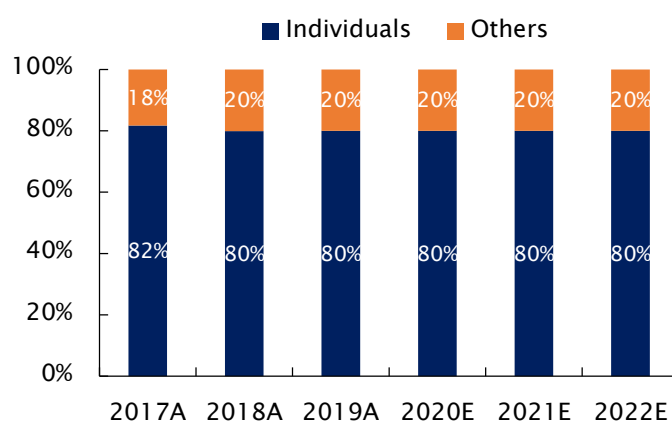
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Tăng trưởng huy động. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng huy động sẽ chứng lại trong năm nay khi tăng trưởng tín dụng đang chịu áp lực do suy giảm khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế. Chúng tôi dự báo huy động tiền gửi của ACB sẽ tăng 11% YoY trong năm 2020E. Tăng trưởng huy động đạt 7% so với đầu năm trong 6T20.

Cơ cấu tiền gửi huy động. Nguồn vốn huy động hợp nhất của ACB chủ yếu đến từ tiền gửi của khách hàng (80%). Tiền gửi CASA chiếm 18,1% tổng tiền gửi tại thời điểm 2Q20 (+1,6 ppt QoQ/-1,0 ppt YTD).

Biểu đồ 8: Tăng trưởng huy động

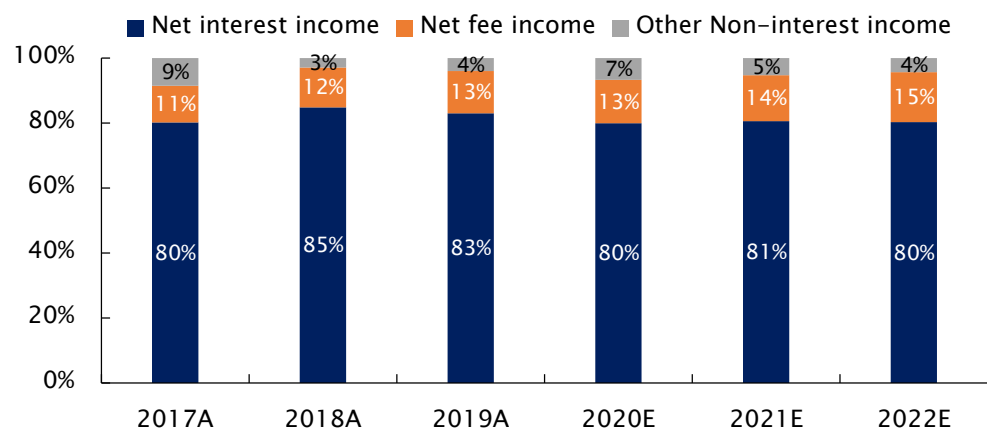
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 9: Cơ cấu tiền gửi

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Cơ cấu doanh thu

Nếu không tính các khoản thu hồi xử lý nợ xấu, thu nhập lãi thuần đóng góp 83% tổng thu nhập sau điều chỉnh trong năm 2019A, với thu nhập từ hoạt động dịch vụ chỉ chiếm 13%. Mức thu nhập dịch vụ này khá thấp, nhưng các ngân hàng như ACB đang tìm kiếm nguồn thu nhập thay thế từ các khoản thu nhập phí (bao gồm cả thu nhập từ bán bancassurance) để hạn chế phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng và chúng tôi tin rằng đây sẽ là xu hướng tương lai.

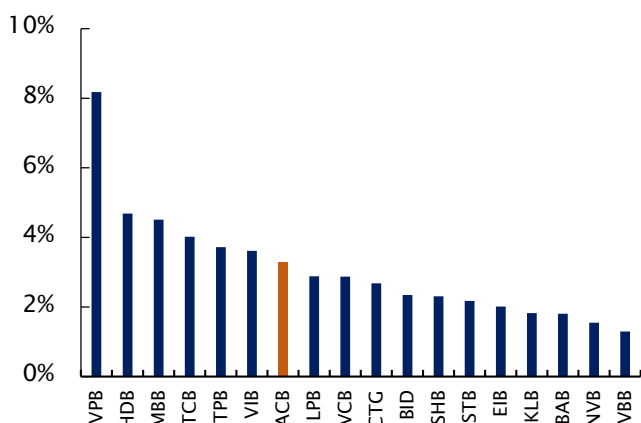
Biểu đồ 10: Cơ cấu doanh thu trong năm 2018A

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

NIM sẽ chịu áp lực một phần do tác động của Covid-19.

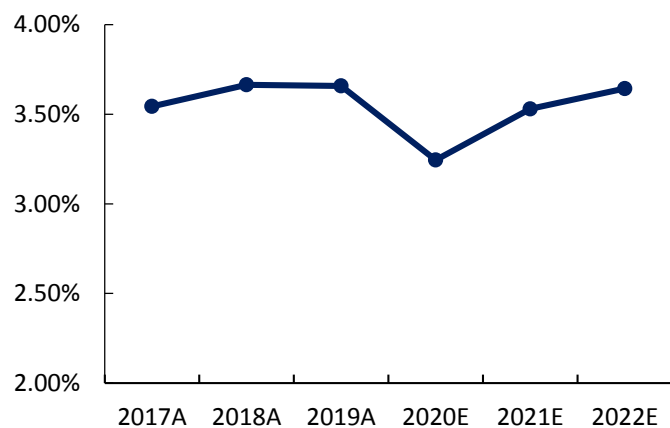
ACB đã thực hiện tái cơ cấu khoản vay 15 nghìn tỷ đồng (tương đương 5% tổng dư nợ 2020E) và gói vay ưu đãi mới 25 nghìn tỷ đồng (tương đương 8% tổng dư nợ 2020E) với lãi suất bình quân thấp hơn 2 ppt so với giai đoạn trước đại dịch. Chúng tôi ước tính gói cho vay ưu đãi sẽ làm giảm thu nhập lãi gộp của ACB khoảng 500 tỷ đồng với lợi suất gộp giảm xuống 7,8% (-70 bps YoY) vào năm 2020E; tuy nhiên, tác động ròng có thể nhỏ hơn do lãi suất huy động cũng giảm. Tỷ lệ NIM tính theo năm trên tổng tài sản trung bình trong 2Q20 là 3,17% (-37bps QoQ/-21bps YoY).

Biểu đồ 11: NIM của các ngân hàng trong 3Q19-2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 12: NIM sẽ chịu áp lực trong năm 2020E



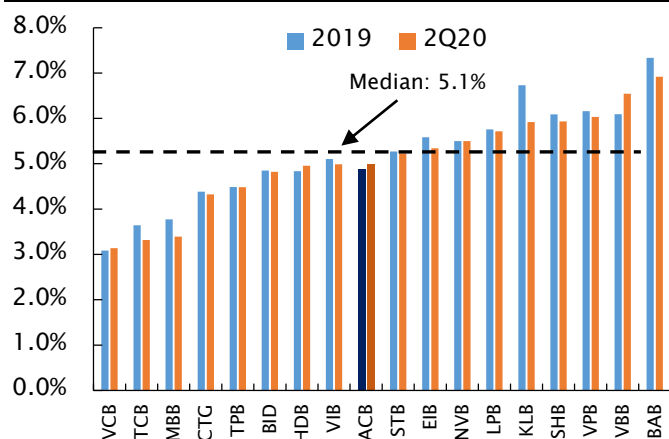
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Chi phí huy tương đối cao. Chi phí huy động vốn của ACB là 5,0% tại thời điểm 2Q20 chỉ thấp hơn một chút so với mức trung vị các ngân hàng cùng ngành là 5,1% (xem Biểu đồ 13). Rõ ràng, chi phí huy động vốn không phải là lợi thế cạnh tranh của ACB, và điều này phần lớn là do tỷ lệ CASA thấp, chỉ chiếm 18,1%, so với các công ty dẫn đầu về tỷ lệ CASA như là [MBB \(MUA\)](#): 35,6%, TCB: 34,4% và [VCB \(NĂM GIỮ\) –Kém khả quan](#): 28,8%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiền gửi CASA của ACB sẽ tăng lên nhờ đầu tư mạnh vào hệ thống CNTT để chuyển đổi thành ngân hàng số.

Khả năng mở rộng NIM bị hạn chế. Với chiến lược tập trung vào mảng bán lẻ, 91% khách hàng là cá nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ, điều này sẽ tốt cho NIM. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy ACB không còn nhiều dư địa để mở rộng hoạt động kinh doanh trong mảng bán lẻ để cải thiện NIM hơn nữa. Như đã thảo luận ở trên, một cách để cải thiện NIM là tăng cường tiền gửi CASA để giảm chi phí huy động vốn.

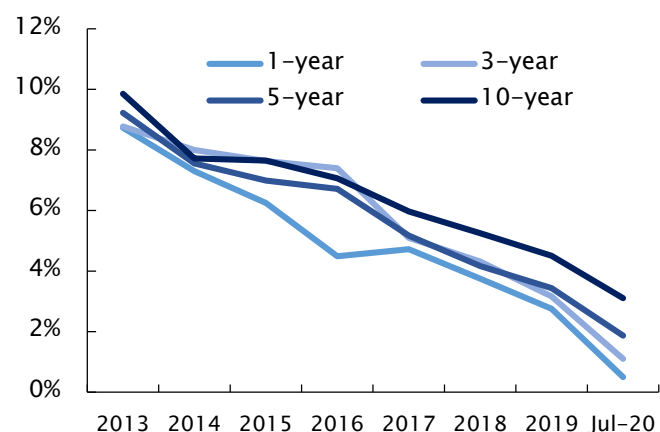
Một hạn chế khác đối với NIM của ACB là tỷ lệ trái phiếu chính phủ (TPCP) tương đối cao. TPCP chiếm 14% tổng tài sản tại thời điểm 2Q20, cao nhất trong số các ngân hàng, (hình 15). Chúng tôi cho rằng đây là cách tiếp cận thận trọng của ACB để phân bổ tài sản và quản lý rủi ro trong triển vọng kinh doanh âm đạm hiện nay. Tuy nhiên, lợi suất TPCP tương đối thấp và xu hướng đang giảm dần, như minh họa trong hình 14 dưới đây.

Biểu đồ 13: Chi phí huy động của các ngân hàng trong năm 2019 & 2Q20

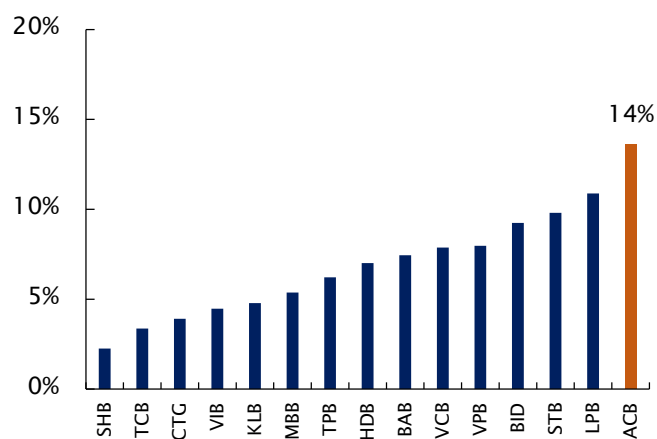


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

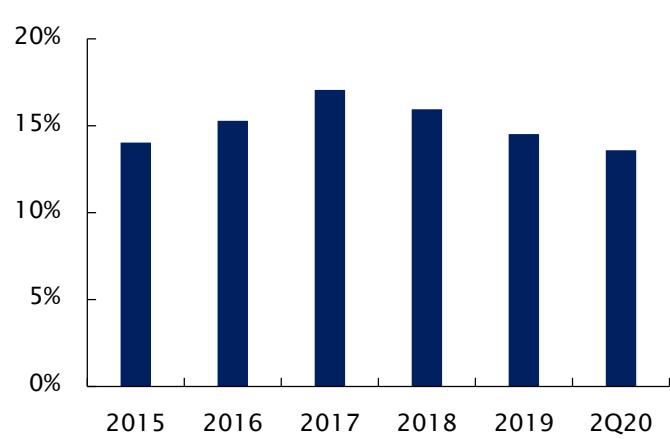
Biểu đồ 14: Lợi suất trung bình trái phiếu chính phủ (%)



Nguồn: HNX

Biểu đồ 15: TPCP/Tài sản của các ngân hàng trong 2Q20

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

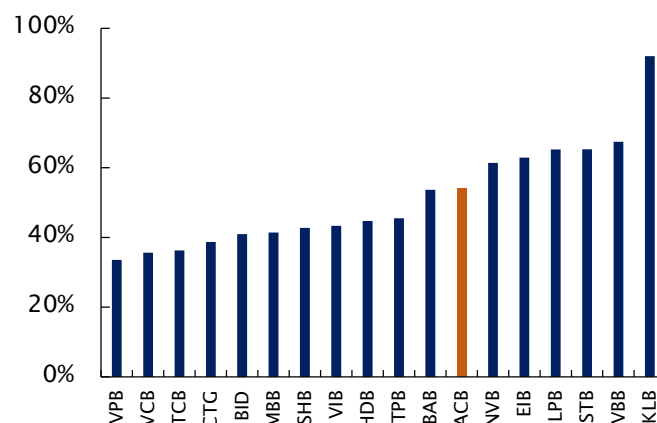
Biểu đồ 16: TPCP/Tổng tài sản của ACB

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

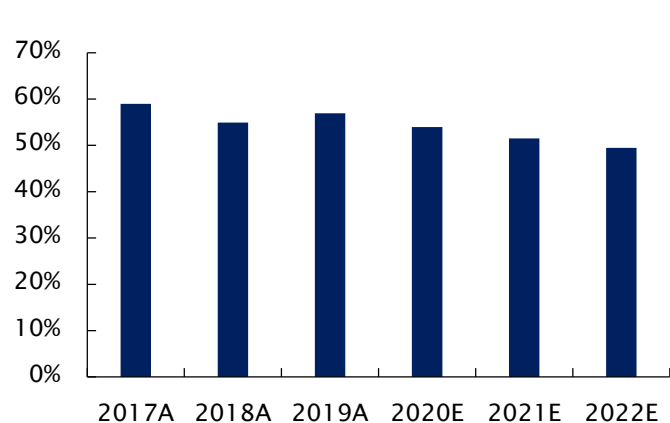
Chi phí hoạt động cao. Điều này chủ yếu do ACB đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng CNTT. ACB có kế hoạch chi khoảng 35 triệu USD (tương đương khoảng 800 tỷ đồng) mỗi năm để đầu tư vào CNTT trong giai đoạn 2019-2024. Bằng việc đầu tư vào CNTT, ACB đặt mục tiêu chuyển mình thành một ngân hàng số, và chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp thu hút nhiều khách hàng hơn và khuyến khích các giao dịch trực tuyến chẳng hạn như thanh toán không dùng tiền mặt, cũng như giao dịch thẻ. Điều này cũng sẽ giúp ACB tăng tiền gửi CASA để giảm chi phí huy động vốn trong dài hạn.

ACB dự kiến sẽ nâng số lượng tài khoản ngân hàng của khách hàng lên 5 triệu vào năm 2021E. Chúng tôi tin rằng với lượng khách hàng đáng kể như vậy sẽ giúp ACB đàm phán tốt hơn trong thương vụ độc quyền bancassurance sắp tới.

Tất nhiên, khoản đầu tư nâng cấp hệ thống CNTT này sẽ đi kèm với nhiều khoản chi phí. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc đầu tư vào CNTT là cần thiết để ACB chuyển mình và cạnh tranh với các ngân hàng cùng ngành trong phân khúc ngân hàng bán lẻ. Chúng tôi cho rằng tiến trình số hóa của hầu hết các ngân hàng tại Việt Nam mới chỉ ở giai đoạn đầu, với một công đoạn nhỏ của quy trình hoạt động kinh doanh đã được số hóa. Có thể mất nhiều năm để các ngân hàng (bao gồm cả ACB) được số hóa hoàn toàn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng hiệu quả chi phí sẽ dần được cải thiện khi hệ thống ngân hàng số đi vào hoạt động.

Biểu đồ 17: CIR điều chỉnh của các NH trong 3Q19-2Q20

Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 18: CIR đã điều chỉnh của ACB

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Trong 2Q20, chi phí hoạt động là 1,8 nghìn tỷ đồng (-25% QoQ/-8% YoY). Tuy nhiên, chi phí hoạt động vẫn tăng + 11% YoY trong 6 tháng đầu năm.

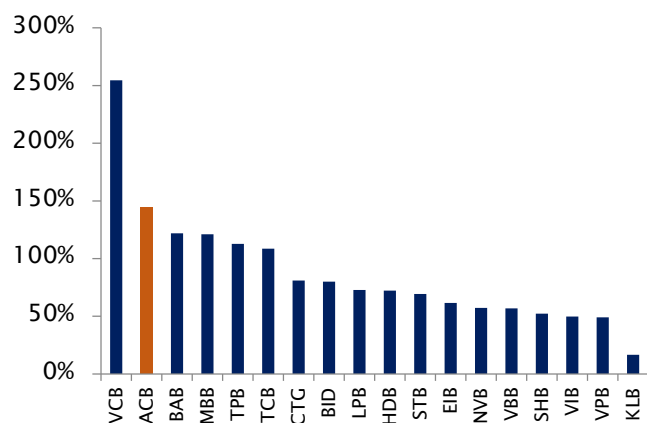
Chi phí dự phòng tăng

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR hiện tại của ACB là cao thứ hai trong ngành. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng ACB sẽ tiếp tục trích lập các khoản dự phòng cao hơn trong trung hạn để hạn chế tình trạng chất lượng tài sản có khả năng suy giảm, mà chưa được phản ánh trong nợ xấu đã công bố do chính sách hỗ trợ của NHNN. Điều này sẽ thúc đẩy tỷ lệ bao phủ nợ xấu sắp tới, vì nợ xấu được công bố có khả năng vẫn ở mức thấp theo chính sách của NHNN để trì hoãn việc phân loại chất lượng tài sản đối với các khoản cho vay bị tác động bởi COVID-19. Nợ xấu được công bố thường có độ trễ và không phản ánh kịp thời về chất lượng tài sản trong thời gian bình thường, nhưng độ trễ này có thể được kéo dài hơn do chính sách hỗ trợ này.

Do đó, các nhà đầu tư có thể phải chấp nhận tổn thất với việc tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng lên, bởi vì nợ xấu có khả năng sẽ gia tăng trong thời gian tới - tuy nhiên đây là một chỉ báo về sự thận trọng khi các ban lãnh đạo ngân hàng chủ động chuẩn bị cho sự suy giảm chất lượng tài sản sau này.

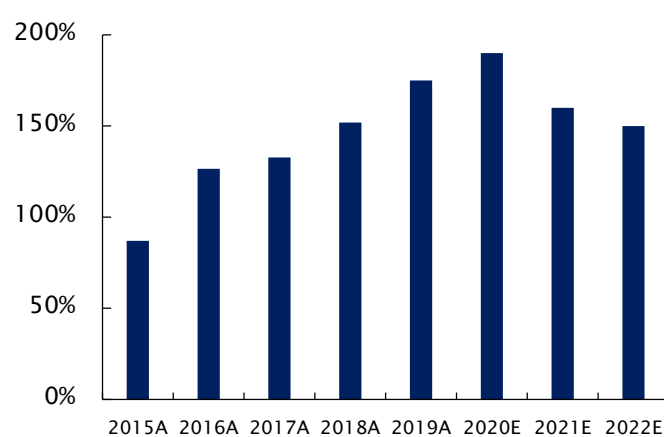
ACB đã tăng đáng kể trích lập dự phòng trong 2Q20 lên đến 440 tỷ đồng (+ 374% QoQ, + 295% YoY). LLR là 144% tại thời điểm 2Q20, cao thứ hai trong số các ngân hàng. Chúng tôi dự báo tỷ lệ LLR của ACB sẽ đạt 190% trong năm 2020E (+ 15 ppt YoY).

Biểu đồ 19: Tỷ lệ LLR giữa các ngân hàng vào 2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 20: Xu hướng tỷ lệ LLR của ACB



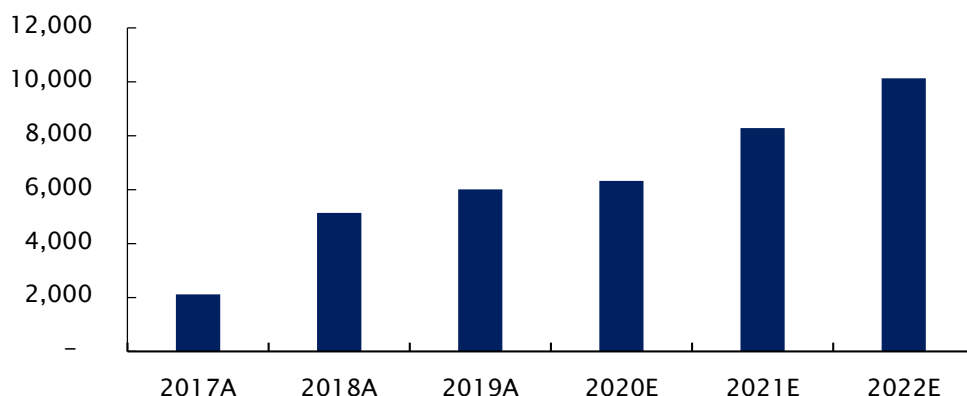
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

KQKD 2Q20 đi ngang do tăng trích lập dự phòng

Không giống như nhiều ngân hàng khác, ACB tăng trích lập dự phòng trong 2Q20 (+ 374% QoQ / + 295% YoY). Chúng tôi cho rằng đây là một cách tiếp cận thận trọng để chuẩn bị cho sự suy giảm chất lượng tài sản tiềm ẩn, nhưng việc trích lập dự phòng rõ ràng đã làm giảm lợi nhuận của ngân hàng. LNST sau CĐTS trong 2Q20 đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ -1% QoQ / -1% YoY.

Chúng tôi cho rằng thu nhập trong năm 2020E đang chịu áp lực do ảnh hưởng của đại dịch. Chúng tôi dự báo LNST sau CĐTS năm 2020E của ACB sẽ tăng nhẹ YoY, đạt 6,3 nghìn tỷ đồng (+ 5% YoY).

Biểu đồ 21: LNST của ngân hàng mẹ ACB 2017A-2022E (Tỷ đồng)



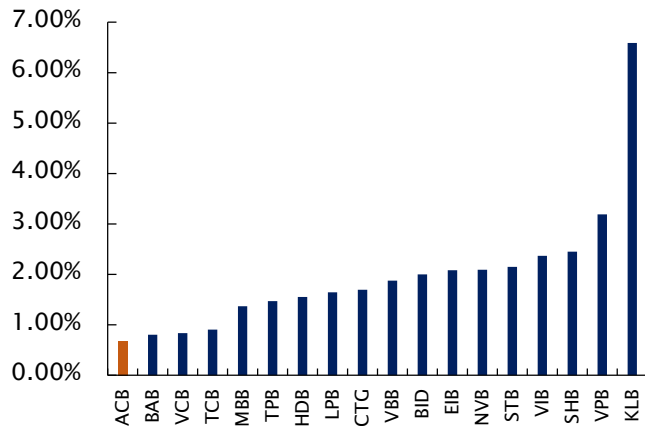
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Phân tích theo mô hình CAMEL

Nguồn vốn dồi dào: Tổng hệ số an toàn vốn CAR là 11% tại thời điểm 1Q20 theo Basel II, cao hơn mức yêu cầu tối thiểu 8% theo Basel II.

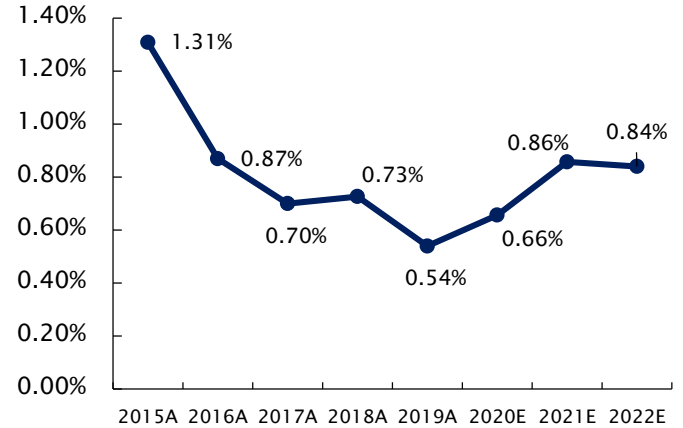
Chất lượng tài sản ổn định: Tỷ lệ nợ xấu NPL 0,68% tại thời điểm Q2/20 (+3 bps QoQ/ +2 bps YoY) là mức thấp nhất trong ngành. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) là 144% tại thời điểm 2Q20, cao thứ hai trong số các ngân hàng.

Biểu đồ 22: Tỷ lệ nợ xấu giữa các ngân hàng vào 2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 23: Tỷ lệ nợ xấu của ACB

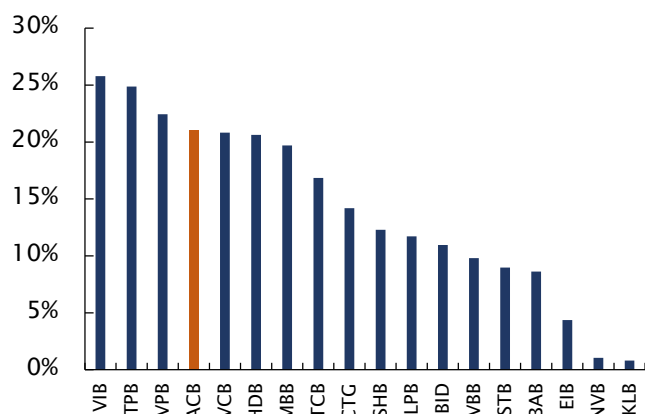


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Chất lượng quản lý tương đối tốt, theo quan điểm của chúng tôi: Chi phí tín dụng thấp (0,18% tại thời điểm 2Q20) phản ánh sự thận trọng trong việc cấp tín dụng và NIM sau điều chỉnh chi phí tín dụng thuộc nhóm cao nhất trong ngành. Điều này cho thấy ngân hàng quản lý rủi ro tín dụng rất chặt chẽ. Tuy nhiên, hiệu quả chi phí hiện tại của ACB tương đối thấp do đầu tư nhiều vào CNTT. Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) đã điều chỉnh của ACB là 54%, cao hơn nhiều so với tỷ lệ 45% của ngành trong 2Q20.

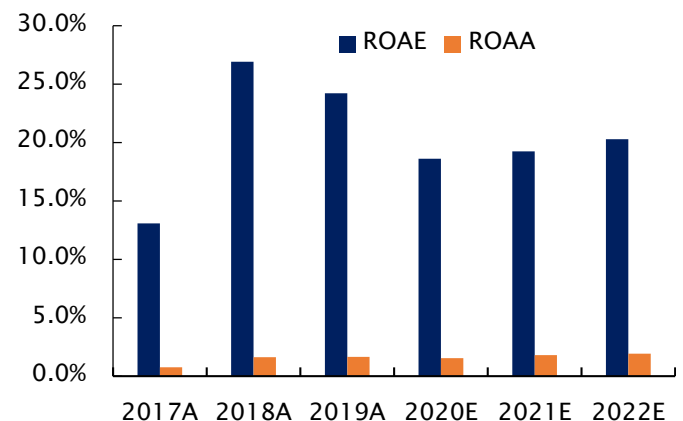
Thu nhập ổn định: ROAE trong 3Q19-2Q20 là 21%, cao hơn mức trung bình của 18 ngân hàng niêm yết là 13% và cao thứ tư trong ngành. Lợi nhuận cao này phần lớn là do chi phí tín dụng thấp, vì ngân hàng đã trích lập dự phòng đối với các tài sản không sinh lời (điều này sẽ dẫn đến thu nhập từ việc thu hồi các khoản nợ xấu khi các tài sản đảm bảo sẽ được thanh lý trong tương lai).

Biểu đồ 24: ROAE của các NH trong 2Q19-2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

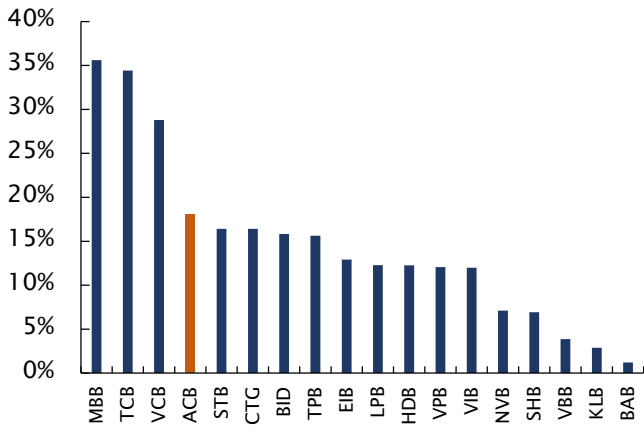
Biểu đồ 25: ROAE & ROAA của ACB



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

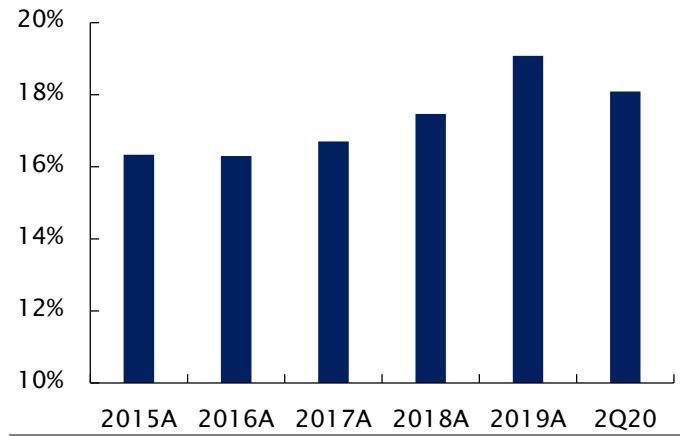
Tính thanh khoản: Tỷ lệ tiền gửi CASA của ngân hàng đã giảm -1,0 ppt so với đầu năm xuống còn 18,1% 2Q20, cao hơn mức trung vị của các ngân hàng đối thủ ở mức 12,6%. Tuy nhiên, mức này vẫn còn thấp hơn nhiều so với VCB (28,8%) và MBB (35,6%). Nguồn vốn ngắn hạn cho các khoản vay trung và dài hạn là 26,6%, thấp hơn nhiều so với yêu cầu của NHNN là 40,0%.

Biểu đồ 26: Tỷ lệ CASA giữa các ngân hàng tại 2Q20



Nguồn: FiinPro, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 27: Xu hướng tỷ lệ CASA của ACB



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Định giá: Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi là 25.690 đồng / cổ phiếu

Chúng tôi áp dụng 5 phương pháp định giá để đi đến giá mục tiêu 25.690 đồng, tương ứng với P/B 1,2x và PE là 6,8x cho năm 2021E.

Giá mục tiêu của chúng tôi được tính trên cơ sở bình quân gia quyền. Chúng tôi áp dụng tỷ trọng 50% (cao nhất) cho phương pháp thu nhập thặng dư và trọng số 12,5% cho 4 phương pháp còn lại.

Chúng tôi áp dụng các giả định sau trong mô hình thu nhập thặng dư và DDM:

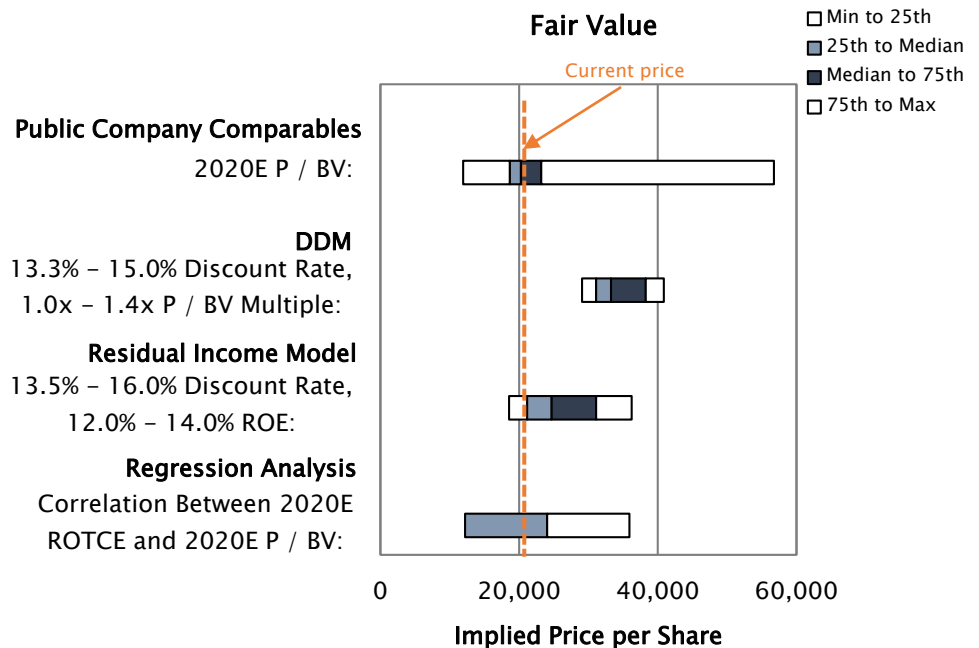
- **Chi phí vốn chủ sở hữu** bắt đầu ở mức 14,9% và giảm xuống 11,9% vào năm 15
- **ROE** dựa trên dự báo mô hình của chúng tôi cho năm 1-5, và ở mức 23,0% trong năm 6 và giảm dần xuống 13,0% trong năm 15.
- **Tăng trưởng tài sản** dựa trên dự báo mô hình của chúng tôi cho năm 1-5, và ở mức 13,0% trong năm 6 và giảm dần xuống 7,0% trong năm 15.

Bảng 7: Ước tính giá trị hợp lý của ACB

Giá trị hợp lý trung bình (VND/share)			
Phương pháp định giá	Giá ước tính	Tỷ trọng (%)	Giá
Thu nhập Thặng dư	24,692	50.0%	12,346
DDM Perpetuity	31,706	12.5%	3,963
DDM multiple	30,764	12.5%	3,845
Hồi quy	24,047	12.5%	3,006
So sánh các NH niêm yết	20,252	12.5%	2,531
Giá trị hợp lý ước tính			25,690

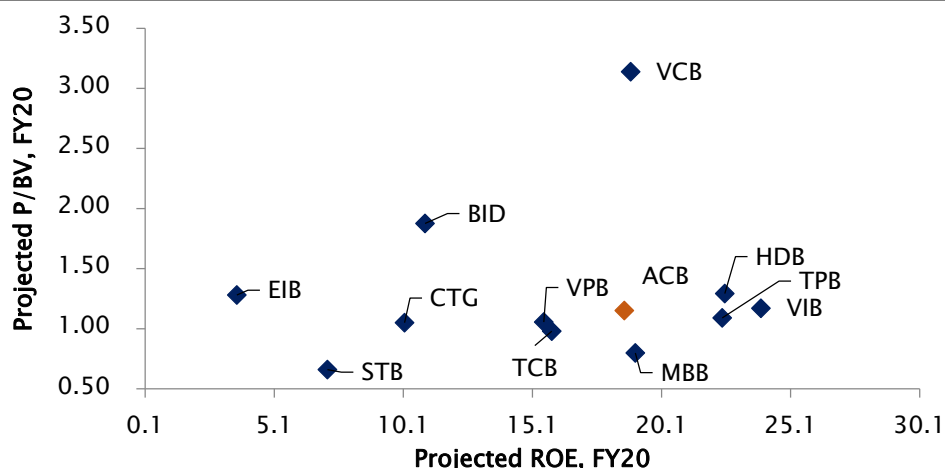
Nguồn: Yuanta Vietnam

Biểu đồ 28: Đồ thị giá trị hợp lý ước tính của ACB



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Vietnam

Biểu đồ 29: Các NH Việt Nam: P/B và ROE 2020E



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Vietnam

Mô hình thu nhập thặng dư

Dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của ACB là 24.690 đồng/ cổ phiếu, tương ứng mức sinh lời 19% so với giá cổ phiếu hiện tại (20.800 đồng vào ngày 20 tháng 8 năm 2020) và P/BV 1,2x năm 2021E.

Bảng 8: Giá trị hợp lý của ACB dựa trên Mô hình thu nhập thặng dư

Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập ròng dài hạn:	4.0%
Thu nhập ròng dự kiến 1 năm sau giai đoạn dự báo:	19,480
Giá trị dài hạn của thu nhập thặng dư (TNTD):	20,326
(+) Vốn chủ sở hữu của Cổ đông:	30,832
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn của Thu nhập Thặng dư:	3,968
(+) Tổng giá trị hiện tại của Thu nhập Thặng dư:	18,573
Giá trị thực của vốn chủ sở hữu:	53,374
% đóng góp của giá trị hiện tại của GT dài hạn của TNTD:	7.4%
Giá trị thực của:	24,692
Giá cổ phiếu hiện tại:	20,800
P/B:	1.2x
Tăng/ (Giảm) so với giá hiện tại:	19%

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Bảng 9: Giá trị hợp lý của phương pháp thu nhập thặng dư: Phân tích độ nhạy giữa ROE và Chi phí vốn chủ sở hữu

		Chi phí vốn chủ sở hữu ban đầu (Giảm 0,4% hàng năm):						
		13.0%	13.5%	14.0%	14.9%	15.5%	16.0%	16.5%
ROE dài hạn:	15.0%	44,352	39,390	35,206	29,004	25,785	23,473	21,437
	14.5%	42,527	37,804	33,819	27,907	24,835	22,626	20,681
	14.0%	40,724	36,237	32,449	26,822	23,896	21,790	19,933
	13.5%	38,943	34,689	31,095	25,751	22,968	20,964	19,195
	13.0%	37,184	33,160	29,757	24,692	22,051	20,147	18,465
	12.5%	35,446	31,649	28,436	23,647	21,146	19,340	17,744
	12.0%	33,730	30,157	27,131	22,614	20,251	18,543	17,031
	11.5%	32,034	28,683	25,841	21,593	19,367	17,755	16,327
	11.0%	30,360	27,228	24,568	20,585	18,494	16,977	15,632

Nguồn: Yuanta Vietnam

Bảng 10: ACB: Phân tích OROA

OROA	2016A	2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
NIM	3.44%	3.54%	3.66%	3.66%	3.24%	3.53%	3.64%	3.75%
Thu nhập lãi ròng trên tổng thu nhập điều chỉnh	94.7%	80.2%	84.8%	83.0%	79.9%	80.6%	80.3%	80.0%
Chi phí trên thu nhập	64.3%	58.9%	54.9%	56.9%	54.0%	51.5%	49.5%	47.8%
PPOP / Tài sản	1.19%	1.67%	1.79%	1.76%	1.75%	2.00%	2.17%	2.32%
Trích dự phòng trên tài sản	0.56%	0.99%	0.30%	0.08%	0.23%	0.16%	0.16%	0.16%
Lợi nhuận hoạt động trên tài sản (OROA)	0.74%	0.82%	1.64%	1.82%	1.64%	1.96%	2.13%	2.28%
Đòn bẩy (x)	16.6	17.7	15.7	13.8	10.8	10.6	10.5	10.4
Lợi nhuận hoạt động trên vốn chủ sở hữu (OROE)	12.3%	14.6%	25.7%	25.2%	17.7%	20.8%	22.3%	23.9%

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Bảng 11: Bảng so sánh định giá các ngân hàng cùng ngành

Ngân hàng	Mã CP	Đánh giá	Giá	GT Vốn hóa (tỷ USD)	EPS (VND)			PER (x)			PBR(x)		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
NH Á Châu	ACB VN	MUA	20,800	1.9	3,632	2,940	3,769	5.7	7.1	5.5	1.3	1.2	1.0
NH cùng ngành													
BIDV	BID VN	BÁN	38,250	6.7	1,780	2,073	2,517	20.2	18.8	15.5	2.1	2.0	1.9
Vietinbank	CTG VN	Không khuyến nghị	23,300	3.8	2,044	1,828	2,419	12.9	12.9	9.7	1.1	1.1	1.0
HDBank	HDB VN	Nắm giữ - Kém khả quan	26,850	1.1	3,359	4,034	4,551	8.1	6.4	5.2	1.5	1.3	1.2
MBBank	MBB VN	MUA	17,050	1.8	3,488	3,664	4,254	4.9	4.7	4.0	1.0	0.8	0.7
Sacombank	STB VN	MUA	10,650	0.9	1,119	1,093	1,463	8.2	8.4	6.3	0.7	0.7	0.6
Techcombank	TCB VN	Không khuyến nghị	20,000	3.1	2,871	2,890	3,432	6.9	6.9	5.8	1.1	1.0	0.8
NH Tiên Phong	TPB VN	Không khuyến nghị	21,400	0.7	3,691	3,499	4,236	5.8	6.0	4.9	1.3	1.1	0.9
Vietcombank	VCB VN	Nắm giữ - Kém khả quan	83,000	13.3	4,481	4,540	5,613	18.3	18.1	14.6	3.8	3.1	2.7
NH Quốc Tế VIB	VIB VN	Không khuyến nghị	20,900	0.8	3,475	3,834	4,603	4.8	5.3	4.4	1.3	1.1	0.9
VPB Bank	VPB VN	Nắm giữ - Kém khả quan	21,350	2.3	3,375	2,907	3,744	6.3	7.4	5.7	1.2	1.1	0.9
Trung vị				2.1	3,367	3,203	3,990	7.5	7.2	5.8	1.3	1.1	0.9

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Bloomberg Consensus for CTG, TCB, TPB, and VIB, Yuanta Vietnam estimates for ACB, BID, HDB, MBB, STB, VCB, and VPB

Rủi ro đầu tư

Do Covid-19, các ngân hàng đã được yêu cầu cơ cấu lại các khoản cho vay nhưng vẫn không phân loại lại chất lượng tài sản của các khoản cho vay liên quan để hỗ trợ khách hàng. Các gói cho vay được cơ cấu lại phụ thuộc vào từng ngân hàng, nhưng để đơn giản, chúng tôi giả định rằng các khoản cho vay được cơ cấu lại là 10% tổng các khoản cho vay của ACB. Chúng tôi cũng giả định rằng 10% của các khoản cho vay được cơ cấu lại sẽ không thu hồi được do khách hàng không có khả năng thanh toán. Với việc không thu hồi được 10% của 10% khoản cho vay, khoản tổn thất tương đương 1% tổng số khoản cho vay của ngân hàng, điều này sẽ làm giảm 9% giá trị sổ sách của ngân hàng.

Bảng dưới đây minh họa mức độ ảnh hưởng đến giá trị sổ sách của ngân hàng từ các khoản cho vay có khả năng tổn thất với các mức độ khác nhau.

Bảng 12: Mức độ ảnh hưởng đến giá trị sổ sách của ACB do các khoản nợ xấu

% không thu hồi được	Khoản cho vay ước tính 2020E	Khoản cho vay được cơ cấu lại	Giá trị tổn thất (tỷ đồng)	2020E VCSH trước	2020E VCSH sau	BVPS	P/B tại thị giá
0%	295,960	29,596	-	33,424	33,424	20,102	1.26
10%	295,960	29,596	2,960	33,424	30,464	18,322	1.39
20%	295,960	29,596	5,919	33,424	27,505	16,542	1.54
30%	295,960	29,596	8,879	33,424	24,545	14,762	1.72
40%	295,960	29,596	11,838	33,424	21,586	12,982	1.96
50%	295,960	29,596	14,798	33,424	18,626	11,202	2.27
60%	295,960	29,596	17,758	33,424	15,666	9,422	2.70
70%	295,960	29,596	20,717	33,424	12,707	7,642	3.32
80%	295,960	29,596	23,677	33,424	9,747	5,862	4.33
90%	295,960	29,596	26,636	33,424	6,788	4,082	6.22
100%	295,960	29,596	29,596	33,424	3,828	2,302	11.03

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính hợp nhất

Bảng cân đối kế toán

(VND bn)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Tiền mặt và Số dư tại NHNN:	16,858	18,082	20,492	23,265
Các khoản cho vay các ngân hàng:	30,342	32,063	36,337	41,254
CK kinh doanh và đầu tư	58,941	65,618	74,364	84,427
Đầu tư các công ty liên kết và khác:	186	(136)	(155)	(175)
Tổng cho vay gộp:	268,701	300,057	344,420	395,057
(-) Dự phòng cụ thể:	(1,964)	(3,103)	(3,990)	(4,135)
(-) Dự phòng chung:	(572)	(639)	(733)	(841)
Tổng dự phòng:	(2,536)	(3,742)	(4,724)	(4,976)
Tổng cho vay ròng:	266,165	296,315	339,697	390,080
Tài sản cố định hữu hình:	2,721	2,804	2,889	2,977
Tài sản vô hình:	1,049	1,049	1,049	1,049
Đầu tư bất động sản	362	362	362	362
Tiền lãi dự thu:	3,676	3,676	3,676	3,676
Thuế hoãn lại:	23	23	23	23
Các tài sản khác:	3,192	3,192	3,192	3,192
Tổng tài sản:	383,514	423,048	481,926	550,131
Tiền gửi:	308,129	343,034	388,754	441,363
Nợ Chính phủ và NHNN	-	-	-	-
Nợ các NH khác:	19,249	18,494	21,229	24,350
Giấy tờ có giá:	20,987	20,987	20,987	20,987
Những khoản nợ khác:	7,384	1,459	5,365	10,867
Tổng nợ phải trả:	355,749	383,974	436,334	497,567
Vốn cổ phần & thặng dư:	16,899	21,887	21,887	21,887
Quỹ dự trữ:	4,596	4,596	4,596	4,596
Cổ phiếu quỹ	(100)	-	-	-
Thu nhập giữ lại:	6,370	12,591	19,109	26,081
Tổng vốn chủ sở hữu:	27,765	39,074	45,592	52,564
Tổng nợ & vốn:	383,514	423,048	481,926	550,131

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Báo cáo kết quả kinh doanh

(VND bn)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Tổng thu nhập lãi ròng:	12,112	12,262	15,047	17,772
Tổng thu nhập phí ròng:	1,896	2,047	2,642	3,401
Thu nhập ngoài lãi khác:	589	1,032	983	957
Tổng thu nhập ròng ngoài lãi:	2,485	3,079	3,625	4,358
Tổng Doanh thu điều chỉnh:	14,597	15,341	18,672	22,130
Tổng chi phí:	(8,308)	(8,278)	(9,615)	(10,947)
LNHKD trước dự phòng (PPOP):	6,290	7,063	9,058	11,183
Dự phòng gộp:	(274)	(936)	(730)	(837)
Thu hồi nợ xấu:	1,500	1,781	2,028	2,315
Dự phòng ròng:	1,226	845	1,299	1,478
Thu nhập trước thuế:	7,516	7,907	10,356	12,661
(-) Thuế thu nhập:	(1,506)	(1,581)	(2,071)	(2,532)
Thu nhập sau thuế:	6,010	6,326	8,285	10,129
(-) Lợi ích thiểu số	-	-	-	-
(-) Thường & Phúc lợi:	(100)	(105)	(138)	(169)
Thu nhập ròng:	5,910	6,221	8,147	9,960
EPS điều chỉnh:	3,632	2,940	3,769	4,608

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY17A	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
DỰ PHÒNG TĂNG TRƯỞNG						
Thu nhập lãi thuần	23%	23%	17%	1%	23%	18%
Thu nhập từ phí	26%	26%	27%	8%	29%	29%
Thu nhập ngoài lãi khác	-261%	-60%	64%	75%	-5%	-3%
Chi phí hoạt động	33%	8%	24%	0%	16%	14%
Dự phòng	111%	-64%	-71%	242%	-22%	15%
Lợi nhuận trước dự phòng	67%	27%	14%	12%	28%	23%
Lợi nhuận ròng điều chỉnh	60%	143%	17%	5%	31%	22%
Tài sản	22%	16%	16%	10%	14%	14%
PHÂN TÍCH TÀI SẢN						
Tài sản sinh lời trên tổng tài sản	92%	92%	93%	94%	94%	95%
Lợi nhuận trên trung bình tài sản sinh lời	0.82%	1.76%	1.78%	1.65%	1.91%	2.04%
PHÂN TÍCH TÍN DỤNG						
Tăng trưởng cho vay (% YoY)	21.5%	16.1%	16.6%	11.7%	14.8%	14.7%
Cho vay/ tổng tài sản sinh lời (IEA)	75%	75%	74%	75%	75%	75%
PHÂN TÍCH TIỀN GỬI						
Tăng trưởng huy động (% YoY)	16.6%	11.9%	14.1%	11.3%	13.3%	13.5%
Huy động/ nợ chịu lãi (IBL)	90%	88%	87%	89%	89%	89%
THANH KHOẢN						
Tỷ lệ LDR	81%	84%	86%	86%	87%	88%
CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN						
Tỷ lệ nợ xấu	0.70%	0.73%	0.54%	0.66%	0.86%	0.84%
Tổng dự phòng trong năm trên Tổng cho vay gộp	0.93%	1.10%	0.94%	1.25%	1.37%	1.26%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR)	133%	152%	175%	190%	160%	150%
PHÂN TÍCH CHÊNH LỆCH						
Lãi suất nhận được trên IEA Trung bình	8.51%	8.49%	8.55%	7.82%	8.19%	8.36%
Lãi suất trả trên IBL trung bình	4.86%	4.74%	4.88%	4.64%	4.84%	4.93%
Chênh lệch lãi suất	3.65%	3.76%	3.67%	3.18%	3.35%	3.43%
NIM	3.54%	3.66%	3.66%	3.24%	3.53%	3.64%
THU NHẬP KHÁC						
Thu nhập từ phí trên tổng thu nhập	11.3%	12.3%	13.0%	13.3%	14.1%	15.4%
Thu nhập ngoài lãi khác trên Tổng thu nhập	8.5%	2.9%	4.0%	6.7%	5.3%	4.3%
HIỆU QUẢ VẬN HÀNH						
Tỷ lệ chi phí trên thu nhập	59%	55%	57%	54%	51%	49%
CHI PHÍ TÍN DỤNG						
Dự phòng / trung bình tài sản	0.99%	0.30%	0.08%	0.23%	0.16%	0.16%
LỢI NHUẬN						
ROA trước dự phòng	1.67%	1.79%	1.76%	1.75%	2.00%	2.17%
ROE trước dự phòng	28.8%	29.7%	25.8%	21.1%	21.4%	22.8%
ROA	0.76%	1.63%	1.66%	1.54%	1.80%	1.93%
ROA	13.1%	26.9%	24.2%	18.6%	19.2%	20.3%
Tỷ suất cổ tức	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	3.6%	6.6%
ĐỊNH GIÁ						
PE (x)	10.4x	6.8x	5.7x	7.1x	5.5x	4.5x
PB (x)	1.3x	1.6x	1.2x	1.2x	1.0x	0.9x

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Yuanta Vietnam

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2020 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

Huy.nguyen@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Duyen Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)

duyen.nguyen@yuanta.com.vn