



Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB: HNX)



Nền tảng tài sản vững mạnh là tiền đề tăng trưởng

BÁO CÁO CẬP NHẬT
29/01/2019

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích
dungnm@kbsec.com.vn

Đa số các khoản lợi nhuận đột biến đã được ghi nhận trong năm 2018

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Đa số các khoản đột biến đều đã được ghi nhận trong năm 2018 khiến dư địa ghi nhận sẽ giảm dần từ năm 2019. Do đó, từ năm nay, ACB sẽ khó đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận cao đột biến như 2 năm qua.

Thu nhập ngoài lãi sẽ chỉ tăng trưởng ở mức vừa phải

Thu nhập ngoài lãi sẽ tăng trưởng chậm lại do động lực tăng trưởng mạnh trong 2 năm qua phần lớn đến từ các khoản hoàn nhập, trong khi dư địa hoàn nhập từ năm 2019 sẽ không còn quá lớn.

Tín dụng bán lẻ vẫn sẽ dẫn dắt hoạt động tín dụng trong năm 2019

Tín dụng bán lẻ, tập trung vào cho vay mua nhà và ô tô sẽ tiếp tục dẫn dắt hoạt động tín dụng trong năm 2019 như nhiều năm qua và đi theo xu hướng chung của toàn ngành. Bên cạnh đó, các hoạt động ngân hàng số trong chiến lược “Ngân hàng tương lai” sẽ tiếp tục được đẩy mạnh.

Nhiều áp lực lên chi phí huy động trong năm 2019,

Áp lực lên chi phí huy động sẽ trở nên rõ ràng hơn trong năm 2019 do nhiều nguyên nhân: 1) Áp lực tăng lãi suất và căng thẳng thương mại trên thế giới; 2) Mặt bằng lợi suất trái phiếu trong nước được dự phóng tiếp tục xu hướng tăng; 3) Cạnh tranh huy động quyết liệt, kể cả nhóm ngân hàng nhà nước.

Tuy nhiên NIM vẫn có thể tăng nhẹ, ROE duy trì mức ổn định trên 20%

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NIM vẫn có thể tăng nhẹ nhờ đẩy mạnh mảng tín dụng bán lẻ mang lại lợi suất tốt, kết hợp với tác động tích cực từ xu hướng lợi suất tăng lên danh mục trái phiếu lớn mà ACB nắm giữ.

Khả năng tăng vốn và tìm kiếm đối tác độc quyền banca sẽ quyết định diễn biến giá cổ phiếu trong 2019. Tiềm năng về dài hạn còn rất lớn trên nền tảng chất lượng tài sản tốt

P/B trailing của ACB đã ở mức hợp lý trong điều kiện thị trường hiện tại. Dù tiềm năng về dài hạn còn rất lớn nhưng chúng tôi cho rằng động lực cho tăng trưởng giá cổ phiếu trong năm nay được quyết định bởi 1 trong 2 nhân tố: Tăng vốn điều lệ hoặc tìm kiếm thành công đối tác độc quyền bán chéo bảo hiểm.

Nắm giữ

Giá mục tiêu 32–35,400VND

Tăng/Giảm 11 - 23%

Giá hiện tại (28/01/2019) 28,900VND

Giá mục tiêu 32-35,400VND

Vốn hóa thị trường 36,043 tỷ VNĐ

(1.56 tỷ USD)

Tỷ giá ngày 28/01/2019: 1USD= 23,150 VND

Dự phóng KQKD và định giá

	2018A	2019F	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	10,363	12,753	14,326	15,486
Tốc độ tăng trưởng (%)	22.5%	23.1%	12.3%	8.1%
Tổng LN hoạt động (tỷ VNĐ)	14,033	16,581	18,107	19,886
Chi phí hoạt động CIR (%)	47.8%	45%	44%	43%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	5,137	6,274	6,889	7,604
Tốc độ tăng trưởng (%)	142.5%	22.1%	9.8%	10.4%
EPS (nghìn VNĐ)	3,986.5	4,868.9	5,346.2	5,901.0
BVPS (nghìn VNĐ)	16,310.8	21,179.7	26,525.9	32,426.9
P/B	1.77	1.36	1.09	0.89

Dữ liệu giao dịch

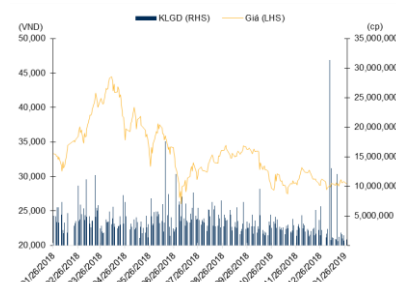
KLCP đang lưu hành 1,247,165,130

KLGD khớp lệnh TB 10 phiên 2,389,232

% sở hữu nước ngoài 30%

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
ACB	-2.36%	3.21%	-6.7%	-13%
VN-INDEX	2.2%	2.63%	-2.5%	-17.8%



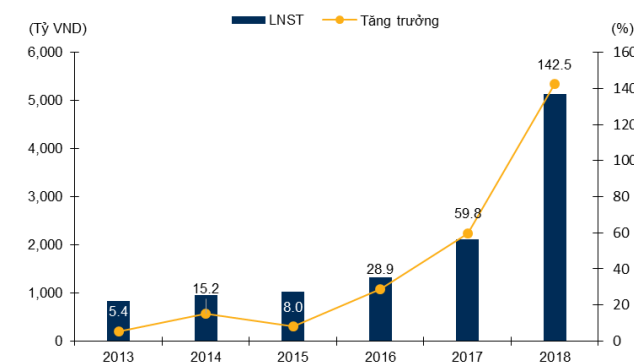
Nguồn: Fiinpro, KBSV

KẾT QUẢ KINH DOANH 2018

2018 sẽ là năm cuối cùng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận đột biến

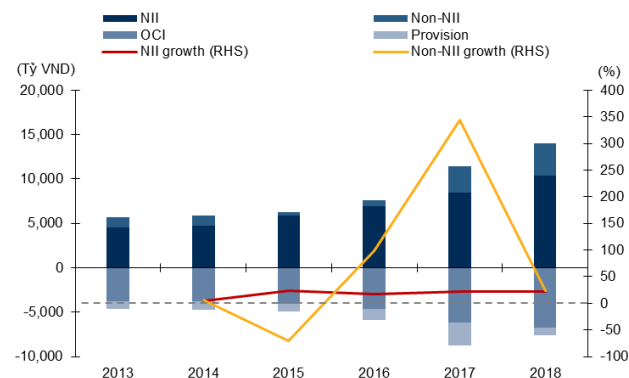
LNST 2018 của ACB tăng trưởng đột biến 142.5%, mức rất cao so với các năm trước, đóng góp chính từ các nhân tố sau: 1) NII và Non-NII tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tốt dù có chậm lại so với các năm trước; 2) Chi phí hoạt động (OCI) tăng chậm hơn nhiều so với tăng trưởng TOI, giúp CIR liên tục cải thiện; 3) Chi chí trích lập giảm mạnh khi không còn áp lực từ trái phiếu VAMC hay các chứng khoán đầu tư có vấn đề.

Biểu đồ 1: Thay đổi LNST



Nguồn: ACB; KBSV Research

Biểu đồ 2: Các thành phần cấu thành LNTT



Nguồn: ACB; KBSV Research

Tuy nhiên, mức tăng trưởng cao như 3 năm qua khó có thể duy trì trong năm 2019 đến từ các nguyên nhân sau:

- 1) NII: Xu hướng tín dụng không cho thấy khả năng tăng trưởng mạnh trong các năm qua dù thị trường thuận lợi. Bên cạnh đó, với việc tỷ lệ đòn bẩy khá cao (15.67x) và áp lực CAR còn lớn, khó có thể kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đột phá trong năm 2019. Trong khi đó, lợi suất cho vay trung bình có thể tiếp tục được cải thiện nhờ đẩy mạnh cho vay bán lẻ, tuy nhiên do chi phí huy động chịu áp lực tăng từ lãi suất thị trường sẽ khiến NIM khó cải thiện nhiều.
- 2) Non-NII: Sau khi tăng đột biến đến 345% năm 2017 nhờ các khoản hoàn nhập (cả CK đầu tư và nợ xấu), Non-NII đã tăng chậm lại ở mức 23.1% trong năm 2018 khi dư địa hoàn nhập giảm trong khi lãi dịch vụ chưa cho thấy sự đột phá. Do đó, trong năm 2019, chúng tôi cho rằng Non-NII sẽ chỉ duy trì đà tăng tương tự năm 2018 nếu ACB chưa tìm được đối tác độc quyền bán chéo bảo hiểm.
- 3) CIR mặc dù cho thấy sự cải thiện trong các năm qua nhưng đóng góp khá lớn từ khoản hoàn nhập dự phòng, trong khi các chi phí quản lý khác chỉ cải thiện nhẹ. Với việc dư địa cho việc hoàn nhập không còn nhiều, chúng tôi cho rằng CIR khó duy trì xu thế cải thiện, thậm chí có thể tăng nhẹ.
- 4) Chi phí dự phòng sẽ tiếp tục được duy trì thấp, tuy nhiên do mức này đã được bình thường hóa từ năm 2018 nên sẽ không còn tạo tác động đột biến đến tăng trưởng LN trong năm 2019.

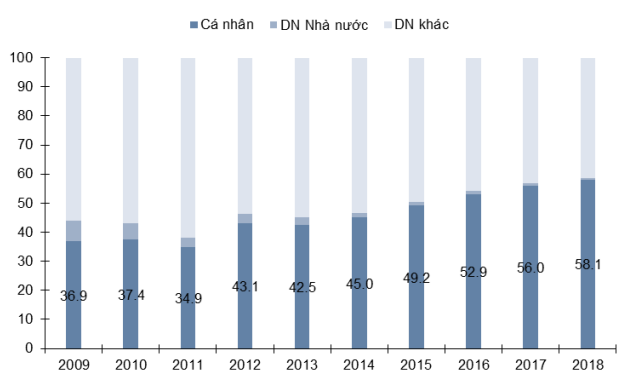
ĐIỂM NHẤN KINH DOANH 2019

Cho vay bán lẻ tiếp tục dẫn dắt hoạt động tín dụng

Dù ngân hàng chưa công bố chi tiết nhưng theo ước tính của chúng tôi, tín dụng cho nhóm khách hàng cá nhân tiếp tục giữ đà tăng trưởng ổn định như 2 năm trước, vươn lên chiếm 58.1% tổng dư nợ từ mức 56% năm 2017. Với diễn biến này, có thể thấy ACB tiếp tục trung thành với chiến lược của mình và vẫn giữ vững vị trí thứ 2 ngành ngân hàng về tỷ trọng tín dụng bán lẻ sau STB). Tổng dư nợ bán lẻ cuối năm 2018 nếu tính cả cho vay doanh nghiệp SMEs vẫn được duy trì khoảng 90% tổng dư nợ ngân hàng.

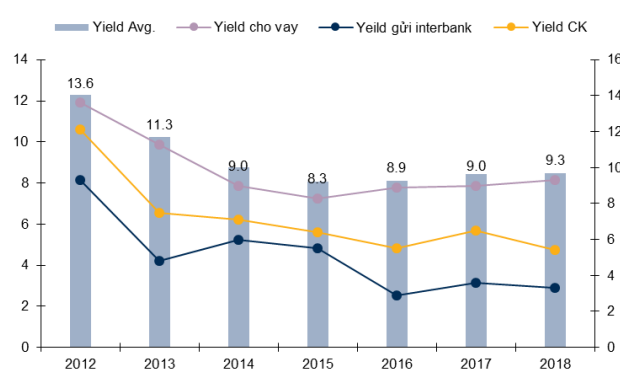
Chúng tôi cho rằng xu thế này sẽ tiếp tục được duy trì trong tương lai, từ đó tác động tích cực đến lãi suất cho vay trung bình của cả ngân hàng.

Biểu đồ 3: Cơ cấu danh mục cho vay



Nguồn: ACB; KBSV ước tính

Biểu đồ 4: Biến động lợi suất các tài sản sinh lãi



Nguồn: ACB, KBSV Research

Áp lực cạnh tranh, lãi suất thị trường và nhu cầu vốn theo CAR sẽ gây áp lực lên chi phí huy động trong năm 2019

Các nhân tố sẽ gây tác động tăng lên lãi suất thị trường 2019 bao gồm:

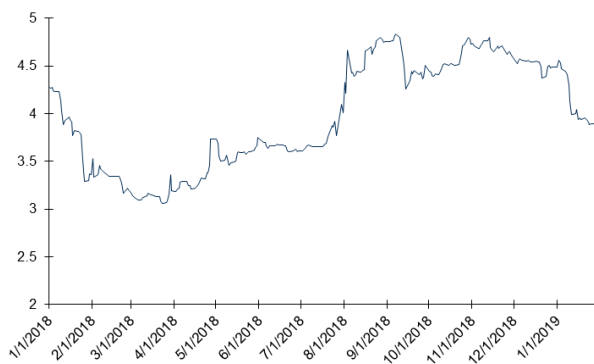
- 1) Áp lực từ lạm phát, đến từ việc Fed sẽ tiếp tục tăng lãi suất từ nay đến năm 2020 và căng thẳng thương mại.
- 2) Mặt bằng lợi suất TPCP sẽ cao hơn năm 2018: Lợi suất đã chạm đáy trong Q2/2018 và đảo chiều tăng lại, với điều kiện thị trường hiện tại thì nhiều khả năng lợi suất sẽ tiếp tục ở trong xu thế tăng đến năm 2020.

Trên phương diện cạnh tranh huy động vốn, ngoại trừ các ngân hàng có lợi thế hệ sinh thái đặc biệt như MBB, TCB, VCB, các ngân hàng khác gần như chỉ có cách cạnh tranh bằng lãi suất huy động, đi kèm với sự thuận tiện trong giao dịch hay một số giá trị gia tăng khác. Hơn nữa, với quy định mới của thông tư 16 từ đầu 2019, các ngân hàng cũng sẽ phải đẩy mạnh huy động nguồn vốn trung và dài hạn nhằm duy trì hoạt động cho vay trung, dài hạn, khiến cạnh tranh trên phương diện lãi suất ngày càng quyết liệt.

Mặc dù đánh giá cao tập khách hàng cũng như các dịch vụ ngân hàng điện tử mà ACB cung cấp, chúng tôi vẫn cho rằng ngân hàng sẽ phải chịu áp lực từ việc nâng mặt bằng lãi suất huy động để duy trì khả năng cạnh tranh cũng như đáp ứng đủ nhu cầu của vay ra của mình.

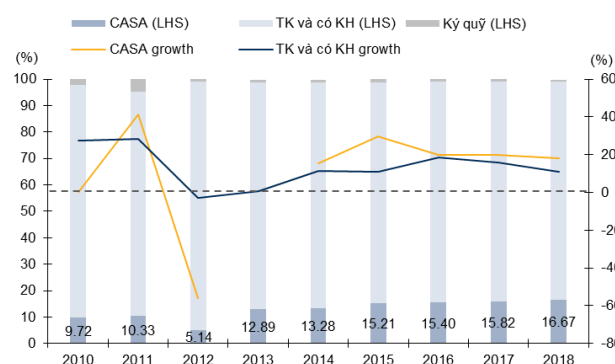
Cuối cùng, trong điều kiện thị trường kém thuận lợi, khả năng ACB gia tăng nguồn vốn cấp 1 trong năm 2019 sẽ gặp khó khăn, do đó để đảm bảo đáp ứng kịp Basel II, buộc ngân hàng phải tăng huy động từ nguồn cấp 2 qua trái phiếu, cũng sẽ gây áp lực lên chi phí huy động bình quân.

Biểu đồ 5: Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm



Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

Biểu đồ 6: Cơ cấu các loại tiền gửi



Nguồn: ACB; KBSV Research

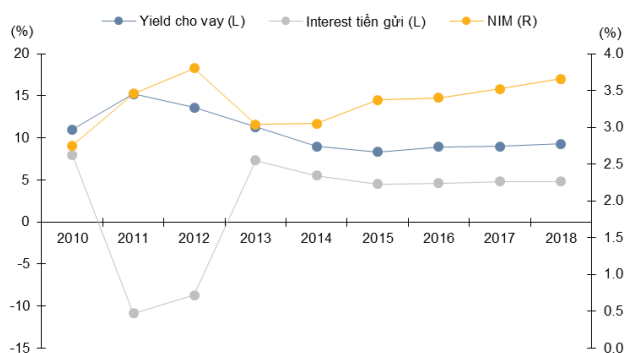
NIM có thể cải thiện nhẹ, chủ yếu đến từ việc đẩy mạnh cho vay bán lẻ

Như phân tích ở trên về xu hướng lãi suất cho vay và huy động của ACB, chúng tôi đánh giá mức tăng của lãi suất cho vay nhờ xu hướng bán lẻ sẽ nhanh hơn mức tăng chi phí huy động. Bên cạnh đó, với danh mục trái phiếu rất lớn (khoảng 20% tổng TS sinh lãi), NIM cũng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng lợi suất tăng trong ngắn và trung hạn. Do đó, chúng tôi dự phóng NIM sẽ cải thiện nhẹ trong năm 2019

ROE sẽ duy trì ở mức cao trong ngành khoảng 23 – 25%

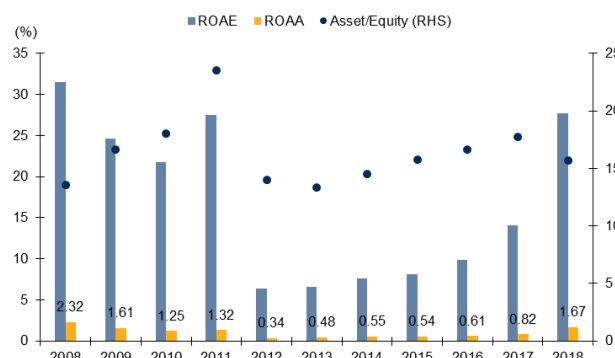
Mặc dù cho rằng ROE sẽ giảm nhẹ từ mức cao 27.73% của năm 2018, ACB vẫn có khả năng duy trì được ROE của mình ở nhóm đầu ngành ngân hàng nhờ ROA được cải thiện. Chúng tôi dự phóng ROE 2019 của ACB có thể đạt trong khoảng 23 – 25%.

Biểu đồ 7: Thay đổi NIM



Nguồn: ACB; KBSV Research

Biểu đồ 8: Thay đổi ROE và ROA



Nguồn: ACB; KBSV Research

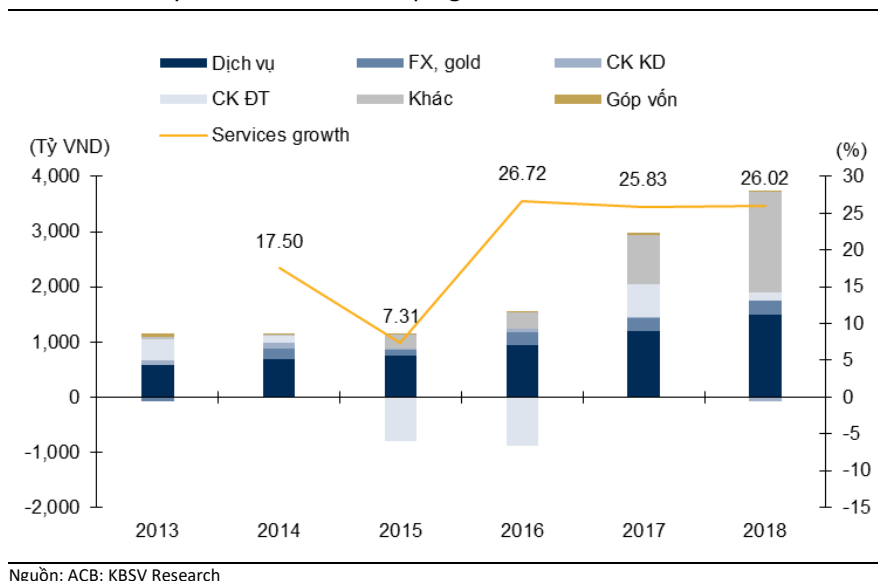
Thu nhập ngoài lãi có thể duy trì mức tăng trưởng vừa phải, kỳ vọng lợi nhuận đột biến từ banca

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi có thể duy trì mức tăng trưởng ổn định như năm 2018 nhờ: 1) Thu nhập dịch vụ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng khoảng 25%; 2) Hoạt động ngoại hối có thể duy trì ổn định, tăng nhẹ 5%; 3) Ghi nhận từ hoàn nhập nợ xấu vẫn còn nhiều dư địa (trong khoảng hơn 11,000 tỷ đã trích lập thì ACB mới ghi nhận lại được khoảng hơn 4,000 tỷ trong 3 năm qua).

Bên cạnh đó, trong như đã nói trong báo cáo trước, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào khả năng ACB sẽ sớm tìm một đối tác độc quyền phân phối bảo hiểm, do đây là một mảng kinh doanh rất tiềm năng tại Việt Nam, từ đó có cơ hội ghi

nhận lợi nhuận đột biến từ khoản phí trả trước của loại hợp đồng này.

Biểu đồ 9: Thay đổi các loại thu nhập ngoài lãi



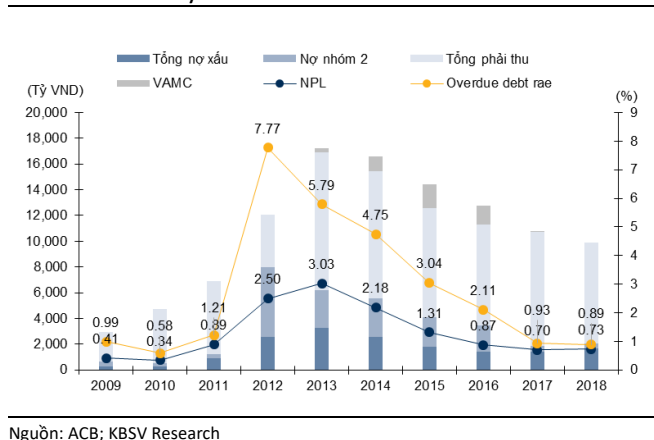
QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ & CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Nền tảng tài sản mạnh là cơ sở cho tăng trưởng bền vững, rủi ro thấp

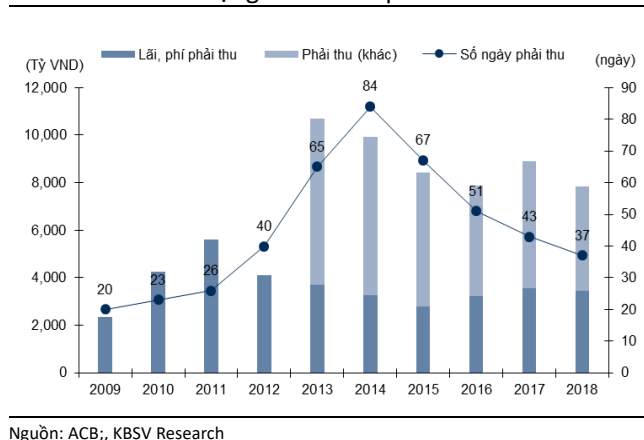
ACB hiện thuộc nhóm các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất toàn hệ thống, với việc VAMC được đã được trích lập hoàn toàn và nợ nhóm 2 chỉ còn rất thấp. NPL chỉ tăng nhẹ từ 0.7% lên 0.73% năm 2018 và chưa có dấu hiệu rủi ro. Tỷ lệ các khoản phải thu liên tục giảm và số ngày phải thu chỉ còn khoảng hơn 1 tháng, mức tốt nhất toàn ngành.

Do đó, với nền tảng vững chắc của mình, chúng tôi cho rằng ACB có thể tăng trưởng bền vững trong 2 năm tới, cũng như kiểm soát được rủi ro trong điều kiện thị trường gặp khó khăn.

Biểu đồ 10: Thay đổi tài sản có vấn đề



Biểu đồ 11: Biến động các khoản phải thu



Dự phóng kết quả kinh doanh 2019

- Tín dụng khách hàng (không tính trái phiếu) tăng 15%, thấp hơn năm 2018, chủ yếu do áp lực từ Basel II và chiến lược thận trọng của ngân hàng.
- Lượng tiền gửi, cho vay interbank và danh mục trái phiếu chỉ biến động

nhẹ, tổng tài sản sinh lãi tăng 12.54%.

- NIM tiếp tục cải thiện, đạt 3.72%, giúp thu nhập lãi thuần (NII) đạt 12,753 tỷ VND, tăng 23.1% so với 2018
- Lãi dịch vụ và hoạt động ngoại hối duy trì đà tăng tốt, dự phóng khoảng 1,500 tỷ VND sẽ được hoàn nhập trong năm 2019. Tổng cộng, Non-NII dự phóng tăng khoảng 4.3%, đạt 3,828 tỷ VND.
- CIR dự phòng tiếp tục được cải thiện nhẹ, còn khoảng 45% TOI, chi phí trích lập được duy trì thấp ở mức 14% LN trước trích lập.
- LNTT dự phóng tăng trưởng 22.8%, đạt 7,843 tỷ VND, EPS forward và BVPS forward lần lượt đạt 4,869 VND và 21,180 VND.

Định giá hấp dẫn, tuy nhiên cần quan sát diễn biến chu kỳ

Chúng tôi lựa chọn 3 phương pháp khác nhau để định giá ACB là P/B; PEG và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư. Lý do sử dụng thêm phương pháp PEG do chúng tôi cho rằng dư địa và tiềm năng tăng trưởng ngành ngân hàng Việt Nam nói chung và ACB nói riêng còn rất lớn.

P/B trailing của ACB hiện là 1.77x, tương đương mức TB ngành. Chúng tôi cho rằng ACB có điểm tốt hơn nhiều ngân hàng khác xét trên khía cạnh khả năng sinh lời và chất lượng tài sản. Tuy nhiên rủi ro với ngân hàng này đang nằm ở vấn đề tăng vốn. Việc đang kín room ngoại và điều kiện thị trường chứng khoán không thực sự thuận lợi có thể ngăn cản khả năng tìm nguồn vốn mới của ngân hàng này, từ đó làm chậm khả năng tăng trưởng. Do đó chúng tôi đánh giá mức P/B trailing hiện tại đang hợp lý

P/E và P/B leading cho năm 2019 lần lượt là 5.94x và 1.36x. Với kỳ vọng tiềm năng tăng trưởng dài hạn của ACB là 15%/năm, PEG đạt khoảng 0.48, một mức khá hấp dẫn và an toàn. P/B leading cũng ở mức hấp dẫn nếu so với TB ngành trong năm nay, trong điều kiện thị trường thuận lợi, chúng tôi kỳ vọng P/B fair 1 năm đạt 1.5x, tương đương mức giá có thể đạt 32,000 VND.

Cho kỳ vọng dài hạn hơn trong 3 năm, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư với các giả định thận trọng, mức giá đưa ra là 35,400 VND, cao hơn 22.5% giá thị trường hiện tại.

Bảng 1: Định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ VND	2019F	2020F	2021F
Lợi nhuận sau thuế	6,274.15	6,889.17	7,603.42
Lợi nhuận thặng dư	3,388.39	3,141.97	2,910.34
Chi phí vốn R	13.73%		
g	2.00%		
Terminal value	25,307.30		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	45,608.44		
Giá trị hợp lý ACB (VND/cp)	35,394.1		

Nguồn: KBSV Research

PHỤ LỤC

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tóm tắt tình hình tài chính						
NII	4,566	4,766	5,884	6,892	8,458	10,363
TOI	5,650	5,919	6,220	7,563	11,439	14,033
Lợi nhuận sau thuế	826	952	1,028	1,325	2,118	5,137
Tổng tài sản	166,599	179,610	201,457	233,681	284,316	329,333
Vốn chủ sở hữu	12,504	12,397	12,788	14,063	16,031	21,018
Cho vay khách hàng	107,190	116,324	135,348	163,401	198,513	230,527
Tiền gửi khách hàng	138,111	154,614	174,919	207,051	241,393	269,999
Khả năng sinh lời						
NIM	3.04%	3.05%	3.37%	3.40%	3.52%	3.66%
Average Lending Interest	11.30%	9.00%	8.30%	8.90%	9.00%	9.30%
Average Funding Cost	7.30%	5.50%	4.50%	4.60%	4.80%	4.80%
ROAA	0.48%	0.55%	0.54%	0.61%	0.82%	1.67%
ROAE	6.58%	7.64%	8.17%	9.87%	14.08%	27.73%
Leverage ratio	13.3	14.5	15.8	16.6	17.7	15.7
Chất lượng tài sản						
NPL	3.03%	2.18%	1.31%	0.87%	0.70%	0.73%
LLR	47.73%	62.32%	87.02%	126.49%	132.75%	151.89%
LDR	72.30%	71.80%	75.30%	76.60%	76.50%	78.30%
Tỷ lệ nợ quá hạn	5.79%	4.75%	3.04%	2.11%	0.93%	0.89%
CPDPRRTD/LN trước dự phòng	45.21%	41.98%	40.23%	42.21%	49.13%	12.74%
An toàn vốn						
CAR	15.00%	14.80%	13.00%	13.00%	11.00%	n/a
Vốn CSH/Tổng TS	7.52%	6.90%	6.33%	6.02%	5.65%	6.37%
Khả năng thanh khoản						
LDR	72.30%	71.80%	75.30%	76.60%	76.50%	78.30%
Cho vay KH/Huy động KH	77.60%	75.20%	77.40%	78.90%	82.20%	85.40%
Hiệu quả hoạt động						
CIR	66.5%	64.6%	64.7%	61.9%	54.4%	47.8%
Định giá						
BVPS	13,335	13,221	13,637	14,997	15,605	16,311
EPS	881	1,015	1,097	1,413	2,062	3,987
P/B	2.32	2.34	2.27	2.07	1.99	1.77
P/E	35.17	30.54	29.72	21.94	15.4	7.25

Nguồn: ACB; KBSV Research

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (84) 28 7303 5333 - Ext: 2556

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn