

# Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

## Nợ xấu tăng mạnh nhưng không đáng lo ngại

Chuyên viên Phân tích Tài chính

Nguyễn Đức Huy

huynd1@kbsec.com.vn

21/11/2022

**3Q2022, LNTT tăng 71.1%YoY, đạt 4,475 tỷ VND.**

ACB ghi nhận thu nhập lãi thuần quý 3 đạt 6,032 tỷ VND (+7.6%QoQ và +33.4%YoY), thu nhập ngoài lãi đạt 1,059 tỷ VND (-19.6%QoQ và -9.4%YoY). Tỷ lệ CIR Q3 là 35.6% thấp hơn cùng kỳ 4 điểm % nhờ tăng trưởng TOI tốt. ACB tiếp tục ghi nhận chi phí dự phòng thấp trong quý 3, chỉ khoảng 90 tỷ VND (-133.7%QoQ và -89%YoY). Nhờ đó, LNTT 3Q2022 tăng mạnh 71.1%YoY, đạt 4,475 tỷ VND.

**NIM 3Q2022 đạt 4.49%, tăng 0.2 điểm% QoQ và 0.58 điểm % YoY.**

Danh mục tài sản sinh lãi của ngân hàng đang hấp thụ những biến động của lãi suất tương đối tốt. Lợi suất tài sản bình quân tăng 0.46 điểm %QoQ. Chiến lược cơ cấu lại nguồn vốn hiệu quả giúp chi phí huy động bình quân chỉ tăng khoảng 0.33 điểm %QoQ. Nhờ đó, NIM quý 3 cải thiện 0.2 điểm %QoQ, đạt 4.49%.

**Tăng trưởng tín dụng và huy động vẫn đang đi đúng kế hoạch**

Tín dụng vẫn đang đi đúng kế hoạch của ngân hàng khi tăng 11.1% sau 9 tháng. Tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân tăng lên 65% (2021: 63%), dư nợ tăng 18.4%YTD. Dư nợ nhóm SME và WB lần lượt tăng 7.4% và 14.8%YTD. Tổng nguồn vốn huy động tăng 4.1%YTD với động lực chính đến từ giấy tờ có giá (+31.1%YTD) và tiền gửi khách hàng (+3.2%YTD). LDR vẫn trên 83% sát quy định 85% tuy nhiên BLĐ tự tin ngân hàng vẫn có thể kiểm soát được vấn đề thanh khoản.

**Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1.01% do nợ tái cơ cấu**

Đây là quý đầu tiên kể từ năm 2017 mà NPL của ACB chạm ngưỡng 1% (+0.25 điểm %QoQ). Được biết nợ xấu quý 3 tăng chủ yếu đến từ nợ tái cơ cấu tuy nhiên ngân hàng đã trích lập đầy đủ và dự kiến có thể thu hồi trong tháng 11, 12 nên không quá lo ngại. Dự phòng bao nợ xấu giảm còn 137.8%.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 28,000 VND/cp**

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2022 của cổ phiếu ACB là 28,000 VND/cp, cao hơn 32.8% so với giá tại ngày 18/11/2022. Khuyến nghị MUA.

## MUA

**Giá mục tiêu VND 28,000**

Tăng/giảm	32.8%
Giá hiện tại (18/11/2022)	21,150
Giá mục tiêu thị trường	34,200
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	77,276

**Dữ liệu giao dịch**

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	83.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	75.76
Sở hữu nước ngoài (%)	30%
Cơ cấu cổ đông	
Dragon Financial Holding	6.92%

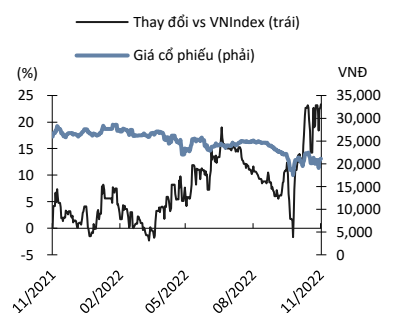
**Biến động giá cổ phiếu**

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-15.9	-8.7	-21.0
Tương đối	8.4	10.5	16.9	18.4

**Dự phóng KQKD & định giá**

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	14,582	18,945	23,105	27,086
LN trước CF DPRRD (tỷ VND)	10,537	15,334	18,423	21,974
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	7,683	9,603	14,016	16,733
EPS	3,511	3,498	4,150	3,963
Tăng trưởng EPS (%)	-3.3%	-0.4%	18.6%	-4.5%
PER (x)	8.95	9.71	8.44	8.84
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,906	16,219	19,253	21,225
PBR (x)	1.98	2.09	1.82	1.65
ROE (%)	24.3%	23.9%	25.2%	21.3%
Tỷ lệ cổ tức (%)	30%	25%	25%	25%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Hoạt động kinh doanh

**3Q2022, LNTT tăng 71.1%YoY, đạt 4,475 tỷ VND.**

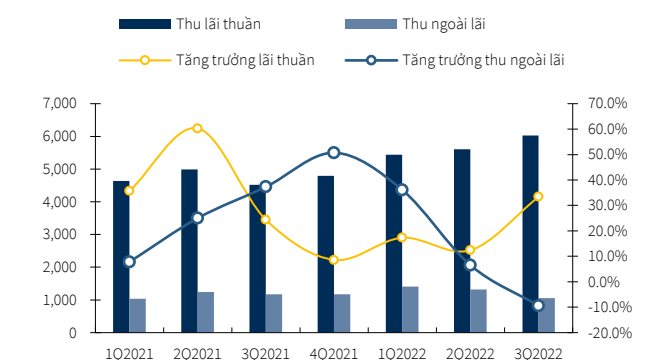
ACB ghi nhận thu nhập lãi thuần quý 3 đạt 6,032 tỷ VND, tiếp tục cải thiện 7.6% so với quý trước và tăng mạnh 33.4% so với cùng kỳ. Thu ngoài lãi quý 3 của ngân hàng chỉ đạt 1,059 tỷ VND, giảm 19.6%QoQ và giảm 9.4%YoY. Nhờ nguồn thu lãi thuần vẫn duy trì tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ nên tổng thu hoạt động (TOI) vẫn tăng 22.6%YoY, nếu so với quý trước thì TOI tăng nhẹ 2.4%. Chi phí hoạt động (OPEX) đạt 2,526 tỷ VND (+11%QoQ và +12.1%YoY). ACB ghi nhận khoảng 90 tỷ VND chi phí dự phòng rủi ro – thấp hơn rất nhiều so với mức 820 tỷ của cùng kỳ năm trước. Do đó, mà lợi nhuận trước thuế quý 3 tăng tới 71.1% YoY, đạt 4,475 tỷ VND. Tuy nhiên, nếu có với quý 2 thì LNTT quý 3 giảm 8.9% do quý trước ACB hoàn nhập tới 267 tỷ VND chi phí dự phòng.

**NIM 3Q2022 tiếp tục cải thiện 0.2 điểm % QoQ, đạt 4.49%**

Hiệu quả sinh lời của danh mục tài sản đã có sự cải thiện quý 3, cụ thể lợi suất đầu ra bình quân tăng 0.48 điểm %QoQ, đạt 7.68%. Trong đó động lực chính vẫn đến từ hoạt động cho vay khi lãi suất cho vay bình quân tăng 0.46% điểm % QoQ và 0.27 điểm % YoY lên mức 9.07%. Chúng tôi đánh giá danh mục cho vay của ACB sẽ có khả năng hấp thụ xu hướng tăng của lãi suất huy động tốt hơn nhờ (1) sở hữu danh mục cho vay chủ yếu là cá nhân (65%) và có kỳ hạn ngắn (62.6%) nên các khoản vay được xoay vòng nhanh hơn; (2) ACB đã chủ động giảm thời gian cố định lãi suất các kỳ hạn ngắn xuống còn từ 3 tháng (chiếm 63% khoản vay ngắn hạn), đồng thời bỏ việc cố định lãi suất đối với các kỳ hạn dài. ACB tăng cường hoạt động trên thị trường 2 từ cuối năm 2021 từ đó cải thiện nguồn thu từ lãi khi lãi suất liên ngân hàng tăng nhanh trong thời gian vừa qua, cụ thể thu từ lãi tiền gửi 9 tháng đạt 789 tỷ VND gấp 5.6 lần cùng kỳ.

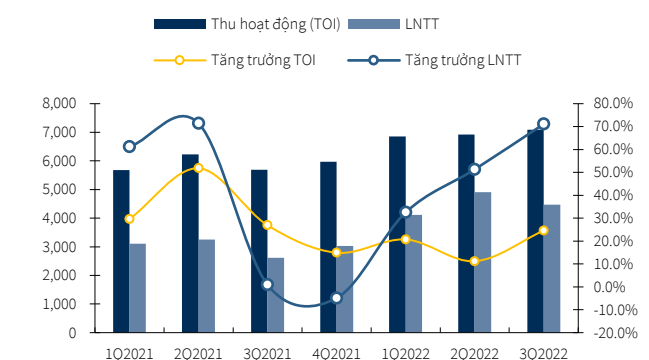
Lãi suất huy động bình quân nhích thêm khoảng 0.33 điểm % trong quý 3, đạt 3.58% với nguyên nhân chính vẫn đến từ xu hướng tăng trong lãi suất huy động. Chi phí lãi quý 3 từ các nguồn huy động khác như liên ngân hàng hay giấy tờ có giá tương tự như quý trước. Tỷ lệ CASA giảm 2.8 điểm % QoQ về mức 24.2% vào cuối quý 3 phù hợp với xu hướng giảm CASA của cả ngành do người dân ưa thích gửi có kỳ hạn hơn. Nhờ chi phí vốn tăng chậm hơn mà ACB vẫn ghi nhận biên lãi thuần quý 3 tăng 0.2 điểm %QoQ và 0.58 điểm %YoY, đạt 4.49%.

**Biểu đồ 1. Biểu đồ tăng trưởng lãi thuần và thu ngoài lãi theo quý 2021 – 2022 (YoY)**



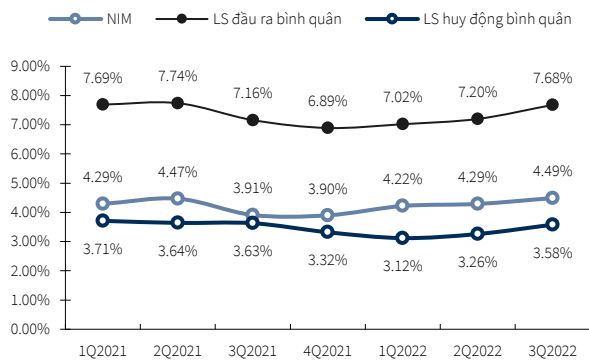
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Tăng trưởng Tổng thu nhập hoạt động và LNST theo quý 2021 – 2022 (YoY)**



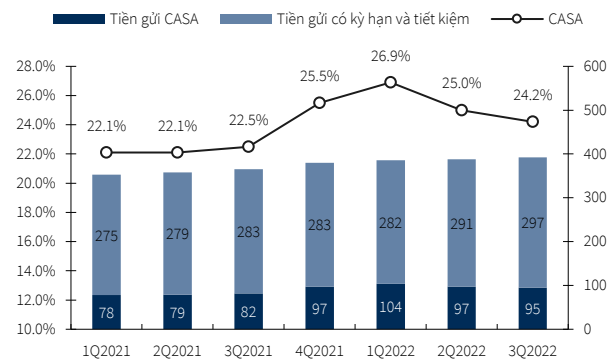
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 3. Biến động NIM theo quý 2021 - 2022**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 4. Tỷ lệ CASA của ACB theo quý giai đoạn 2021 - 2022**

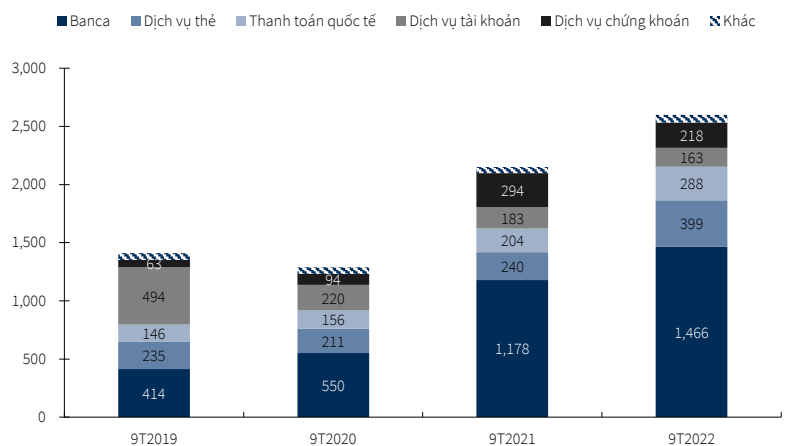


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**NOII 3Q2022 đạt 1,059 tỷ VND, giảm 9.4% so với cùng kỳ.**

Thu ngoài lãi quý 3 đạt 1,059 tỷ VND, giảm 19.6%QoQ và -9.4%YoY. Trong đó thu thuần từ hoạt động dịch vụ vẫn khả quan khi đóng góp 867 tỷ VND vào NOII, tăng 36.3%YoY và giảm nhẹ 12.7%QoQ. Lũy kế 9 tháng, thu thuần từ hoạt động dịch vụ đạt 2,599 tỷ VND, tăng 20.9%YoY. Về cơ cấu thu dịch vụ ta có thu từ hoạt động phân phối bảo hiểm (bancassurance) dần đóng vai trò là động lực dẫn dắt cho nguồn thu dịch vụ kể từ khi ký kết hợp tác cùng Sun-life vào cuối 2020. Doanh thu từ banca sau 9 tháng là 1,488 tỷ VND, tăng 24.4%YoY. Thu từ dịch vụ thẻ và thanh toán quốc tế cũng ghi nhận tăng trưởng cao, lần lượt ở mức 66.3%YoY và 41.2%YoY. ACB đang định hướng đẩy mạnh các dịch vụ thanh toán thông qua phương thức thanh toán tín dụng chứng từ trả chậm (Upas L/C) nhằm tăng nguồn thu ngoài lãi, đồng thời giảm phụ thuộc vào thu từ lãi và hoạt động phân phối bảo hiểm hiện đang gặp khó khăn. Điều này cũng lý giải tại sao các khoản phải thu của ngân hàng tăng gấp đôi so với đầu năm lên mức 6.9 nghìn tỷ VND vào cuối quý 3 do chủ yếu tăng phải thu trong hoạt động thanh toán L/C.

**Bảng 5. Cơ cấu thu từ dịch vụ lũy kế 9 tháng từ 2019 - 2022 (tỷ VND)**



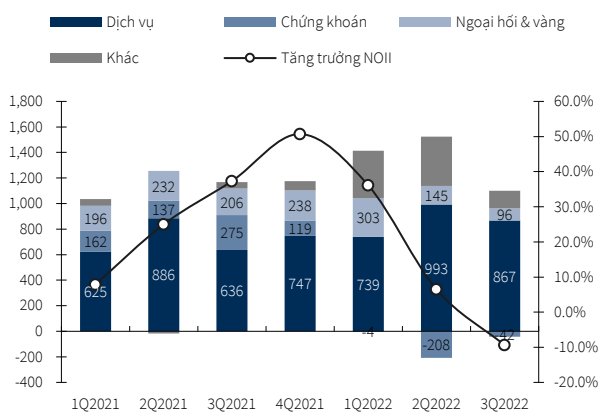
Nguồn: ACB, KBSV

Thu từ mua bán chứng khoán kinh doanh và đầu tư tiếp tục âm nhẹ 42 tỷ VND trong quý 3, lũy kế 9T mảng này đã âm 254 tỷ VND. Được biết các khoản lỗ trong hoạt động kinh doanh chứng khoán đến chủ yếu từ ACBS, các khoản lỗ này đang tạm ghi nhận và được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn vào quý 4. Thu từ kinh doanh ngoại hối và vàng đạt 96 tỷ VND (-33.8%QoQ và -53.4%YoY). Thu từ các

hoạt động khác đạt 138 tỷ VND (-64.3%QoQ và +165.4%YoY). Lũy kế 9T, thu từ xử lý nợ đem về cho ACB 680 tỷ VND, trong đó có khoảng 200 tỷ thu được từ nhóm G6.

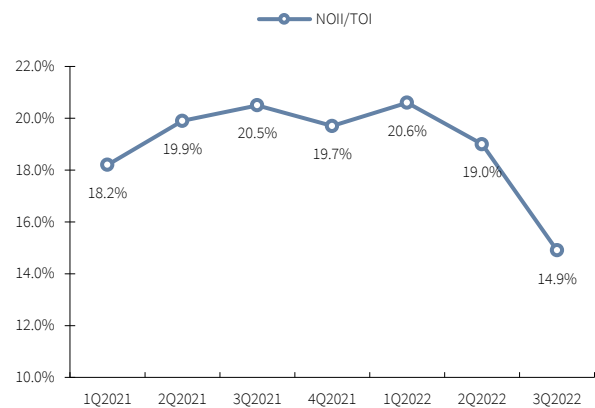
Thu ngoài lãi giảm trong khi thu từ lãi vẫn khả quan khiến tỷ lệ NOI/TOI tiếp tục giảm còn 14.9% trong quý 3. Chúng tôi cho rằng phần đóng góp của thu ngoài lãi vẫn sẽ thấp trong những tháng cuối năm do diễn biến thị trường chứng khoán kém khả quan và hoạt động xử lý nợ sẽ chậm lại do những khó khăn chung của nền kinh tế.

**Biểu đồ 6. Cơ cấu thu ngoài lãi theo quý 2021 - 2022**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 7. Tỷ lệ thu ngoài lãi/Tổng thu hoạt động theo quý 2021 - 2022**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

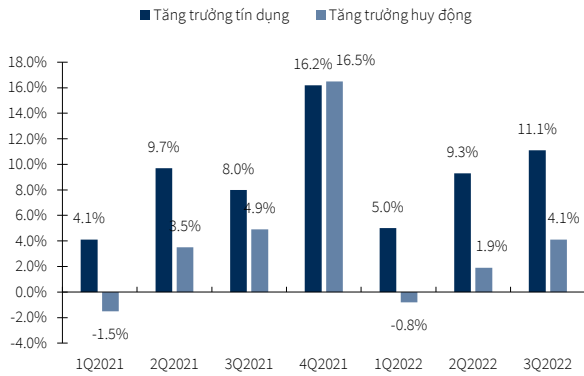
### Tăng trưởng tín dụng vẫn đang đi đúng kế hoạch

Room tín dụng của ACB được nới thêm khoảng 3% trong kỳ điều chỉnh tháng 9 của ngân hàng nhà nước, nâng tổng room cho năm 2022 lên 13%. Dư nợ tín dụng 9 tháng đạt 402 nghìn tỷ VND, tăng 11.1% so với đầu năm. Chúng tôi đánh giá room tín dụng còn lại khoảng 1.9% cùng vòng quay khoản vay nhanh (do chủ yếu cho vay ngắn hạn) là đủ để ngân hàng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận. Về cơ cấu cho vay, dư nợ cho vay khách hàng cá nhân đạt 261 nghìn tỷ VND (+14.5%YTD), chiếm 65% tổng dư nợ cho vay (**Biểu đồ 9**). Tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân đã tăng khoảng 2 điểm % so với cuối năm 2021. Cho vay nhóm doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME) tăng nhẹ 3.93%YTD, đạt 116 nghìn tỷ VND. Cho vay nhóm khách hàng bán buôn vẫn chiếm khoảng 6% tổng dư nợ, đạt 24 nghìn tỷ VND. Tỷ trọng cho vay bán lẻ của ngân hàng vẫn đang được cải thiện nhờ đó giữ vững vị thế ngân hàng bán lẻ hàng đầu.

Tổng nguồn vốn huy động đạt 484 nghìn tỷ VND, tăng 4.1%YTD. Huy động từ tiền gửi khách hàng được đánh giá là vẫn khả quan khi tăng 3.2% so với đầu năm trong khi tăng trưởng của cả ngành là 4%. Tiền gửi từ khách hàng cá nhân và SMEs lần lượt chiếm 80% và 13% trên tổng tiền gửi. Các ngân hàng trong hệ thống vẫn đang duy trì một lượng lớn tiền gửi tại ACB, quy mô tiền gửi của các tổ chức tín dụng khác vào cuối quý 3 là 45,532 tỷ VND (+10%YTD và -4%QoQ). Tiền gửi của các TCTD tăng mạnh nhất vào thời điểm quý 2 (+40.5%QoQ) trước thời điểm lãi suất liên ngân hàng đạt đỉnh nên chi phí lãi tiền gửi cho các khoản này vẫn ở mức hợp lý. ACB cũng đẩy mạnh huy động từ giấy tờ có giá (+31.1%YTD), chủ yếu là trái phiếu có kỳ hạn từ 1-3 năm và chứng chỉ tiền gửi có kỳ hạn dưới 1 năm.

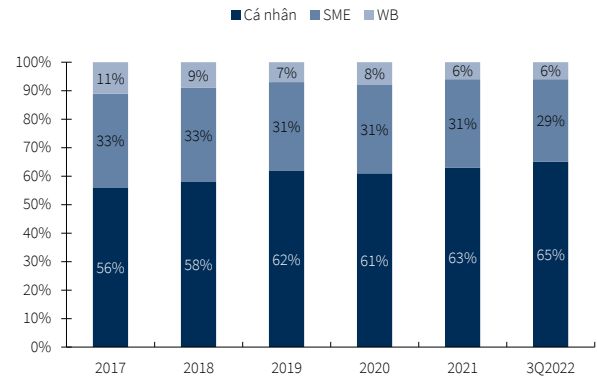
Tỷ lệ LDR vào cuối quý 3 vẫn duy trì trên 83%. Dù việc xoay vòng khoản vay tốt giúp giảm sự phụ thuộc vào các nguồn vốn huy động tuy nhiên ngân hàng vẫn nên đưa tỷ lệ LDR về mức thấp hơn là khoảng 80%-82%. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn ước tính quý 3 là khoảng 20.9%, hoàn toàn đáp ứng đầy đủ các quy định theo Thông tư 22.

**Biểu đồ 8. Biểu đồ tăng trưởng tín dụng và huy động giai đoạn 2021 – 2022 (%YTD)**



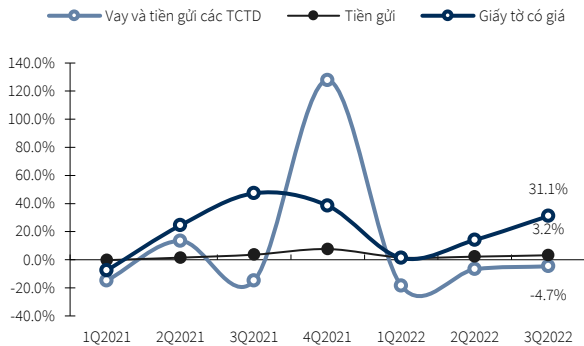
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 9. Cơ cấu cho vay theo năm và quý giai đoạn 2017 – 2022 (%)**



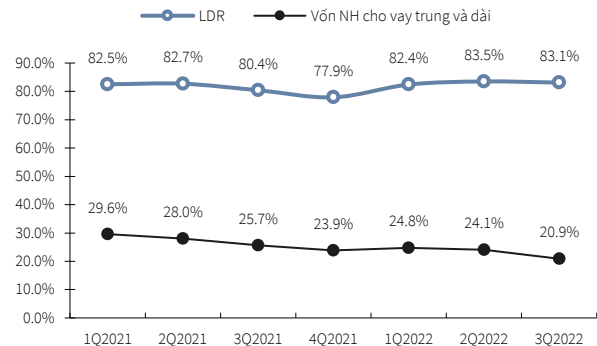
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 10. Biểu đồ tăng trưởng nguồn vốn huy động giai đoạn 2021 – 2022 (%YTD)**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 11. Biểu đồ LDR và Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giai đoạn 2021 – 2022 (%)**

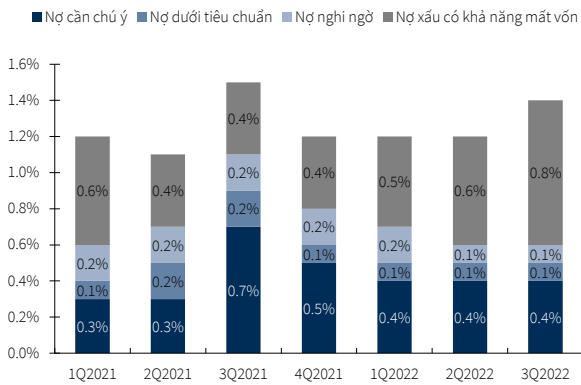


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Nợ nhóm 5 tăng mạnh khiến tỷ lệ nợ xấu tăng 0.25 điểm %QoQ lên mức 1.01%**

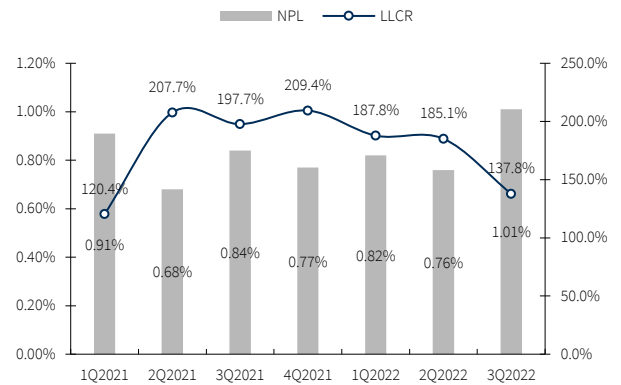
Tỷ lệ nợ xấu của ACB vào cuối quý 3 tăng khoảng 0.25 điểm % so với quý 2 lên mức 1.01%. Nợ nhóm 5 ghi nhận mức tăng cao nhất về số tuyệt đối, khoảng 1,000 tỷ VND trong khi nhóm 3 và 4 chỉ tăng nhẹ so với quý trước. Được biết giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản nợ nhóm 5 lên tới 6,300 tỷ VND và ngân hàng vẫn đang kiểm soát tốt tiền độ thu hồi nợ và xử lý tài sản đảm bảo. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ xấu 1% đã phản ánh hết các khoản nợ tái cơ cấu được chuyển về đúng nhóm nợ. Nợ tái cơ cấu của ngân hàng còn khoảng 11.2 nghìn tỷ VND (-13.8%QoQ và -34.3% YTD) và khả năng trả nợ của khách hàng vẫn được đảm bảo. Ngoài ra giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản nợ tái cơ cấu lên tới 22.2 nghìn tỷ VND. ACB vẫn đang giám sát chặt chẽ quá trình trả nợ cũng như tạo điều kiện cho các khách hàng đang gặp khó khăn. Ngân hàng tự tin một số khoản nhóm 5 sẽ quay trở lại nhóm 1 ngay trong tháng 11 và 12. Tỷ lệ dự phòng rủi ro bao nợ xấu giảm mạnh từ mức 185.1% của quý 2 xuống còn 137.8% vào cuối quý 3.

**Biểu đồ 11. Cơ cấu nợ xấu và nợ cần chú ý của ACB 2021 - 2022**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 12. Tỷ lệ nợ xấu và bao nợ xấu của ACB 2021 - 2022**

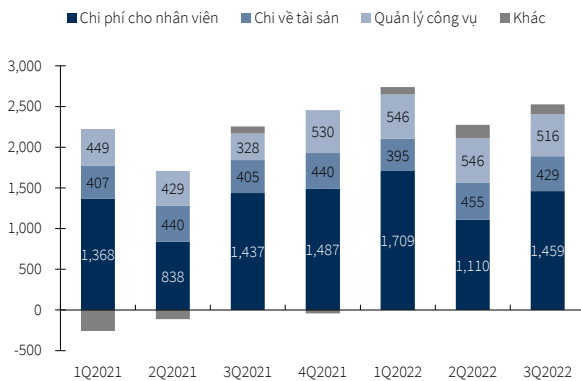


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Chi phí tín dụng tiếp tục duy trì ở mức thấp**

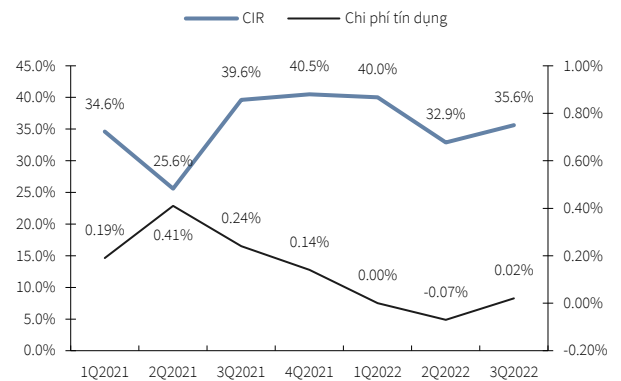
Chi phí hoạt động (OPEX) quý 3 đạt 2,526 tỷ VND (+10.9%QoQ và +12.1%YoY) với mức tăng mạnh nhất đến từ chi phí quản lý công vụ (+57.3%YoY), chi phí cho nhân viên tăng nhẹ hơn ở mức 1.5%YoY. Trong khi, tổng thu hoạt động chỉ tăng nhẹ so với quý trước nên tỷ lệ CIR quý 3 tăng 2.7 điểm % lên 35.6%. Chi phí tín dụng tiếp tục duy trì ở mức thấp, chỉ khoảng 0.02%.

**Biểu đồ 13. Cơ cấu chi phí hoạt động theo quý của ACB**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 14. Tỷ lệ CIR và chi phí tín dụng theo quý**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Một số nội dung chính trong buổi họp chuyên gia phân tích**

ACB có gặp các rủi ro liên quan cho vay bất động sản không? Tính trên tổng doanh mục cho vay thì cho vay cá nhân mua nhà chiếm 21.5%, các khoản vay trực tiếp cho hoạt động đầu tư các dự án bất động sản chỉ chiếm 1.5% và gần như thấp nhất thị trường. Tỷ lệ nợ xấu của hoạt động cho vay mua nhà là khoảng 1.14%, do đó ngân hàng đặt mục tiêu giảm tỷ lệ này xuống 1%. ACB tự tin có thể kiểm soát được nợ xấu của danh mục này nhờ ngân hàng nhờ việc kiểm soát hoạt động giải ngân chỉ cho người mua có nhu cầu vay để ở. Đồng thời, ngân hàng đánh giá khả năng trả nợ của khách hàng thông qua lương và thu nhập thực tế nên sẽ có khả năng chống chịu tốt hơn khi thị trường bất động sản gặp khó khăn.

Ngân hàng có gặp rủi ro về mặt thanh khoản không khi huy động thấp hơn cho vay nhiều? Nhận thấy được rủi ro các doanh nghiệp sẽ rút tiền để phục vụ sản xuất, ACB đã chủ động lại cơ cấu lại tiền gửi để không phụ thuộc vào các khoản tiền quá lớn, chuyển dịch dần qua khách hàng bán lẻ có quy mô từ 1-5 tỷ nên tăng trưởng huy động quý 1 khiêm tốn nhưng đã cải thiện trong 2 quý tiếp

theo. Đặc biệt quý 3 thị trường giảm nhưng ACB vẫn có sự tăng trưởng khoảng 1% cho thấy chiến lược kinh doanh nguồn vốn vẫn đang đem lại hiệu quả. Ngân hàng tự tin huy động tháng 10 tiếp tục khả quan nhờ đó giảm thiểu các rủi ro về mặt thanh khoản.

Một vài con số về hoạt động chuyển đổi số. Bên cạnh app ACB One cho khách hàng cá nhân, ACB cũng đã cho ra mắt nền tảng giao dịch mới cho khách hàng doanh nghiệp là ACB One Biz và ACB One Pro. Nhờ đó, cơ cấu giao dịch tiếp tục có sự chuyển dịch mạnh mẽ qua kênh số, cụ thể giao dịch qua kênh E-Banking chiếm tới 85% số lượng giao dịch (2021: 66%, 2020: 50%), tỷ trọng các kênh giao dịch truyền thống như ATM, CDM, POS và giao dịch tại quầy giảm còn 8% và 7% (2021: 25% và 9%). Số lượng khách hàng trên nền tảng ACB One đạt 4.3 triệu khách vào cuối Q3, tăng 700 nghìn khách hàng so với đầu năm. Số lượng giao dịch qua kênh số trong 9 tháng đạt 185 triệu giao dịch, tăng 16.3% so với năm 2021. Giá trị giao dịch đạt 5.2 triệu tỷ VND, tăng 15.5% so với 2021.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 và 2023

Chúng tôi đưa ra dự phóng cho ACB cho năm 2022 và 2023 như sau:

- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng cả năm 2022 của ACB là 14.8% cao hơn room hiện giờ là 13% với kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước sẽ có một đợt nới room mới và ACB đầy đủ các điều kiện để có room cao hơn. Cho năm 2023 chúng tôi không quá kỳ vọng mức room cao hơn vì NHNN vẫn phải thận trọng trước việc FED vẫn sẽ nâng lãi suất, dự phóng tín dụng của ACB tăng khoảng 13-14% 2023 – tương đương các năm 2022.
- Lợi suất bình quân cho vay đang có sự hồi phục tốt hơn so với dự phòng cũ, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này có thể tiếp tục trong quý 4. Kết hợp với tăng trưởng tín dụng cao hơn sẽ góp phần đẩy mạnh thu từ lãi. Dự phóng NIM cả năm 2022 tăng 0.32 điểm %YoY, đạt 4.33%. Áp lực lãi suất có thể sẽ tiếp tục ít nhất trong nửa đầu năm 2023, nhưng nhờ danh mục cho vay có khả năng hấp thụ tốt nên chúng tôi kỳ vọng biên lãi thuần 2023 sẽ giảm nhẹ còn 4.29%.
- Do nợ xấu quý 3 tăng mạnh lên mức 1% nên chúng tôi dự phóng NPL cho cả năm 2022 giảm xuống 0.8% với kỳ vọng hoạt động thu hồi nợ vẫn khả quan.
- Dự phóng ngân hàng trích lập 147 tỷ VND chi phí dự phòng cho cả năm 2022 nhờ khả năng trả nợ của khách hàng hồi phục tốt hơn dự kiến. Chi phí dự phòng cho 2023 là 1,054 tỷ VND phản ánh rủi ro nền kinh tế có thể sẽ kém khả quan.
- Dự phóng LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2022 đạt 14,222 tỷ VND, tăng 48.1% YoY. Con số của năm 2023 là khoảng 16,287 tỷ VND (14.5%YoY).

**Bảng 2. Dự phóng KQKD 2022 - 2023**

	2021	2022F	2023F	%YoY2022	%YoY2023
Thu nhập lãi thuần	18,945	23,435	26,424	23.7%	12.8%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	2,894	3,124	3,901	7.9%	24.9%
Tổng thu hoạt động	23,564	28,176	31,693	19.6%	12.5%
Chi phí dự phòng	-3,336	-147	-1,045	-95.6%	610.9%
LNST cổ đông công ty mẹ	9,603	14,296	16,287	48.9%	13.9%
NIM	4.01%	4.33%	4.29%		
Lãi suất đầu ra bình quân	7.14%	7.36%	7.87%		
Lãi suất đầu vào bình quân	3.42%	3.38%	4.08%		
CIR	34.9%	36.1%	32.5%		
NPL	0.77%	0.80%	0.70%		
Tổng tài sản	527,770	582,910	688,899	10.4%	18.2%
Vốn chủ sở hữu	44,901	59,382	90,862	32.3%	53.0%

Nguồn: KBSV



## Định giá – Khuyến nghị MUA, giá 28,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp định giá là P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư để tìm ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu ACB.

### (1) Phương pháp định giá P/B (**Biểu đồ 15**)

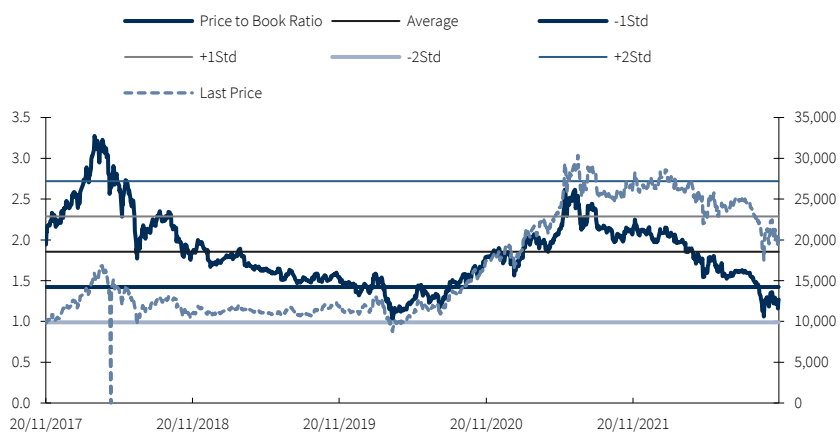
Chúng tôi vẫn đánh giá cao những nỗ lực của ngân hàng trong việc kiểm soát nợ xấu và đảm bảo chất lượng tài sản. Bên cạnh đó, hoạt động cho vay bất động sản của ACB sẽ ít bị ảnh hưởng bởi việc siết chặt tín dụng bất động sản của NHNN bởi ACB chủ yếu cho vay cá nhân mua nhà, cho vay kinh doanh BĐS chỉ chiếm 1% dư nợ. Danh mục chứng khoán đầu tư của ngân hàng cũng rất an toàn khi chỉ có trái phiếu chính phủ. Định giá PB hiện giờ của ACB đang giao dịch dưới đường trung bình -1Std, khoảng 1.24x. Chúng tôi giữ nguyên P/B mục tiêu 1 năm của ACB là 1.8x, tương đương trung bình P/B 3 năm của ACB. Chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng có mức định giá cao trong ngành nhờ sự thận trọng cao trong hoạt động và hầu như không chịu tác động từ những lùm xùm liên quan trái phiếu doanh nghiệp cũng như khó khăn của thị trường bất động sản.

### (2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (**Bảng 4**)

Bên cạnh đó, chúng tôi kết hợp sử dụng thêm phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư để phản ánh rủi ro hệ thống và kỳ vọng dài hạn. Chúng tôi điều chỉnh lãi suất phi rủi ro (Rf) lên mức 5% (giá định cũ là 4%) cho phù hợp với lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm hiện tại.

Kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỉ lệ 50-50 để ra được giá hợp lý cuối cùng cho cổ phiếu ACB là 28,000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 32.8% so với giá đóng cửa ngày 18/11/2022 (**Bảng 5**). Định giá mới giảm 11.7% so với báo cáo cập nhật quý 2 của chúng tôi do những điều chỉnh về lợi suất phi rủi ro, beta, kết quả kinh doanh. Một số rủi ro có thể phát sinh giảm dự phóng của chúng tôi bao gồm: (1) Chi phí vốn tăng nhanh hơn dự kiến khi cuộc đua lãi suất vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt; (2) Nền kinh tế chung gặp khó khăn khiến nợ xấu tăng.

**Biểu đồ 15. P/B lịch sử 5 năm của ACB**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 4. Cổ phiếu ACB – Định giá 2022 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

<b>Tỷ đồng</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Lợi nhuận sau thuế	14,222	16,287	19,264	23,465	29,599
Lợi nhuận thặng dư	5,355	2,749	1,293	43	-680
Chi phí vốn (re)	14.9%				
Tăng trưởng (g)	5%				
Giá trị cuối cùng	-3,601				
Tổng giá trị hiện tại (PV)	3,678				
<b>Giá trị cổ phiếu ACB</b>	<b>17,979</b>				

Nguồn: KBSV ước tính

**Bảng 5. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu**

<b>Phương pháp định giá</b>	<b>Giá dự phóng</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Giá dự phóng theo tỷ trọng</b>
Lợi nhuận thặng dư	17,979	50%	8,990
P/B	38,151	50%	19,076
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>28,065</b>

Nguồn: KBSV ước tính

## PHỤ LỤC

### Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	31,856	33,714	39,780	48,653
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-17,274	-14,769	-16,357	-22,114
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>14,582</b>	<b>18,945</b>	<b>23,423</b>	<b>26,539</b>
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	2,804	4,027	4,376	5,428
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,109	-1,133	-1,252	-1,527
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	1,695	2,894	3,124	3,901
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động ngoại hối và vãng	687	872	735	691
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh	167	450	-228	39
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu t	732	244	126	152
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	280	140	934	467
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	19	20	50	20
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>18,161</b>	<b>23,564</b>	<b>28,164</b>	<b>31,809</b>
Chi phí hoạt động	-7,624	-8,230	-10,248	-10,338
<b>LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CPD</b>	<b>10,537</b>	<b>15,334</b>	<b>17,916</b>	<b>21,471</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-941	-3,336	-147	-1,054
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9,596</b>	<b>11,998</b>	<b>17,769</b>	<b>20,417</b>
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,913	-2,395	-3,547	-4,076
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>7,683</b>	<b>9,603</b>	<b>14,222</b>	<b>16,341</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>7,683</b>	<b>9,603</b>	<b>14,222</b>	<b>16,341</b>

### Chỉ số tài chính

%	2020	2021	2022F	2023F
<b>Khả năng sinh lời</b>				
ROAA	1.9%	2.0%	2.6%	2.6%
ROAE	24.3%	23.9%	27.2%	21.7%
NIM	3.66%	4.01%	4.33%	4.30%
LS đầu ra bình quân	7.99%	7.14%	7.36%	7.88%
LS đầu vào bình quân	4.62%	3.42%	3.38%	4.08%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0.59%	0.77%	0.65%	0.62%
Bao phủ nợ xấu (LLRC)	160.3%	209.4%	190.0%	180.0%
LDR	78.0%	77.9%	82.7%	82.5%
CIR	42.0%	34.9%	36.4%	32.5%
CASA	21.5%	25.3%	45.3%	44.5%

Nguồn: KBSV

### Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>444,530</b>	<b>527,770</b>	<b>582,928</b>	<b>693,615</b>
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6,968	7,510	6,609	7,475
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	16,617	32,350	5,467	6,795
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	31,671	49,819	72,603	96,562
Chứng khoán kinh doanh	6,168	11,260	653	1,016
Các công cụ TCPS và các tài sản tài chính khá	55	227	117	139
Cho vay khách hàng	308,529	356,051	409,881	473,287
Hoạt động mua nợ	0	0	0	0
Chứng khoán đầu tư	63,399	59,475	72,560	84,968
Góp vốn, đầu tư dài hạn	100	172	233	208
Tài sản cố định	3,783	3,763	4,080	5,031
Bất động sản đầu tư	349	216	233	347
Tài sản Cố khác	6,893	6,929	10,493	12,592
<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>444,530</b>	<b>527,770</b>	<b>582,928</b>	<b>693,615</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>409,082</b>	<b>482,869</b>	<b>523,419</b>	<b>602,701</b>
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	0	0	0	0
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	23,875	54,394	55,482	64,914
Tiền gửi của khách hàng	353,196	379,921	399,297	453,601
Phát hành giấy tờ có giá	22,050	30,548	47,655	62,571
Các khoản nợ khác	9,845	17,921	20,985	21,615
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>35,448</b>	<b>44,901</b>	<b>59,508</b>	<b>90,914</b>
Vốn điều lệ	21,616	27,020	33,774	42,218
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272	477
Quỹ của tổ chức tín dụng	5,742	7,164	9,139	11,590
Lợi nhuận chưa phân phối	7,819	10,445	16,323	36,629

### Định giá

(đồng, x, %)	2020	2021	2022F	2023F
<b>Chỉ số về giá</b>				
EPS cơ bản	3,511	3,498	4,211	3,871
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,906	16,219	17,274	21,206
<b>Chỉ số định giá</b>				
PER	6.91	7.39	5.00	5.44
PBR	1.53	1.59	1.22	0.99
Tỷ lệ cổ tức	0.9%	1.6%	1%	1%

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp  
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích  
huynd1@kbsec.com.vn

### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann@kbsec.com.vn

### Dầu khí & Tiện ích

Tiêu Phan Thanh Quang – Chuyên viên phân tích  
quangtpt@kbsec.com.vn

### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích  
quyenlh@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congth@kbsec.com.vn

### Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

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

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.