

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN Á CHÂU (HSX: ACB)

Phần thưởng từ chất lượng của tài sản và tăng trưởng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY20	Q3-FY20	+/- QoQ	Q4-FY19	+/- YoY
Doanh thu thuần	5.195	4.486	15,8%	4.810	8,0%
LN trước thuế và DP	3.432	2.754	24,6%	2.067	66,0%
LN trước thuế	3.185	2.592	22,9%	1.955	62,9%
LN sau thuế	2.550	2.075	22,9%	1.549	64,6%

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Q4 2020: NIM và CIR là điểm sáng, bù đắp đà tăng của chi phí tín dụng

- Thu nhập lãi (NII) dẫn dắt thu nhập hoạt động (TOI) trong Q4 khi thu nhập dịch vụ giảm. NII tăng +33% YoY nhờ tăng trưởng tín dụng (+16% YoY) và NIM theo quý mở rộng (3,7% theo năm) dù chịu áp lực từ việc giảm lãi suất. Thu nhập dịch vụ Q4 giảm -16% YoY, mang lại mức giảm -11% cả năm do phân loại lại. TOI tăng +8% trong Q4 và +13% cả năm.
- Lợi nhuận trước dự phòng tăng +66% YoY trong Q4 do chi phí hoạt động (OPEX) giảm (-35,7% YoY). Hệ số CIR là điểm sáng, đạt 34% so với 57% của Q4 2019. Việc giảm chi phí này bù đắp cho yếu tố chi phí dự phòng tăng vọt (+121% YoY). LNTT năm 2020 đạt 9.596 tỷ đồng (+28%), vượt 25% so với kế hoạch. LNTT Q4 ở mức 3.185 tỷ đồng (+34% YoY).

Triển vọng 2021

Dư nợ tín dụng tăng mạnh trong Q4 2020 sẽ hỗ trợ thu nhập của Q1 2021. ACB dự kiến sẽ sử dụng hết hạn mức tín dụng được giao của Q1 (+3,5% YTD, +16,9% YoY). Kết hợp với NIM ổn định, NII dự kiến tăng trưởng +19% YoY. Thu nhập phí bancassurance tăng tốt sẽ hỗ trợ thu nhập dịch vụ thuần (+25% YoY), và CIR sẽ vẫn là điểm sáng khi OPEX giảm -7% YoY. Chi phí dự phòng ước tính tăng +80% YoY, dẫn đến LNTT Q1 2021 đạt 2.661 tỷ đồng (+38% YoY).

Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ổn định (+14%) trong kịch bản cơ sở. Chúng tôi cho rằng việc cải thiện CASA và phục hồi nhu cầu vay sẽ dẫn đến sự phân hóa trong diễn biến lãi suất cho vay và huy động bình quân, khiến NIM mở rộng. NII dự kiến tăng +18%, trong khi thu nhập dịch vụ thuần tăng trưởng +26%. Đối với thu nhập ngoài lãi khác (+50%), phí trả trước sẽ bù đắp sự suy giảm của thu nhập từ thu hồi nợ. TOI dự kiến tăng trưởng mạnh (+22%), trong khi CIR được kiểm soát. Chi phí dự phòng dự kiến tăng chậm (+27%) nhờ Thông tư 01 sửa đổi. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) sẽ duy trì mức thấp dù chịu tác động có độ trễ từ đại dịch, dẫn đến tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng cao hơn. LNTT năm 2021 dự kiến đạt 11.601 tỷ đồng (+21%).

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn đối với ACB dựa trên hoạt động cho vay lành mạnh và hiệu quả, tập khách hàng trung thành, thanh khoản dồi dào và nền tảng vốn tốt. Thu nhập dịch vụ dự kiến sẽ tăng trưởng cao hơn trong trung hạn nhờ đóng góp từ thu nhập phí bancassurance tăng trong một thị trường đang phát triển, sự phục hồi của mảng thanh toán nhờ nhu cầu thanh toán cải thiện, tốc độ thâm nhập cao đối với tài khoản trả lương và tập khách hàng mở rộng. Trong những chu kỳ xấu, hoạt động kinh doanh cốt lõi thận trọng và hiệu quả được kỳ vọng sẽ giúp ACB thể hiện vượt trội so với ngành. Tuy nhiên, khẩu vị rủi ro thấp có thể là con dao hai lưỡi, nên chúng tôi không đánh giá ACB sẽ là ngân hàng tăng trưởng hàng đầu trong chu kỳ tín dụng mở rộng. Do vậy, phần bù trên hệ số định giá trung bình ngành sẽ không quá vượt trội.

Dựa trên ROE bền vững và NIM với chi phí tín dụng được kiểm soát tốt, trên cơ sở tăng trưởng tài sản thận trọng và nền tảng vốn tốt, bên cạnh ROA tiềm năng đến từ biên LNTT cải thiện, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là **42.400 đồng/cổ phiếu**. Nếu không chia cổ tức bằng tiền mặt trong 12 tháng tới, tổng mức tăng sẽ là **23%** tính theo giá đóng cửa ngày 08/04/2021. Chúng tôi nâng khuyến nghị thành **MUA** đối với cổ phiếu.

MUA +23%

Giá mục tiêu (VND)	42.400
Giá thị trường (VND)	34.400

Cổ tức tiền mặt (VND)* -

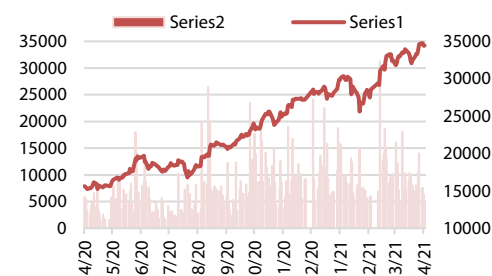
*Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ngân hàng
Vốn hóa (tỷ đồng)	75.114,2
SLCPDLH (triệu cp)	2.161,6
Beta	0,97
Free-float (%)	81
Giá cao nhất 52 tuần	35.300
Giá thấp nhất 52 tuần	12.384,6
Khối lượng giao dịch bình quân (20 phiên)	8.439.000

	FY2019	Hiện tại
EPS	3.632	4.974
Tăng trưởng EPS (%)	-9,2	36,9
EPS điều chỉnh	2.779	3.485
P/E	8,2	9,4
P/B	1,8	2,0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0
ROE (%)	24,6	24,3

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Dragon Financial Holdings Limited	6,9%
Whistler Investments Limited	4,0%
Trần Hùng Huy	3,4%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0%

Nguyễn Ngọc Thành

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1535

thanh.nn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q4/2020

(tỷ đồng)	4Q-FY20	3Q-FY20	+/- (QoQ)	4Q-FY19	+/- (YoY)
Thu nhập lãi	8.462	7.931	6,7%	7.685	10,1%
Chi phí lãi	-4.046	-4.296	-5,8%	-4.355	-7,1%
Thu nhập lãi thuần	4.416	3.635	21,5%	3.330	32,6%
Thu nhập ngoài lãi	780	851	-8,3%	1.480	-47,3%
Từ HĐ Dịch vụ	406	492	-17,5%	486	-16,5%
Từ HĐKD ngoại hối, vàng	199	193	3,0%	139	43,0%
Từ mua-bán CK kinh doanh	64	17	264,4%	1	5077,2%
Từ mua-bán CK đầu tư	32	38	-13,6%	51	-
Từ hoạt động khác	66	111	-40,7%	803	-91,8%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	13	0	-	0	-
Tổng thu nhập hoạt động	5.195	4.486	15,8%	4.810	8,0%
Tổng chi phí hoạt động	-1.764	-1.732	1,8%	-2.743	-35,7%
LN trước trích lập DP	3.432	2.754	24,6%	2.067	66,0%
Chi phí DPRR	-247	-162	52,4%	-112	120,8%
Lợi nhuận trước thuế	3.185	2.592	22,9%	1.955	62,9%
Thuế TNDN	-635	-517	22,9%	-406	56,6%
Lợi nhuận sau thuế	2.550	2.075	22,9%	1.549	64,6%
LNST thuộc về CĐ mẹ	2.550	2.075	22,9%	1.549	64,6%

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2020

(%)	4Q-FY20	3Q-FY20	+/- (QoQ)	4Q-FY19	+/- (YoY)
Khả năng sinh lời (TTM)					
NIM	3,7	3,6	6 bps	3,6	11 bps
CIR	42,0	48,4	-642 bps	51,6	-963 bps
ROAE	24,3	22,9	138 bps	24,6	-28 bps
ROAA	1,9	1,7	14 bps	1,7	17 bps
Chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu	0,6	0,8	-24 bps	0,5	5 bps
Dự phòng/Nợ xấu	160,3	117,5	4283 bps	175,0	-1464 bps
VCSH/Tổng tài sản	8,0	7,9	11 bps	7,2	74 bps
Tỷ lệ an toàn hoạt động					
(Cho vay KH +TCTC)/TTS	76,5	77,4	-92 bps	77,3	-78 bps
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	90,2	92,0	-173 bps	90,6	-35 bps
LDR điều chỉnh (CVKH+TPDN)/(HDKH+GTCCG)	83,0	83,2	-15 bps	81,7	132 bps

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Kết quả dự phóng Q1 2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	1Q-FY21	+/- (QoQ)	+/- (YoY)
Thu nhập lãi thuần	4.057	-8,1%	18,6%
Tổng thu nhập hoạt động	5.019	-3,4%	14,6%
LN trước chi phí DPRR	2.828	-17,6%	40,1%
Lợi nhuận sau thuế	2.125	-16,7%	38,2%

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Cập nhật

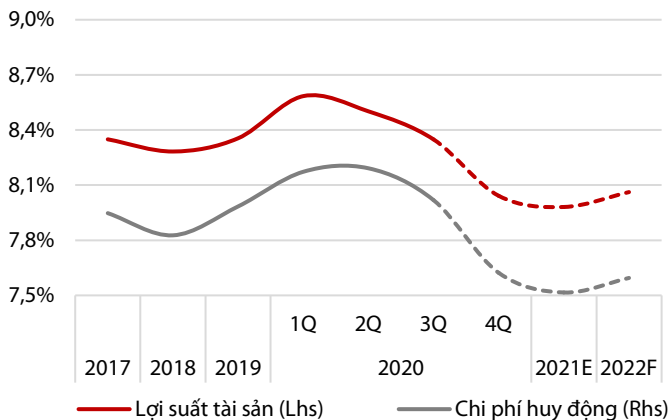
Kỳ vọng NIM duy trì mức cao và ổn định nhờ cải thiện tỉ lệ CASA

Năm 2020, bất chấp ảnh hưởng của đại dịch và giảm lãi suất, ACB vẫn tăng NIM thêm +11 bps do việc phân loại lại một phần thu nhập dịch vụ thành thu nhập lãi. NIM được bình thường hoá năm 2020 ước tính duy trì ở mức 3,6%, tương đương với năm 2019. Đây là kết quả của việc chi phí huy động giảm mạnh (-36 bps YoY), tương đối phù hợp với tốc độ giảm của lợi suất tài sản (-31 bps YoY) và hệ số LDR tăng. Kết quả NIM năm 2020 phù hợp với dự báo của chúng tôi (3,7%), nhưng lợi suất tài sản và chi phí huy động giảm mạnh hơn dự phóng.

Việc giảm lãi suất huy động và tăng trưởng CASA đều góp phần làm giảm chi phí huy động bình quân. Chúng tôi ước tính lãi suất bình quân đối với tiền gửi có kỳ hạn giảm -46 bps YoY, cao hơn đáng kể so với mức giảm của lãi suất cho vay bình quân. Diễn biến này theo sát mức giảm lãi suất huy động tại các ngân hàng thương mại. Mặt khác, tỷ lệ CASA tăng mạnh lên 21,6% cuối năm 2020 từ 19,1%. Chủ yếu mức tăng diễn ra vào giai đoạn cuối năm, khi Q4 chứng kiến mức tăng +19,3% QoQ. Gói ưu đãi phí và dịch vụ tài khoản tiền lương là yếu tố hỗ trợ đà tăng mạnh ở CASA. Giữa sự cạnh tranh gay gắt về phí giữa các ngân hàng, ACB không tham gia miễn phí phí giao dịch. Tuy vậy, ngân hàng vẫn có những chương trình ưu đãi phí cho một vài phân khúc khách hàng. Sự cải thiện của CASA cũng được hỗ trợ bởi tiềm năng chuyển dịch cơ cấu trong tiền gửi của khu vực ngân hàng, khi CASA bán lẻ của toàn bộ hệ thống ngân hàng được ước tính đã tăng từ 10,3% vào năm 2019 lên 12,3% vào năm 2020 và thị trường thanh toán đang sôi động. Bên cạnh đó, ACB chứng kiến sự gia tăng ấn tượng trong lượng tài khoản trả lương. Điều này xuất phát từ các sáng kiến “employee banking” và sự chuyển hướng sang tập khách hàng trẻ tuổi, thu hút các khách hàng nhân viên văn phòng trong Q4 2020. Chúng tôi nghĩ rằng tỉ lệ hoạt động thường xuyên cao, tập khách hàng trung thành và rộng của dịch vụ tài khoản trả lương bao gồm cả cá nhân (vài trăm nghìn tài khoản) và SME (hơn một trăm nghìn tài khoản) giải thích cho sự gia tăng của CASA trong Q4 2020.

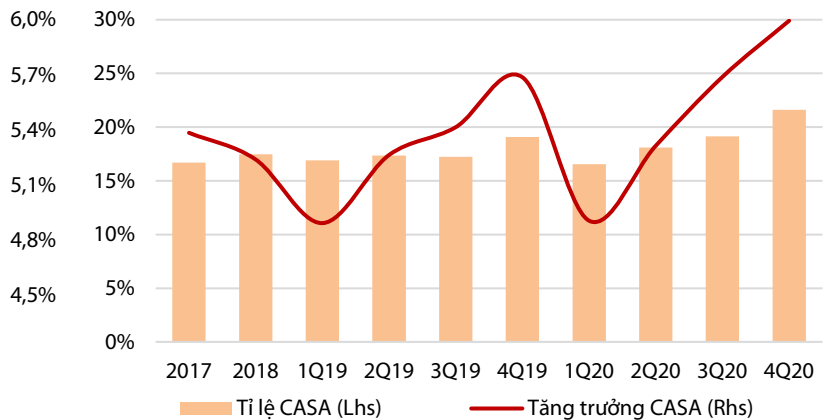
Mặc dù lợi suất tài sản giảm, nhưng ACB vẫn duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ trong thu nhập lãi (+20% YoY) do phân loại lại một phần thu nhập dịch vụ và tăng trưởng dư nợ tín dụng. Chúng tôi ước tính rằng nếu không phân loại lại, tăng trưởng thu nhập lãi được bình thường hóa (+16% YoY) sẽ được đóng góp từ tăng trưởng tín dụng (+16% YoY) và mở rộng danh mục đầu tư (chủ yếu là trái phiếu Chính phủ, +18% YoY) bù đắp cho sự sụt giảm lợi suất bình quân (-4% YoY). Việc ACB ít phơi nhiễm rủi ro đối với các doanh nghiệp bị ảnh hưởng và dễ bị tổn thương bởi dịch đã hỗ trợ lợi suất cho vay.

Hình 1: Lợi suất tài sản và chi phí huy động (TTM, %)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ lệ CASA và tăng trưởng (% YoY)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Đối với năm 2021, ACB được kỳ vọng sẽ mở rộng NIM nhờ CASA cải thiện và lãi suất cho vay phục hồi, mặc dù lãi suất huy động có kỳ hạn tăng nhẹ và lợi suất trái phiếu Chính phủ giảm. Chúng tôi ước tính rằng tốc độ tăng trưởng CASA hiện tại phù hợp với mục tiêu 25% vào cuối năm 2021. Với sự phục hồi của nhu cầu thanh toán và ứng dụng cho khách hàng doanh nghiệp mới ra mắt gần đây, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ gần đạt 26% năm 2021, dẫn dắt bởi phân khúc cá nhân. Do đó, chúng tôi dự báo sẽ có sự phân hóa trong diễn biến lợi suất cho vay và lãi suất huy động bình quân đối với ACB. Sự phục hồi của các doanh nghiệp bị ảnh hưởng và các khoản nợ tái cơ cấu kỳ vọng sẽ dẫn đến ghi nhận bình thường lãi dự thu, và nhu cầu vay cao hơn theo sau phục hồi kinh tế là cơ sở hợp lý cho kỳ vọng tăng lợi suất cho vay.

Về khả năng lãi suất huy động tăng trở lại, chúng tôi cho rằng đà tăng gần đây tại một số ngân hàng chỉ phản ánh những vấn đề tạm thời và mang tính cục bộ, có thể nhằm chuẩn bị bộ đệm thanh khoản cho kỳ vọng tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đối với một số ngân hàng thương mại tư nhân. Về sự sụt giảm của lợi suất trái phiếu, chúng tôi chia sẻ quan điểm của ban lãnh đạo về khó khăn trong việc tìm kiếm

các khoản đầu tư thay thế. ACB đã và đang nắm giữ một lượng trái phiếu Chính phủ đáng kể (15-17% tổng tài sản) làm tài sản thanh khoản. Trong ngắn hạn, ACB dự kiến sẽ không chứng kiến bất kỳ sự thay đổi nào trong tỷ trọng tài sản thanh khoản cao dù việc mở rộng số dư trái phiếu Chính phủ có thể ảnh hưởng đến lợi suất chung. Chúng tôi cũng kì vọng sự sôi động của mảng kinh doanh chứng khoán sẽ trong năm 2021 để tận dụng lãi suất thấp nhằm hỗ trợ thu nhập hoạt động. Chúng tôi nghĩ tác động tiêu cực của việc giảm lãi suất đối với chứng khoán nợ sẽ có tác động vừa phải đến lợi suất tài sản và NIM tổng thể, được dự phóng ở mức 8,0% (-6 bps YoY) và 3,8% (+9 bps YoY) cho năm 2021.

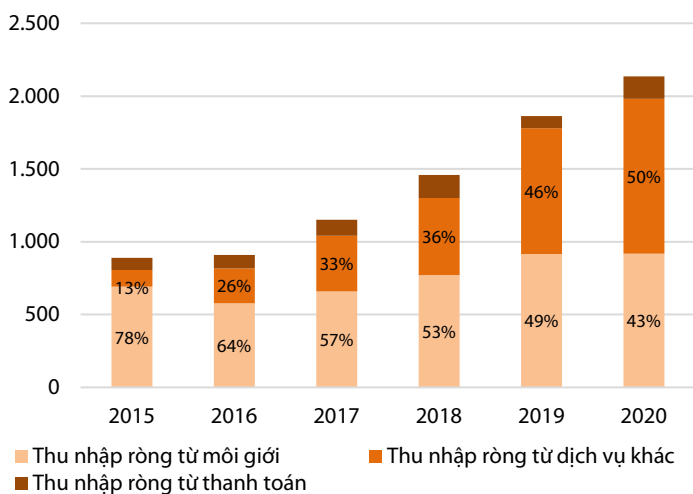
Nhìn chung, ACB được dự phóng sẽ tăng trưởng thu nhập lãi mạnh mẽ vào năm 2021 (+18%) trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, nhờ mở rộng tín dụng cao hơn mức trung bình ngành (+14%) và NIM duy trì đà tăng.

Phân kỳ tăng trưởng giữa các nguồn thu nhập ngoài lãi

ACB ghi nhận 1.695 tỷ đồng thu nhập dịch vụ thuần vào năm 2020 (-11% YoY), khớp với dự báo gần đây nhất của chúng tôi (1.707 tỷ đồng). So với mức tăng trưởng thu nhập dịch vụ thuần bình quân ngành (+22% YoY), ACB có tăng trưởng thấp hơn ngay cả khi không chịu phân loại lại (+14% YoY). Thu nhập từ phí bancassurance tăng trưởng +16% YoY vào năm 2020. Thu nhập từ thẻ cũng tăng trưởng tích cực (+10%), đóng góp bởi tăng trưởng lượng thẻ phát hành (+12%) và chỉ tiêu sử dụng thẻ (+28%). Mặt khác, thu nhập từ thanh toán có mức tăng thấp nhất trong nhiều năm (+5%). Kết hợp với biên lợi nhuận bị áp lực khi giảm ba điểm phần trăm, thu nhập thanh toán thuần đã không tăng. Thu nhập dịch vụ thuần được bình thường hóa tăng trưởng chủ yếu nhờ hoạt động môi giới (+85%) và thu nhập dịch vụ khác (+23%).

Thu nhập ngoài lãi khác cũng có kết quả kém tích cực (-10%), mặc dù lợi nhuận từ các hoạt động mua bán tăng trưởng ấn tượng (+183% YoY). Chúng bao gồm thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và vàng, và kinh doanh chứng khoán. Lợi nhuận từ giao dịch ngoại tệ và vàng được hưởng lợi từ sự gia tăng nhu cầu và biên lợi nhuận. Xu hướng tăng của vàng và chênh lệch giá mua bán mở rộng đã hỗ trợ đà tăng doanh số và biên lợi nhuận. Hoạt động kinh doanh ngoại hối cũng được hỗ trợ bởi xu hướng tương tự, từ đó, thu nhập ròng từ giao dịch giao ngay tăng +48% YoY. ACB cũng tích cực trong hoạt động kinh doanh trái phiếu khi thu nhập từ hoạt động này tăng gần 600%. Tuy nhiên, ACB không thể bù đắp được khoản sụt giảm từ thu hồi nợ khó đòi, vốn từng là một trong những động lực thu nhập chính. Năm 2020, nguồn thu nhập này chỉ tương đương 15% của năm 2019. Tỷ lệ nợ xấu được xóa trên tổng dư nợ cũng giảm xuống mức thấp nhất trong sáu năm qua.

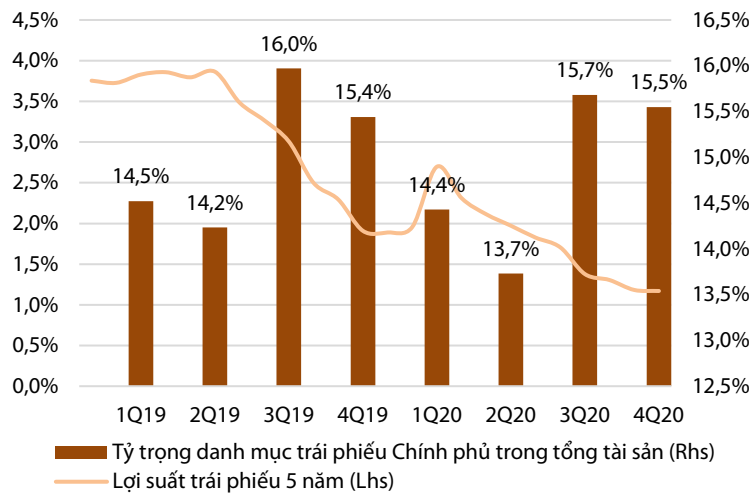
Hình 3: Tỷ trọng đóng góp vào thu nhập dịch vụ thuần (tỷ đồng)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Trong vài năm gần đây, hoạt động thu hồi nợ đóng một vai trò quan trọng trong tổng thu nhập hoạt động. Có những thời điểm lợi nhuận từ hoạt động này lớn hơn thu nhập từ hoạt động dịch vụ thuần, đóng góp đáng kể vào ROE. Chúng tôi ước tính rằng sự phụ thuộc vào nguồn thu nhập này sẽ giảm trong tương lai, do tỷ lệ nợ xấu được xóa trên dư nợ cho vay vẫn ở mức thấp. Chúng tôi dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu sẽ tăng trưởng mạnh vào năm 2021, nhưng phần lớn là do nền so sánh thấp. Thu nhập từ các hoạt động mua bán sẽ bị ảnh hưởng bởi một nền so sánh cao. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận giao dịch ngoại hối và vàng có thể tăng với tốc độ chậm hơn, còn lợi nhuận từ kinh doanh trái phiếu dự kiến tăng trưởng âm. Thu nhập ngoài lãi sẽ được hỗ trợ bởi phân bổ phí trả trước bancassurance, phần lớn đóng góp vào mức tăng +50% của thu nhập ngoài lãi khác năm 2021. Tuy nhiên, đây là mức điều chỉnh giảm so với dự báo gần nhất của chúng tôi, chủ yếu do sự thay đổi trong cách phân bổ phí trả trước bancassurance.

Hình 4: Lợi suất trái phiếu và tỷ trọng trái phiếu Chính phủ của ACB (%)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Ngược lại, chúng tôi nâng dự báo về thu nhập dịch vụ thuần. Tăng trưởng bình quân của thu nhập dịch vụ thuần trong giai đoạn 2022-2024 cũng được điều chỉnh từ 18% lên 21% do đóng góp lớn hơn của thu nhập từ phí bancassurance vốn đang tăng nhanh. ACB được cho là có tỷ lệ khách hàng thâm nhập đối với sản phẩm bancassurance thấp tại thời điểm ký hợp đồng độc quyền với Sun Life. Chúng tôi đã đưa ra kỳ vọng rằng thu nhập từ phí trong năm 2021 sẽ chậm lại do ảnh hưởng của giai đoạn chuyển đổi. Tuy nhiên, thu nhập từ phí bancassurance đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 2T2021 sau khi ngân hàng ra mắt sản phẩm mới của đối tác kể từ đầu năm 2021. Chúng tôi ước tính rằng ACB có thể đã cải thiện thứ hạng trong thu nhập phí bancassurance toàn ngành. Trong giai đoạn 2021-2022, chúng tôi dự báo thu nhập từ phí bancassurance có thể đạt mức tăng trưởng hàng năm 30%. Kết hợp với sự phục hồi của tăng trưởng thu nhập ròng từ dịch vụ thanh toán (+21% YoY) và tăng trưởng bền vững trong thu nhập từ hoạt động môi giới nhờ khối lượng giao dịch cao hơn trên thị trường chứng khoán, những yếu tố này mang lại 2.136 tỷ đồng thu nhập dịch vụ thuần (+26% YoY).

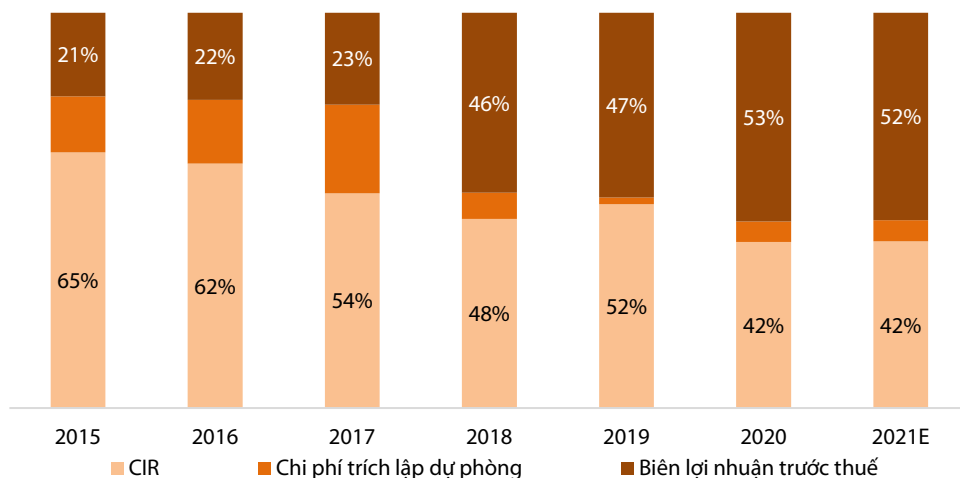
Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân kỳ trong tăng trưởng của những yếu tố đóng góp vào thu nhập ngoài lãi trong vài năm tới. Thu nhập thuần dịch vụ sẽ là động lực chính, khi tỷ lệ thu nhập dịch vụ trên tổng tài sản dự kiến đạt 0,5%, vốn được thúc đẩy bởi thu nhập phí bancassurance, thẻ, dịch vụ liên quan đến hoạt động tín dụng và thanh toán. Nguồn lợi nhuận từ thu hồi nợ xấu sẽ không còn đóng góp đáng kể vào thu nhập của ACB.

CIR có thể giảm nhờ nhiều yếu tố

Hệ số CIR năm 2020 thấp hơn dự báo của chúng tôi. Nguyên nhân bao gồm chi phí quản lý giảm mạnh (-21% YoY), chi phí cho tài sản tăng yếu (+7%) và hoàn nhập dự phòng. Chúng tôi đã đưa ra dự phóng về hệ số CIR được bình thường hóa ở mức 46,6% cho năm 2020, trong khi hệ số CIR thực tế đạt được là 45,5% nếu không có khoản hoàn nhập dự phòng. Số lượng nhân viên tiếp tục tăng trưởng chậm lại. Yếu tố hệ số CIR được cải thiện ước tính đóng góp 84% vào mức tăng trưởng LNTT năm 2020.

ACB kỳ vọng hệ số CIR sẽ cải thiện trong 5 năm tới, chủ yếu nhờ tăng trưởng tổng thu nhập cao hơn so với chi phí hoạt động. Chúng tôi dự báo hệ số CIR sẽ đạt mục tiêu 40% vào năm 2024. Sự cải thiện trong hệ số CIR sẽ được hỗ trợ bởi tốc độ gia tăng nhân sự chậm hơn, chi phí quản lý được kiểm soát và các khoản hoàn nhập dự phòng tiềm năng. Từ đó, biên lợi nhuận trước thuế dự kiến sẽ đạt 55% vào năm 2024. Sự cải thiện về hiệu quả là một trong những chìa khóa giúp ROA cao hơn, được dự báo đạt 2,0% năm 2021, từ mức 1,9% của năm 2020.

Hình 5. Các cấu phần trong tổng thu nhập hoạt động (%)



Source: ACB, Rong Viet Securities

Chất lượng tài sản là chìa khóa để chống lại đại dịch

ACB duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp (nhóm 3-5) trong suốt thời kỳ đại dịch, đạt 0,6% vào cuối năm ngoài. Kết quả năm 2020 tốt hơn dự báo của chúng tôi về tỷ lệ nợ xấu và LLR chủ yếu do tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng thấp. LLR đạt mức 160% vào cuối năm 2020, cao hơn dự báo của chúng tôi (140%). Điều này dẫn đến chi phí tín dụng thấp hơn dự kiến (0,3% so với dự báo là 0,4%), kéo theo đó là chi phí dự phòng thấp hơn ước tính (941 tỷ đồng, so với dự báo là 1.258 tỷ đồng).

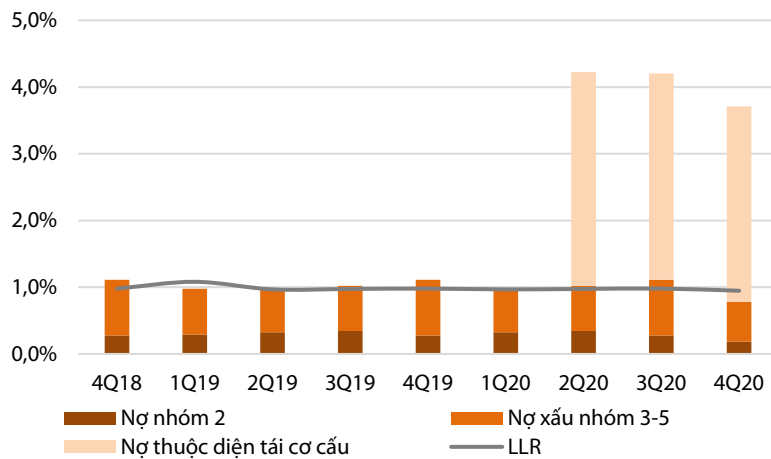
Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng tăng lên 0,2% so với mức xấp xỉ 0 vào năm 2019, nhưng mức này cho đến nay vẫn thấp hơn hẳn mức trung bình trong lịch sử. Thông tư 01 và mức độ phơi nhiễm thấp của ngân hàng đối với các lĩnh vực bị ảnh hưởng là những nguyên nhân. Việc giữ nguyên nhóm nợ đã giúp ngăn chặn sự suy giảm của các khoản nợ xuống các nhóm nợ xấu, trong khi hoạt động cho vay lành mạnh

giúp duy trì tỷ lệ hình thành các khoản nợ xấu mới được kiểm soát. Điều này cũng một phần nhờ nỗ lực của Chính phủ trong việc kiểm soát đại dịch.

ACB báo cáo khoản dư nợ thuộc diện tái cơ cấu theo Thông tư 01 ở mức 9.000 tỷ đồng vào cuối năm 2020. Đây là mức giảm nhẹ kể từ Q3 2020. Tỷ lệ dư nợ thuộc diện tái cơ cấu trên tổng dư nợ giảm từ mức 3,1% trong 9T2020 xuống 2,9% cuối năm 2020. Trong 2T2021, mức dư nợ không thay đổi nhiều. Tuy nhiên, ACB chỉ tái cơ cấu khoảng 1.700 tỷ đồng trong số đó, tương đương khoảng 0,5% tổng dư nợ. Chúng tôi cho rằng đây là kết quả của việc mở rộng tín dụng thận trọng và lành mạnh, phù hợp với khẩu vị rủi ro thấp của ACB, cùng với danh mục khách hàng thu nhập trung bình và cao.

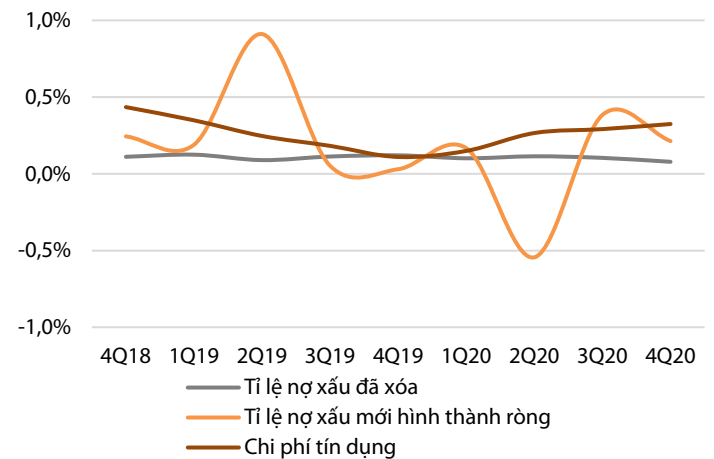
Dựa trên kỳ vọng Thông tư 01 được sửa đổi và sự phục hồi của nền kinh tế sau khi đại dịch được kiểm soát, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tỷ lệ nợ xấu xuống 0,5% cho năm 2021 từ mức 0,7%. Đó là kết quả của việc tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng tăng nhẹ sẽ được bù đắp bởi sự việc tăng tỉ lệ nợ xấu đã xóa. Độ trễ trong tác động của đại dịch, mà chúng tôi đã dự đoán trong Báo cáo Chiến lược năm 2021, dự kiến cũng sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên việc gia tăng nợ xấu mới hình thành ròng. Do đó, chúng tôi cũng cho rằng dư nợ tái cơ cấu sẽ tăng lên. Tuy nhiên, tác động sẽ không nghiêm trọng trong kịch bản cơ sở của chúng tôi. Chi phí tín dụng dự kiến sẽ tăng lên 0,4% do ACB bắt đầu phân bổ trích lập dự phòng cho các khoản nợ tái cơ cấu. Ban lãnh đạo dự kiến mức trích lập đầy đủ cho phần dư nợ này là 900 tỷ đồng theo Thông tư 02, trong khi Thông tư 01 sửa đổi sẽ giúp phân bổ khoản chi phí dự phòng này trong ba năm. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo gần đây của chúng tôi rằng chi phí tín dụng của ACB sẽ nằm trong khoảng 0,3-0,4% trong giai đoạn 2021-2024. LLR dự phóng năm 2021 được điều chỉnh giảm từ 173% xuống 163%.

Hình 6: Tỷ lệ nợ xấu (nhóm 3-5), nợ nhóm 2, và tỷ lệ nợ thuộc diện tái cơ cấu theo Thông tư 01 (%)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng, tỉ lệ nợ xấu đã xóa trên tổng dư nợ và chi phí tín dụng (TTM, %)



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2021

Bảng 1: Kế hoạch năm và dự phóng của chúng tôi cho ACB

	2020 KH	2020 TH	2021 KH	2021 DP
LNTT	7.636 tỷ đồng	9.596 tỷ đồng	10.062 tỷ đồng	11.601 tỷ đồng
Tăng trưởng tín dụng	11,7%	15,9%	9,5%	14,0%
Tăng trưởng tiền gửi	12%	13,6%	9%	13,5%
Tăng trưởng tài sản	12%	15,9%	10%	13,9%

Tại ĐHCĐ, ACB đề xuất kế hoạch hàng năm khá khiêm tốn, dù cho kết quả đạt được năm 2020 và triển vọng kinh tế sáng sủa hơn vào năm 2021. Chúng tôi cho rằng ngân hàng vẫn giữ quan điểm thận trọng về diễn biến đại dịch, đồng thời cũng đang dự phòng cho các đợt cắt giảm lãi suất và chi phí trích lập tăng. LNTT năm 2021 theo kế hoạch là 10.062 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng +4,9% YoY. Dự báo của chúng tôi dựa trên kịch bản cơ bản của đại dịch, do đó, sẽ cao hơn kế hoạch hàng năm.

Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ đạt được mức tăng trưởng mạnh mẽ trong Q1 2021 do nền so sánh CIR cao và thu nhập tăng mạnh. LNTT dự kiến đạt 2.125 tỷ đồng (+38% YoY). Hệ số CIR hàng quý sẽ tăng nhẹ so với Q4 2020 do không có hoàn nhập. Tuy nhiên, chi phí hoạt động dự kiến sẽ giảm -7% YoY do hệ số CIR hàng quý thấp hơn đáng kể so với Q1 2020. Tổng thu nhập được dự báo sẽ tăng trưởng +14,6% YoY, dẫn dắt bởi việc mở rộng tín dụng mạnh mẽ (+16,9% YoY, +3,5% YTD). Thu nhập dịch vụ sẽ là điểm nổi bật, khi tăng +26% YoY nhờ thu nhập từ phí bancassurance tăng, hiệu ứng phân loại lại được trung hòa và thu nhập từ dịch vụ thanh toán phục hồi. Chi phí dự phòng sẽ tăng trưởng mạnh (+80% YoY), nhưng tác động đến LNTT dự kiến là không đáng kể vì đến từ hiệu ứng nền so sánh cao.

Năm 2021, chúng tôi dự báo toàn ngành sẽ có kết quả kinh doanh cải thiện. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tín dụng (+14% YoY) và hạ dự báo tăng trưởng huy động (+13% YoY), phù hợp với hệ số LDR nhỉnh hơn và thanh khoản ở mức tốt. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA tăng trưởng như đã đề cập. Kết hợp với sự phục hồi của lãi suất cho vay, NIM được dự báo sẽ tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng phí trả trước bancassurance sẽ được ghi nhận. Thu nhập lãi dự phóng của chúng tôi vẫn duy trì khoảng 17.156 tỷ đồng (+18% YoY). TOI năm 2021 được điều chỉnh giảm khoảng 300 tỷ đồng xuống 22.117 tỷ đồng (+22% YoY), do đóng góp của thu nhập từ thu hồi nợ thấp hơn. Hệ số CIR cả năm sẽ bằng của năm 2020 (42%), thấp hơn so với dự báo trước của chúng tôi do kết quả năm 2020 tốt hơn. Nhìn chung, dự báo tăng trưởng LNTT năm 2021 của chúng tôi được duy trì ở mức +21%, trong khi số tuyệt đối sẽ tăng khoảng 600 tỷ đồng, ở mức 11.601 tỷ đồng.

Đơn vị: tỷ đồng

BÁO CÁO THU NHẬP	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022F
Thu nhập lãi	28.318	31.856	36.344	41.868
Chi phí lãi	-16.205	-17.274	-19.188	-22.155
Thu nhập lãi thuần	12.112	14.582	17.156	19.713
Thu nhập ngoài lãi	3.985	3.579	4.961	5.741
<i>Từ HĐ Dịch vụ</i>	1.896	1.695	2.136	2.690
<i>Từ HĐKD ngoại hối, vàng</i>	430	687	796	805
<i>Từ mua-bán CK kinh doanh</i>	75	167	121	121
<i>Từ mua-bán CK đầu tư</i>	54	732	390	336
<i>Từ hoạt động khác</i>	1.500	280	1.493	1.764
	29	19	26	25
Tổng thu nhập hoạt động	16.097	18.161	22.117	25.454
Tổng chi phí hoạt động	-8.308	-7.624	-9.324	-10.568
LN trước trích lập DP	7.790	10.537	12.793	14.886
Chi phí DPRR	-274	-941	-1.192	-1.503
Lợi nhuận trước thuế	7.516	9.596	11.601	13.383
Thuế TNDN	-1.506	-1.913	-2.303	-2.669
Lợi nhuận sau thuế	6.010	7.683	9.298	10.714
LNST thuộc về CĐ mẹ	6.010	7.683	9.298	10.714

Đơn vị: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022F
Tăng trưởng				
Cho vay khách hàng	16,7	15,9	14,1	14,8
Huy động khách hàng	14,1	14,6	13,5	14,0
Thu nhập lãi thuần	16,9	20,4	17,6	14,9
Thu nhập hoạt động	14,7	12,8	21,8	15,1
LNST	17,0	27,8	21,0	15,2
Tổng tài sản	16,5	15,9	13,9	14,6
Vốn CSH	32,1	27,7	26,2	20,6
Khả năng sinh lời				
NIM	3,6	3,7	3,8	3,8
CIR	51,6	42,0	42,2	41,5
ROAE	24,6	24,3	23,2	21,7
ROAA	1,7	1,9	2,0	2,0
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ nợ xấu	0,5	0,6	0,5	0,7
Dự phòng/Nợ xấu	175,0	160,3	163,3	153,6
VCSH/Tổng tài sản	7,2	8,0	8,8	9,3
Tỷ lệ an toàn hoạt động				
(Cho vay KH + TCTD)/TTS	77,3	76,5	76,9	77,1
LDR thuần (Cho vay KH/Huy động KH)	87,2	88,2	88,6	89,4

Đơn vị: tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6.438	6.968	8.337	10.285
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	10.420	16.617	17.238	18.280
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	30.342	31.671	37.372	43.352
Chứng khoán kinh doanh	2.985	6.168	6.933	6.935
Các công cụ tài chính phái sinh và tài sản tài chính khác	88	54	54	54
Cho vay khách hàng	266.165	308.529	351.938	404.092
Chứng khoán đầu tư	55.956	63.399	70.898	81.598
Góp vốn, đầu tư dài hạn	98	99	99	99
Tài sản cố định	3.770	3.783	5.064	5.804
Bất động sản đầu tư	362	349	349	349
Tài sản Có khác	6.891	6.893	8.134	9.517
Tổng tài sản	383.514	444.530	506.416	580.365
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN Việt Nam	0	0	0	0
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	19.249	23.875	27.792	32.351
Tiền gửi của khách hàng	308.129	353.196	400.877	457.000
Các công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	0	0	0	0
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	156	117	128	128
Phát hành giấy tờ có giá	20.831	22.050	22.050	24.255
Các khoản nợ khác	13.601	21.971	28.562	31.418
Tổng nợ phải trả	355.749	409.082	461.670	526.418
Vốn chủ sở hữu	27.765	35.448	44.746	53.947
Vốn của tổ chức tín dụng	16.799	21.887	21.887	21.887
Quỹ của tổ chức tín dụng	4.596	5.742	7.153	8.780
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	6.370	7.819	15.705	23.279
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	383.514	444.530	506.416	580.365

Đơn vị: tỷ đồng

THUYẾT MINH	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022F
Thu nhập lãi	28.318	31.856	36.344	41.868
Từ cho vay khách hàng	24.425	27.685	31.966	36.795
Từ tiền gửi, cho vay TCTD	608	297	377	554
Từ CK đầu tư	2.934	2.916	3.262	3.684
Từ NV bảo lãnh	0	0	0	0
Thu khác từ HĐTD	272	859	639	736
Chi phí lãi	-16.205	-17.274	-19.188	-22.155
Từ tiền gửi KH	-15.062	-15.569	-17.397	-20.188
Từ khoản vay các TCTD	-103	-67	-88	-164
Từ giấy tờ có giá	-994	-1.547	-1.607	-1.704
Chi phí khác	-47	-91	-96	-99
Chi phí hoạt động	-8.308	-7.624	-9.324	-10.568
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-274	-941	-1.192	-1.503

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
 lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
 tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Thực phẩm & Đồ uống
- Hàng không
- Logistics

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
 tam.ptt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

Nguyễn Thanh Danh
Senior Analyst
 danh.nt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Dầu khí

Bùi Huy Hoàng
Analyst
 hoang.bh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1514)

- Ô tô & Phụ tùng
- Nông dược
- BĐS Khu công nghiệp

Phạm Minh Tú
Analyst
 tu.pm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Thép
- Dược

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
 thao.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
 kiet.tht@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- Bất động sản dân dụng
- Thị trường

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
 thanh.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
 my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Bernard Lapointe
Senior Consultant
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
 ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
 vi.ttt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

- ☎ +84 28 6299 2006
- ☎ +84 28 6299 7986
- ✉ info@vpsc.com.vn
- 🌐 www.vpsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

- ☎ +84 24 6288 2006
- ☎ +84 24 6288 2008
- ✉ info@vpsc.com.vn
- 🌐 www.vpsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

- ☎ +84 258 3820 006
- ☎ +84 258 3820 008
- ✉ info@vpsc.com.vn
- 🌐 www.vpsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

- ☎ +84 292 381 7578
- ☎ +84 292 381 8387
- ✉ info@vpsc.com.vn
- 🌐 www.vpsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. CTCK Rông Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được CTCK Rông Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của CTCK Rông Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của CTCK Rông Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc CTCK Rông Việt, 2021.**