

Chuyên viên Phân tích Tài chính

Nguyễn Đức Huy

huynd1@kbsec.com.vn

08/03/2022

### KQDK 2022 duy trì tăng trưởng cao

Tổng thu hoạt động (TOI) tiếp tục lập đỉnh mới theo quý ở mức 7,926 tỷ VND (+11.8%QoQ và 32.7%YoY). Chi phí hoạt động (OPEX) trong kỳ tăng tới 60.9%QoQ và 68.1%YoY trực tiếp làm thu hẹp lợi nhuận của ngân hàng. Chi phí dự phòng quý 4 giảm mạnh so với cùng kỳ, từ đó LNTT quý 4 vẫn tăng 19.2%YoY. Lũy kế cả năm 2022, ACB ghi nhận 17,114 tỷ VND lợi nhuận trước thuế, tăng mạnh 42.6%YoY.

### NIM của ACB bắt đầu cảm nhận áp lực từ chi phí vốn

Chi phí nguồn vốn huy động quý 4 tăng tới 0.74 điểm %QoQ và 1 điểm %YoY, đạt 4.32%. Nhờ sự hấp thụ tốt của danh mục cho vay mà NIM quý 4 vẫn tăng nhẹ 0.06 điểm %QoQ và 0.65 điểm %YoY. ACB là một trong số ít các ngân hàng vẫn ghi nhận NIM liên tục cải thiện theo quý.

### Nợ xấu được kiểm soát tốt nhưng nợ nhóm 2 tăng mạnh

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng vào cuối năm 2022 là 0.74% giảm nhẹ 0.03 điểm %YoY. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu duy trì ở mức cao là khoảng 159.3%. Quy mô nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ tăng mạnh lên mức 0.6% do cập nhật theo CIC nhưng không đáng lo ngại và được dự báo sẽ giảm dần.

### Ngân hàng có dư địa giảm lãi cho vay mà vẫn đảm bảo NIM ổn định

Việc giảm lãi suất cho vay sẽ đem đến nhiều lợi ích như tăng độ kết dính giữa ngân hàng và khách hàng hiện hữu, thu hút khách hàng mới cũng như được NHNN ưu ái khi cấp room tín dụng. Dù giảm lãi suất nhưng NIM được đánh giá là vẫn sẽ ổn định nhờ biên độ tăng LS huy động không quá lớn và kỳ vọng CASA cải thiện hồi phục nhờ app giao dịch cho doanh nghiệp.

### Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 30,500 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 30,500 VND/cp, cao hơn 22.0% so với giá tại ngày 08/03/2023. Khuyến nghị MUA.

## Mua

Giá mục tiêu	VND 30,500
Tăng/giảm	22,0%
Giá hiện tại (08/03/2023)	25,000
Giá mục tiêu thị trường	31,700
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	84,098

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	83.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	75.38
Sở hữu nước ngoài (%)	30%
Cơ cấu cổ đông	
Dragon Financial Holding	8.06%

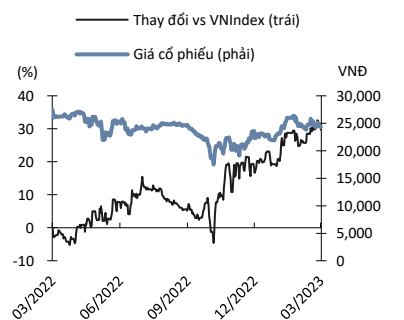
#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.4	9.0	-1.4	-8.6
Tương đối	3.5	11.3	22.6	33.3

#### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	18,945	23,534	27,254	31,664
LN trước CF DPRRD (tỷ VND)	15,334	17,185	21,776	25,485
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	9,603	13,688	16,846	19,305
EPS	3,498	4,008	3,990	3,658
Tăng trưởng EPS (%)	-0.4%	14.6%	-0.4%	-8.3%
PER (x)	9.71	6.98	7.01	7.65
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,219	16,968	17,681	17,785
PBR (x)	2.09	1.65	1.58	1.57
ROE (%)	23.9%	26.5%	25.1%	22.6%
Tỷ lệ cổ tức (%)	25%	25%	25%	25%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## Hoạt động kinh doanh

### 4Q2022, LNTT chỉ tăng 19.2%YoY do OPEX tăng mạnh

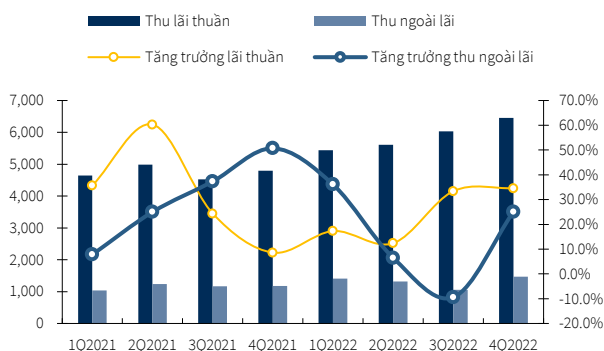
Thu nhập lãi thuần quý 4 đạt 6,454 tỷ VND, tăng nhẹ 7% so với quý 3 nhưng tăng tới 34.6% so với cùng kỳ. Tổng thu ngoài lãi đạt 1,472 tỷ VND, tăng 39%QoQ và 25.1%YoY. Nhờ đó, tổng thu hoạt động (TOI) tiếp tục lập đỉnh mới theo quý ở mức 7,926 tỷ VND (+11.8%QoQ và 32.7%YoY). Tuy nhiên, việc chi phí hoạt động (OPEX) trong kì tăng tới 60.9%QoQ và 68.1%YoY đã làm lợi nhuận trước dự phòng rủi ro của ngân hàng giảm còn 3,862 tỷ VND (-15.4%QoQ và 8.7%YoY). ACB tiếp tục ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng từ Covid nên chỉ phải trích lập khoảng 251 tỷ VND (+178.9%QoQ và -52.1%YoY) trong quý 4 nhờ đó lợi nhuận trước thuế quý 4 vẫn tăng khoảng 19.2%YoY, đạt 3,611 tỷ VND. Tính chung cả năm 2022, với việc chi ghi nhận khoảng 71 tỷ VND chi phí dự phòng – thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ là 3,336 tỷ VND nên LNTT 2022 vẫn tăng tới 42.6%YoY và đạt 17,114 tỷ VND.

### NIM của ACB bắt đầu cảm nhận áp lực từ chi phí vốn

Như chúng tôi đã đánh giá trong báo cáo trước nhờ chủ yếu cho vay ngắn hạn cùng việc chủ động giảm thời gian cố định lãi suất xuống chỉ còn 3 tháng cho tất cả các khách hàng nên danh mục cho vay của ACB có khả năng hấp thụ một cách hiệu quả mức tăng trong lãi suất huy động. Nhờ vậy mà lợi suất danh mục cho vay quý 4 tiếp tục tăng khoảng 0.9 điểm % theo quý và đạt 9.97%. Ngoài ra việc duy trì số dư tiền gửi lớn trên thị trường liên ngân hàng trong bối cảnh lãi suất trên kênh này tạo đỉnh cũng góp phần cải thiện đáng kể nguồn thu từ lãi tiền gửi trong quý 4 (+97.0%QoQ và gấp ~9 lần cùng kỳ). Lợi suất tài sản bình quân quý 4 đạt 8.48% (+0.8 điểm %QoQ và +1.59 điểm %YoY).

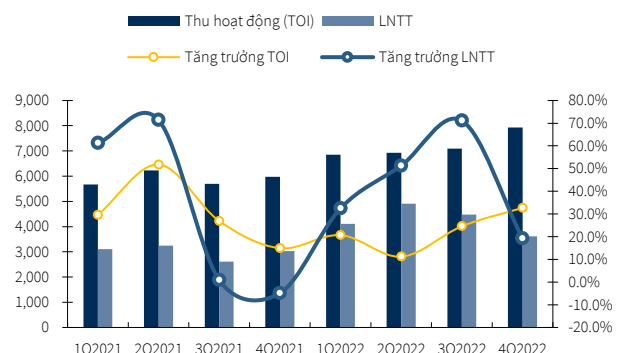
Tương tự như các ngân hàng khác ACB cũng phải đẩy mạnh huy động vốn dịp cuối năm để giảm bớt áp lực thanh khoản. Kết hợp với việc nền lãi suất huy động tăng cao sau động thái tăng lãi suất điều hành của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) nên chi phí nguồn vốn huy động quý 4 từ đó tăng tới 0.74 điểm %QoQ và 1 điểm %YoY, đạt 4.32%. Nhờ sự hấp thụ tốt của danh mục cho vay mà NIM quý 4 vẫn tăng nhẹ 0.06 điểm %QoQ và 0.65 điểm %YoY. ACB là một trong số ít các ngân hàng vẫn ghi nhận NIM liên tục cải thiện theo quý. Tỷ lệ CASA giảm từ đỉnh 26.9% về còn 22.2% vào cuối năm 2022 với nguyên nhân chủ yếu do số dư tiền gửi có kỳ hạn tăng 13.8%YoY.

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



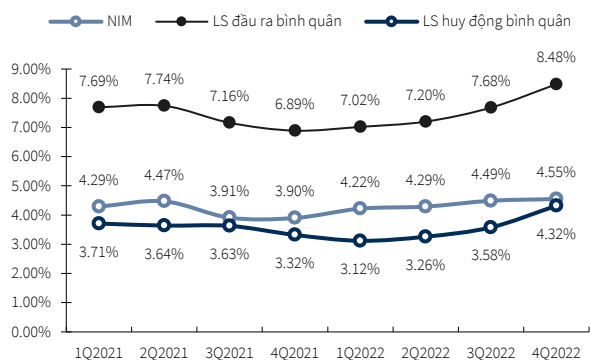
Nguồn: ACB, KBSV

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



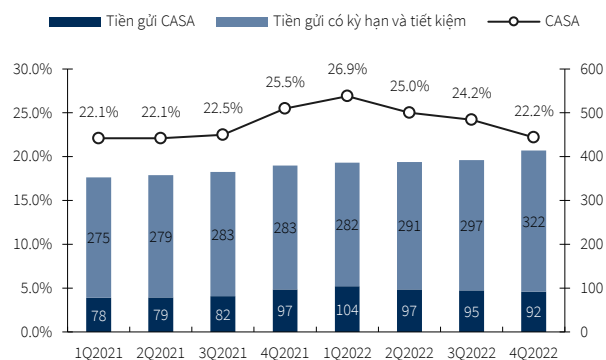
Nguồn: ACB, KBSV

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



Nguồn: ACB, KBSV

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



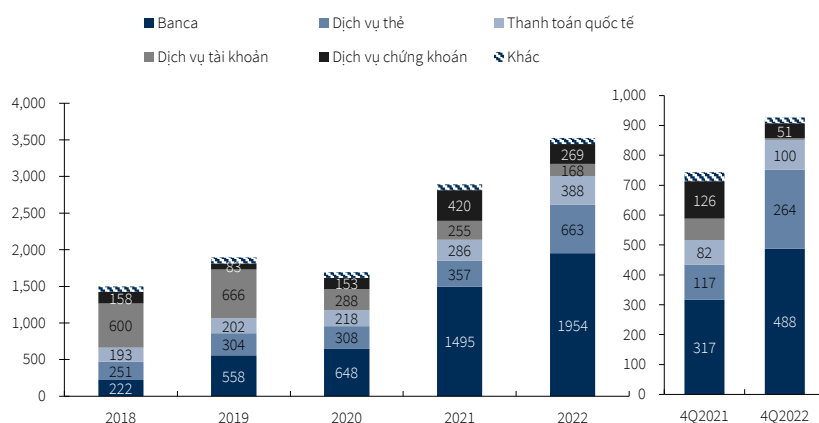
Nguồn: ACB, KBSV

### Thu từ banca và dịch vụ thẻ là động lực tăng trưởng chính

Thu thuần từ dịch vụ quý 4 đạt 927 tỷ VND trong đó (1) thu từ banca đạt 488 tỷ (+53.9%YoY); (2) thu từ dịch vụ thẻ tăng mạnh 125.6%YoY; (3) Các dịch vụ thanh toán quốc tế đem về 100 tỷ VND (+22%YoY); (4) Dịch vụ tài khoản và chứng khoán giảm sâu lần lượt là 93.1% và 59.5%.

Tính chung cả năm 2022, thu thuần từ hoạt động dịch vụ đạt 3,526 tỷ VND (+21.8%YoY) trong đó thu từ kênh bancassurance đem về 1,954 tỷ VND cho ngân hàng (+30.7%YoY). Thỏa thuận hợp tác cùng Sun-life giúp ACB duy trì tăng trưởng nguồn thu từ bảo hiểm cao kể cả trong thời điểm diễn ra dịch bệnh, doanh thu phí ký mới (APE) thuộc top 5 trong ngành. Với lợi thế tập khách hàng bán lẻ sẵn có, ban lãnh đạo kỳ vọng thu từ bảo hiểm có thể duy trì tốc độ tăng trưởng  $\geq 30\%$  hằng năm. Thu từ dịch vụ thẻ đạt 663 tỷ VND, tăng mạnh 85.7% so với cùng kỳ. Thu từ các dịch vụ thanh toán quốc tế cũng ghi nhận kết quả khả quan khi tăng 35.7%YoY. ACB sẽ tiếp tục định hướng đẩy mạnh khai thác nguồn thu này thông qua các dịch vụ thanh toán tín dụng chứng từ trả chậm (Upas L/C). Chính sách zero-fee nhằm đẩy mạnh nhu cầu sử dụng dịch vụ từ phía khách hàng đã khiến nguồn thu này thu hẹp từ 2020, đến năm 2022 chỉ còn khoảng 168 tỷ, giảm 34.1%YoY. Thu từ dịch vụ chứng khoán giảm 36%YoY do diễn biến kém khả quan trên thị trường chứng khoán.

Biểu đồ 5. Cơ cấu thu dịch vụ theo năm giai đoạn 2018 - 2022



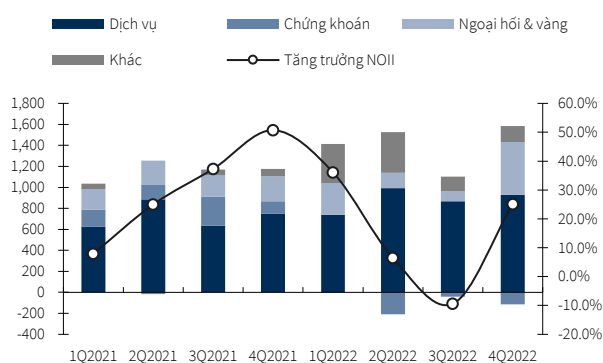
Nguồn: ACB, KBSV

## Thu từ ngoại hối và vàng tăng mạnh trong quý 4

Ngân hàng tiếp tục ghi nhận lỗ khoảng 113 tỷ VND từ mua bán chứng khoán trong quý 4, trong đó (1) ACBS lỗ khoảng 80 tỷ từ danh mục tự doanh; (2) Ngân hàng mẹ lỗ khoảng 30 tỷ mà chúng tôi cho rằng chủ yếu đến từ việc cơ cấu lại danh mục trái phiếu chính phủ khi lãi suất trái phiếu đạt đỉnh. Tính chung cả năm ACB lỗ 388 tỷ VND từ hoạt động này. Thu từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng quý 4 tăng gấp 2 lần cùng kỳ, đạt 504 tỷ VND. Lũy kế cả năm đạt 1,048 tỷ VND, tăng 20.2%YoY. Hoạt động thu hồi nợ khả quan hơn nhờ nền kinh tế hồi phục giúp lãi thuần từ hoạt động khác năm nay tăng gấp 7 lần so với cùng kỳ, đạt 990 tỷ VND.

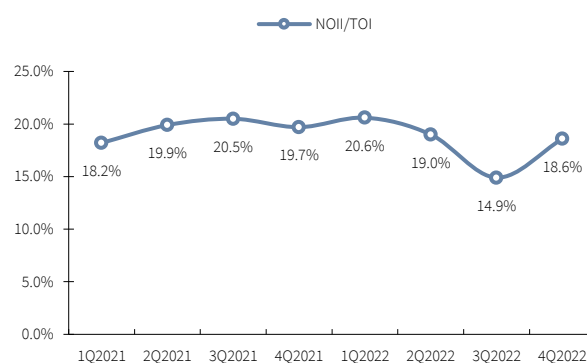
Nhờ sự cải thiện mạnh mẽ của thu từ dịch vụ và ngoại hối nên tỷ lệ thu nhập ngoài lãi (NOII) trên tổng thu hoạt động (TOI) bật tăng trở lại trong quý 4 lên mức 18.6%. NOII/TOI cả năm 2022 là 18.3% mà chúng tôi đánh giá là tương đối thấp nếu so với trung bình ngành là khoảng 20%. Chúng tôi kỳ vọng nguồn thu từ phí của ACB sẽ cải thiện hơn trong năm nay với động lực từ mảng banca và dịch vụ thẻ, ngoài ra thu từ chứng khoán kinh doanh vẫn được kỳ vọng sẽ dần cải thiện khi diễn biến trên thị trường chứng khoán có lợi hơn và lãi suất có xu hướng giảm. ACB cũng đặt mục tiêu thu từ kinh doanh ngoại hối và thu thuần từ hoạt động dịch vụ sẽ tăng từ 20-30% trong năm 2023.

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



Nguồn: ACB, KBSV

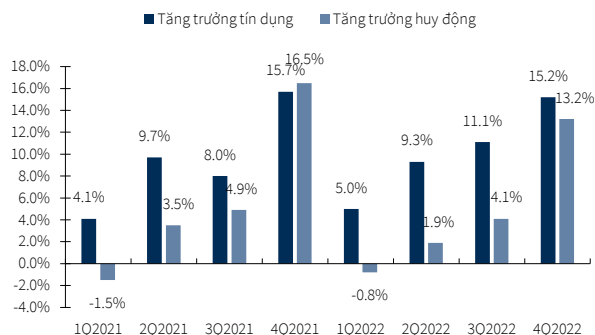
Biểu đồ 7. Tỷ lệ NOII/TOI theo quý 2021-2022



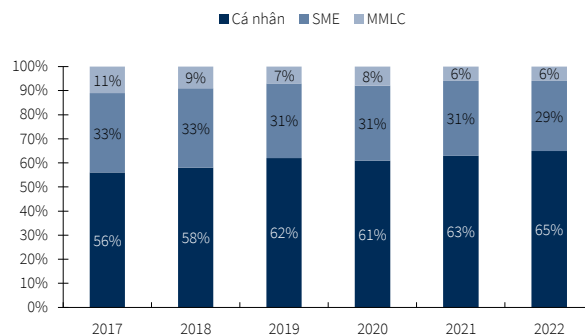
Nguồn: ACB, KBSV

## Tập trung hiệu quả room tín dụng được giao cùng cơ cấu cho vay thận trọng

Room tín dụng tương đối hạn hẹp trong năm 2022 do đó ACB đã chủ động phân bổ room tín dụng một cách hợp lý cho từng quý thay vì tập trung vào nửa đầu năm như nhiều ngân hàng khác, nhờ đó duy trì nguồn thu từ lãi ổn định trong năm. Dư nợ tín dụng của ACB tính đến cuối năm 2022 đạt 414 nghìn tỷ VND, tăng 15.2% so với đầu năm – cao hơn tăng trưởng tín dụng toàn ngành là khoảng 14% và chỉ giảm nhẹ so với cùng kỳ. Về cơ cấu cho vay theo tập khách hàng, tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân vào cuối 2022 là 65% - đứng thứ 2 toàn ngành chỉ sau VIB với 87.5%. ACB cũng tập trung khai thác tập khách hàng SME với tỷ trọng khoảng 29% tổng danh mục cho vay. Cho vay SME phục vụ chủ yếu cho hoạt động thương mại, sản xuất và gia công chế biến. Có thể thấy danh mục cho vay của ACB tương đối lành mạnh và phù hợp với định hướng của NHNN trong thời kỳ hồi phục kinh tế sau dịch. Được biết dư nợ liên quan bất động sản xây dựng là khoảng 99.3 nghìn tỷ VND chiếm tới 24% tổng dư nợ dù vậy trong đó có tới 82% là cho vay cá nhân mua, sửa chữa nhà (81.4 nghìn tỷ), còn lại là xây dựng và kinh doanh bất động sản ước tính khoảng 17 nghìn tỷ (~4.1% tổng dư nợ cho vay).

**Biểu đồ 8. Tăng trưởng tín dụng và huy động theo quý (%YTD)**

Nguồn: ACB, KBSV

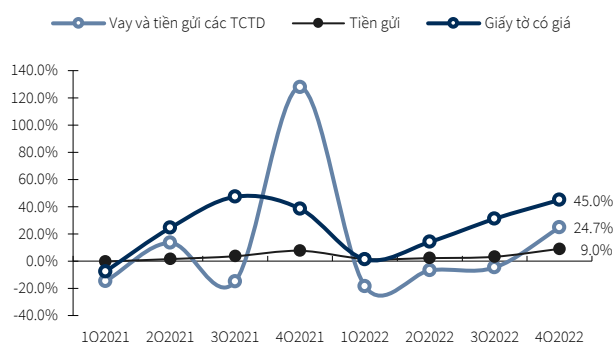
**Biểu đồ 9. Cơ cấu cho vay theo tập khách hàng (%)**

Nguồn: ACB, KBSV

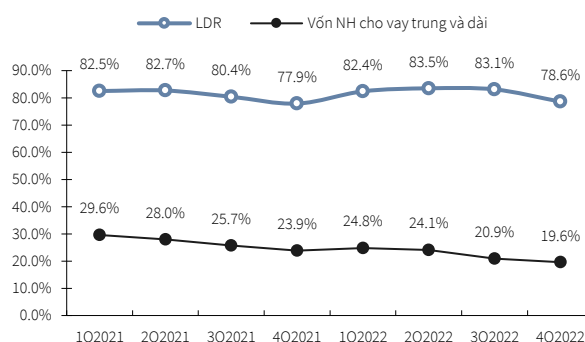
### Đẩy mạnh huy động vốn các tháng cuối năm giúp giảm áp lực lên thanh khoản

Tổng nguồn vốn huy động cuối 2022 là khoảng 526 nghìn tỷ VND, tăng 13.2% so với cùng kỳ năm trước. Tiền gửi khách hàng tăng trưởng tương đối khiêm tốn trong 9T đầu năm và tập trung chủ yếu vào quý 4 (**Biểu đồ 10**). Động thái nâng lãi suất điều hành của Ngân hàng Nhà nước để kiểm soát lạm phát và tỷ giá dù có tác động xấu tới chi phí vốn của các ngân hàng nhưng cũng tạo điều kiện để giảm áp lực thanh khoản trong hệ thống. Huy động thông qua phát hành giấy tờ có giá tăng mạnh 45%YoY, trong năm 2022 ACB đã phát hành khoảng 10,950 tỷ trái phiếu chủ yếu là các kỳ hạn ngắn. Số dư tiền gửi và vay các tổ chức tín dụng khác cùng tăng tới 24.7% cho cả năm 2022.

Nhờ đẩy mạnh huy động vốn mà tỷ lệ LDR của ACB giảm về còn 78.6% vào cuối quý 4, cải thiện đáng kể so với mức nền 83% trong 9 tháng đầu năm. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn vẫn đảm bảo theo quy định của Ngân hàng Nhà nước và ở mức 19.6%.

**Biểu đồ 10. Tăng trưởng các nguồn vốn huy động (%YTD)**

Nguồn: ACB, KBSV

**Biểu đồ 11. Tỷ lệ LDR và SMLR theo quý 2021-2022 (%)**

Nguồn: ACB, KBSV

### Nợ xấu được kiểm soát tốt nhưng nợ nhóm 2 tăng mạnh

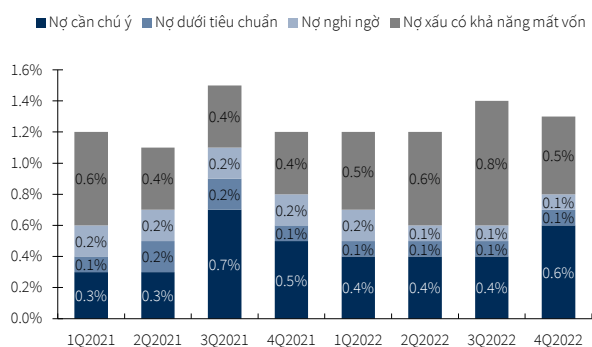
Cơ cấu nợ xấu của ACB đã trở nên lành mạnh hơn so với quý 3 đẩy mạnh write-off khoảng 990 tỷ. Tỷ lệ nợ nhóm 5 từ đó giảm từ 0.8% cuối quý 3 xuống mức 0.5% vào cuối năm 2022 – tương đương với các thời kỳ trước. Nợ nhóm 4 giảm 22.1%QoQ và 50.5%YoY xuống còn khoảng 437 tỷ VND. Nợ nhóm 3 tăng mạnh 44.9% so với quý trước nhưng vẫn giảm 17.8% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ngân hàng vào cuối năm 2022 là 0.74% giảm nhẹ 0.03 điểm %YoY. Tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu cuối 2022 là 159.3%. Việc duy trì tỷ lệ nợ xấu cả năm dưới 1% ngay cả thời điểm diễn ra dịch bệnh đã cho thấy định

hướng cho vay thận trọng và năng lực quản trị rủi ro tốt của ngân hàng.

Dư nợ cần chú ý tăng mạnh 33.6%QoQ, đạt 2,345 tỷ VND. Tỷ trọng nợ nhóm 2 từ đó cũng tăng lên mức 0.6% so với trong quá khứ chỉ khoảng 0.3-0.4% trên tổng dư nợ. Được biết nợ nhóm 2 tăng mạnh chủ yếu do điều chỉnh theo dữ liệu của Trung tâm Dữ liệu Tín dụng Quốc gia (CIC) và phân bố đều ở các khách hàng thay vì tập trung ở một nhóm ngành cụ thể nên không đáng quan ngại.

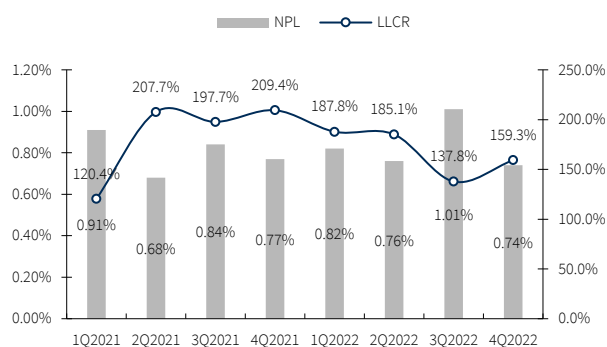
Trong năm 2022, ACB tiếp tục thu hồi được khoảng 8,632 tỷ VND nợ tái cơ cấu nhờ đó hoàn nhập khoảng 2,069 tỷ VND chi phí dự phòng. Khả năng trả nợ của khách hàng đã quay trở lại và giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản nợ tái cơ cấu lên tới 19.1 nghìn tỷ VND nên ACB dự tin vẫn có thể thu hồi được 8,398 tỷ VND. Khả năng trả nợ của khách hàng đã quay trở lại nên ACB vẫn tiếp tục thu hồi khoảng 8,398 tỷ VND nợ tái cơ cấu còn lại.

Biểu đồ 12. Tỷ trọng các nhóm nợ theo quý (%)



Nguồn: ACB, KBSV

Biểu đồ 13. Tỷ lệ NPL và LLCR theo quý 2021-2022 (%)

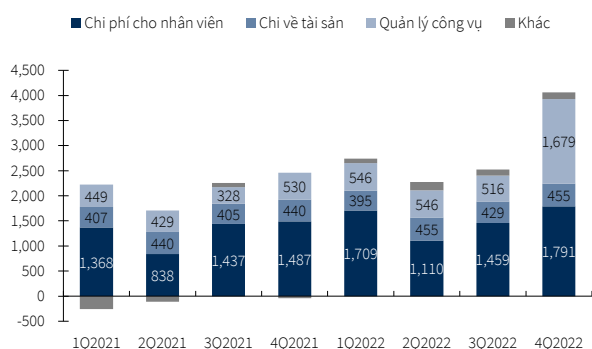


Nguồn: ACB, KBSV

### OPEX tăng mạnh do trích lập đầu tư khoa học công nghệ

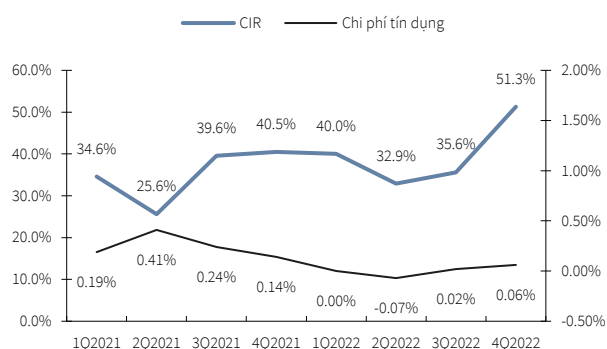
Chi phí hoạt động (OPEX) quý 4 tăng tới 60.1%QoQ, đạt khoảng 4,000 tỷ VND nên tỷ lệ CIR quý 4 bật tăng lên tận 51.3%. Nhìn vào cơ cấu chi phí hoạt động ta thấy nguyên nhân chính khiến OPEX tăng mạnh là do ACB đã thực hiện trích lập khoảng 1,000 tỷ VND để đầu tư cho khoa học công nghệ. Việc trích lập cho quỹ đầu tư khoa học công nghệ đã có từ năm 2019 và quy mô trích lập thêm sẽ phụ thuộc hoạt động giải ngân trong năm do đó khoản chi này có thể sẽ không xuất hiện trong năm 2023. Chi phí tín dụng cả năm chỉ khoảng 0.02% gần như thấp nhất ngành nhờ tích cực thu hồi nợ xấu.

Biểu đồ 12. Cơ cấu chi phí hoạt động (OPEX) theo quý (tỷ VND)



Nguồn: ACB, KBSV

Biểu đồ 13. Tỷ lệ CIR và Chi phí tín dụng theo quý (%)



Nguồn: ACB, KBSV

## Ngân hàng có dư địa giảm lãi cho vay mà vẫn đảm bảo NIM ổn định

Mới đây ngân hàng đã triển khai gói ưu đãi lãi suất vay có quy mô lên đến 20.000 tỷ đồng cho khách hàng doanh nghiệp, khách hàng cá nhân. Gói ưu đãi này sẽ áp dụng cho các khách hàng đã và đang sử dụng dịch vụ của ACB, cụ thể giảm 1% cho khách hàng hiện hữu đang đến kỳ điều chỉnh lãi suất và giảm 2% cho các khách hàng hiện hữu chỉ sử dụng duy nhất sản phẩm, dịch vụ tại ACB.

Chúng tôi cho rằng ACB vẫn có dư địa để giảm lãi cho vay mà không gây ảnh hưởng tới NIM của ngân hàng nhờ:

- (1) Không chịu áp lực quá lớn từ việc tăng lãi suất nhờ chiến lược kinh doanh nguồn vốn hiệu quả cùng vòng xoay các khoản vay thấp.
- (2) Biên độ tăng lãi suất ở mức thấp nếu so với các ngân hàng khác (**Bảng 1**). Các ngân hàng cùng đang đồng loạt giảm lãi suất trong thời gian gần đây nên lãi suất của ACB vẫn có mức hấp dẫn nhất định.
- (3) Tiếp tục cải thiện tỷ lệ CASA thông qua hoạt động chuyển đổi số cùng hệ sinh thái hoàn thiện cho cả cá nhân và doanh nghiệp thông qua ứng dụng ACB One, ACB One Biz (cho SME) và ACB One Pro (cho doanh nghiệp lớn). Dù mới được đưa vào sử dụng từ giữa quý 3 nhưng 2 nền tảng One Biz và One Pro đã có những đóng góp không nhỏ cho kênh ngân hàng số của ACB như số lượng giao dịch tăng thêm tới 81 triệu ngay trong quý 4 – gấp 3 lần con số của 9T đầu năm. Giá trị giao dịch quý 4 tăng thêm gần 2 nghìn tỷ VND trong khi 9T2022 chỉ là 691 tỷ. Ngân hàng đặt mục tiêu CASA thuộc top 5 và trên 25%.

Ngoài ra, việc chủ động giảm lãi suất cho vay cũng đem lại nhiều lợi ích như (1) tăng độ kết dính giữa ngân hàng và khách hàng hiện hữu; (2) thu hút khách hàng mới; (3) sẵn sàng theo định hướng của NHNN, từ đó sẽ được NHNN ưu ái giao mức room tín dụng tốt hơn.

ACB đã điều chỉnh khoảng 1 điểm % cho kỳ hạn từ 9 tháng trở xuống và 0.7 điểm % cho các kỳ hạn từ 12 tháng tập trung chủ yếu vào tháng 12 và tiếp tục điều chỉnh thêm 0.5 điểm % ở tất cả các kỳ hạn vào tháng 1. Trong khi đó, hầu hết các NHTMCP tư nhân khác điều chỉnh tăng lãi suất ngay trong tháng 11 với biên độ cao hơn nhiều là từ 1.2 – 2.35%.

**Bảng 1. Mức điều chỉnh lãi suất huy động của các ngân hàng**

Tháng	Kỳ hạn	ACB	MBB	TCB	VPB	TPB (Super Savvy)	VIB	HDB	MSB (online)
Oct-22	1T	0.0%	0.8%	0.0%	0.8%	0.0%	1.0%	1.1%	1.5%
	3T	0.2%	1.0%	0.0%	0.8%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%
	6T	-0.3%	0.4%	0.0%	0.5%	0.7%	0.3%	0.9%	1.2%
	9T	-0.2%	0.2%	0.0%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	1.4%
	12T	0.1%	0.7%	0.0%	0.5%	0.6%	0.3%	0.9%	1.3%
	24T	0.5%	0.4%	0.0%	0.7%	0.5%	0.4%	0.1%	1.8%
Nov-22	1T	0.0%	1.8%	2.6%	1.5%	0.0%	0.9%	1.0%	1.0%
	3T	0.0%	1.2%	2.4%	1.3%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
	6T	0.0%	1.9%	2.4%	1.7%	0.5%	0.9%	0.9%	1.1%
	9T	0.0%	1.9%	2.4%	1.7%	0.5%	0.8%	1.3%	1.1%
	12T	0.0%	1.2%	2.3%	1.6%	0.5%	0.9%	0.9%	1.0%
	24T	0.0%	1.2%	2.2%	1.4%	0.5%	0.7%	0.6%	1.0%
Dec-22	1T	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	3T	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
	6T	1.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	-0.1%	1.1%
	9T	1.0%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	-0.1%	1.1%
	12T	0.7%	0.0%	0.8%	0.9%	0.8%	1.0%	-0.1%	0.8%
	24T	0.7%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	-0.1%	0.4%
Jan-23	1T	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
	3T	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	6T	0.5%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	-0.4%
	9T	0.5%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
	12T	0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%
	24T	0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%

Nguồn: Vietnambiz



## Dự phóng kết quả kinh doanh

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

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

- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng 2023 của ACB ở mức thận trọng là 15% do NHNN vẫn đang rất thận trọng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng vì rủi ro lạm phát vẫn hiện hữu khi điều chỉnh lương vào giữa năm nay và việc Trung Quốc mở cửa đang khiến giá hàng hóa bật tăng trở lại.
- Tăng trưởng nguồn vốn huy động là khoảng 13.8% để vẫn có thể đảm bảo thanh khoản cho ngân hàng. Tỷ lệ LDR từ đó tăng nhẹ lên 79.4%. Dự phóng NPL đạt 0.65%, giảm 12bps YoY trong đó ngân hàng sẽ tiếp tục đẩy mạnh xử lý nợ xấu.
- Dự phóng NPL 2023 ổn định ở mức 0.75% tương ứng tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu là 144%.
- Dự báo biên lãi thuần năm 2023 sẽ chỉ tăng nhẹ 0.05 điểm % so với năm 2022 đạt 4.31% do (1) Lãi suất duy trì mức nền cao trong ít nhất nửa đầu năm nay; (2) ACB tiếp tục đẩy mạnh việc giảm lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp vừa để gia tăng thị phần, vừa để thu hút khách hàng mới; (3) Tỷ lệ CASA cải thiện nhờ tiếp tục đầu tư chuyển đổi số.
- Thu nhập lãi thuần 2023 tương ứng đạt 27,254 tỷ VND, tăng 21.4%YoY. Thu thuần từ phí đạt 4,149 tỷ VND, tăng 17.7%.
- Chi phí hoạt động đạt 11,218 tỷ VND tương ứng với giả định tỷ lệ CIR dự phóng là 34% do không còn khoản trích lập lớn cho quỹ đầu tư khoa học công nghệ. Chi phí dự phòng rủi ro 2023 là khoảng 714 tỷ VND.
- Dự phóng LNST năm 2023 đạt 16,846 tỷ VND, tăng 23.1% YoY.

**Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh 2023**

	2021	2022	2023F	%YoY2022	%YoY2023
Thu nhập lãi thuần	18,945	23,534	27,254	24.2%	15.8%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	2,894	3,526	4,149	21.8%	17.7%
Tổng thu hoạt động	23,564	28,790	32,994	22.2%	14.6%
Chi phí dự phòng	-3,336	-71	-714	-97.9%	905.6%
Lợi nhuận sau thuế	9,603	13,688	16,846	42.5%	23.1%
NIM	4.01%	4.26%	4.31%	25bps	5bps
Lãi suất đầu ra bình quân	7.14%	7.37%	7.68%	23bps	31bps
Lãi suất đầu vào bình quân	3.42%	3.46%	3.78%	4bps	32bps
CIR	34.9%	40.3%	34.0%	5.4%	-6.3%
NPL	0.77%	0.74%	0.75%	-3bps	1bps
Tổng tài sản	527,770	607,875	698,702	15.2%	14.9%
Vốn chủ sở hữu	44,901	58,439	75,694	30.2%	29.5%

Nguồn: KBSV ước tính



## Định giá – Khuyến nghị Năm giữ, 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.

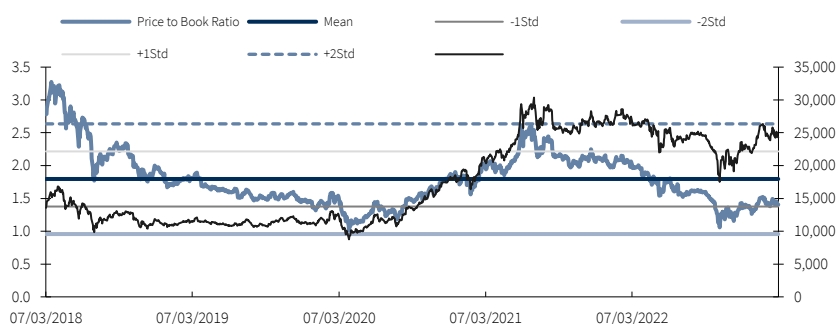
### (1) Phương pháp định giá P/B (**Biểu đồ 15**)

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, danh mục cho vay tương đối an toàn và tập trung vào các ngành nghề theo đúng định hướng của chính phủ nên chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ được giao room tín dụng tốt hơn so với toàn ngành. 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 khoảng 1.42x. Do đó, chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu năm 2022 của ACB là 1.8x, tương đương trung bình P/B 3 năm của ACB.

### (2) Phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (**Bảng 3**)

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. 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 30,500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 22.0% so với giá đóng cửa ngày 08/03/2023. Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu thêm 9.2% so với giá mục tiêu trong báo cáo cập nhật gần nhất nhằm phản ánh kết quả hoạt động của ACB có dấu hiệu tốt hơn kỳ vọng và sẽ tiếp tục cải thiện trong năm nay.

**Biểu đồ 15. Diễn biến giá và chỉ số P/B của ACB giai đoạn 2018-2022**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 3. Cổ phiếu ACB – Định giá 2022 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư**

Tỷ đồng	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	13,688	16,846	19,305	22,172	27,120
Lợi nhuận thặng dư	4,630	5,113	4,580	4,010	4,755
Chi phí vốn (re)	15.5%				
Tăng trưởng (g)	3%				
Giá trị cuối cùng	19,064				
Tổng giá trị hiện tại (PV)	34,444				
<b>Giá trị cổ phiếu ACB</b>	<b>29,365</b>				

Nguồn: KBSV ước tính

**Bảng 4. 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	29,365	50%	14,683
P/B	31,826	50%	15,913
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>30,596</b>

Nguồn: KBSV ước tính

## PHỤ LỤC

<b>Báo cáo Kết quả HBKD</b>					<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Tỷ VND)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>(Tỷ VND)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	33,714	40,699	48,546	58,381	<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	527,770	607,875	698,702	815,873
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-14,769	-17,165	-21,292	-26,717	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	7,510	8,461	9,392	10,378
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>18,945</b>	<b>23,534</b>	<b>27,254</b>	<b>31,664</b>	Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	32,350	13,658	15,802	18,046
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	4,027	5,058	5,842	6,959	Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	49,819	85,971	92,419	114,784
Chi phí hoạt động dịch vụ	-1,133	-1,531	-1,693	-1,998	Chứng khoán kinh doanh	11,260	1,131	1,667	1,982
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	2,894	3,526	4,149	4,961	Các công cụ TCPS và các TSTC khác	227	100	140	163
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động ngoại hối và vàng	872	1,048	985	1,036	Cho vay khách hàng	356,051	408,857	470,602	546,734
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán KD	450	-388	66	78	Hoạt động mua nợ	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	244	21	25	30	Chứng khoán đầu tư	59,475	75,535	88,149	100,225
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	140	990	495	248	Góp vốn, đầu tư dài hạn	172	147	140	163
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	20	59	20	20	Tài sản cố định	3,763	3,981	3,843	4,405
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>23,564</b>	<b>28,790</b>	<b>32,994</b>	<b>38,037</b>	Bất động sản đầu tư	216	177	210	245
Chi phí hoạt động	-8,230	-11,605	-11,218	-12,552	Tài sản Có khác	6,929	9,858	11,179	12,646
<b>LN thuần từ HBKD trước CPDPRR</b>	<b>15,334</b>	<b>17,185</b>	<b>21,776</b>	<b>25,485</b>	<b>NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>527,770</b>	<b>607,875</b>	<b>698,702</b>	<b>815,873</b>
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-3,336	-71	-714	-1,348	<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>482,869</b>	<b>549,437</b>	<b>623,008</b>	<b>720,875</b>
<b>Tổng lợi nhuận trước thuế</b>	<b>11,998</b>	<b>17,114</b>	<b>21,062</b>	<b>24,137</b>	Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Na	0	506	0	0
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,395	-3,426	-4,216	-4,832	Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	54,394	67,841	80,120	100,951
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9,603</b>	<b>13,688</b>	<b>16,846</b>	<b>19,305</b>	Tiền gửi của khách hàng	379,921	413,953	460,730	520,625
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Phát hành giấy tờ có giá	30,548	44,304	58,703	75,140
<b>Cổ đông của Công ty mẹ</b>	<b>9,603</b>	<b>13,688</b>	<b>16,846</b>	<b>19,305</b>	Các khoản nợ khác	17,921	22,772	23,455	24,159
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>44,901</b>	<b>58,439</b>	<b>75,694</b>	<b>94,999</b>
					Vốn điều lệ	27,020	33,774	42,218	52,773
					Thặng dư vốn cổ phần	272	272	477	477
					Quỹ của tổ chức tín dụng	7,164	9,220	11,747	14,643
					Lợi nhuận chưa phân phối	10,445	15,172	21,252	27,106
					<b>Định giá</b>				
					<b>(đồng, x, %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
					<b>Chỉ số về giá</b>				
					EPS cơ bản	3,498	4,008	3,990	3,658
					Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,219	16,968	17,681	17,785
					<b>Chỉ số định giá</b>				
					PER	7.39	6.11	6.14	6.70
					PBR	1.59	1.44	1.39	1.38
					Tỷ lệ cổ tức	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%

Nguồn: KBSV ước tính

## 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 Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
Nguyennd1@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

### Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannnd@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.