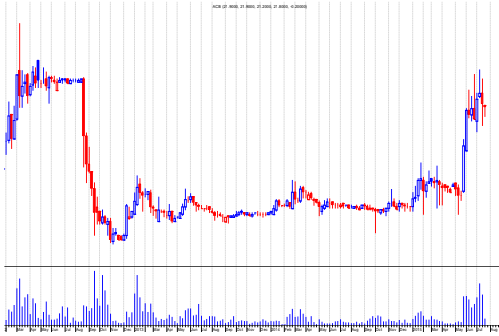


NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN Á CHÂU ACB - MUA

Company report

Biểu đồ giá cổ phiếu ACB



Source: MBS research

Thông tin cổ phiếu 20/07/2015

Giá hiện tại (VND)	21.800
Số lượng CP niêm yết	921,515,375
Số lượng CP lưu hành	896,312,477
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2,162.8
Khoảng giá 52 tuần	15,200 – 24,200
KLGD TB 10 tuần	2,064,657
% sở hữu nước ngoài	30 %
% giới hạn sở hữu nước ngoài	30%
Số lượng được phép sở hữu	268,893,743
Số lượng còn được phép mua	0

Thông số	2013	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Tổng tài sản (Nghìn tỷ)	166.59	179.60	202.22	229.77	264.22
ROE	6.58%	7.64%	15.64%	19.89%	20.91%
ROA	0.48%	0.55%	1.06%	1.35%	1.46%
Net interest Margin	2.98%	3.09%	3.19%	3.19%	3.19%
EPS (ngàn đồng)	0.66	1.21	2.26	3.25	4.03
BV (ngàn đồng)	13.46	13.58	15.09	17.63	20.95
P/B justified	1.86				
P/B hiện tại	1.63				
Giá cp (ngàn đồng)	30.66				

ACB tiến hành những bước đi cụ thể trong việc tập trung mạnh vào việc cho vay tín dụng thông qua khách hàng cá nhân và doanh nghiệp tư nhân, cơ cấu khách hàng này cho phép ngân hàng tăng hệ số NIM trong những năm tới, mức trung bình được dự báo trong 5 năm tới là 3.19%.

Hệ số NIM cải thiện cùng với tốc độ tăng trưởng tín dụng phục hồi ở mức tăng trưởng 13% năm 2015 và 18% kể từ năm 2016 - 2019 làm thay đổi kết quả kinh doanh của ngân hàng, ROE sẽ quay lại mức trung bình hơn 20%.

Nợ xấu từ những khoản trọng tâm đã có hướng giải quyết, xem phần dưới.

Bản chất kinh doanh đã được hướng trọng tâm định hướng vào cho vay tín dụng, ngân hàng đã tăng đầu tư vào hệ thống quản trị và bán hàng kể từ năm 2012, cùng với phục hồi nền kinh tế cho phép tin tưởng rằng các kết quả kinh doanh sẽ quay trở về trước khi ngân hàng gặp rắc rối từ nợ xấu Vinalines, Huyền Như và nhóm công ty của Nguyễn Đức Kiên.

Chúng tôi đã định giá cổ phiếu ACB theo 02 phương pháp và nhận thấy mức giá cổ phiếu ACB là 30,660 đồng/Cổ phiếu, khi so sánh với mức giá hiện tại 21,800 đồng thì chúng tôi thấy ACB đang bị định giá thấp, mặc dù room dành cho nhà đầu tư nước ngoài đã hết nhưng với mức giá đang định giá thấp 41%, **chúng tôi nhận thấy nên mua Cổ phiếu ACB.**

Rủi ro kinh doanh với ACB nằm ở việc khả năng quản trị ngân hàng và sự phân bổ tài sản hợp lý, chúng tôi dựa trên thông số rằng ngân hàng hiểu rằng họ cần tối ưu lợi suất đầu tư vào các tài sản gồm tín dụng hay đầu tư chứng khoán.

ACB duy trì cấu trúc đòn bẩy lớn và do vậy đòi hỏi kỹ năng quản trị ngân hàng cần phải được duy trì như trong quá khứ, nhằm đảm bảo lợi suất ROE ở mức trên 20%.

Chi tiết phân tích định giá, xin xem thêm ở phần dưới

I. Mô hình kinh doanh

1. Khách hàng mục tiêu

ACB thành lập ngày 19/5/1993, kể từ khi thành lập ACB định hướng trở thành ngân hàng bán lẻ tập trung vào cung cấp sản phẩm/dịch vụ ngân hàng cho nhóm khách hàng cá nhân và doanh nghiệp không có vốn nhà nước, đây là nhóm khách hàng chiếm hơn 90% dư nợ tín dụng của Ngân hàng, bảng 1: Cơ cấu khách hàng ACB, cho tới thời điểm hiện tại Ngân hàng vẫn tiếp tục tập trung vào định hướng cung cấp sản phẩm Ngân hàng cho nhóm khách hàng mục tiêu này. Trong đó khách hàng hiện tại tập trung ở Đông Nam bộ và TP.HCM (miền nam), bảng 2 dưới

Bảng 1: Cơ cấu khách hàng Ngân hàng ACB

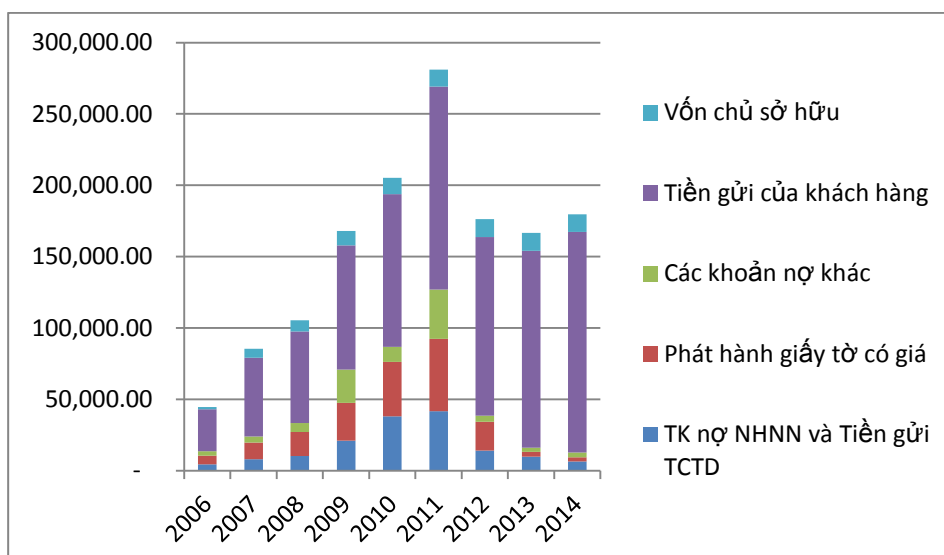
Khoản mục	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh nghiệp nhà nước	6.63%	6.85%	8.10%	7.02%	5.75%	3.23%	3.18%	2.50%	1.63%
Cá nhân và khách hàng khác	51.13%	50.02%	53.87%	36.89%	37.37%	34.87%	43.13%	42.49%	45.05%
Công ty Cổ phần, công ty TNHH, doanh nghiệp tư nhân	39.07%	39.68%	36.39%	54.93%	56.17%	60.61%	52.91%	54.11%	51.01%
Công ty liên doanh	1.45%	1.63%	1.11%	0.80%	0.45%	0.49%	0.30%	0.50%	1.03%
Công ty 100% vốn nước ngoài	1.70%	1.75%	0.52%	0.31%	0.23%	0.79%	0.46%	0.36%	1.24%
Hợp tác xã	0.01%	0.07%	0.01%	0.05%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%

Bảng 2: Cơ cấu Thị trường mục tiêu theo phân vùng địa lý

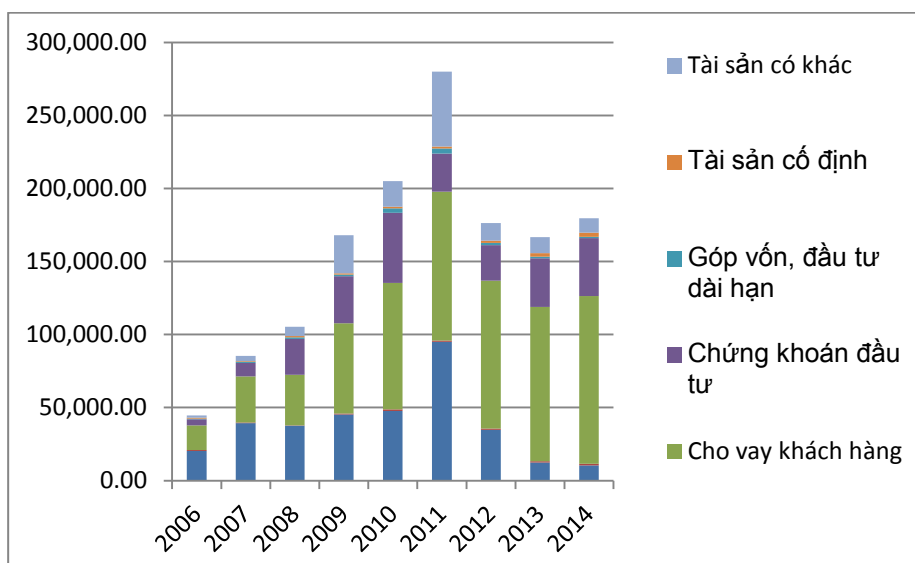
Khoản mục	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam	Loại trừ	Tổng
Tài sản	14.85%	7.94%	79.42%	-2.21%	100%
Nợ phải trả	15.76%	8.47%	76.88%	-1.11%	100%
Tài sản cố định	2.85%	4.42%	92.73%	0.00%	100%
Thu nhập	22.74%	11.30%	68.28%	-2.32%	100%
Chi phí	22.41%	11.55%	66.70%	-0.66%	100%
Lợi nhuận trước thuế	26.56%	8.46%	86.56%	-21.58%	100%

2. Quản trị tài sản và nguồn vốn

Biểu đồ 1: Cấu trúc nguồn vốn ngân hàng ACB



Biểu đồ 2: Cấu trúc tài sản ngân hàng ACB



Bảng 3: Cấu trúc tài sản ngân hàng ACB

Khoản mục	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tiền gửi tại NHNN, Tiền mặt, và Tiền gửi TCTD	45.4%	46.0%	35.7%	26.9%	23.3%	33.9%	19.6%	7.4%	5.8%
Chứng khoán kinh doanh	1.4%	0.6%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%
Cho vay khách hàng	38.0%	37.1%	32.9%	36.8%	42.2%	36.4%	57.5%	63.4%	63.9%
Chứng khoán đầu tư	9.5%	10.7%	23.2%	19.2%	23.5%	9.3%	13.8%	20.1%	22.1%
Góp vốn, đầu tư dài hạn	1.0%	0.9%	1.1%	0.7%	1.5%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%
Tài sản cố định	1.3%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.8%	1.5%	1.6%
Tài sản có khác	3.4%	4.1%	6.1%	15.5%	8.6%	18.4%	6.9%	6.5%	5.5%

Ngân hàng tập trung vào việc tối đa hóa thông số ROE, bằng việc sử dụng một cấu trúc tỷ lệ Tài Sản/Vốn chủ sở hữu cao khi so sánh với các ngân hàng cùng ngành, trái suốt trong giai đoạn năm 2005 tới nay tỷ lệ này luôn ở mức gần 14 lần, bảng dưới

Bảng 4: Một số kết quả kinh doanh ACB

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tổng tài sản	105,306.10	167,881.00	205,103.00	281,019.30	176,307.60	166,599.00	179,609.80
Tốc độ tăng trưởng tài sản	23.32%	59.42%	22.17%	37.01%	-37.26%	-5.51%	7.81%
Nợ xấu/Tổng TS	0.29%	0.07%	0.14%	0.33%	1.46%	1.95%	1.41%
ROE	31.53%	24.63%	21.74%	27.49%	6.38%	6.58%	7.64%
ROA	2.32%	1.61%	1.25%	1.32%	0.34%	0.48%	0.55%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	13.60	15.29	17.36	20.83	18.60	13.65	13.90

Trong điều kiện tỷ lệ Tài sản/Nguồn vốn chủ sở hữu cao, ACB hướng tới một danh mục tài sản ít rủi ro và khi khảo sát cấu trúc tài sản của ACB chúng tôi nhận thấy:

Trong giai đoạn 2006 - 2011, ACB có khoản tài sản: cho vay khách hàng chiếm dưới 40% tổng tài sản, các khoản tiền gửi ngân hàng khác và Đầu tư chứng

khoán (Gần như là trái phiếu Chính phủ) lần lượt chiếm trung bình 35% và 15%.

Trong giai đoạn 2013 - 2014, khoản cho vay khách hàng tăng lên trung bình hơn 60% và các khoản cho vay ngân hàng khác và đầu tư chứng khoán ở mức trung bình lần lượt là 10% và 18%, trong đó năm 2012 là năm bản lề chuyển từ tài sản cho vay ngân hàng khác sang đầu tư chứng khoán và cho vay khách hàng.

KL: Từ cấu trúc tài sản/ Nguồn vốn ACB chúng tôi nhận thấy rằng ngân hàng đang tiến hành thay đổi về tỷ trọng cơ cấu nguồn tạo ra thu nhập, trong đó tăng tài sản thu lãi đặc biệt là lãi từ Cho Vay khách hàng, và giảm dần tỷ trọng của các nhóm thu nhập từ đầu tư chứng khoán và kinh doanh ngoại hối

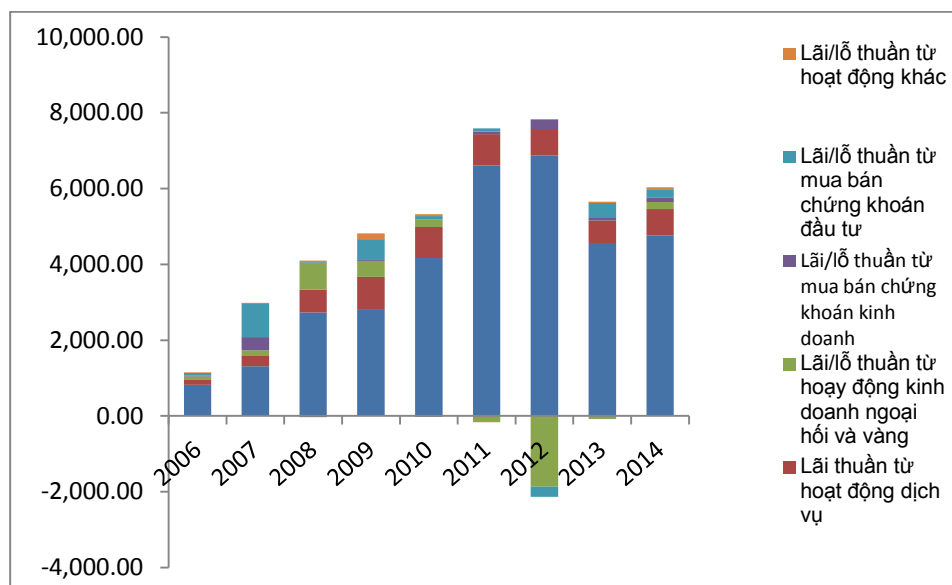
Chúng tôi đánh giá cao việc chuyển dịch cấu trúc tài sản như trên vì các lý do:

- (1) Phù hợp với nhóm khách hàng mục tiêu mà ACB đang hướng tới, và phù hợp với nền tảng quản lý và công nghệ ACB đã và đang xây dựng.
- (2) Trong điều kiện phục hồi kinh tế, tín dụng dành cho tiêu dùng cá nhân, và dành cho doanh nghiệp không có vốn nhà nước sẽ tăng trưởng nhanh và đây cũng là nhóm khách hàng có qui mô vay vốn nhỏ hơn so với doanh nghiệp nhà nước, do vậy danh mục tài sản từ hoạt động tín dụng sẽ có rủi ro thấp hơn so với nhóm ngân hàng khác tại Việt Nam, số lượng khách hàng tăng lên sẽ làm rủi ro tín dụng trong ngân hàng chỉ còn rủi ro mang tính hệ thống, bảng 3 cho thấy điều này: suốt từ năm 2006 - 2011, tỷ lệ nợ xấu/Tổng tài sản ACB thấp nhất trong hệ thống ngân hàng, xem thêm bảng tỷ lệ nợ xấu ACB với ngân hàng khác, phục lục, chỉ khi xuất hiện vụ việc như của Huyền Như, Vinalines, và Nguyễn Đức Kiên vào năm 2012 thì tỷ lệ nợ xấu ACB tăng lên. Chúng tôi đánh vụ việc từ Nguyễn Đức Kiên không mang bản chất kinh doanh.
- (3) Trong giai đoạn phục hồi nền kinh tế, kinh doanh tín dụng tăng tài sản ngân hàng từ Cho vay Khách hàng sẽ là mảng kinh doanh có lợi suất cao hơn so với đầu tư chứng khoán, trong đó chủ yếu là trái phiếu.
- (4) Ngân hàng sẽ có thể tăng tỷ lệ NIM lên dễ dàng hơn từ cấu trúc khách hàng cá nhân và doanh nghiệp không có vốn nhà nước, đây là những khách hàng không có sức mạnh đặt giá khi so với nhóm khách hàng còn lại trong nền kinh tế.

Sự thay đổi của Cấu trúc tài sản dẫn tới thay đổi về cấu trúc nguồn thu nhập của ngân hàng trong năm 2013 - 2014, xem phần dưới

3. Cấu trúc Thu nhập của ACB

Biểu đồ 3: Cấu trúc thu nhập ngân hàng ACB



Bảng 5: Cơ cấu thu nhập ngân hàng ACB

Khoản mục	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Thu nhập lãi thuần	71.23%	43.94%	67.08%	58.10%	78.52%	89.01%	120.76%	78.65%	78.98%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	12.87%	9.09%	14.91%	18.04%	15.58%	11.12%	12.35%	13.81%	11.51%
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	6.10%	5.20%	16.69%	8.76%	3.60%	-2.18%	-32.75%	-1.39%	3.04%
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	2.73%	11.56%	-0.74%	0.43%	-0.36%	0.96%	4.42%	1.26%	1.83%
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	5.71%	30.05%	1.14%	11.45%	1.72%	1.11%	-4.81%	7.11%	3.82%
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	1.35%	0.16%	0.92%	3.22%	0.94%	-0.02%	0.03%	0.57%	0.81%

4. Phân tích chi phí Hoạt động

Chi phí Hoạt động của Ngân hàng tăng lên và đang ở mức 60% so với tổng thu nhập của ngân hàng, Tăng lên của chi phí hoạt động bắt nguồn từ chi phí nhân viên và chi phí phí quảng cáo Công vụ, những chi phí này thay đổi mạnh kể từ năm 2012.

Bảng 6: Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động

Đơn vị tính: Tỷ lệ %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chi phí hoạt động/Thu nhập hoạt động	38.85%	26.64%	37.53%	36.67%	39.35%	41.16%	73.19%	66.54%	63.79%

Chúng tôi nhận thấy chi phí hoạt động của Ngân hàng xuất phát từ 03 nguồn chính, Chi phí lương nhân viên, chi phí Quảng cáo - Công vụ, và chi phí Khác liên quan tới tài sản, bảng dưới, Những chi phí này sẽ tương quan với lượng chi nhánh Ngân hàng được mở và gắn liền với một chiến lược thay đổi nền tảng kinh doanh của Ngân hàng, ACB đang tiến hành những dự án ở nhiều khía cạnh như Hình ảnh - Ngân hàng, Dự án quản trị Ngân hàng, và dự án liên quan tới chất lượng phục vụ và phân đoạn khách hàng.

Những dự án trên được hình thành và chia thành 03 giai đoạn, gồm:

Giai đoạn 1, năm 2014, hoàn thiện các nền tảng ngân hàng nhằm duy trì khả năng cạnh tranh trong ngành

Giai đoạn 2, năm 2015 và 2016, xây dựng năng lực cơ bản của ngân hàng, như năng lực phân đoạn khách hàng nhằm cung cấp sản phẩm đúng theo nhu cầu từng đối tượng khách hàng

Giai đoạn 3, năm 2017 - 2018, xây dựng các năng lực ngân hàng tinh tế hơn, nhằm thúc đẩy khả năng phân tích và thấu hiểu khách hàng, tiến hành bán chéo sản phẩm.

Do những dự án trên chúng tôi nhận thấy Chi phí hoạt động của Ngân hàng vẫn giữ mức cao kể từ năm 2015 cho tới hết năm 2019. Chúng tôi dự báo chi phí này dựa vào: Số lượng Nhân viên, Chi phí tài sản khác (công cụ dụng cụ...), và Chi phí Quảng cáo - Công vụ tương đương như năm 2013. Xem bảng ước lượng Chi phí hoạt động tại bảng kết quả kinh doanh dưới.

5. Nợ Xấu tại ACB

Các khoản nợ xấu lớn tính tới hết quý 1/2015 xử lý như sau:

- Vấn đề liên quan tới nợ xấu - Huyền Như
- Số tiền 718.04 tỷ đã trích lập dự phòng xong toàn bộ vào năm 2014
- Vấn đề liên quan tới nhóm 06 Công ty của ông Kiên

Tổng Số dư nợ của nhóm 06 công ty hiện ở mức: 5,846,118 triệu đồng, chi tiết xử lý như sau:

- Số dư nợ cho vay 2,237,284 triệu của nhóm 06 công ty được phân thành nợ nhóm 2, trích lập dự phòng theo thông tư 02 và 09.
- Số dư trái phiếu 2,429,349 triệu được phân vào dư nợ nhóm 2, nợ cần chú ý, trích lập dự phòng vẫn theo thông tư 02 và 09.
- Phải thu 1,179,485 triệu đồng được phân vào khoản phải thu khách hàng, mục tài sản khác của bản Cân đối kế toán, khoản này được trích lập dự phòng 30%, dự phòng được chia đều từ 2013 - 2015, hết năm 2015 khoản này sẽ trích lập hết
- Thoái thu lãi trái phiếu được phân bổ đều 03 năm 2013 - 2015.
- Nợ liên quan tới Vinalines

ACB cho Vinalines vay 02 khoản, tính tới cuối năm 2013 thì gồm: 500 tỷ trái phiếu, và 464.293 tỷ đồng cho vay tín dụng.

- ACB đã tiến hành bán khoản cho vay 464.293 tỷ đồng cho VAMC (tổng số tiền tới 31/12/2013 là 464,239 triệu) số bán VAMC là 458,999 triệu, Cơ bản xử lý xong vụ khoản vay này, Khoản trái phiếu bán cho VAMC được phân sang nợ nhóm 3, nợ dưới chuẩn
- 500 tỷ đồng trái phiếu, NH có chủ trương mua lại CP một số công ty của Vinashin để cản trở nợ trái phiếu, và trong năm 2014 đã cản trở đi 56,875 tỷ đồng, khoản trái phiếu này đang được phân loại thành nợ nhóm 3, nợ dưới tiêu chuẩn
- Vấn đề liên quan tới ngân hàng khác
- Các ngân hàng B, và C chưa có phương án thu hồi, ACB xử lý lần lượt như sau không trích lập dự phòng riêng cho khoản này là 722,000 triệu

- và khoản vay 400,000 triệu hiện đang được phân loại vào nợ nhóm 2 (nợ cần chú ý) và trích lập dự phòng theo tỷ lệ 5%,
- Ngân hàng E, hiện tại đang nhận nợ của ACB số tiền là 600,000 triệu, ACB không trích lập dự phòng riêng cho khoản này tại thời điểm cuối năm 2014, Ngân hàng chuyển khoản này thành khoản tiền vay, với thời điểm thanh toán là 9/3/2015, Qua báo cáo tài chính quý 1, chúng tôi kiểm tra đã thấy khoản này đã được thu hồi (khi số dư cho vay các tổ chức tín dụng hiện chỉ còn 500,000 triệu),
 - Nợ nhóm 5 còn lại của ACB gần 1,700 tỷ, đây là con số không quá lớn

Tóm lược chiến lược kinh doanh ACB

Ngân hàng ACB có chiến lược kinh doanh tối ưu nguồn vốn huy động, và hướng tới tối ưu nguồn vốn Chủ sở hữu, trong điều kiện hướng tới một danh mục tài sản ít rủi ro nhất, khách hàng mục tiêu là cá nhân và doanh nghiệp tư nhân, phân vùng khách hàng phân theo địa lý tập trung tại TP, HCM và Đông Nam Bộ, Chiến lược này đã mang lại kết quả là ngân hàng tập có hệ số ROE trước năm 2012 ở mức trên 20%, xem thêm bảng so sánh phụ lục ROE các ngân hàng, và từ đó mang lại lợi ích cho cổ đông,

II. Triển vọng

Khi xem xét tới kế hoạch mục tiêu trong tương lai khi ACB tiến hành những biện pháp cải thiện khả năng của ngân hàng (phần trên), và đặt trong chiến lược tiếp cận khách hàng mục tiêu là khách hàng các nhân và doanh nghiệp tư nhân tại Việt Nam, và nâng tỷ trọng kinh doanh cho Vay khách hàng lên mức trên 60%, chúng tôi thấy rằng các bước đi ở trên là phù hợp và chiến lược này sẽ giải quyết được phần tìm kiếm sản phẩm mới, và dị biệt sản phẩm, Một trong những đặc tính quan trọng cần phải có trong quá trình cạnh tranh ngành trong tương lai,

Xem xét trong định hướng mục tiêu, khả năng của ACB chúng tôi rút ra những triển vọng như sau với Ngân hàng:

Ngân hàng có khả năng tăng trưởng khoản cho vay khách hàng ở mức 13% trong năm 2015, và bắt đầu từ năm 2016 sẽ bắt kịp tốc độ tăng trưởng của ngành, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sẽ là 18%, Tốc độ tăng trưởng 18% này sẽ được giữ vững bởi khả năng phân đoạn khách hàng và lựa chọn khách hàng mục tiêu, và ACB là ngân hàng số 1 tại thị trường miền nam và đông nam bộ, Số năm tốc độ tăng trưởng 18% sẽ kéo dài 5 năm kể từ năm 2015,

Về dài hạn việc huy động của các ngân hàng sẽ phụ thuộc vào việc cho vay và sử dụng vốn, do vậy chúng tôi đánh giá mức tăng huy động vốn của ngân hàng phụ thuộc vào khả năng cho vay, và tỷ lệ NPL đang giới hạn tỷ lệ cho vay/trên huy động theo nghị định 36 là 80% đối với các ngân hàng thương mại, Tốc độ tăng trưởng huy động được dự báo ở tỷ lệ trung bình từ 2015 - 2019 là 15,55%

Tỷ trọng giữ khoản cho vay khách hàng của ACB sẽ trung bình chiếm 68% tổng tài sản ngân hàng,

Các khoản đầu tư và Chứng khoán, Vàng, ngoại tệ được ngân hàng cân đối với tính thanh khoản và là dịch vụ kết hợp với cho vay tín dụng, trong cấu trúc mới thì nhóm đầu tư kinh doanh này không phải là nguồn mang lại thu nhập chủ đạo của ngân hàng,

Tỷ lệ NIM của ACB ở mức trung bình cao hơn các ngân hàng khác trong ngành, và đây là tỷ lệ có thể duy trì trong dài hạn, cơ sở cho chúng tôi đánh giá như vậy bắt nguồn từ khách hàng mục tiêu của ACB là khách hàng cá nhân và doanh nghiệp tư nhân, đây là những người ít có quyền đàm phán giá hơn so với ngân hàng và so với nhóm khách hàng khác trong nền kinh tế, Mức lãi suất cho vay tín dụng cá nhân cao hơn so với nhóm khách hàng còn lại, NIM trung bình 05 năm từ 2015 - 2019 được chúng tôi xác định ở mức 3,19%

Chi phí hoạt động của ngân hàng vẫn tiếp tục ở mức cao, đề cập ở phần chi phí hoạt động trên, trung bình 05 năm ở mức 47,85% thu nhập từ hoạt động, giảm so với giai đoạn 2012 - 2014 do ngân hàng tăng quy mô thu nhập từ việc tăng thu nhập từ dịch vụ và thu nhập thuần từ lãi vay,

Từ những yếu tố trên chúng tôi có dự báo các thông số liên quan tới Tài sản và kết quả kinh doanh ACB như bảng 7 và 8 dưới.

Bảng 7: Bảng cân đối tài sản - nguồn vốn

Tỷ VND	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tổng Tài sản	166,599.00	179,609.80	202,224.97	230,548.60	264,485.89	308,529.10	364,064.33
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,043.50	2,496.30	2,810.62	3,193.49	3,672.32	4,288.08	5,059.93
Tiền gửi tại ngân hàng nhà nước Việt Nam	3,065.30	3,357.70	3,794.20	4,384.38	5,066.36	5,927.64	6,935.34
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	7,215.50	4,559.00	5,133.04	5,832.28	6,706.76	7,831.33	9,240.97
Cho vay khách hàng	107,190.00	116,324.10	131,446.23	155,106.55	183,025.73	215,970.37	254,845.03
Chứng khoán đầu tư	33,482.80	39,676.90	44,373.72	46,051.36	48,320.39	54,541.19	65,099.03
Góp vốn, đầu tư dài hạn	923.00	886.60	886.60	886.60	886.60	886.60	886.60
Tài sản cố định	2,552.80	2,804.60	2,571.76	2,358.25	2,162.46	1,982.93	1,818.30
Tài sản Có khác	10,813.70	9,955.30	11,208.80	12,735.70	14,645.27	17,100.96	20,179.13
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	7,793.80	6,145.20	11,996.71	12,862.16	12,418.31	12,244.78	12,311.76
Tiền gửi của khách hàng	138,110.80	154,613.60	174,713.37	201,889.55	233,292.91	272,952.70	319,354.66
Phát hành giấy tờ có giá	3,500.00	3,078.00	1,996.64	-	-	696.01	4,752.19
Các khoản nợ khác	2,743.70	3,187.50					
Vốn chủ sở hữu	12,504.20	12,397.30	13,518.26	15,796.89	18,774.67	22,635.60	27,645.73
Vốn của tổ chức tín dụng	9,117.50	8,711.80	8,711.80	8,711.80	8,711.80	8,711.80	8,711.80
Quỹ của tổ chức tín dụng	2,035.00	2,207.70	2,243.19	2,680.52	3,222.71	3,897.38	4,744.42
Lợi nhuận chưa phân phối	1,351.70	1,477.80	2,563.26	4,404.58	6,840.16	10,026.43	14,189.51
Tổng Nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	166,599.00	179,609.80	202,224.97	230,548.60	264,485.89	308,529.10	364,064.33

Bảng 8: Dự báo kết quả kinh doanh ACB

(Đơn vị Tỷ VND)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Thu nhập lãi thuần	4,564.77	4,765.60	6,449.53	7,328.11	8,426.88	9,839.87	11,611.05
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	817.243	944.7	1,412.97	1,632.76	1,886.73	2,207.47	2,582.74
Chi phí hoạt động dịch vụ	-226.2	-250.2	-278.56	-321.89	-371,964.5	-435,198.5	-509,182.3
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	591.043	694.5	1,134.41	1,310.86	1,514.76	1,772.27	2,073.56
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	-77.6	183.6	189.11	194.78	200.62	206.64	212.84
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	70	110,4	-	-	-	-	-
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	396.4	230.6	100.37	(11.05)	(14.95)	(40.98)	(69.56)
Tổng thu nhập hoạt động	5,649.60	6,056.30	7,873.41	8,822.70	10,127.31	11,777.81	13,827.90
Chi phí hoạt động	-3,759.40	-3,863.60	(4,180.03)	(4,453.70)	(4,832.28)	(5,317.31)	(5,922.00)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	1,890.20	2,192.70	3,693.38	4,369.00	5,295.04	6,460.50	7,905.90
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-854.6	-977.3	(1,160.57)	(724.64)	(776.76)	(838.27)	(847.18)
Tổng lợi nhuận trước thuế	1,035.60	1,215.40	2,532.81	3,644.35	4,518.28	5,622.23	7,058.72
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-201.2	-271.1	(506.56)	(728.87)	(903.66)	(1,124.45)	(1,411.74)
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-7.9	7.5					
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-209.1	-263.6					
Lợi nhuận sau thuế	826.5	951.8	2,026.25	2,915.48	3,614.62	4,497.78	5,646.97

III. Định giá Cổ phiếu

Những nhìn nhận phân tích kết quả kinh doanh ở trên cho chúng tôi nhìn nhận định giá cổ phiếu ngân hàng ACB như sau:

Phương pháp định giá sử dụng gồm 02 phương pháp: Phương pháp định giá tương đối và phương pháp định giá Residual Income¹ (RI),

Chúng tôi sử dụng 02 phương pháp trên do bắt nguồn từ đặc tính ngành ngân hàng gồm: Tài sản của ngân hàng gần như được xác định ở mức giá thị trường, Ngân hàng đầu tư tài sản cố định thấp khi so sánh với ngành khác, chủ yếu là chi phí hoạt động,

1. Chi tiết phương pháp định giá RI

Chúng tôi ước lượng kết quả kinh doanh 05 năm từ 2015 - 2019 nhưng bảng 8 ở trên, kể từ sau năm 2019 ngân hàng giữ mức lợi nhuận kinh tế (Residual income) tương tự như năm 2019, thời gian này kéo dài 25 năm,

Kết quả định giá theo phương pháp RI

Bảng 9: Thông số định giá cổ phiếu ACB

Khoản mục (nghìn tỷ)	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Lợi nhuận sau thuế	2,026.25	2,915.48	3,614.62	4,497.78	5,172.45
Vốn chủ sở hữu	13,518.26	15,796.89	18,774.67	22,635.60	27,645.73
Chi phí vốn (Vốn chủ sở hữu x re)	1,405.90	1,642.88	2,046.44	2,557.82	3,234.55
Lợi ích kinh tế	620.35	1,272.61	1,568.18	1,939.96	1,937.90
Lợi suất yêu cầu (re)	10.4%				
Hiện giá dòng lợi ích kinh tế từ 2015 - 2019	5,259.05				
Hiện giá dòng lợi ích kinh tế tới cuối năm (2019)	17,063.05				
Hiện giá dòng lợi ích kinh tế từ năm 2019 về 2015	9,812.75				
Giá trị sổ sách	12,398.00				
Tổng giá trị vốn cổ đông	27,469.79				
Giá trên một cổ phiếu (đồng)	30,660				

2. Chi tiết kết quả định giá theo phương pháp P/B

Chúng tôi sử dụng P/B Justified và so sánh với P/B trong quá khứ để xem xét mức giá của ACB, trong đó thông số gồm:

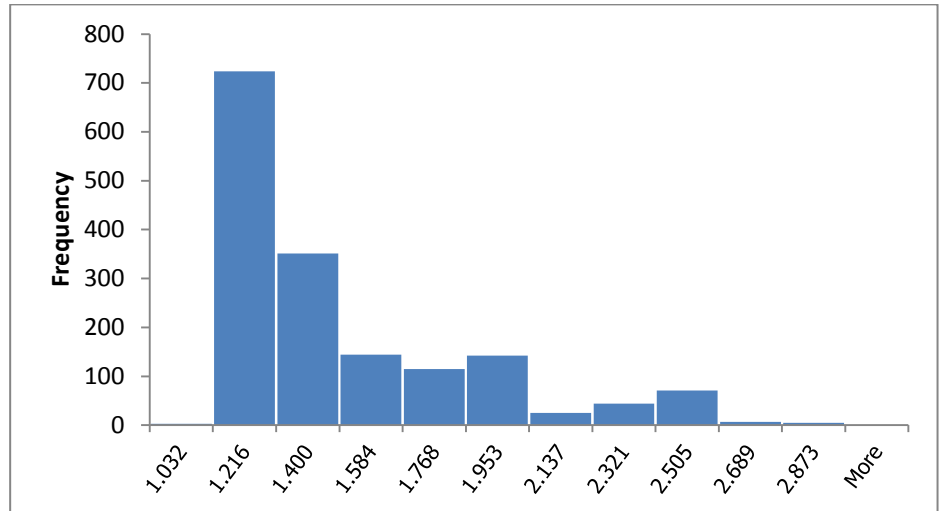
Bảng 10: Định giá theo P/B justified

Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	68.57%
ROE bình quân	20.12%
P/B Justified	1,86
Giá trị sổ sách (2015)	15,520
Giá cổ phiếu	28,880

¹ Residual income: Được tiếp cận ở quan điểm kinh tế học, lợi ích kinh tế mà doanh nghiệp tạo ra khi so sánh với chi phí vốn chủ sở hữu

P/B lịch sử ACB

Biểu đồ 4: Histogram P/B của ACB từ 2009 - nay



Bảng 11: Giá trị P/B trong lịch sử ACB và ngành (2009 - Nay)

Khoản mục	Giá trị P/B
P/B Max	2.873
P/B Min	1.032
P/B Medium	1.237
P/B Average	1.408
P/B Hiện tại	1.66
P/B Ngành (hiện tại)	1.465

Trong lịch sử ACB, P/B đã lên mức cao nhất 2.87 và hiện tại P/B của ACB đang ở mức 1.66 thấp hơn P/B Justified - 2015 điều này có nghĩa là P/B của ACB còn khả năng tiếp tục tăng lên, tức là giá cổ phiếu còn khả năng tăng so với mức hiện tại.

Kết luận

Chúng tôi sử dụng 02 phương pháp và nhận thấy kết quả định giá tương đối sát với nhau, trong đó chúng tôi sử dụng kết quả định giá bằng phương pháp RI để ra khuyến nghị vì đây là phương pháp mô tả được giá trị tăng thêm của ngân hàng và cũng là phương pháp phù hợp với ngành ngân hàng hiện tại

IV. Khuyến Nghị đầu tư

Luận điểm khuyến nghị đầu tư cơ bản chúng tôi là dựa vào việc so sánh mức giá cổ phiếu được định giá bằng phương pháp cơ bản, việc mua sẽ được xem xét khi thị giá thấp hơn so với so với mức giá cổ phiếu được định giá.

Với trường hợp của ACB, hiện mức thị giá thấp hơn mức giá 30.66 là 41%, **chúng tôi Khuyến nghị Mua**

Phụ Lục

Bảng 12: Tỷ lệ nợ xấu giữa các ngân hàng

MCP	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CTG	1.77	0.41	0.42	0.48	0.97	0.65	0.74
BID	1.73	1.91	2.23	2.00		1.61	1.39
VCB	2.34	1.37	1.67	1.16	1.40	1.59	1.29
MBB	0.65	0.68	0.56	0.68	0.78	1.19	1.37
STB	0.30	0.37	0.29	0.33	1.30	1.00	0.80
ACB	0.29	0.07	0.14	0.33	1.46	1.95	1.41
SHB	0.82	1.30	0.67	0.92	4.30	2.16	1.25
EIB	2.07	1.08	0.68	0.66	0.68	0.97	1.33

Bảng 13: ROE của một số ngân hàng lớn nhất Việt Nam (đơn vị tính %)

Symbols	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CTG	15.70	10.23	22.33	26.74	19.81	13.21	10.47
BID	19.38	21.04	19.68	13.20	12.83	13.37	15.15
VCB	17.75	25.71	22.87	17.00	12.53	10.38	10.71
MBB	17.80	19.35	21.71	22.96	20.49	16.25	15.62
STB	12.64	18.25	15.24	14.47	7.10	14.49	12.56
ACB	31.53	24.63	21.74	27.49	6.38	6.58	7.64
SHB	8.76	13.60	14.98	15.02	22.00	8.56	7.59
EIB	7.43	8.65	13.51	20.39	13.32	4.32	0.39

Liên hệ

<p>Research: Lê Đại Nghĩa Email: nghia1.ledai@mbs.com.vn Tel: (+84) 126 564 1152</p>	<p>Institutional Sales: Gordon Edward Alexander Email: Gordon.Edward@mbs.com.vn Tel: (+84) 904 017 141</p>
--	---

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn,

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp,

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009,
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa,

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www,mbs,com,vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,