Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB: HNX)

Trồng cây đến ngày hái quả – Chiến lược "Ngân hàng tương lai"

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

12/10/2018

Nguyễn Mạnh Dũng – Chuyên viên phân tích

dungnm@kbsec.com.vn

Tài sản lành mạnh và hệ số an toàn vốn cao là nền tảng cho tăng trưởng tín dụng bền vững, hạn chế rủi ro

Hoàn thành chiến lược 2013 – 2018, giải quyết dứt điểm tài sản yếu kém, sớm 1 năm, đưa nợ xấu và các tài sản có vấn đề giảm mạnh xuống nhóm thấp nhất ngành ngân hàng. Hệ số CAR cao trên 11%, giúp tăng trưởng tín dụng của ACB sẽ hoàn thành mức 15% kế hoạch năm 2018 và duy trì tốt trong các năm tiếp theo.

Chiến lược "Ngân hàng tương lai", đặt trọng tâm phát triển ngân hàng bán lẻ, mở rộng NIM, duy trì ROE ở mức cao trong ngành

ACB luôn trung thành với chiến lược ngân hàng bán lẻ từ những ngày đầu và dần hoàn thiện hệ sinh thái khách hàng cá nhân của mình qua những giải pháp tiên tiến nhất như: Số hóa trải nghiệm KH; Số hóa hóa đơn, giấy tờ; Hệ thống quản trị nợ (DMS); Ứng dụng khai thác dữ liệu lớn (Big data); … NIM và ROE của ACB ngày càng mở rộng và nằm trong top cao ngành ngân hàng (lần lượt là 3.52% và 14.08%)

Lợi nhuận đột biến đến từ thu nhập ngoài lãi đóng góp lớn vào TOI 2 – 3 năm tiếp theo

Việc trích lập mạnh tay nợ xấu trong nhiều năm trước đó nay bắt đầu mang lại kết quả cho ACB với những khoản hoàn nhập lớn, dự kiến LN hoàn nhập 2018 có thể lên đến 1,200 tỷ. Bên cạnh đó việc đẩy mạnh phát triển hệ sinh thái cũng mang lại cho ACB thêm nhiều nguồn thu phí từ khách hàng, dự phóng thu nhập từ dịch vụ tăng 40% trong năm 2018. Mảng bancassurance còn dư địa tăng trưởng lớn do ACB chưa ký hợp đồng độc quyền và đang trong quá trình tìm kiếm đối tác.

LNST 2018 tăng trưởng hơn 130%, duy trì mức bền vững 15 – 20% trong các năm tiếp theo

Kiểm soát tốt chi phí sẽ giúp CIR 2018 giảm từ mức 54.35% năm 2017 xuống còn 43% năm 2018 (CIR 6 tháng đầu năm là 44.74%). Kết hợp với những yếu tố tích cực về tăng trưởng lợi nhuận đã đề cập, LNST 2018 của ACB dự phóng tăng trưởng hơn 130%, các năm tiếp theo mức tăng trưởng được duy trì trung bình 15 – 20%/năm.

Rủi ro lớn nhất đến từ chu kỳ tín dụng và các chính sách từ NHNN

Nhiều dấu hiệu thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới cũng như NHNN là những lo ngại lớn nhất không chỉ riêng với ACB mà toàn ngành ngân hàng Việt Nam. Những chính sách kiểm soát tín dụng mạnh tay hơn từ NHNN là cần thiết nhưng sẽ làm giảm động lực tăng trưởng trong ngắn hạn của ngân hàng.

Mua

Giá mục tiêu	40,790 VND
Tăng/giảm	21.4%
Giá hiện tại (10/10/2018)	33,600 VND
Giá mục tiêu	40,790 VND
Vốn hóa thị trường	38,662 tỷ VND
	(1.66 tỷ USD)

Tỷ giá ngày 11/10/2018: 1USD = 23,305 VND

Thông tin giao dịch	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1,247,165,130
KLGDTB(3M)	4,375,510
% sở hữu nước ngoài	29.83%
Lợi tức/cổ phiếu	0 VND

% thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
ACB	-2.7%	11.2%	-26.3%	27.3%
VNINDEX	-1.7%	7.97%	-17.3%	18.9%

Dự phóng kết quả kinh doanh

FY-End	2016A	2017A	2018F	2019F
Thu nhập lãi thuần (Tỷ VND)	6.892	8,458	9,756	10,203
Tốc độ tăng trưởng(%)	17.1%	22.7%	15.4%	4.6%
Tổng LN hoạt động (tỷ VND)	7,563	11,439	13,108	13,848
Chi phí hoạt động CIR (%)	61.9%	54.4%	43.0%	40.0%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,325	2,118	5,064	5,609
Tốc độ tăng trưởng(%)	28.9%	59.9%	139.1%	10.8%
EPS (VND)	1,413	2,259	4,498	4,982
Tăng trưởng EPS	28.9%	59.9%	71.3%	10.8%
P/E	21.94	15.4	7.16	6.46

Nguồn: KBSV

Mục Lục

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB: HNX) 1

THÔNG TIN TỔNG QUAN 3

Quá trình hình thành và phát triển 3
Cơ cấu sở hữu 3
Quản trị và chiến lược kinh doanh 4

MÔ HÌNH KINH DOANH 5

Cơ cấu doanh thu 5
Cơ cấu phân bổ tín dụng 5
Thu nhập ngoài lãi 7
Cơ cấu huy động 7

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ LỢI THẾ CẠNH TRANH 8

Triển vọng ngành – 3 xu thế lớn 8

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH 12

Khả năng sinh lời 12
Hiệu quả hoạt động 15
Chỉ số an toàn vốn 15
Chất lượng tài sản 16
ĐỊNH GIÁ 19

PHỤ LỤC 22

Thông tin tài chính 22

THÔNG TIN TỔNG QUAN

Quá trình hình thành và phát triển

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) được thành lập vào tháng 4/1993 với vốn điều lệ ban đầu là 20 tỷ VND. Giai đoạn 2013 – 2017, ACB đã thành công trong việc tái cấu trúc hoạt động, xử lý nợ xấu dưới sự dẫn dắt của Chủ tịch HĐQT Trần Hùng Huy.

Tính đến ngày 31/12/2017, ACB có vốn điều lệ đạt 11,259 tỷ VND, chiếm 3% thị phần tín dụng cả nước và sở hữu mạng lưới gồm 354 chi nhánh và phòng giao dịch tại 47 tỉnh thành, tăng từ mức 58 vào năm 2005.

Vào tháng 4/2018, ACB đã được Moody's nâng xếp hạng tín nhiệm từ mức B2 lên B1 và Xếp hạng tín dụng cơ sở (BCA) cũng được cải thiện từ "caa1" lên "b3"

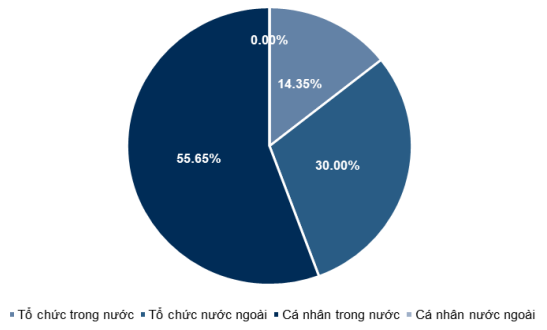
NHTMCP Á Châu chính thức niêm yết trên sàn HNX vào tháng 11/2006 với mã chứng khoán ACB.

- **1993**: Giai đoạn thành lập, định hướng từ ban đầu hướng đến khách hàng cá nhân và khối SME
- **1996**: NHTMCP đầu tư phát hành thẻ MasterCard
- **2005**: Standard Charter Bank (SCB) trở thành cổ đông chiến lược, hỗ trợ kỹ thuật toàn diện
- **2006**: Chính thức niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX)
- **2012**: Gặp sự cố nghiêm trọng trong hoạt động cho vay liên quan đến cựu PCT Nguyễn Đức Kiên - "Bầu" Kiên
- **2015**: Triển khai hàng loạt các dịch vụ ngân hàng số (Digital Banking) hướng đến phân khúc khách hàng cá nhân
- **2017**: Chính thức hoàn tất việc xử lý khoản nợ xấu nhóm 6 công ty, mở ra triển vọng tăng trưởng tương lai

Cơ cấu sở hữu

Hiện tại room khối ngoại tại ACB đã kín với tỷ lệ 29.83% sau khi được điều chỉnh do trả cổ tức năm 2018, trong đó Dragon Financial Holdings Limited (thuộc sở hữu của Dragon Capital) nắm 6.84%; 2 quỹ Whistler Investments Limited và Sather Gate Investments Limited thay thế Standard Charter Bank từ tháng 5/2018, nắm 9.95% vốn điều lệ Ngân hàng. Ban lãnh đạo và người liên quan hiện nắm khoảng 12% cổ phần ACB. Nhóm gia đình của "Bầu Kiên" hiện còn giữ trên 10% cổ phần ACB.

Biểu đồ 1: Cơ cấu sở hữu NHTMCP Á Châu



Nguồn: ACB

Bảng 1: Danh sách công ty con

Công ty con	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu
Công ty Chứng khoán ACB (ACBS)	1,500	100%
Công ty Quản lý nợ và khai thác tài sản (ACBA)	340	100%
Công ty cho thuê tài chính ACB (ACBL)	300	100%
Công ty Quản lý quỹ ACB (ACBC)	50	100%

Nguồn: ACB

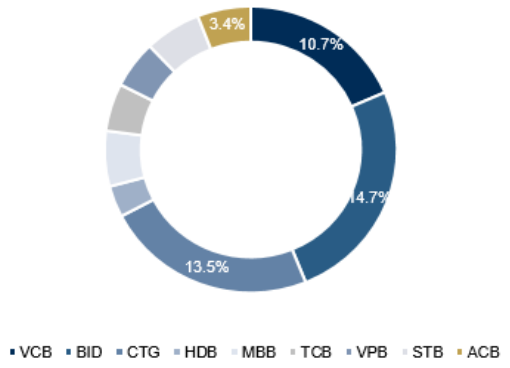
Quy mô hoạt động

Tổng tài sản đến Q2/2018 đạt 309,968 tỷ VND, tăng trưởng gấp đôi sau sự cố 2012, dần lấy lại vị thế NHTMCP hàng đầu Việt Nam

Hiện ngân hàng giữ 4.28% thị phần huy động và 3.41% thị phần cho vay **(Biểu đồ 2 & 3)**, đứng thứ 2 trong khối NHTMCP. Với sự gia tăng thị phần nhanh chóng trong các năm qua cho thấy ACB đang từng bước lấy lại vị thế là NHTMCP hàng đầu tại Việt Nam, như thời điểm trước năm 2012.

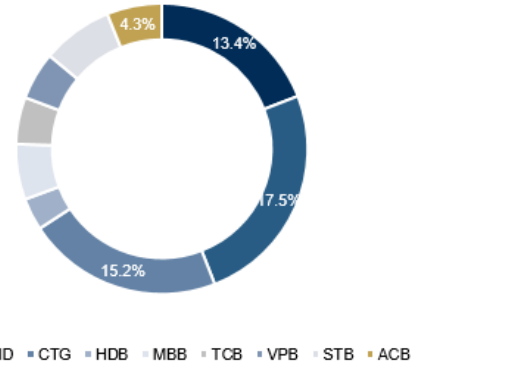
Với số lượng 354 chi nhánh và phòng GD, ACB hiện đứng thứ hai trong khối NHTMCP về quy mô mạng lưới hoạt động trên cả nước, chỉ sau STB.

Biểu đồ 2: Thị phần cho vay ngành ngân hàng



Nguồn: SBV, Fiinpro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 3: Thị phần huy động ngành ngân hàng



Nguồn: SBV, Fiinpro, KBSV tổng hợp

Quản trị và chiến lược kinh doanh

Sự trở lại của bộ máy lãnh đạo cũ với nòng cốt là gia đình ông Trần Mộng Hùng đã mang lại kết quả tích cực trong 5 năm qua

Ngân hàng TMCP Á Châu được thành lập bởi hai nhóm cổ đông lớn là gia đình ông Trần Mộng Hùng và gia đình ông Nguyễn Đức Kiên vào năm 1993. Ông Hùng đã rút khỏi HĐQT từ năm 2008, nhưng đã trở lại sau sự cố 2012 để vực dậy ngân hàng.

Thực hiện thành công chiến lược 5 năm 2013 – 2018, hướng tới chiến lược tăng trưởng bền vững với nền tảng ngân hàng số tập trung vào khách hàng cá nhân.

Sau năm 2012 đầy biến động, ACB đã đề ra chiến lược 5 năm từ 2013 - 2018 gồm 3 giai đoạn nhằm giúp ngân hàng lấy lại vị thế NHTMCP hàng đầu và đã hoàn thành chiến lược sớm 1 năm vào năm 2017

Chiến lược đúng đắn, đi đầu xu hướng, tận dụng thế mạnh sẵn có sẽ là tiền đề quan trọng cho phát triển trong dài hạn

Từ năm 2018, cho tầm nhìn tương lai, hai chiến lược trọng tâm được ACB hướng tới trong 3 – 5 năm tiếp theo bao gồm:

1. **Đẩy mạnh ngân hàng số, hoàn thiện hệ sinh thái khách hàng cá nhân:** ACB đã đưa ra chiến lược đầu tư 35 triệu USD mỗi năm phát triển hoạt động fintech, đẩy mạnh ngân hàng số nhằm vươn lên số 1 trong xu thế ngân hàng bán lẻ hiện nay. Các sản phẩm nổi bật bao gồm: Số hóa hoạt động (4 quy trình của khách hàng: Mở tài khoản thanh toán, thẻ ghi nợ, quy trình thanh toán nội địa và quy trình thanh toán quốc tế); Giảm thiểu thủ tục giấy tờ qua các sản phẩm như số hóa hóa đơn; ứng dụng công nghệ mới như Big data nhằm tối ưu hóa hiệu quả hoạt động, đưa ra các sản phẩm phù hợp hơn đến khách hàng.
2. **Phát triển các nguồn thu ngoài lãi, khai thác hoạt động bancassurance:** Tận dụng mạng lưới khách hàng cá nhân sẵn có, cùng với xu hướng và tiềm năng phát triển ngành bảo hiểm tại Việt Nam, hoạt động bán chéo bảo hiểm sẽ là một trong những nguồn thu lớn của ACB trong 1 – 2 năm tới sau khi tìm được đối tác phù hợp, tạo ra tăng trưởng lớn trong thu nhập ngoài lãi.

MÔ HÌNH KINH DOANH

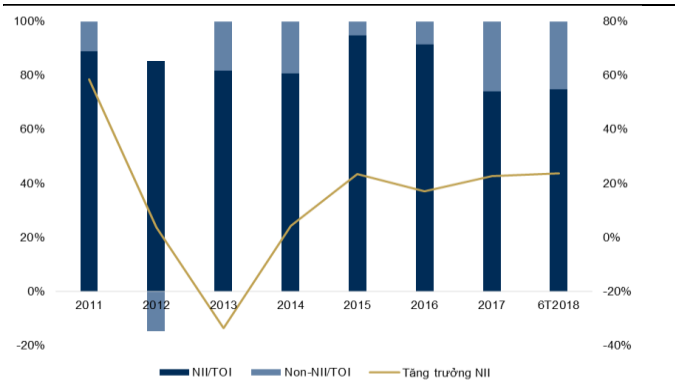
Cơ cấu doanh thu

Hoạt động tín dụng vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong hoạt động của ACB, dư địa mở rộng hoạt động ngoài lãi còn lớn

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của ACB là hoạt động tín dụng với tỷ trọng thu nhập lãi thuần (NII) luôn chiếm từ 80% đến 95% tổng thu nhập hoạt động (TOI) từ 2013 – 2016 **(Biểu đồ 4)**.

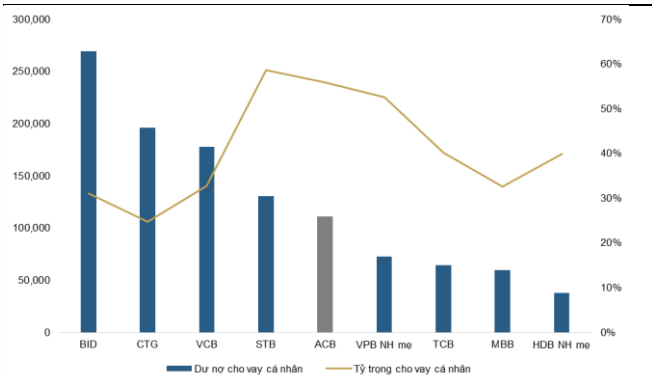
Từ năm 2017, tỷ trọng thu nhập ngoài lãi thuần (Non-NII) tăng mạnh và đã vươn lên chiếm hơn 25% tổng TOI, tuy nhiên phần nhiều đến từ hoàn nhập dự phòng do ACB đã đẩy mạnh trích lập trong nhiều năm trước. Nếu loại bỏ khoản thu nhập không thường xuyên này thì NII vẫn chiếm 80 – 90% TOI, và việc tốc độ tăng trưởng TOI vẫn được dẫn dắt chính bởi tốc độ tăng trưởng của thu nhập lãi thuần, vốn chịu rủi ro từ chu kỳ tín dụng của nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng nói riêng.

Biểu đồ 4: Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động (TOI)



Nguồn: ACB, KBSV

Biểu đồ 5: So sánh quy mô cho vay bán lẻ



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

Cơ cấu phân bổ tín dụng

Ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ trên tổng dư nợ lớn thứ 2 (sau STB)

Theo đối tượng cho vay: Tỷ trọng cho vay cá nhân tăng dần và hiện chiếm khoản 56.6% tổng dư nợ tăng từ 37.13% năm 2011, tỷ trọng cho vay khối SME luôn được duy trì ở mức cao trên 30%, còn lại là các sản phẩm cho vay KHDN lớn **(Biểu đồ 6)**.

ACB hiện đứng thứ 2 nhóm NHTMCP về dư nợ lẫn tỷ trọng cho vay cá nhân, bỏ xa các đối thủ khác. ACB không chỉ cho thấy đang đi đúng định hướng chiến lược ban đầu, mà còn thể hiện được sức mạnh đáng kể của mình so với các đối thủ trong việc thu hút khách hàng nhỏ lẻ.

Cho vay mua, sữa chữa nhà ở chiếm đa số trong cho vay bán lẻ. Nông nghiệp là ngành nghề cho vay trọng tâm trong lĩnh vực sản xuất. Bước đầu bước vào cho vay tiêu dùng tín chấp

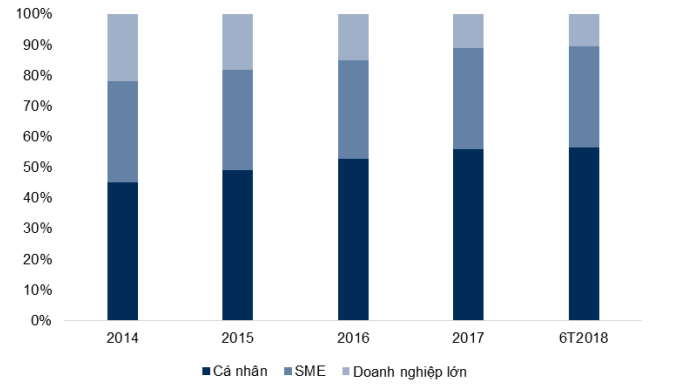
Theo ngành nghề cho vay: Các sản phẩm chính bao gồm cho vay hộ kinh doanh và cho vay mua, sửa chữa nhà (chiếm 70% cho vay cá nhân); còn lại là các khoản cho vay tiêu dùng khác **(Biểu đồ 5)**. Từ cuối năm 2017, ACB bắt đầu thực hiện kế hoạch nhằm tăng quy mô cho vay tiêu dùng tín chấp từ 1,000 tỷ lên 5,000 tỷ VND, tuy nhiên đây vẫn là mức khá nhỏ so với dư nợ hiện tại của ngân hàng (khoảng 3%).

Cho vay sản xuất gồm công nghiệp và nông nghiệp chiếm khoảng 12% **(Biểu đồ 7)**, giảm từ 19.5% năm 2013, tập trung vào một số mặt hàng được hưởng chi phí vay ưu đãi như café, cao su, lúa mỳ. Cho vay thương mại giảm dần từ 35.7% năm 2011 xuống chỉ còn 19.6% năm 2017, tuy

nhiên ACB vẫn coi trọng mảng này, được thể hiện qua việc liên tục phát triển các gói vay lãi suất ưu đãi, tài trợ xuất – nhập khẩu, nhằm gia tăng cơ sở khách hàng, hỗ trợ đẩy mạnh nguồn thu phí dịch vụ trong tương lai.

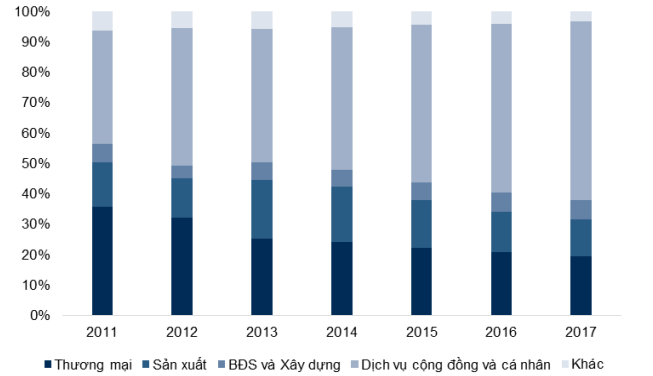
Xây dựng và đầu tư BĐS chỉ chiếm một tỷ trọng tương đối nhỏ, khoảng 5 – 7%, giảm rủi ro chu kỳ kinh tế trong ngắn hạn (Biểu đồ 7).

Biểu đồ 6: Cơ cấu cho vay theo đối tượng



Nguồn: ACB, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 7: Cơ cấu cho vay theo ngành nghề



Nguồn: ACB, KBSV tổng hợp

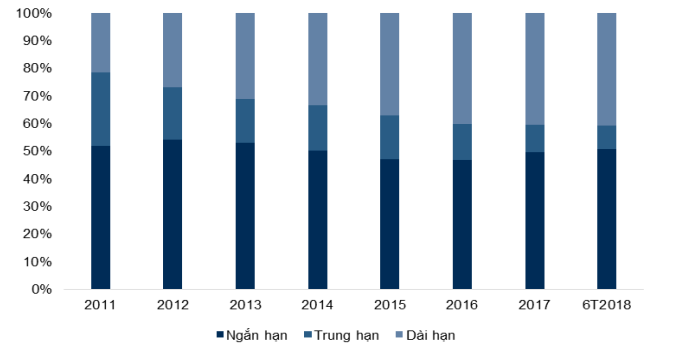
Kỳ hạn cho vay chuyển dịch từ trung hạn sang ngắn hạn, kỳ hạn dài được duy trì

Theo kỳ hạn cho vay: Tỷ trọng cho vay dài hạn được duy trì hàng năm quanh mức 40%, nhằm đảm bảo quy định về tỷ trọng vốn ngắn hạn cho vay dài hạn từ NHNN. Trong 3 năm gần đây có sự dịch chuyển đáng kể từ cho vay trung hạn sang cho vay ngắn hạn hướng đến tiêu dùng thiết yếu và tài trợ vốn lưu động cho doanh nghiệp **(Biểu đồ 8)**.

Dấu hiệu thận trọng hơn từ 2018 qua việc tăng tỷ trọng cho vay liên ngân hàng.

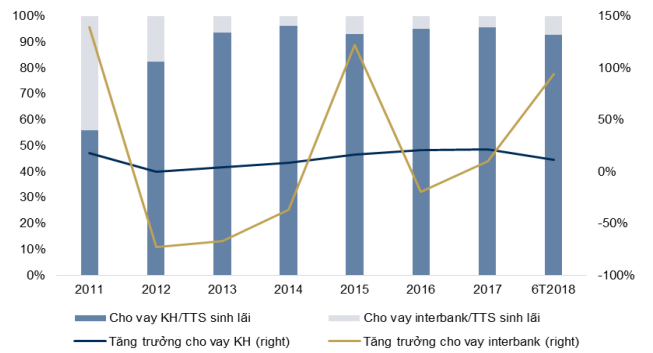
Biến động cơ cấu danh mục cho vay: Trước năm 2012, tỷ trọng cho vay liên ngân hàng khá lớn (trên 30%), do dự báo thị trường kém dẫn đến huy động nhiều mà không cho vay được. Tuy nhiên ở giai đoạn sau đó, tỷ trọng này đã liên tục giảm và chỉ còn khoảng 3 – 4% trên TTS sinh lãi. ACB tập trung chính vào hoạt động cốt lõi là cho vay khách hàng theo đà phục hồi của cả nền kinh tế. Trong 1H2018, tỷ lệ này đang có dấu hiệu gia tăng, lên gần 6%, một phần cho thấy sự thận trọng hơn trong hoạt động tín dụng của ACB, nhưng một phần cũng có thể gây ảnh hưởng làm giảm NIM trong năm nay, như đã được thể hiện ở kết quả kinh doanh.

Biểu đồ 8: Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn



Nguồn: ACB

Biểu đồ 9: Biến động cơ cấu danh mục cho vay



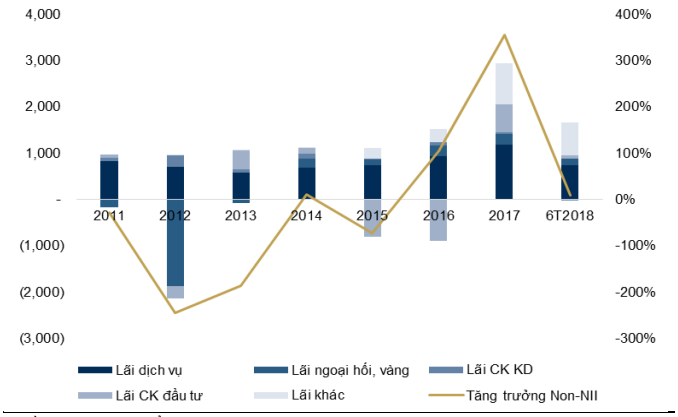
Nguồn: ACB, KBSV ước tính

Thu nhập ngoài lãi

Thu nhập ngoài lãi mang lại lợi nhuận đột biến trong 2 – 3 năm tiếp theo

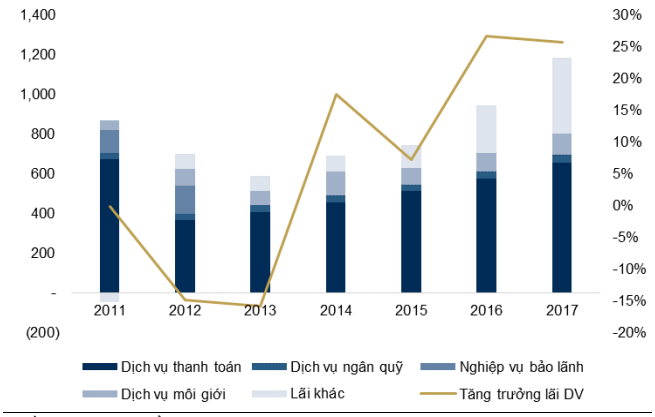
Thu ngoài lãi tăng trưởng 50.14% trong năm 2017 và 41.09% trong 6T2018, trở thành động lực tăng trưởng chính của ACB, được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà tăng mạnh trong các năm tiếp theo **(Biểu đồ 10)**. Động lực chính của nhóm này là hoạt động ngân hàng giao dịch (transaction banking) giúp gia tăng nguồn thu phí. Bên cạnh đó ACB còn dư địa khá lớn từ hoạt động phân phối bảo hiểm khi ngân hàng đang nhanh chóng tìm kiếm đối tác độc quyền, trong chu kỳ tăng trưởng của ngành bảo hiểm đây đang là một xu hướng đầy triển vọng.

Biểu đồ 10: Thay đổi thu nhập ngoài lãi (Non-NII)



Nguồn: ACB, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11: Thu nhập dịch vụ



Nguồn: ACB, KBSV tổng hợp

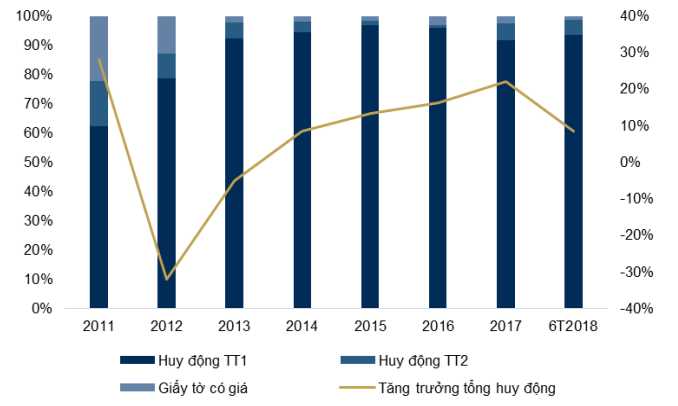
Cơ cấu huy động

Dư địa huy động từ thị trường 2 và giấy tờ có giá còn lớn, tuy nhiên có thể tạo áp lực lên chi phí vốn

Tăng trưởng huy động được duy trì đều đặn hàng năm với CAGR 5 năm gần nhất là 15%, hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng tín dụng. Thị trường huy động chính của ACB vẫn đến từ tiền gửi khách hàng với tỷ trọng 91.57% năm 2017, để lại dư địa lớn từ các kênh huy động khác như thị trường liên ngân hàng hay qua phát hành giấy tờ có giá (Bank CDs).

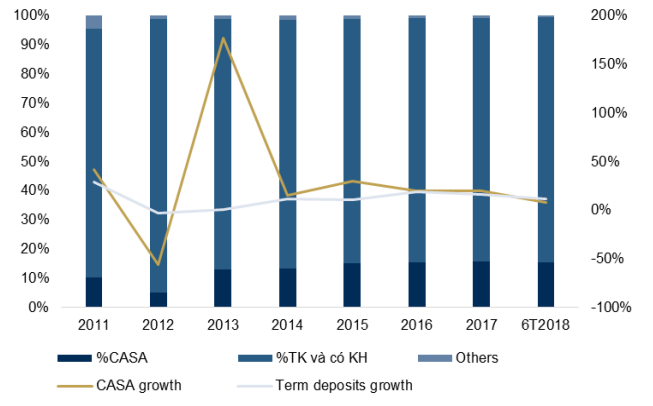
Tỷ trọng tiền gửi không kỳ hạn tăng dần từ năm 2012 hỗ trợ tích cực cho chi phí vốn đầu vào. Cùng với đó thì tiền gửi tiết kiệm và có kỳ hạn cũng được cải thiện với mức tăng trưởng 15 – 20%/năm **(Biểu đồ 13)**.

Biểu đồ 12: Cơ cấu huy động



Nguồn: ACB, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 13: Cơ cấu tiền gửi tại ACB



Nguồn: ACB, KBSV tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ LỢI THẾ CẠNH TRANH

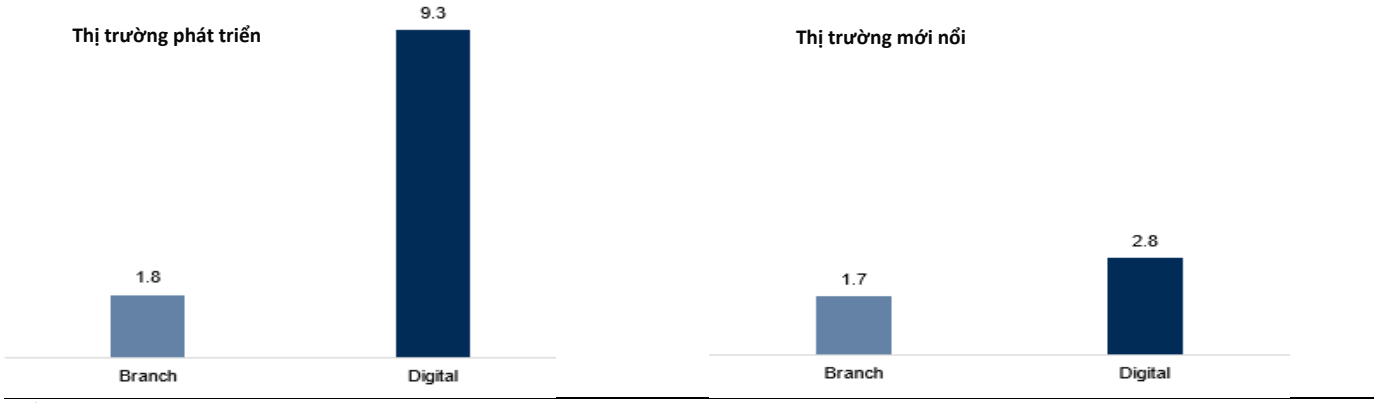
Triển vọng ngành – 3 xu thế lớn

Chuyển dịch ngân hàng bán lẻ, ngân hàng số là xu thế tất yếu, cơ hội cho "người tiên phong" tại thị trường Việt Nam

Xu hướng chuyển dịch từ giao dịch ngân hàng truyền thống sang giao dịch ngân hàng số đang là xu hướng chung tại các quốc gia châu Á. Tỷ lệ giao dịch tại các chi nhánh hay PGD truyền thống ở châu Á chỉ còn từ 12% - 21% **(Biểu đồ 14)**. Theo IDG, 81% người dân Việt Nam cho rằng họ đã sử dụng dịch vụ ngân hàng số trong năm 2017 so với chỉ 21% năm 2015. Khách hàng ngày càng có xu hướng ưa thích kênh ngân hàng số nhờ sự tiện lợi, nhanh chóng và có thể giao dịch mọi lúc mọi nơi.

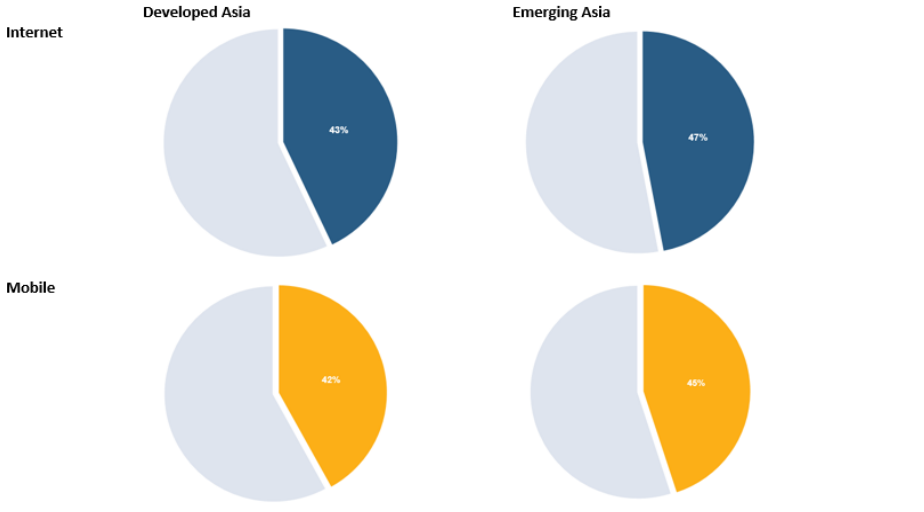
Về dư địa phát triển, hiện chỉ khoảng 42 – 47% KH tại châu Á hài lòng với các dịch vụ NH được nhận **(Biểu đồ 15)**, cho thấy độ trung thành của KH chưa cao do sản phẩm, dịch vụ chưa tối ưu. Đây đang là vấn để hiện hữu tại thị trường Việt Nam, để lại cơ hội cùng dư địa rất lớn để mang đến các dịch vụ ngân hàng số chất lượng hơn, thu hút khách hàng cá nhân.

Biểu đồ 14: Tỷ lệ giao dịch hàng tháng trên mỗi khách hàng tại thị trường châu Á



Nguồn: McKinsey Asia Personal Financial Services Survey 2017

Biểu đồ 15: Mức độ hài lòng của khách hàng với dịch vụ ngân hàng số tại châu Á



Nguồn: McKinsey Asia Personal Financial Services Survey 2017

Tăng nguồn thu dịch vụ là nguồn thu ổn định, ít rủi ro và đang trở thành xu hướng

Trong điều kiện tín dụng sẽ ngày càng bị thắt chặt nhằm đảm bảo tăng trưởng bền vững và hạn chế rủi ro cho nền kinh tế, động lực tăng trưởng

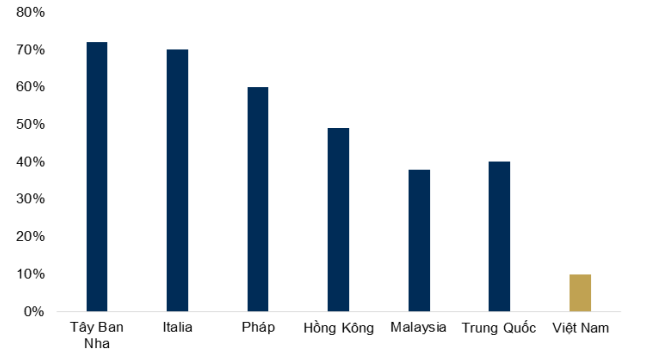
mới tại Việt Nam

lợi nhuận các năm tới của các ngân hàng phụ thuộc nhiều vào thu nhập ngoài lãi. Trong 3 năm qua, đặc biệt năm 2017, thu nhập ngoài lãi của nhiều ngân hàng đã tăng trưởng vượt bậc, chiếm tỷ trọng từ 20 – 30% trên TOI. Đây là nguồn thu bền vững và ít rủi ro hơn so với thu nhập từ hoạt động tín dụng. Theo xu hướng phát triển của các ngân hàng trên thế giới, nhiều khả năng các ngân hàng Việt Nam cũng sẽ theo đuổi chiến lược mở rộng thu nhập ngoài lãi, mức lành mạnh được đề xuất nằm trong khoảng 45 – 50% tổng TOI.

Thị trường bảo hiểm đầy tiềm năng, tạo cơ hội hợp tác phân phối cho các ngân hàng thương mại

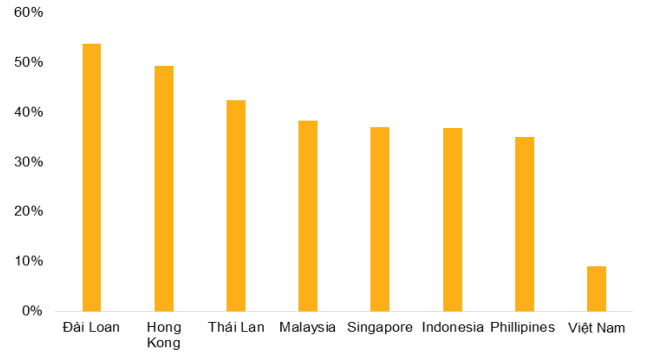
Tại nhiều quốc gia trên thế giới, bancassurance đã trở thành kênh phân phối chủ lực các sản phẩm bảo hiểm. Doanh thu phí bảo hiểm qua kênh này tại Tây Ban Nha là hơn 70%, Pháp là 60%, tại các quốc gia châu Á và cùng khu vực như Trung Quốc là 40%, Malaysia khoảng 38%. Trong khi đó tại Việt Nam, dù tăng trưởng khá nhanh từ mức 1% năm 2013 lên đến 10% năm 2017, đây vẫn là một mức rất thấp so với các quốc gia trong khu vực như Thái Lan, Singapore đạt từ 30 – 50% **(Biểu đồ 16 & 17)**, và với tiềm năng đã được thể hiện trong vài năm gần đây, đây sẽ là một kênh mang lại nguồn thu lớn cho ngân hàng trong thời gian tới.

Biểu đồ 16: Tỷ trọng doanh thu qua kênh bancassurance



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 17: Tỷ trọng doanh thu qua kênh bancassurance



Nguồn: KBSV tổng hợp

Lợi nhuận được hưởng lợi từ hoàn nhập dự phòng sau khi mạnh tay trích lập kể từ NĐ42 của NHNN

Nợ xấu ngành ngân hàng đã liên tục giảm từ khi ra đời NĐ42 về giải quyết nợ xấu. Nhiều ngân hàng đã mạnh tay trích lập dự phòng và gần như giải quyết toàn bộ nợ xấu vào năm 2017, để lại dư địa khá lớn cho tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai từ hoàn nhập dự phòng.

Triển vọng tăng trưởng và vị thế cạnh tranh của ACB

Mở rộng tín dụng bán lẻ là xu thế chung trên toàn ngành giúp tăng tốc độ xoay vòng vốn, hỗ trợ tăng trưởng tín dụng đang chậm lại

Chỉ thị 04/CT–NHNN 2018 được công bố không nới room tín dụng trong năm nên nhiều khả năng tăng trưởng tín dụng 2018 của ACB sẽ dừng ở mức 15%, đúng mức được cấp từ NHNN. Mặc dù tăng trưởng tín dụng trong 6 tháng đầu năm của ACB đã lên đến 11.7%, đồng nghĩa với room tăng trưởng cho nửa cuối năm không còn nhiều, nhưng chúng tôi cho rằng việc mở rộng mạnh mẽ tín dụng bán lẻ kỳ hạn ngắn giúp tăng tốc độ tái cơ cấu danh mục cho vay vẫn sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập lãi thuần. Tăng trưởng tín dụng các các năm tiếp theo nhiều khả năng sẽ tiếp tục thu hẹp theo chính sách của NHNN và được duy trì trung bình 12 – 13%/năm.

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) cao là nền tảng cho

Kết thúc năm 2017, CAR của ACB ở mức 11.5%, mức trung bình của

tăng trưởng tín dụng trong các năm tới

ngành ngân hàng (Biểu đồ 30), trong khi mức CAR tối thiểu theo quy định của Basel II là 8%. Việc giãn thời gian áp dụng Basel II đến năm 2020 giúp áp lực tăng vốn của ACB không quá lớn, trong khi dư địa mở rộng tăng trưởng tín dụng sẽ được duy trì ít nhất thêm 2 năm nữa.

Sự nhanh nhạy, tập trung đẩy mạnh đầu tư công nghệ số, ACB khẳng định vị thế tiên phong trong ngân hàng bán lẻ

Kể từ năm 2014 khi dịch vụ ngân hàng số bước đầu phát triển mạnh tại Việt Nam, cùng sự thay đổi thói quen người dùng với các dịch vụ ngân hàng, ACB đã nhanh chóng nắm bắt xu hướng và cho ra đời hàng loạt sản phẩm, dịch vụ như Online banking, Trung tâm liên lạc (Contact centre), Mobile app, … hay nhiều dịch vụ hướng đến doanh nghiệp SME.

ACB đề ra chiến lược Ngân hàng tương lai từ 2019 – 2024 với mức đầu tư hàng năm từ 30 - 35 triệu USD phát triển hạ tầng công nghệ, nâng cao trải nghiệm khách hàng, đây sẽ là động lực quan trọng trong chiến lược nâng cao vị thế của ngân hàng trong điều kiện cạnh ngày càng gay gắt. Từ Quý 4/2018, ACB sẽ tiến hành thay thế các máy ATM bằng máy CDM (Cash deposit machines), với chức năng gửi tiền tự động, mang lại sự tiện lợi lớn hơn cho khách hàng. Kế hoạch ngay trong các năm tới số máy CDM sẽ đạt 500 máy.

Đi đầu trong lĩnh vực ngân hàng bán lẻ, luôn đổi mới để duy trì lợi thế cạnh tranh bền vững

Các đối thủ chính hiện nay là VPBank với tín dụng tiêu dùng và tiểu thương, MBBank cũng bắt đầu bước vào tài chính tiêu dùng và phân phối bảo hiểm, Techcombank với thế mạnh ở cho vay BĐS, cho vay mua nhà, và Sacombank hay TPBank. Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, ACB có những lợi thế nhất định để tiếp tục mở rộng mảng khách hàng này, đến từ việc:

1) Chi phí vốn đầu vào rẻ nhờ CASA cao do xây dựng được tập khách hàng lâu năm dựa trên sản phẩm dịch vụ ngày càng tiện lợi.
2) Sở hữu mạng lưới rộng và nhận diện thương hiệu ngân hàng bán lẻ lâu năm mang dấu ấn tốt hơn với khách hàng.
3) Nhanh nhạy trong xu hướng ngân hàng số, phát triển các sản phẩm ngân hàng giao dịch và ngân hàng ưu tiên, … phù hợp với nhiều đối tượng khách hàng khác nhau.

Mở rộng thu nhập ngoài lãi, thu nhập đột biến trong 2 – 3 năm tiếp theo

Kể từ năm 2016 và đặc biệt từ năm 2017 trở đi, ACB có cơ hội ghi nhận các khoản thu nhập đột biến từ hoạt động ngoài lãi:

1) Thu hồi nợ xấu từ chứng khoán đầu tư gây thua lỗ trước đây. ACB đã trích lập đầy đủ là 2,872 tỷ VND và sẽ đẩy mạnh thu hồi từ 2018.
2) Thu hồi nợ xấu nhóm 6 công ty liên quan đến Bầu Kiên, nợ xấu VAMC đã được trích lập đầy đủ trong năm 2017. Tổng số đã trích lập cho nhóm 6 công ty là 3,303 tỷ VND và cho VAMC là 5,347 tỷ VND. Chúng tôi dự phóng sẽ có khoảng 1,200 tỷ được hoàn nhập trong năm 2018 và TB 500 – 600 tỷ/năm trong 2 năm tiếp theo.
3) Hoạt động ngoại hối cũng cho thấy dấu hiệu tích cực trong 2 năm trở lại đây với tỷ trọng từ 2 – 3% TOI và mức tăng trưởng TB 15 – 20%/năm, nhờ việc mở rộng hoạt động thương mại quốc tế của Việt Nam giúp thúc đẩy nhu cầu giao dịch ngoại tệ.

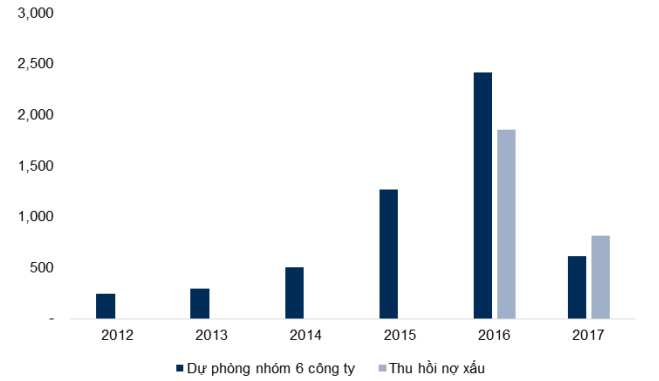
Dư địa tăng trưởng qua banca của ACB còn rất lớn

Hiện trong 29 công ty BHNT và 14 công ty BHPNT tại Việt Nam thì lần lượt có 18 và 9 công ty đã thực hiện bancassurance. Tiềm năng lớn từ thị trường bảo hiểm đã được nhiều ngân hàng nắm bắt và triển khai mạnh mẽ từ năm 2017 như Sacombank với Dai-ichi Life, Techcombank với Manulife hay VPBank với bảo hiểm AIA, … Thông qua các hợp đồng phân phối độc quyền có thể mang lại nguồn thu đột biến trong năm đầu hợp tác. Hiện ACB chưa có bất kỳ hợp đồng phân phối độc quyền nào và đang rất tích cực đẩy mạnh tìm kiếm đối tác. Đây là mảng được kỳ vọng đem lại tăng trưởng cao trong các năm tới cho ACB.

Quyết liệt trong xử lý tài sản yếu kém, trồng cây lâu năm nay đã đến ngày hái quả

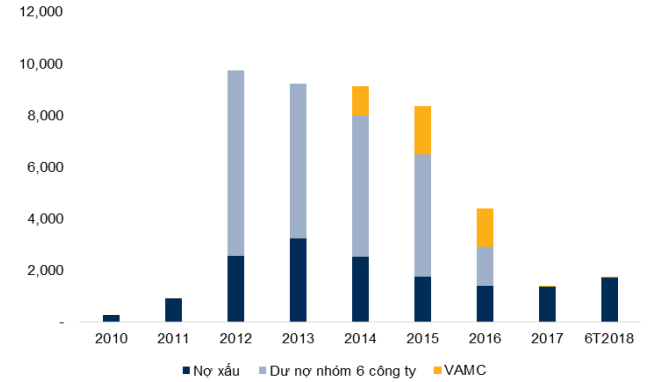
Năm 2012, bảng cân đối của ACB xuất hiện một khoản nợ xấu lớn đối với nhóm 6 công ty của ông Nguyễn Đức Kiên, khiến tổng tài sản có vấn đề của ACB tăng mạnh. Tuy nhiên từ năm 2013, qua việc tái cơ cấu hoạt động ngân hàng, tăng cường trích lập và đẩy mạnh thu hồi, lượng nợ xấu đã giảm dần, và đến hết cuối 2017, số nợ xấu này gần như được xóa sạch, sớm hơn 1 năm so với kế hoạch đề ra ban đầu. Cũng từ khi NHNN có đề án thành lập tổ chức mua bán nợ là VAMC năm 2014, ACB đã mạnh tay trích lập dự phòng để đến cuối 2017, cơ bản các khoản nợ xấu VAMC đã được trích lập đầy đủ. Kể từ năm 2018 trở đi, áp lực chi phí sẽ được giảm đáng kể do không còn những khoản trích lập này nữa. Bên cạnh đó, ACB còn có cơ hội ghi nhận những khoản lợi nhuận bất thường từ việc thu hồi nợ xấu đã trích lập giống như đã thực hiện trong 2 năm vừa qua.

Biểu đồ 18: Diễn biến nợ xấu nhóm 6 công ty



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 19: Diễn biến tài sản có vấn đề của ACB



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Khả năng sinh lời

NIM liên tục mở rộng trong các năm qua nhờ nhiều yếu tố cộng hưởng, bao gồm

1) Tín dụng tăng mạnh từ 2015 sau thời kỳ bị đóng băng do lạm phát.
2) Tỷ lệ CASA liên tục được mở rộng đạt 15.36% 1H2018 (Bảng 2).
3) Tỷ lệ cho vay khối khách hàng cá nhân và doanh nghiệp SME liên tục mở rộng hiện chiếm tổng cộng khoảng 90% dư nợ.
4) Không chịu áp lực phải huy động từ phát hành giấy tờ có giá giúp giảm gánh nặng về chi phí vốn đầu vào (Bảng 2).
5) Giảm tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu chính phủ để tăng dư nợ trong điều kiện môi trường lãi suất thấp các năm vừa qua.
6) Sự chuyển dịch từ cho vay trung hạn sang cho vay ngắn hạn tập trung vào tín dụng tiêu dùng mang lại lợi suất cao hơn.

Tuy nhiên NIM sẽ chịu áp lực chững lại và giảm nhẹ từ năm 2018

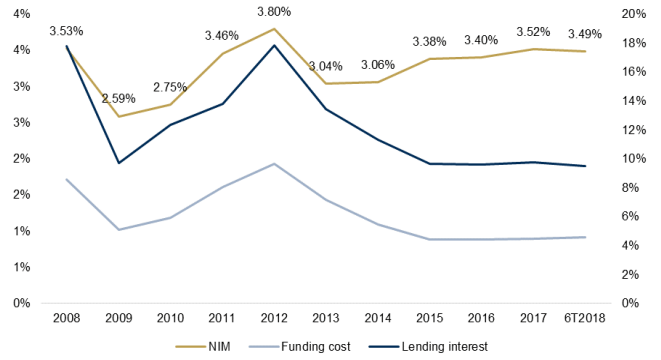
NIM giảm trong nửa đầu năm 2018 đến từ các nguyên nhân sau:

1) Tăng trưởng tín dụng sẽ chậm lại dần từ năm 2018 – 2020 do kiểm soát chặt chẽ hơn từ NHNN nhằm giảm thiểu rủi ro vĩ mô.
2) Áp lực gia tăng chi phí huy động đảm bảo thanh khoản và từ áp lực tăng lãi suất trên toàn thị trường.
3) Tăng áp lực huy động từ các kênh khác như giấy tờ có giá do ít dư địa mở rộng vốn tự có và huy động từ thị trường 1 do đòn bẩy đã rất cao, điều kiện thị trường kém thuận lợi.
4) Tăng tỷ trọng TPCP, giảm tỷ trọng cho vay trong 1 – 2 năm tới do lãi suất đảo chiều và nhiều rủi ro tín dụng đang hiện hữu.

Dự phóng NIM giảm nhẹ 7 – 9 bps trong năm 2018 và giao động nhẹ trong các năm tiếp theo

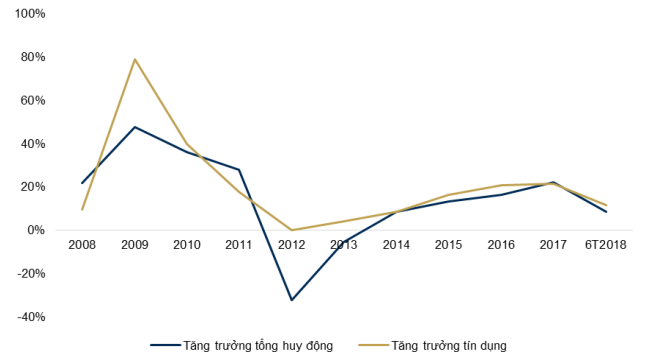
Tuy nhiên, với định hướng mở rộng khách hàng cá nhân, tái cơ cấu kỳ hạn danh mục cho vay, cũng như tăng cường chất lượng dịch vụ nhằm thu hút lượng CASA sẽ giúp cho NIM của ACB chưa bị tác động nhiều trong năm 2018.

Biểu đồ 20: Biến động NIM



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 21: Tăng trưởng tín dụng và huy động



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Bảng 2 : Các yếu tố ảnh hưởng đến NIM

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	6T2018
%CASA	11.15%	11.91%	9.72%	10.33%	5.14%	12.89%	13.28%	15.21%	15.40%	15.82%	15.36%
%Giấy tờ có giá	18.44%	19.81%	20.92%	21.65%	12.69%	2.32%	1.88%	1.66%	3.06%	2.56%	1.27%
% HTM & AFS bonds	29.34%	24.44%	28.32%	12.37%	16.35%	22.61%	24.73%	21.88%	20.95%	20.30%	17.25%
% Retail lending	53.87%	36.89%	37.37%	34.87%	43.13%	42.49%	45.05%	49.17%	52.89%	55.98%	56.64%

Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Bảng 3 : Cơ cấu cho vay theo kỳ hạn

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	6T2018
% Ngắn hạn	45.77%	57.12%	50.34%	51.90%	54.35%	53.03%	50.35%	47.23%	46.78%	49.85%	50.89%
% Trung hạn	20.86%	16.90%	22.79%	26.73%	18.87%	16.05%	16.37%	15.77%	13.05%	9.69%	8.51%
% Dài hạn	33.36%	25.98%	26.88%	21.36%	26.78%	30.92%	33.28%	37.00%	40.17%	40.46%	40.60%

Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Phân tích chính sách tiền tệ

Kỷ nguyên tiền rẻ trên toàn cầu đã khép lại, nhiều động thái tiếp tục thắt chặt từ Mỹ

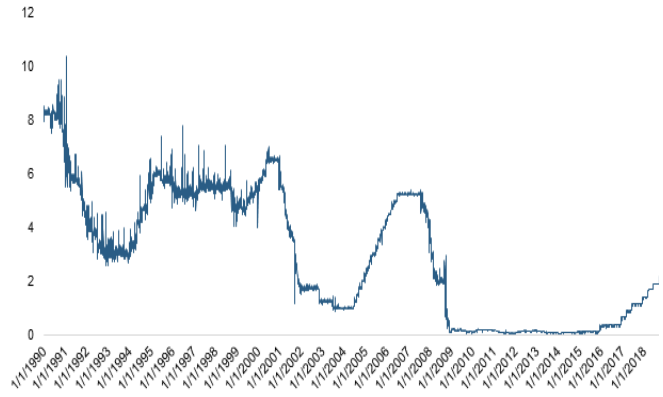
Sau 8 lần nâng lãi suất từ mức 0%, hiện lãi suất cho vay qua đêm các ngân hàng của Mỹ đã lên đến 2 – 2.25%, và dự báo còn tăng 5 lần nữa đến hết 2020 (theo phòng chiến lược lãi suất thuộc Bank of America Merrill Lynch).

Chênh lệch lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm và 2 năm **(Biểu đồ 23)** đã trong xu hướng giảm từ cuối năm 2013 và đã có lúc xuống sát mức 0% trong năm 2018, được xem là 1 trong những tín hiệucảnh bảo một đợt suy thoái mới đang đến gần.

Chính sách tiền tệ của NHNN Việt Nam đang diễn biến theo xu hướng chung của thế giới

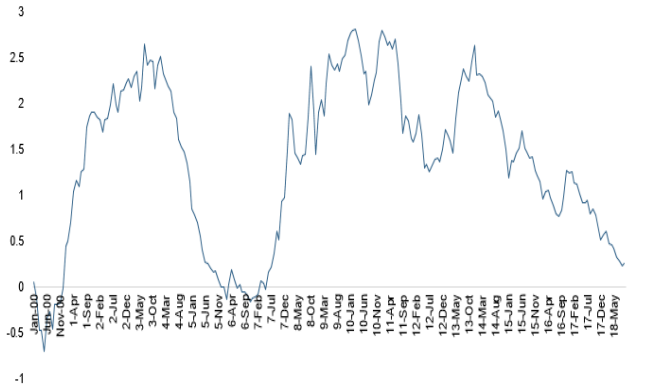
Những động thái về lãi suất gần đây tại thị trường Việt Nam đang có những điểm khá tương đồng và chịu ảnh hưởng nhất định theo các chính sách của Mỹ. Trên quan điểm của chúng tôi, với mục đích hướng tới tăng trưởng kinh tế bền vững, ổn định thị trường lao động và kiểm soát lạm phát trong ngưỡng 2%, hành động của Fed là hợp lý. Qua đó những biện pháp điều hành chặt chẽ của NHTW các nước nói chung và Việt Nam nói riêng là cần thiết trong bối cảnh nhiều rủi ro từ kinh tế toàn cầu đang hiện hữu.

Biểu đồ 22: Biến động lãi suất điều hành của Fed



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 23: Chênh lệch lợi suất TPCP Mỹ 10 và 2 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Áp lực lãi suất sẽ gia tăng trước áp lực vĩ mô và hạn chế công cụ điều tiết

Sau một thời gian giảm liên tục từ cuối năm 2016 và duy trì ở mức thấp, lãi suất liên ngân hàng đã bật tăng trở lại từ Q2/2018 và đang có những tác động nhất định đến lãi suất vay mượn tại các NHTM. Lãi suất huy động theo đó cũng bắt đầu có dầu hiệu tăng lên đặc biệt trong thời gian gần đây, một phần

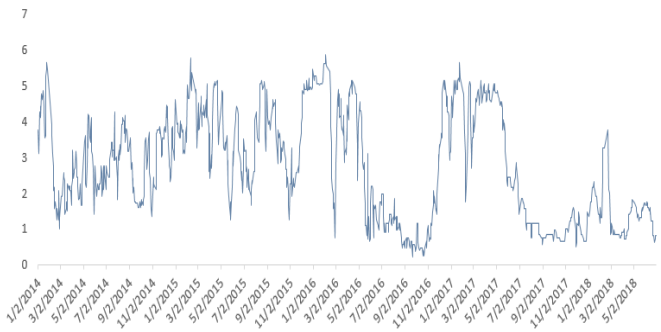
đến từ áp lực của lạm phát và tỷ giá, và theo chúng tôi sẽ sớm ảnh hưởng đến lãi suất cho vay. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá có thể lãi suất sẽ chưa tăng quá mạnh do khả năng điều tiết CS tiền tệ của NHNN vẫn được duy trì tốt như các năm qua. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng một số biện pháp quản lý phi thị trường hiện nay như phân bổ tín dụng cho các ngành nghề ưu tiên, áp trần tỷ giá, lãi suất, … không thể duy trì lâu. Do đó, chúng tôi cho rằng từ năm 2019 và các năm tiếp theo, kinh tế Việt Nam sẽ chịu nhiều áp lực trong việc duy trì tăng trưởng cũng như kiểm soát ổn định lạm phát, lãi suất ở mức thấp và ổn định như thời gian qua.

Lãi suất huy động ổn định trong khi lãi suất cho vay chịu tác động nhẹ từ thị trường chung

Đối với ACB, lãi suất huy động khá ổn định và không chịu tác động nhiều của lãi suất thị trường trong thời gian qua, nhờ duy trì được mức tăng trưởng tốt tiền gửi không kỳ hạn cũng như các loại tiền gửi khác với nền tảng khách hàng khá tốt của mình **(Biểu đồ 25).**

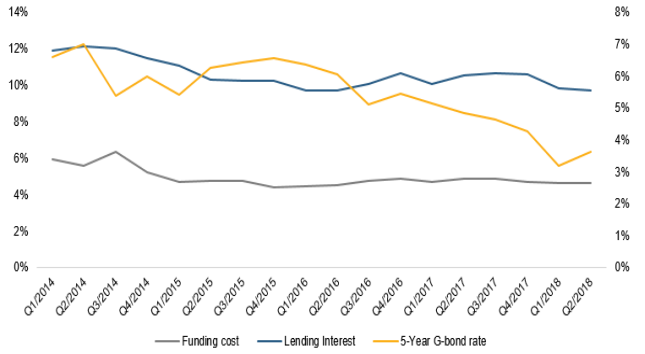
Trong khi đó, lãi suất cho vay, dù không nhiều nhưng có mức tương quan nhất định đối với lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm nên nhiều khả năng bị ảnh hưởng hơn bởi biến động lãi suất trên thị trường. Để duy trì mức độ cạnh tranh, ACB đã cổ gắng duy trì mức lãi suất đầu ra ổn định trong các năm qua, tuy nhiên do áp lực chung từ thị trường nên nhiều khả năng lãi suất cũng sẽ tăng nhẹ trong thời gian tới **(Biểu đồ 25).**

Biểu đồ 24: Biến động lãi suất liên ngân hàng qua đêm



Nguồn: SBV

Biểu đồ 25: Tương quan lợi suất TPCP và ACB



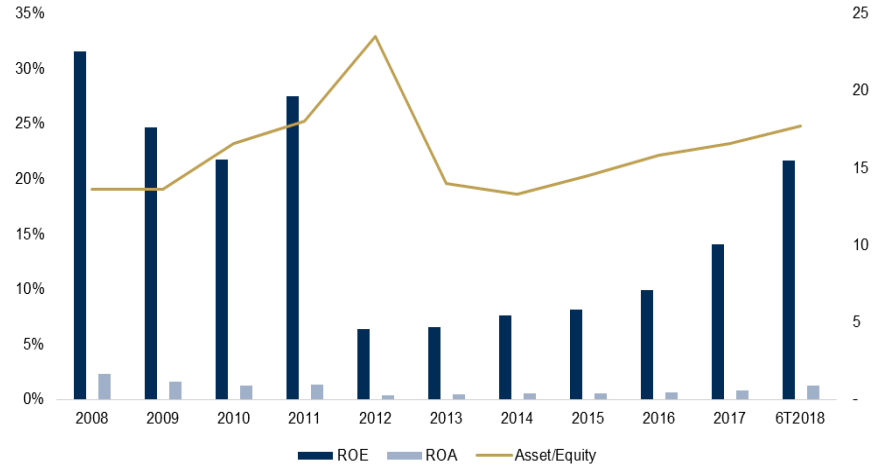
Nguồn: ACB, Bloomberg, KBSV tổng hợp và ước tính

ROE

ROE nằm luôn trong Top đầu ngành ngân hàng, thể hiện đúng chiến lược cũng như lợi thế cạnh tranh tốt của ACB

ROE của ACB liên tục được cải thiện và đạt 14.08% trong năm 2017. Tính riêng trong năm này, ACB chỉ đứng sau VPB và TCB do VPB tham gia thị trường tín dụng tiêu dùng tín chấp với lãi suất cho vay cao, còn TCB năm 2017 ghi nhận khoản mục lãi đột biến từ khoản trả phí bảo hiểm hợp tác độc quyền. Có thể thấy ACB cân bằng khá tốt giữa việc mở rộng tín dụng cũng như hiệu quả sinh lời trên tài sản, cho thấy hiệu quả kinh doanh của ACB khá bền vững và có thể tiếp tục được mở rộng trong những năm tiếp theo **(Biểu đồ 26)**.

Biểu đồ 26: Biến động ROE và ROA



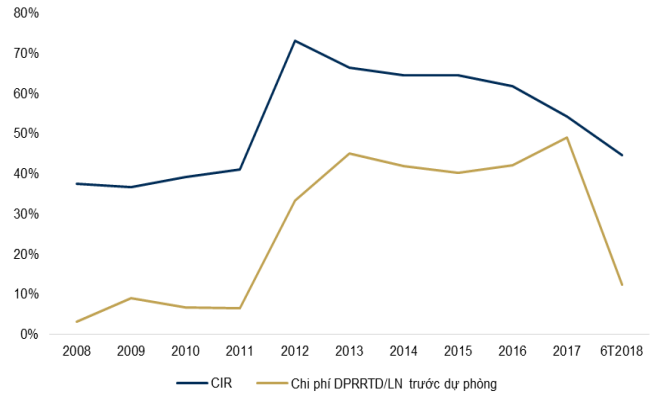
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Hiệu quả hoạt động

Dù CIR còn cao so với ngành, khả năng kiểm soát chi phí hoạt động ngày một cải thiện

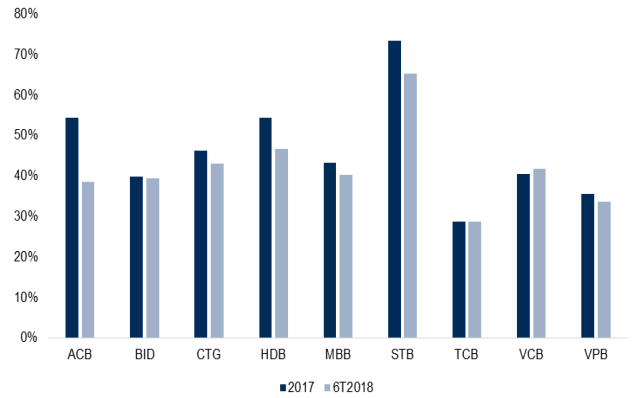
Mặc dù CIR của ACB đã liên tục giảm từ mức rất cao 73.19% năm xuống chỉ còn 44.74% 1H 2018, đây vẫn là mức cao trong nhóm ngân hàng chúng tôi theo dõi. Nguyên nhân đến từ việc một lượng lớn tài sản không sinh lời đã tồn đọng trên báo cáo của ACB quá lâu, cũng như chi phí phải bỏ ra phục vụ tái cấu trúc hoạt động. Với việc các tài sản xấu đã được giải quyết triệt để, cơ hội giảm dần CIR trong các năm tới đây của ACB là rõ rang **(Biểu đồ 27)**.

Biểu đồ 27: Biến động CIR và Dự phòng RRTD



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 28: So sánh CIR ngành ngân hàng



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Chỉ số an toàn vốn

Dư địa mở rộng huy động còn cao giúp giảm áp lực cho LDR

LDR theo TT 36 của ACB tại 1H là 77.6%, khá sát mức trần cho phép của NHNN là 80% **(Biểu đồ 29)**, tuy nhiên theo quan điểm của chúng tôi, áp lực về thanh khoản của ACB không cao do có nhiều khoản cho vay hướng tới khách hàng cá nhân với khả năng xoay vòng vốn nhanh. Thêm nữa, hiện ACB còn nhiều dư địa huy động từ thị trường 2 và giấy tờ có giá (tỷ trọng đang là 5.1% và 1.27% 1H2018), các kênh huy động đang được tận dụng nhiều hiện nay.

Cơ cấu cho vay an toàn cùng khả năng xoay vòng vốn nhanh hỗ trợ

Chúng tôi ưa thích sử dụng hệ số Tổng TS/Vốn CSH để phân tích mức rủi ro tín dụng của ngân hàng. Tỷ lệ an toàn tham khảo từ Moody's là 10x. Tỷ lệ này của

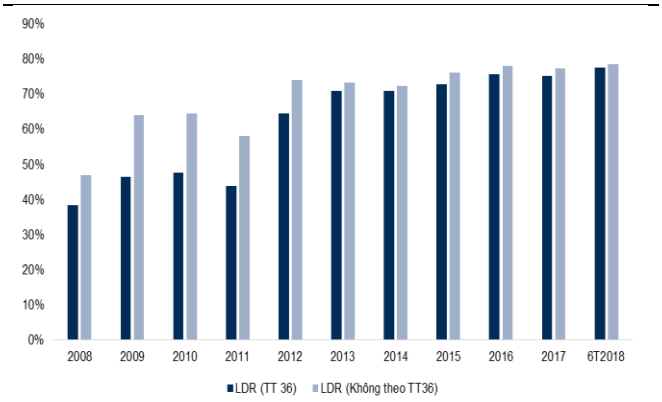
tăng trưởng dù đòn bẩy lớn

ACB cuối năm 2017 là 17.74x và có dấu hiệu tiếp tục mở rộng, khiến dư địa tăng trưởng tín dụng bị thu hẹp, hoặc ACB sẽ phải tăng cường huy động các nguồn vốn có chi phí cao hơn để hỗ trợ hoạt động này **(Biểu đồ 31)**.

CAR cao vừa hỗ trợ ACB không chịu áp lực tăng vốn, vừa giúp mở rộng tín dụng

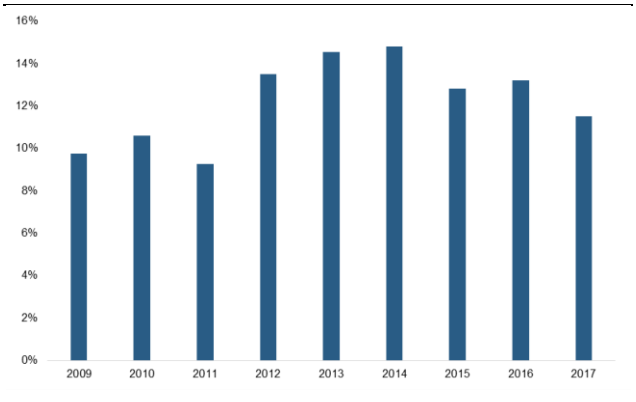
Một chỉ số khác theo lý thuyết khá hiệu quả là tỷ lệ an toàn vốn CAR. Theo quy định của Basel II, mức tối thiểu CAR của các ngân hàng đến năm 2020 là 8%. Với nguồn vốn khá dồi dào và dư địa huy động thêm từ nguồn cấp 2, ACB có thể duy trì mức CAR từ 12 – 13% trong các năm tới dù đi kèm rủi ro gia tăng chi phí đầu vào. Theo đánh giá của chúng tôi, ACB có khả năng tuân thủ Basel II theo thời hạn đến năm 2020 mà không cần tăng thêm vốn **(Biểu đồ 30)**.

Biểu đồ 29: Biến động LDR của ACB qua các năm



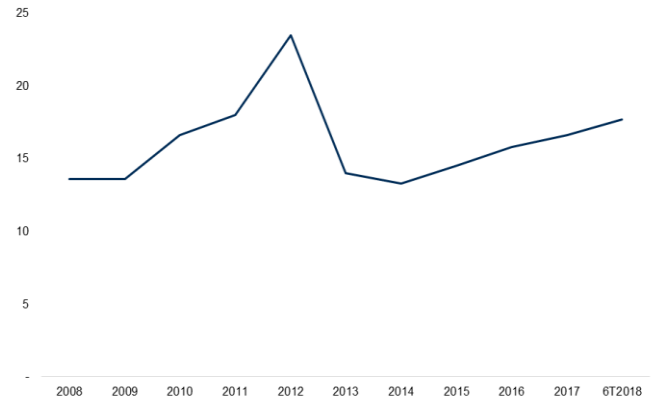
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 30: Biến động CAR của ACB qua các năm



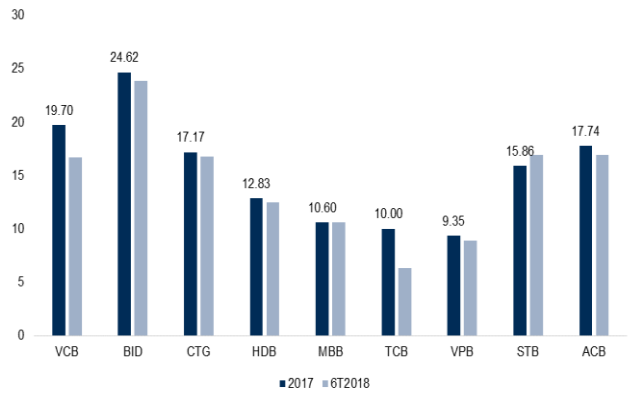
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 31: Tỷ lệ đòn bẩy của ACB hàng năm



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 32: So sánh tỷ lệ đòn bẩy ngành ngân hàng



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Chất lượng tài sản

Nợ xấu của ACB ở nhóm thấp nhất ngành ngân hàng, tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu cao

Đối với ACB, sự quyết liệt của BLĐ giúp tỷ lệ nợ xấu liên tục giảm kể từ năm 2013 xuống chỉ còn 0.7% năm 2017, NPL 1H2018 là 0.78% **(Biểu đồ 33)**, chỉ tăng nhẹ và hiện vẫn ở nhóm thấp nhất nhóm 9 ngân hàng theo dõi. So sánh với tỷ lệ nợ quá hạn, cách biệt giữa 2 khoản mục này liên tục được thu hẹp và hiện không còn quá đáng kể cho thấy ACB giảm bớt rủi ro đối với nợ tiềm tàng nhóm 2.

2 khoản tiền gửi trị giá 772 tỷ và 400 tỷ VND từ năm 2015 tại 2 ngân hàng 0 đồng là GPBank và VNCB sau khi được phân loại nợ nhóm 4 và 5 đều đã được trích lập đầy đủ. Hiện ACB đã nhận chuyển nhượng số TP mệnh giá 500 tỷ VND của một CTCP trong nước để cấn trừ 520 tỷ VND tiền gửi có kỳ hạn tại GPBank. Bên cạnh đó là hai BĐS khác có giá trị 65 tỷ và 62 tỷ VND. Đối với số tiền tại

VNCB (nay là CBBank), sau khi được NHNN mua lại, hàng năm NH này sẽ phải trả của ACB 1/5 nợ gốc cộng 2% lãi.

Tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu của ACB tăng dần đều và đã đạt mức trên 100% trong 3 năm trở lại đây, và nếu so với ngành thì ACB cùng với VCB chính là 2 ngân hàng có mức dự phòng bao phủ nợ xấu cao nhất hiện nay **(Biểu đồ 35)**.

LLR điều chỉnh giúp tăng sự tự tin vào chất lượng tín dụng của ACB

Tuy nhiên, nhằm phản ánh trung thực hơn mức độ rủi ro dư nợ của ngân hàng, chúng tôi sử dụng tỷ lệ LLR điều chỉnh, tính riêng tỷ lệ bao phủ nợ đối với nợ quá hạn, gồm cả nợ nhóm 2, một khoản mục đặc biệt rủi ro đối với các ngân hàng theo định hướng bán lẻ. Tỷ lệ này ở ACB cuối năm 2017 là 55.55% **(Biểu đồ 35)**, tính trên tổng nợ QH là 1,839.2 tỷ VND, mức rủi ro tối đa mà ACB phải gánh chịu sẽ là khoảng 817.44 tỷ, so sánh với vốn CSH đến hết năm 2017 của ACB thì tỷ lệ Vốn CSH/Rủi ro tối đa là 19.6, một mức rất an toàn trong ngành.

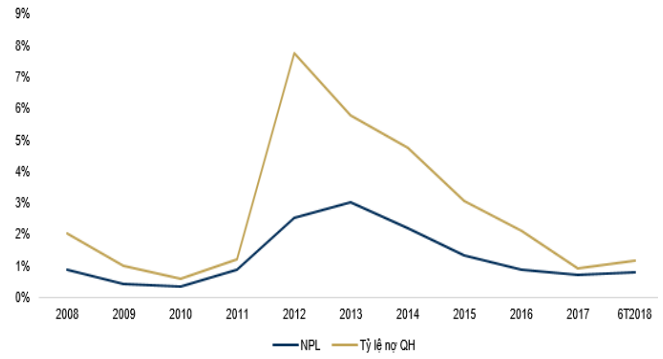
Nợ tiềm ẩn từ lãi và phí phải thu thấp, giảm các rủi ro bất ngờ

Một chỉ số nữa cần theo dõi sát sao là tỷ trọng các khoản lãi, phí phải thu so với tổng tín dụng, do thường không được thuyết minh kỹ nên tiềm ẩn khá nhiều rủi ro. Tỷ lệ này tính đến hết 6T2018 của ACB ở mức 3.11%, giảm mạnh từ mức 9.96% năm 2013 **(Biểu đồ 37)**, giúp ngân hàng giảm bớt những rủi ro bất ngờ gây thiệt hại lớn. Đây cũng là một mức khá an toàn so với các ngân hàng khác.

Tỷ trọng cho vay xây dựng và BĐS - các ngành nghề rủi ro, thấp

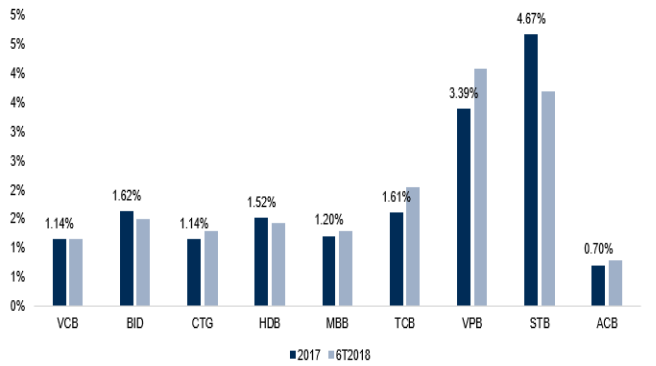
Tỷ trọng cho vay BĐS của ACB đang cho vay lĩnh vực này khá thấp, chỉ ở mức 1.65%, thấp hơn nhiều so với các tổ chức tín dụng khác như BIDV (4.33%), Techcombank (12.04%) và VPBank (8.51%), … giúp giảm rủi ro biến động của chu kỳ ngành BĐS **(Biểu đồ 37)**.

Biểu đồ 33: Biến động tỷ lệ nợ xấu và nợ quá hạn



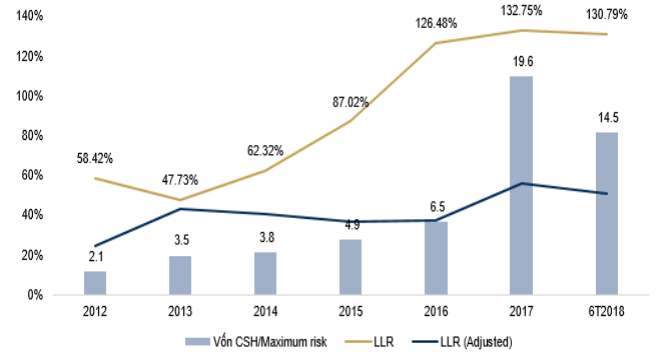
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 34: So sánh nợ xấu ngành ngân hàng



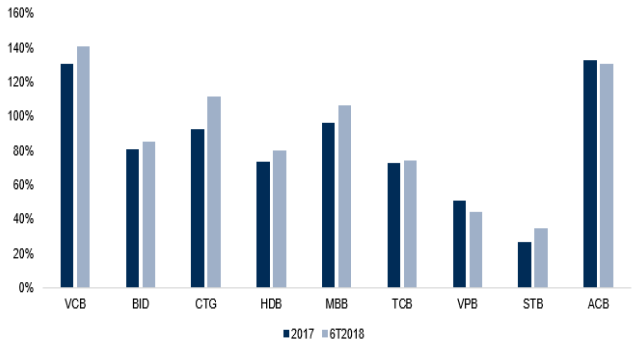
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 35: Biến động tỷ lệ LLR và LLR điều chỉnh



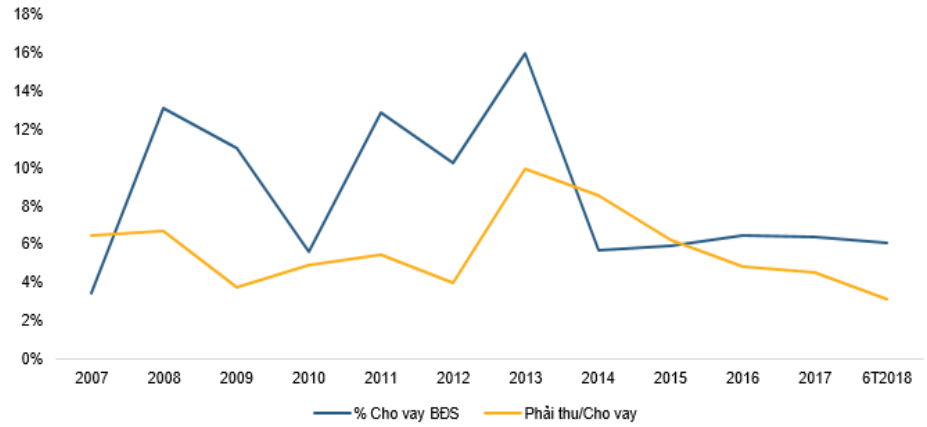
Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 36: So sánh tỷ lệ LLR ngành ngân hàng



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 37: Biến động tỷ lệ phải thu/Cho vày và tỷ lệ cho vay BĐS



Nguồn: KBSV tổng hợp và ước tính

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp là chiết khấu lợi nhuận thặng dư, so sánh P/E và P/B với tỷ trọng 50 – 30 – 20 để định giá cổ phiếu ACB.

Dự phóng kết quả 2018

- **Tín dụng tăng trưởng 15%** — Với những diễn biến đã qua thì khả năng ACB không được nới room tín dụng là khá cao, do đó cho năm 2018, chúng tôi dự phóng ACB sẽ tận dụng hết mức tăng trưởng tín dụng cho phép của NHNN là 15%.
- **Tăng trưởng huy động 16%** — Mặc dù mức tăng trong 6 tháng đầu năm khá thấp (8.5%), xu hướng gia tăng huy động cuối năm cùng việc phải tuân thủ quy định về LDR khiến chúng tôi cho rằng tăng trưởng huy động sẽ đạt 16% cả năm 2018.
- **Lãi suất cho vay TB đạt 9.6%** — Mặc dù lãi suất giảm nhẹ trong 6 tháng đầu 2018 để duy trì khả năng cạnh tranh, tuy nhiên với áp lực chung từ thị trường cùng áp lực từ thanh khoản sẽ khiến lãi vay tăng nhẹ trong 6 tháng cuối năm.
- **Lãi suất huy động TB đạt 4.6%** — Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục xu hướng đi lên theo đà lên của lãi suất thị trường, thanh khoản liên ngân hàng không còn dồi dào như các quý đầu năm cũng như cạnh tranh huy động ngày càng gay gắt.
- **NIM thu hẹp còn 3.45%** — Với những áp lực chung từ phía thị trường khiến chúng tôi cho rằng NIM sẽ thu hẹp nhẹ 7bps so với năm 2017, các năm tiếp theo sẽ được duy trì.
- **Thu nhập lãi thuần tăng 15.34%** — Theo đó, thu nhập lãi thuần năm nay sẽ chỉ còn tăng trưởng ở mức 15.34%, thấp hơn so với mức 22.72% của năm 2017.
- **Lãi dịch vụ tăng trưởng 40%** — Động lực chính vẫn đến từ tăng trưởng lãi phí thanh toán cùng hoạt động môi giới, đại lý bảo hiểm với mức tăng lần lượt là 25.6% và 50%.
- **Lãi từ bonds giảm do không còn ghi nhận LN đột biến** — Hoạt động kinh doanh chứng khoán tăng gấp đôi đạt khoản 58.5 tỷ nhờ việc chốt lời mạnh khi lãi suất chạm đáy hồi Q2. Trong khi hoạt động thu hồi chứng khoán đầu tư sẽ không còn khoản đột biến như năm 2017.
- **Lãi khác có thể đạt 1,200 tỷ VND** — Với việc đã trích mạnh tay trong các năm trước thì nay chính là thời điểm ACB gặt hái thành quả, thu hồi nợ trong 6 tháng cuối năm dự kiến đạt 500 tỷ VND.
- **CIR giảm còn 43%** — Với việc liên tục cải thiện hiệu quả hoạt động trong thời gian qua, chúng tôi dự phóng CIR sẽ tiếp tục giảm nhẹ so với mức 44.74% của 6 tháng đầu 2018.
- **Trích lập giảm mạnh còn 1,142 tỷ VND** — Với việc đã xử lý hoàn toàn các khoản nợ xấu nhóm 6 công ty và trái phiếu VAMC, chi phí trích lập 2018 của ACB sẽ giảm mạnh.
- **LNST đạt 5,063.8 tỷ VND** — LNTT theo dự phòng của chúng tôi đạt 6,329.8 tỷ VND, cao hơn mức kế hoạch của NH là 5,699 tỷ VND. Theo đó LNST đạt 5,063.8 tỷ VND, tăng trưởng 139.1% so với năm 2016. EPS sau pha loãng năm 2018 dự kiến là 4,497.5 VND/cp.

Bảng 4: Dự phóng kết quả kinh doanh ACB

Tỷ VND	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	8,457.80	9,755.50	10,203.10	11,057.80	12,163.50	13,379.90
Tổng thu nhập ngoài lãi	2,981.20	3,352.50	3,644.90	4,043.90	4,249.40	4,976.00
Tổng thu nhập hoạt động	11,439.00	13,108.00	13,848.00	15,101.70	16,412.90	18,355.90
Chi phí hoạt động	-6,217.40	-5,636.40	-5,539.20	-6,040.70	-6,072.80	-6,791.70
LN trước dự phòng	5,221.60	7,471.60	8,308.80	9,061.00	10,340.10	11,564.20
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-2,565.30	-1,141.50	-1,297.80	-1,456.70	-1,602.40	-1,762.60
Tổng lợi nhuận trước thuế	2,656.20	6,330.10	7,011.00	7,604.30	8,737.70	9,801.60
Lợi nhuận sau thuế	2,118.00	5,064.00	5,609.00	6,083.40	6,990.20	7,841.30

Nguồn: KBSV

Với mức giá hiện tại của ACB, P/E forward cho năm 2018 là 7.47x, khá hấp dẫn so với mức tăng trưởng EPS cao trên 70% của năm 2018 cũng như mức tăng trưởng 10 – 15%/năm trong 5 năm tiếp theo trong giả định thận trọng.

Book value dự phòng cho năm 2018 là 21,094.7 tỷ VND, tương ứng với BVPS pha loãng năm 2018 là 18,736 VND/cp. P/B forward cho năm 2018 là 1.79x

Đối với phương pháp P/E; P/B, chúng tôi lựa chọn các ngân hàng trong nước 7 ngân hàng trong nước là VCB, BID, CTG, HDB, MBB, TCB và VPB để so sánh. Theo đó mức P/E và P/B trung bình ngành gần nhất lần lượt là 12.87 và 2.24. Trên quan điểm thận trọng chúng tôi đặt P/E kỳ vọng là 10 và P/B kỳ vọng là 2.0.

Với EPS 2018 là 4,497.5 VND/cp và BVPS 2018 là 18,736 VND/cp, mức giá hợp lý đối với ACB theo 2 phương pháp này lần lượt là 44,977 VND/cp và 37,472 VND/cp.

Bảng 5: So sánh chỉ số ngành ngân hàng

	NIM	ROE	ROA	P/E	P/B
VCB	2.49%	18.09%	1.00%	20.03	3.87
BID	2.91%	14.94%	0.63%	14.81	2.39
CTG	2.77%	12.02%	0.73%	12.78	1.47
HDB	4.07%	16.24%	1.15%	13.80	2.65
MBB	4.19%	12.42%	1.22%	10.95	1.66
TCB	3.89%	27.71%	2.55%	9.83	1.86
VPB	8.72%	27.48%	2.54%	7.92	1.78
Average				**12.87**	**2.24**

Nguồn: KBSV

Giả định của phương pháp chiết khấu

Đối với phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (RIM), các giả định của chúng tôi được chọn lọc theo bảng dưới đây

Bảng 6: Giả định phương pháp chiết khấu

Lợi suất phi rủi ro	4.54%
Lợi suất TB thị trường	18.70%
Beta	0.68
Chi phí vốn cổ phần	14.17%
Thời gian dự phóng	5 năm

Nguồn: HNX, Bloomberg, KBSV ước tính

Bảng 7: Định giá theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ VND		**2018F**	**2019F**	**2020F**	**2021F**	**2022F**
Lợi nhuận sau thuế		5,064.0	5,609.0	6,083.4	6,990.2	7,841.3
Lợi nhuận thặng dư		2,989.1	3,783.9	4,645.9	5,636.4	6,747.6
Chi phí vốn R	14.17%					
g	2%					
Tổng giá trị hiện tại (PV)	44,592.7					
Giá trị hợp lý ACB (VND/cp)	**39,606**					

Nguồn: KBSV

Theo đó mức giá trị hợp lý theo phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư (RIM) khoảng 39,606 VND/cp.

Tổng hợp các phương pháp định giá, chúng tôi đưa ra mức giá trị hợp lý của cổ phiếu ACB là 40,790 VND/cp, tiềm năng tăng giá 21.4% so với thời điểm định giá. Dựa trên những luận điểm đã phân tích và mức giá tính toán, chúng tôi ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ACB trong mục tiêu ngắn đến trung hạn. Trong dài hạn, chúng tôi sẽ cần theo dõi thêm khả năng cạnh tranh của ACB trong mảng bán lẻ để đánh giá chính xác mức tăng trưởng của ngân hàng.

Bảng 8: Tổng hợp các phương pháp định giá

Phương pháp	**Hiện tại**	**2018F**	**Giá dự phóng**	**Tỷ trọng**	**Giá theo tỷ trọng**
Chiết khấu lợi nhuận thặng dư			39,606	50%	19,803
P/E	11.64	7.47	44,977	30%	13,493
P/B	1.99	1.79	37,472	20%	7,494
Giá (VND/cp)	**33,600**				**40,790**

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

Thông tin tài chính

Kết Quả kinh doanh

Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	6T/2018
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	14,082	16,448	20,320	11,390
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	-8,198	-9,556	-11,862	-6,529
Thu nhập lãi thuần	5,884	6,892	8,458	4,861
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	1,021	1,274	1,575	974
Chi phí hoạt động dịch vụ	-276	-330	-386	-227
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	745	944	1,188	747
Lãi/(lỗ) thuần từ HĐKD ngoại hối và vàng	121	230	237	147
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán CKKD	15	72	25	-29
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán CKĐT	-808	-886	603	63
Thu nhập từ hoạt động khác	276	296	952	775
Chi phí hoạt động khác	-33	-11	-61	-69
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	243	285	892	706
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	22	25	36	13
Tổng thu nhập hoạt động	6,220	7,563	11,439	6,508
Chi phí hoạt động	-4,022	-4,678	-6,217	-2,912
LN thuần từ HĐKD trước CF DPRRTD	2,199	2,885	5,222	3,596
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-885	-1,218	-2,565	-445
Tổng lợi nhuận trước thuế	1,314	1,667	2,656	3,151
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-284	-339	-556	-691
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-2	-3	18	2
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-286	-342	-538	-689
Lợi nhuận sau thuế	1,028	1,325	2,118	2,462
Cổ đông của Công ty mẹ	1,028	1,325	2,118	2,462

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Trực tiếp - Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	6T/2018
Thu nhập lãi và các khoản tương đương	14,537	16,097	19,993	12,600
Chi phí lãi và các khoản tương đương	-8,193	-8,961	-11,328	-6,370
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ nhận được	745	944	1,188	747
Thu nhập thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	656	525	533	256
Thu nhập khác	39	201	521	194
Tiền thu các khoản nợ đã được xử lý	148	79	369	510
Thanh toán cho nhân viên và nhà cung cấp	-3,743	-4,298	-4,921	-3,131
Tiền chi nộp thuế thu nhập doanh nghiệp	-288	-360	-558	-351
Lãi/lỗ trước những thay đổi vốn lưu động	3,901	4,226	5,799	4,455
(Tăng)/Giảm các khoản tiền gửi và cho vay các TCTD khác	-2,275	3,141	-1,157	-3,265
(Tăng)/giảm các khoản về kinh doanh chứng khoán	-960	-6,132	-7,513	4,094
(Tăng)/Giảm các khoản cho vay khách hàng	-17,708	-28,053	-35,112	-23,348
Tăng/(Giảm) nguồn dự phòng để bù đắp tổn thất các khoản	-1,145	-1,330	-4,661	-27
(Tăng)/Giảm khác về tài sản hoạt động	-140	624	-546	690
Tăng/(Giảm) các khoản nợ chính phủ và NHNN	5,179	-5,179	0	0
Tăng/(Giảm) các khoản tiền gửi và vay các TCTD khác	-3,712	-198	13,219	-879
Tăng/(Giảm) tiền gửi của khách hàng	20,305	32,132	34,342	26,409
Tăng/(Giảm) vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và các TCTD khác	-27	-39	14	-1
Tăng/(Giảm) phát hành giấy tờ có giá	-3	486	146	-126
Tăng/(Giảm) khác về công nợ hoạt động	-327	97	334	563
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD trước thuế thu nhập DN	3,057	-193	4,891	8,581
Lưu chuyển tiền thuần từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,046	-198	4,886	8,577
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-261	-585	-713	-139
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	337	2	25	24
Mua sắm Bất động sản đầu tư	-65	-181	0	0
Tiền thu từ bán, thanh lý bất động sản đầu tư	42	38	15	20
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	65	224	6	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	12	34	32	17
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	131	-468	-636	-78
Tiền thu từ phát hành giấy tờ có giá dài hạn	0	3,054	0	0
Tiền chi thanh toán giấy tờ có giá dài hạn	0	0	0	-3,000
Cổ tức đã trả	-627	0	-130	-100
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	-628	3,054	-130	-3,100
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,549	2,389	4,120	5,399
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	9,641	12,190	14,579	41,055
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	0	0	0	-24
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	12,190	14,579	18,699	46,429

Source: Fiinpro

Bảng cân đối kế toán

Tỷ VNĐ	2015	2016	2017	Q2/2018
TỔNG TÀI SẢN	201,457	233,681	284,316	309,968
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	2,806	3,541	4,852	5,340
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	4,609	5,119	8,315	7,070
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	10,122	8,152	8,942	17,355
Chứng khoán kinh doanh	101	1,183	1,237	1,118
Chứng khoán kinh doanh	103	1,211	1,240	1,276
Dự phòng giảm giá chứng khoán kinh doanh	-3	-28	-3	-157
Các công cụ tài chính PS và các tài sản tài chính khác	48	16	0	0
Cho vay khách hàng	133,808	161,604	196,669	219,589
Cho vay khách hàng	135,348	163,401	198,513	221,861
Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng	-1,541	-1,797	-1,845	-2,272
Chứng khoán đầu tư	38,679	42,802	52,718	49,659
Chứng khoán đầu tư sẵn sàng để bán	11,941	10,963	8,008	7,413
Chứng khoán đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	28,822	34,824	45,152	42,724
Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư	-2,084	-2,985	-441	-478
Góp vốn, đầu tư dài hạn	208	190	190	190
Đầu tư vào công ty con	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty liên doanh	2	2	2	2
Đầu tư dài hạn khác	217	200	194	194
Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	-11	-11	-6	-6
Tài sản cố định	2,480	2,851	3,008	3,126
Tài sản cố định hữu hình	2,054	2,339	2,475	2,628
Tài sản cố định thuê tài chính	0	0	0	0
Tài sản cố định vô hình	425	512	533	498
Bất động sản đầu tư	62	212	256	236
Tài sản Có khác	8,536	8,010	8,131	6,285
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	201,457	233,681	284,316	309,968
Tổng nợ phải trả	188,669	219,618	268,285	291,649
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	5,179	0	0	0
Tiền gửi và vay các Tổ chức tín dụng khác	2,433	2,235	15,454	14,575
Tiền gửi của khách hàng	174,919	207,051	241,393	267,802
Các công cụ tài chính PS và các khoản nợ tài chính khác	0	0	11	26
Vốn tài trợ, uỷ thác đầu tư của CP và các TCTD khác	162	123	137	136
Phát hành giấy tờ có giá	3,075	6,615	6,761	3,635
Các khoản nợ khác	2,902	3,594	4,531	5,476
Vốn chủ sở hữu	12,788	14,063	16,031	18,319
Vốn của tổ chức tín dụng	8,711	8,711	9,608	10,593
Vốn điều lệ	9,377	9,377	10,273	11,259
Vốn đầu tư XDCB	0	0	0	0
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu Quỹ	-666	-666	-666	-666
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn khác	0	0	0	0
Quỹ của tổ chức tín dụng	2,374	2,590	2,914	2,914
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0	-24
Chênh lệch đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	1,702	2,761	3,510	4,836
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
CHỈ TIÊU NGOẠI BẢNG				
Bảo lãnh vay vốn	52	61	47	43
Cam kết giao dịch hối đoái	10,188	15,211	37,958	44,862
Cam kết L/C	3,858	4,444	4,120	4,731
Bảo lãnh khác	4,688	5,553	6,150	6,074

Chỉ tiêu tài chính

	2013	2014	2015	2016	2017	TTM Q2/2018
NPL	3.03%	2.18%	1.31%	0.87%	0.70%	0.78%
Loan-loss reserves/NPLs	-47.73%	-62.32%	-87.02%	-126.49%	-132.74%	-130.79%
Loan-loss reserves/Loans	1.44%	1.36%	1.14%	1.10%	0.93%	1.02%
Equity/Assets	7.51%	6.90%	6.35%	6.02%	5.64%	5.91%
Net Interest Margin (NIM)	2.99%	3.03%	3.34%	3.38%	3.47%	3.39%
Non-interest income/ Net Interest Income	22.16%	23.72%	5.36%	9.37%	34.82%	28.48%
Cost-to-Income Ratio	-66.54%	-64.61%	-64.65%	-61.86%	-54.35%	-38.47%
P/E	35.17	30.54	29.72	21.94	15.40	10.74
P/B	2.32	2.34	2.27	2.07	1.99	2.11
ROE %	6.58%	7.64%	8.17%	9.87%	14.08%	21.51%
ROA %	0.48%	0.55%	0.54%	0.61%	0.82%	1.24%

Source: Fiinpro

Hệ thống khuyến nghị đầu tư

Mua: +15% hoặc cao hơn

Nắm giữ: trong khoảng +15% và -15%

Bán: -15% hoặc thấp hơn

KHUYẾN CÁO

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Tầng 1&3, Sky City Tower, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
Điện thoại: (84) 24 7303 5333 - Fax: (84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam
Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:
Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam
Điện thoại: (84) 28 7303 5333 - Fax: (84) 28 3914 196

LIÊN HỆ

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

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

Hotmail: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn