

Tài chính/Ngân hàng

20 tháng 8 năm 2009

# NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU

Sàn giao dịch: HASTC

Mã CK: ACB

## Phần I: Tổng quan

- ACB đứng vị trí thứ 3, sau NHTMCP Vietcombank và Vietinbank mới cổ phần hóa, về quy mô tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, dư nợ tín dụng và vốn huy động. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của ACB vượt trội so với các ngân hàng khác trong khối NHTMCP. Tỷ lệ sinh lời ROA và ROE năm 2008 cao, tương ứng là 2,06% và 28,12%, so với mức trung bình ngành chỉ ở mức 1,66% và 20,77%.
- Lợi nhuận trước thuế của ACB nửa đầu năm 2009 là 1,330 tỷ VNĐ, tăng 27,86% so với 1H-2008 và hoàn thành 49,28% kế hoạch năm. Đây là kết quả kinh doanh hợp nhất của ACB sau khi đã soát xét. Cơ cấu thu nhập từ hoạt động tín dụng của riêng Ngân hàng ACB chiếm 32% (387 tỷ VNĐ), thu từ hoạt động kinh doanh trái phiếu và liên ngân hàng là 22% (259 tỷ VNĐ) và thu nhập từ dịch vụ, hoạt động kinh doanh ngoại hối và kinh doanh vàng đạt 46% (554 tỷ VNĐ). Thu nhập thuần từ lãi của ACB cao trong H1-2009 được hưởng lợi từ gói kích cầu. Tuy nhiên do xu hướng thắt chặt tín dụng nên trong nửa cuối năm 2009 thu nhập thuần từ hoạt động tín dụng có thể giảm và nếu không có thay đổi trong chính sách quản lý tín dụng thì kế hoạch 2700 tỷ của ACB có thể hoàn thành kế hoạch. Năm 2009, ACB sẽ tăng vốn điều lệ từ 6,356 tỷ lên 7,814 tỷ thông qua hai nguồn: tăng vốn từ trái phiếu chuyển đổi và tăng vốn từ quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ. Với giá giao dịch ngày 20/08/2009 là 47,100 VNĐ/CP, thì PE trailing và PE forward của ACB tương ứng là 12x và 15x; thấp hơn mức trung bình ngành (21x).

Chỉ tiêu tài chính	2006A	2007A	2008A	2009QI+II	2009E
Tổng tài sản	44,645,039	85,391,681	105,306,130	129,788,150	155,745,780
VCSH	1,653,987	6,257,849	7,766,468	7,580,810	9,096,972
Nợ phải trả	42,948,524	79,133,832	97,539,662	122,207,340	146,648,808
LNTT	687,219	2,126,815	2,550,580	1,330,603	2,770,155
LNST	505,428	1,759,793	2,210,682	1,045,221	2,077,616
EPS	4,527	8,624	5,028	3,899	3,066
BV	15,422	23,793	12,219	11,927	11,600
Trailing P/E		18.91	5.6	12.3	15.3
KLCPĐLH ('000)	263,005,997	253,010,652	635,581,278	635,581,278	781,413,755

(Nguồn: BCTC của ACB)

Đơn vị: triệu VNĐ

Analyst: Trần Thu Lan

ttlan@vcbs.com.vn



Giá (20/08/2009) :47,100

Hastc Index (20/8/2009):155.82

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu (20/08/2009)

Khoảng giá 52 tuần ('000 VNĐ)	22.7-101.8
Vốn hóa thị trường (tỉ.VNĐ)	30,317 (5,6%)
KLGD bình quân 30 ngày(CP)	2,359,063
VĐL('000 VNĐ)	6,355,812,780
Cơ cấu sở hữu (%)	
Standard Chartered Bank:	15
Connaught Investor Ltd:	7.3
Dragon Financial Holding:	6.8
Sở hữu khác:	70

### Chỉ số tài chính

Năm	2007	2008	2009F
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Tổng dư nợ TC/Tổng TG	57.59	56.98	62.90
Tổng dư nợ TD/Tổng TS	37.9	30.3	34.7
<b>Khả năng sinh lời</b>			
ROA	1.13	2.06	1.47
ROE	30.56	28.12	24.18
NIM			2.6
<b>Cơ cấu vốn (lần)</b>			
VCSH/Tổng tài sản	7.33	6.8	6.09
VCSH/Tổng dư nợ TD	19.65	22.43	19.43

(Nguồn: VCBS)

## Phần II: Hoạt động kinh doanh HI – 2009

	QI+II 2008	QI+II 2009	% so với 2008	KH 2009 (tỷ VNĐ)	% thực hiện
<b>TTS</b>	103,058,636	129,788,150	25.94%	170,000	80.03%
<b>LNTT</b>	1,040,663	1,330,603	27.86%	2,700	49.28%
<b>Dư nợ cho vay</b>	42,003,545	50,604,176	20.48%	65,000	77.85%
<b>Huy động tiền gửi</b>	60,940,817	90,612,959	48.69%	130,000	69.70%

Nguồn: VCBS tổng hợp từ BCTC

Đơn vị: triệu VNĐ

### Cơ cấu thu nhập

Xét về tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận trước thuế của ACB nửa đầu năm 2009 là 1,330 tỷ VNĐ, tăng 27,86% so với 1H-2008 và hoàn thành 49,28% kế hoạch năm. Đây là kết quả kinh doanh hợp nhất của ACB sau khi đã soát xét. Lợi nhuận trước thuế của riêng Ngân hàng Á Châu, sau khi trích lập dự phòng rủi ro tối đa theo quy định (0,75%) và chưa bao gồm lợi nhuận của các công ty con, đạt trên 1,200 tỷ VNĐ. Trong quý II/2009, lợi nhuận trước thuế của ACB đạt 868 tỷ VNĐ, tăng 88% so với quý I/2009 và tăng 64,1% so với QII-2008. Điều này xuất phát chủ yếu từ hoạt động tín dụng được đẩy mạnh trong quý II/2009, với tốc độ tăng trưởng 47% so với cuối năm 2008 đạt 51,178 tỷ VNĐ trong khi mức tăng trưởng tín dụng trung bình của hệ thống ngân hàng chỉ đạt tương ứng 17% trong H1-2009. Bên cạnh đó, sự phục hồi của thị trường chứng khoán trong quý II đã tạo điều kiện cho tập đoàn cải thiện thu nhập của hoạt động mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư; cụ thể từ lỗ 1,7 tỷ trong quý I lên lãi 146 tỷ trong quý II. Tính đến tháng 7/2009, lợi nhuận trước thuế (sau khi trích lập dự phòng rủi ro tối đa không hoàn nhập dự phòng chứng khoán và chưa bao gồm lợi nhuận các công ty con) đạt trên 1,400 tỷ VNĐ

Xét về cơ cấu thu nhập của riêng ngân hàng, trong H1-2009, hầu hết các Ngân hàng thương mại lớn như Vietcombank, Vietinbank và Sacombank đều có tỉ trọng thu nhập từ hoạt động tín dụng trong tổng thu nhập cao, lên tới 70-80%. Trái lại, lợi nhuận từ hoạt động tín dụng ở ACB chỉ chiếm 32% (387 tỷ VNĐ). Còn lại là thu từ hoạt động kinh doanh trái phiếu và liên ngân hàng, chiếm 22% (259 tỷ VNĐ) và thu nhập từ dịch vụ, hoạt động kinh doanh ngoại hối và kinh doanh vàng đạt 46% (554 tỷ VNĐ), trong đó thu từ dịch vụ và lợi nhuận kinh doanh ở thị trường nước ngoài chiếm đa số. Kinh doanh ngoại hối trong nước hầu như không có lãi.

Tỉ trọng thu nhập lãi thuần thấp là xuất phát từ chính sách tính dụng thận trọng của ACB. Trong cơ cấu tài sản, tỉ trọng các khoản cho vay khách hàng của ACB khá thấp so với mức chung bình ngành. Tỉ trọng này trong quý I và II là 27,16% và 39% - mức chung của ACB suốt từ 2006 trở lại đây; trái lại tỉ trọng này tại các ngân hàng lớn khác như Vietcombank, Sacombank, Vietinbank, Techcombank phổ biến từ 50-65%. Thứ hai, thận trọng cho vay nghĩa là tìm đối tác có chất lượng, nên lãi suất cho vay thường ở mức hợp lý.

Thứ ba, lãi suất huy động cũng đang có xu hướng tăng trong khi lãi suất trần cho vay bị khống chế ở mức 10,5%. Hơn nữa, hoạt động tín dụng chiếm chi phí rất cao, nhất là chi phí nguồn lực và chi phí dự phòng chung. Mức trích lập dự phòng chung là 0,75% cho mỗi khoản vay trong khi chênh lệch lãi suất đầu vào—đầu ra trong cho vay hiện nay chỉ khoảng trên 2%/năm. Cho vay tiêu dùng theo lãi suất thỏa thuận vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu cho vay của ngân hàng, chiếm 12% dư nợ, và 25% nếu tính cả cho vay mua nhà trả góp. Vì vậy, tỉ lệ NIM không thực sự cao.

Cơ cấu thu nhập nửa đầu năm 2009 có đôi nét giống với cơ cấu thu nhập nửa đầu năm 2008, khi thu nhập của ngân hàng đến chủ yếu từ hoạt động tín dụng, ngoại hối và vàng. H1-2008 là thời kỳ cuối của chu kỳ bùng nổ tín dụng và cũng là thời điểm thị trường ngoại hối biến động mạnh nên các ngân hàng có thể giao dịch tỷ giá USD/VND ngoài biên độ quy định thông qua các hợp đồng phái sinh. Trái lại, nửa đầu năm 2009, hoạt động tín dụng của ngân hàng được hưởng lợi từ gói kích cầu của chính phủ. Đồng thời, khai thác thế mạnh từ sàn vàng, hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng đóng góp tới 46% tổng thu nhập của ngân hàng nửa đầu 2009.

Về phía chi phí, tốc độ tăng chi phí nhìn chung thấp hơn tốc độ tăng tổng thu nhập. Theo báo cáo hợp nhất quý II/2009, tổng thu nhập tăng 30- 40% so với quý I/2009 trong khi tổng chi phí chỉ tăng 2% ; đặc biệt chi phí lãi giảm nhẹ và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng giảm 22%. Nhìn chung, ngân hàng đã quản lý chi phí hiệu quả hơn

#### Tốc độ tăng trưởng tài sản

Đơn vị: tỉ VNĐ

Chỉ tiêu	2007A		2008A		2009QI		2009 QII	
	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng
Tiền mặt và kim loại quý	4,927	5.77%	9,309	8.84%	5,848	4.28%	6,166	4.75%
Tiền gửi tại NHNN	5,145	6.02%	2,121	2.01%	1,917	1.40%	2,224	1.71%
Tiền gửi và vay LNH	29,165	34.15%	26,188	24.87%	24,921	18.25%	22,582	17.40%
Chứng khoán kinh doanh	304	0.36%	226	0.22%	210	0.15%	198	0.15%
Các công cụ tài chính	10	0.01%	38	0.04%	0	0.00%	0	0.00%
Cho vay khách hàng	31,676	37.10%	34,604	32.86%	37,086	27.16%	50,604	38.99%
Chứng khoán đầu tư	9,133	10.70%	24,442	23.21%	22,573	16.53%	34,591	26.65%
Góp vốn đầu tư dài hạn	960	1.12%	1,178	1.12%	1,296	0.95%	1,363	1.05%
Tài sản cố định	555	0.65%	789	0.75%	840	0.62%	817	0.63%
Tài sản có khác	3,517	4.12%	6,411	6.09%	41,871	30.66%	11,243	8.66%
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>85,392</b>	<b>100%</b>	<b>105,306</b>	<b>100%</b>	<b>136,562</b>	<b>100%</b>	<b>129,788</b>	<b>100%</b>

Tổng tài sản quý II/2009 của Ngân hàng tăng 23% so với H1-2008 và giảm 5% so với quý I/2009 chủ yếu do các khoản lãi phải thu giảm tới 37 tỷ. Tuy nhiên, các khoản mục tài sản chính như cho vay khách hàng, chứng khoán đầu tư và tiền gửi, tiền vay liên ngân hàng đều có tăng trưởng tốt và phù hợp với điều kiện thực tế của ngành Ngân hàng. Ngân hàng đã đẩy mạnh hoạt động cho vay trên cơ sở hưởng lợi từ gói kích cầu hỗ trợ lãi suất 4%; cụ thể tăng dư nợ cho vay khách hàng lên 51 tỷ vào cuối quý II/2009 từ 31 tỷ /quý I/2009 (tương đương tăng 40%) so với mức tăng trung bình 30% của khối ngân hàng thương mại cổ phần. ACB luôn duy trì tỉ trọng cho vay khách hàng trong tổng tài sản ở mức

thấp nhất, dao động từ 28-38% tổng tài sản, so với các ngân hàng trong hệ thống, phổ biến ở mức 50-60% tổng tài sản

***Mức độ rủi ro thấp nhờ chính sách đầu tư thận trọng***

Danh mục chứng khoán đầu tư của ACB có mức độ rủi ro thấp do tập trung 99% vào chứng khoán đầu tư giữ tới ngày đáo hạn. Đây là loại chứng khoán nợ có thời hạn và lãi cố định nên rủi ro thấp. Đây cũng là một yếu tố cho thấy chính sách thận trọng trong đầu tư của ban lãnh đạo ACB. Khi nền kinh tế chưa thực sự hồi phục mạnh mẽ, thị trường chứng khoán vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro và tín dụng đang có xu hướng bị kiểm soát tăng trưởng nhằm mục tiêu phòng ngừa lạm phát, trái phiếu cũng là một kênh lựa chọn đầu tư hợp lý đối với nguồn tiền nhàn rỗi của ngân hàng.

Trong quý II/2009, ACB đã tăng cường mua vào chứng khoán chính phủ giữ tới ngày đáo hạn lên tới 34 nghìn tỷ, chiếm 26,47% tổng tài sản của Ngân hàng; tăng 55% so với cuối quý I/2009 (22 tỷ). Trái lại, đầu tư vào cổ phiếu giảm 45% còn 395 tỷ VNĐ (chiếm 0,3% tổng tài sản).

Cùng với đẩy mạnh hoạt động tín dụng, nguồn vốn huy động từ khách hàng của ngân hàng cũng tăng nhưng với mức độ thấp hơn, tương ứng 21,12% so với cuối quý I/2009 và tăng 40% so với cuối năm 2008 đạt 91 nghìn tỷ. Đây cũng là mức trung bình của ngành ngân hàng trong nửa đầu năm 2009. Vốn huy động từ khách hàng và từ các tổ chức tín dụng khác là các khoản mục chính trong tổng nguồn vốn của ngân hàng, chiếm tới 72,72% tổng nguồn vốn của ngân hàng. Chính vì vậy ACB luôn đảm bảo tính thanh khoản cao, với tỉ lệ LDR quý II ở 55,6 % và 50% trong quý I. Với cơ cấu tỉ trọng dư nợ thấp (27-37%), tỉ trọng vốn huy động cao (54-70%) và tỉ trọng tài sản có khả năng sinh lời cao (55%), ACB luôn là ngân hàng có khả năng thanh khoản cao nhất trong hệ thống; điển hình là năm 2008— rủi ro thanh khoản là rủi ro chính của hệ thống ngân hàng – ACB vẫn đảm bảo tỉ lệ LDR dưới 57% so với mức trung bình ngành từ 70-90%.

## Phần II: Triển vọng 2009

Lợi nhuận trước thuế (sau trích lập dự phòng rủi ro tín dụng và chưa tính hợp nhất các công ty con) của hầu hết các ngân hàng đều tương đối khả quan và hoàn thành trên 50% kế hoạch năm 2009 (xem bảng). Với kết quả này, các ngân hàng có cơ sở để hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đề ra.

Đơn vị: tỉ VNĐ

	LNTT 6 tháng 2009	KH 2009	%KH	Tổng vốn huy động	Dư nợ cho vay (30/6)	Tổng tài sản (30/6)
ACB	1,200	2,700	44.44%	105,439	50,349	141,750
STB	905	1,600	56.56%	70,152	47,637	82,756
VCB	2,450	3,320	73.80%	181,000	125,700	214,090
CTG	2,100	2,592	81.02%			
TCB	1,031	2,000	51.55%			
MB	720	1,000	72.00%			

Dư nợ tín dụng của ACB hiện nay đã đạt được 77,8% kế hoạch năm 2009. 6 tháng đầu năm tốc độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng đạt 17,01% trong khi mục tiêu tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng năm 2009 hạn chế ở 25%-27%; điều này có nghĩa là mức room tăng trưởng tín dụng cho 6 tháng cuối năm ở mức 8%-10%, đà tăng trưởng tín dụng cuối năm sẽ chịu kiểm soát dưới 25%-27%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng nửa cuối năm 2009 ACB sẽ không đạt được tốc độ tăng trưởng tín dụng cao như H1-2009 (48%). Kế hoạch tăng trưởng tín dụng 90% đề ra trong nghị quyết khó có thể đạt được và tốc độ này chúng tôi dự báo chỉ đạt tối đa khoảng 85%. Nửa đầu năm 2009, chương trình hỗ trợ lãi suất cho vay đã tạo điều kiện cho ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, trong nửa cuối 2009, tín dụng bị thắt chặt 25-27% trong khi lãi suất huy động có xu hướng tăng lên, lãi suất cho vay tăng chậm hơn và chịu khống chế ở mức 10,5%. Chi phí dự phòng rủi ro chiếm 0,75% cùng với các chi phí khác sẽ giảm mức thu nhập ròng từ lãi của ngân hàng. Do đó, tỉ lệ NIM trong H2-2009 có xu hướng thấp hơn so với H1-2009.

Nguồn thu lớn thứ 2 của ACB là từ hoạt động ngoại hối và sản vàng trong cuối năm sẽ khó thể đạt được mức cao như trong H1-2009. Nguồn thu phí từ sản giao dịch vàng cũng giảm do chịu cạnh tranh từ các sản giao dịch vàng mới của các Ngân hàng như Sacombank, Đông Á.

Như vậy hai nguồn thu nhập chính của ngân hàng có xu hướng tăng chậm trong H2-2009. Tuy nhiên thị trường chứng khoán có sự phục hồi trong quý III và dự báo sẽ ổn định trong quý IV, theo giả định của chúng tôi ở mức 550 vào cuối năm 2009, thì nguồn thu từ đầu tư và kinh doanh chứng khoán của ACB có thể được cải thiện và cao hơn nửa đầu năm 2009.

Chúng tôi dự báo rằng ngân hàng sẽ chỉ tăng trưởng tín dụng ở mức 30% trong khi NIM có xu hướng giảm xuống 2.5%-2.7% theo ước tính của chúng tôi. Do đó chúng tôi cho rằng thu nhập lãi ròng sẽ chỉ tăng trong quý H2-2009 khoảng 6% so với H1-2009. Thu nhập từ hoạt động ngoại hối và kinh doanh vàng sẽ giảm 10%. Với giả định thị trường chứng khoán ổn định và Vnindex dao động quanh mức 530-550 vào cuối năm, tăng 75%-83% so với đầu năm. Nguồn thu từ hai công ty con là công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ sẽ góp phần tăng thu nhập cho ngân hàng do hoạt động môi giới và tự doanh có nhiều yếu tố tích cực đồng thời thêm nguồn thu từ việc hoàn nhập dự phòng. Do vậy chúng tôi dự báo rằng lợi nhuận từ hoạt động đầu tư và kinh doanh chứng khoán sẽ tăng khoảng 25%. Đồng thời nguồn thu từ góp vốn mua cổ phần cũng tăng 10% so với H1-2009. Nhờ đó, tổng thu nhập hoạt động của ngân hàng tăng nhẹ 8.13% so với H1-2009.

Về phía chi phí, với giả định tỷ lệ nợ xấu nhóm 3-5 đạt được mức như kế hoạch đề ra trong đầu năm là 3% và chi phí ngoài lãi sẽ tăng 20-30% trong H2-2009 do chi phí tiền lương có xu hướng tăng lên vào cuối năm. Với những giả định này, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế hợp nhất H2-2009 khoảng 1,439 tỷ, tăng 8,13% so với H1-2009. Tính tổng lợi nhuận cả năm ước đạt 2770 tỷ VNĐ, vượt 2,5% kế hoạch đề ra.

ACB sẽ tăng vốn theo nghị quyết đề ra lên 7,814 tỷ từ hai nguồn: tăng vốn từ trái phiếu chuyển đổi phát hành đợt 2 số tiền 1,349 tỷ và tăng vốn từ quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ số tiền 108 tỷ dưới hình thức cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu tỉ lệ 1,41%. Theo đó, khối lượng cổ phiếu lưu hành cuối kì là 781,413,755 CP và khối lượng cổ phiếu lưu hành bình quân trong kì là 677,566,674 CP, tương ứng với EPS forward là 3,066 VNĐ/CP, giảm 21% do pha loãng cổ phiếu so với EPS trailing QII-2009 và giảm 39% so với năm 2008. Với giá giao dịch ngày 20/08/2009 ở 47,100 VNĐ/CP thì PE forward và PB forward của ACB ở mức 15x và 4x, thấp hơn các cổ phiếu ngân hàng khác và thấp hơn mức trung bình ngành (21x và 3x).

# KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo phân tích này thuộc bản quyền VCBS và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được xem xét cẩn trọng. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

## CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 12 & 17, Vietcombank Tower, 198 Trần Quang Khải, Hà Nội  
Tel: 84-4-9367516/9360024  
Fax: 84-4-9360262

### CHI NHÁNH HỒ CHÍ MINH

Lầu 1, Tòa nhà Greenstar,  
70 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM  
Tel: 84-8-8208116  
Fax: 84-8-8208117