

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ35,000 (từ VNĐ32,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/5/2024) 27,700

Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,799-28,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,667
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	107,587
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,227
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,884
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,165
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	30.0%
Tỷ lệ freefloat	3.43%
Cổ đông lớn	luy , người liên quan (6.90%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.07)	(1.07)	32.6
So với chỉ số	(0.12)	(5.72)	11.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,414	4,624	(4.5)
2025F	4,905	5,443	(9.9)
2026F	5,884	6,287	(6.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Ngân hàng TMCP Á Châu là một trong những ngân hàng tư nhân lớn nhất tại Việt Nam, tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và DN/VN.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Chất lượng tài sản vững chắc; tăng 6,4% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB và tăng 6,4% giá mục tiêu lên 35.000đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm 1,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 sau khi hạ giả định về sự hồi phục của thu nhập ngoài lãi. HSC cũng giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do nâng dự báo chi phí tín dụng.
- ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 0,35 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cao hơn 12% so với bình quân nhóm NHTM. Chất lượng tài sản – yếu tố chính giúp định giá của ACB cao hơn bình quân ngành và được đánh giá cao trong bối cảnh vĩ mô bất ổn hiện nay – vẫn vững chắc.

Sự kiện: Phân tích sâu lợi nhuận và điều chỉnh dự báo

KQKD Q1/2024 của ACB có thể gây ra những lo ngại do lợi nhuận thuần giảm 5,6% so với cùng kỳ và tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ. Sau khi phân tích số liệu tài chính, HSC tin rằng KQKD Q1/2024 phản ánh nhiều yếu tố tích cực hơn là tiêu cực do một số chỉ số chính cho thấy sự khởi sắc và chất lượng tài sản vẫn ổn định. HSC cũng điều chỉnh một số giả định nhưng không thay đổi quan điểm tổng thể về ACB.

Tác động: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 1,8% dự báo lợi nhuận năm 2024 xuống 17,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%) và giảm bình quân 6% dự báo năm 2025-2026 sau khi giảm 7% dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2024 và tăng bình quân 56,7% dự báo chi phí dự phòng năm 2025-2026. Thay đổi này phản ánh quan điểm của chúng tôi về lãi thuần HĐ dịch vụ, HĐ kinh doanh ngoại hối & thu nhập từ thu hồi nợ xấu có thể tăng trưởng chậm lại trong năm 2024 và chi phí dự phòng có thể tăng trong 2 năm tới để xóa nợ xấu.

Lưu ý rằng dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn bình quân khoảng 6,9% dự báo của thị trường một phần do chúng tôi loại trừ khoản trích quỹ khen thưởng phúc lợi khỏi lợi nhuận thuần (khoảng 2,5% lợi nhuận hợp nhất).

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 6,4% giá mục tiêu lên 35.000đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26,4% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn khoảng 10-20% so với bình quân nhóm NHTM. Nếu bao gồm lợi suất cổ tức 3,6%, tổng lợi nhuận kỳ vọng một năm sẽ khoảng 30%.

HSC tin rằng chất lượng tài sản, yếu tố chính giúp ACB có định giá cao hơn bình quân nhóm NHTM, sẽ tiếp tục được giữ vững. Trong bối cảnh vĩ mô bất ổn hiện nay với chất lượng tài sản của ngành đang suy yếu, ACB hiện là cơ hội đầu tư ít rủi ro.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/5.

C

Tài sản vẫn duy trì được chất lượng hàng đầu

Mặc dù lợi nhuận thuần bất ngờ giảm 5,6% so với cùng kỳ trong Q1/2024, chúng tôi tin rằng ACB hiện đang trong giai đoạn hồi phục với động lực đến từ tăng trưởng vững chắc của tổng dư nợ tín dụng, thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ. Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng tăng nhưng vẫn ở mức thấp nhất trong ngành, sát với kỳ vọng của chúng tôi, và không đáng lo ngại. Nhìn chung, HSC tin rằng ACB vẫn đi đúng hướng để hoàn thành kế hoạch năm 2024 và đang hoạt động tốt hơn so với ngành. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đồng thời tăng 6,4% giá mục tiêu lên 35.000đ.

Phân tích KQKD và đưa ra nhận định

Lợi nhuận thuần giảm 5,6% so với cùng kỳ trong Q1/2024 sau khi tăng trưởng 17,2% trong năm 2023

Lợi nhuận thuần Q1/2024 đạt 3.905 tỷ đồng, giảm 5,6% so với cùng kỳ, chủ yếu do chi phí hoạt động (tăng 10,2% so với cùng kỳ) & chi phí dự phòng (tăng 100% so với cùng kỳ) tăng lên cùng với thu nhập khác hồi phục chậm lại. Điều này gây thất vọng bởi ACB nằm trong số ít các ngân hàng ghi nhận lợi nhuận Q1 sụt. Tuy nhiên, HSC nhận thấy nhiều tín hiệu tích cực hơn so với tiêu cực với 3 chỉ tiêu chính đều cho thấy sự hồi phục, đó là tổng dư nợ tín dụng, thu nhập lãi thuần và lãi thuần HĐ dịch vụ.

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng hầu hết các ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng cao trong Q1/2024 đều có mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái. Ngược lại, ACB có kết quả tốt trong Q1/2023 và cả năm 2023 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 17,2% trong năm 2023 mặc dù chi phí dự phòng tăng mạnh (tăng 2448% từ mức nền thấp). Lãi mua bán trái phiếu tăng mạnh cũng đóng góp tỷ trọng lớn vào tăng trưởng năm 2023.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD năm 2023 và Q1/2024, ACB

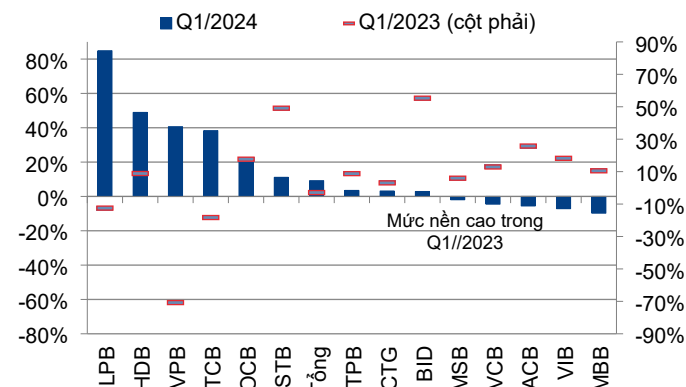
Lãi thuần mua bán trái phiếu tăng đã bù đắp cho sự gia tăng của chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2022	2023	Tăng trưởng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	23,534	24,960	6.1%	6,215	6,722	8.2%
Thu nhập ngoài lãi	5,257	7,787	48.1%	1,705	1,446	-15.2%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,526	2,922	-17.1%	627	745	18.8%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,048	1,110	5.9%	438	233	-46.8%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	(367)	2,816	N/a	42	400	853.5%
Thu nhập khác	990	863	-12.8%	567	62	-89.1%
Cổ tức	59	76	27.2%	31	6	-80.5%
Tổng thu nhập HĐ	28,790	32,747	13.7%	7,920	8,168	3.1%
Chi phí HĐ	(11,605)	(10,874)	-6.3%	(2,508)	(2,764)	10.2%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	17,185	21,872	27.3%	5,413	5,404	-0.2%
Chi phí dự phòng	(71)	(1,804)	2447.8%	(256)	(512)	100.0%
LNTT	17,114	20,068	17.3%	5,156	4,892	-5.1%
Lợi nhuận thuần	13,688	16,045	17.2%	4,135	3,905	-5.6%

Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 2: Tăng trưởng lợi nhuận thuần so với cùng kỳ, các NHTM HSC khuyến nghị

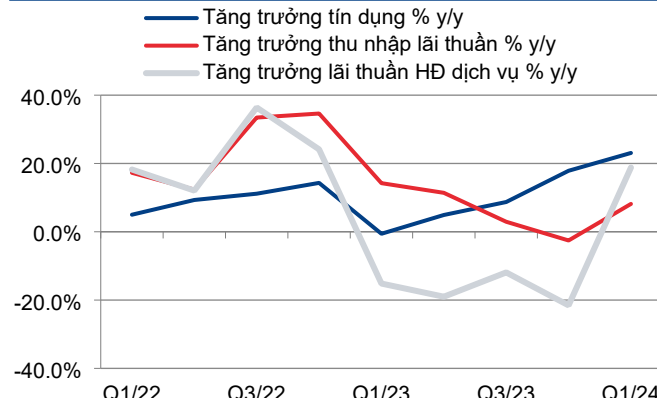
Các NHTM với mức nền cao gặp khó khăn trong Q1/2024



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 3: Tăng trưởng tín dụng, thu nhập lãi thuần & lãi thuần HĐ dịch vụ, ACB

Cả 3 chỉ số chính đều cho thấy sự hồi phục



Nguồn: ACB, HSC

Tín dụng tăng trưởng mạnh hơn các NHTM bán lẻ khác nhờ chuyển dịch nhẹ sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn

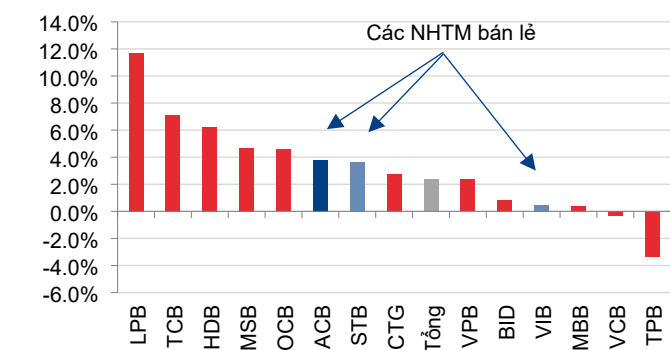
ACB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ấn tượng so với các NHTM bán lẻ khác trong Q1/2024 và năm 2023, lần lượt đạt 3,8% và 17,9%. Điều này là nhờ việc chuyển đổi, bắt đầu trong năm 2023, sang tập trung vào phân khúc CIB do BLĐ nhận thấy nhu cầu ở phân khúc khách hàng cá nhân kém tích cực. Nhờ đó, phân khúc này đóng góp 45% tổng tăng trưởng tín dụng trong Q1/2024.

HSC cho rằng với quy mô ngày càng gia tăng, ACB sẽ dần chuyển dịch sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn, thường có quy mô khoản vay bình quân lớn hơn, để giữ vững mức tăng trưởng cao và nâng cao hiệu quả hoạt động. Đổi lại, phân khúc này sẽ có tỷ lệ NIM thấp hơn. Tuy nhiên, HSC tin rằng trong dài hạn phân khúc khách hàng cá nhân sẽ vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục cho vay của ACB dựa trên kiến thức & kinh nghiệm cùng những lợi thế của Ngân hàng trong phân khúc này (hiện chiếm 66% tổng dư nợ tín dụng).

Đối với huy động, tổng vốn huy động tăng chậm hơn tổng dư nợ tín dụng (chỉ tăng 1,3% kể từ đầu năm và tăng trưởng 16,8% trong năm 2023), từ đó làm hệ số LDR điều chỉnh tăng lên 93,4% tại thời điểm cuối Q1/2024 từ 90,3% tại thời điểm cuối năm 2022.

Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

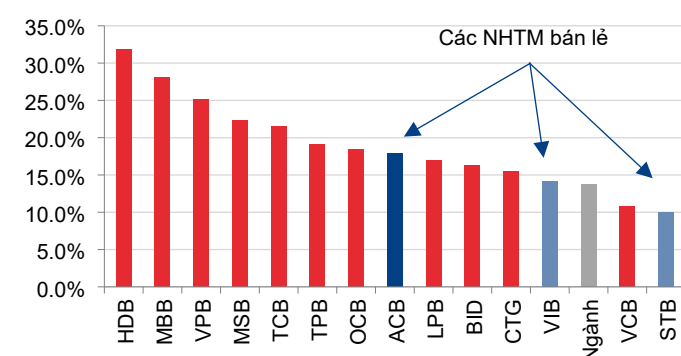
Tín dụng của ACB tăng trưởng mạnh hơn mức bình quân, cao nhất trong các NHTM bán lẻ



Nguồn: ACB, HSC

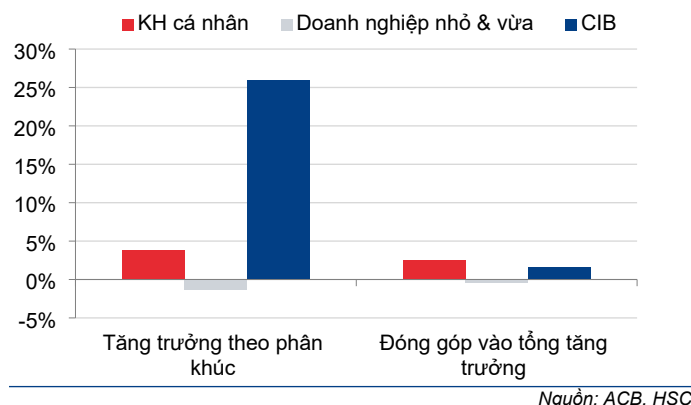
Biểu đồ 5: Tăng trưởng tín dụng năm 2023, các NHTM HSC khuyến nghị

Tín dụng của ACB tăng trưởng mạnh hơn mức bình quân, cao nhất trong các NHTM bán lẻ



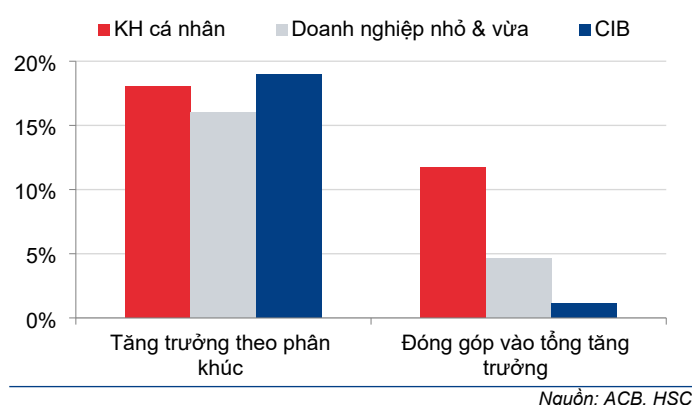
Biểu đồ 6: Tăng trưởng so với đầu năm theo phân khúc Q1/2024, ACB

Chuyển dịch nhẹ sang phân khúc CIB



Biểu đồ 7: Tăng trưởng năm 2023 theo phân khúc, ACB

Phân khúc khách hàng cá nhân vẫn đóng góp tỷ trọng cao nhất



Kiểm soát chi phí huy động tốt, tỷ lệ NIM tăng nhẹ so với quý trước

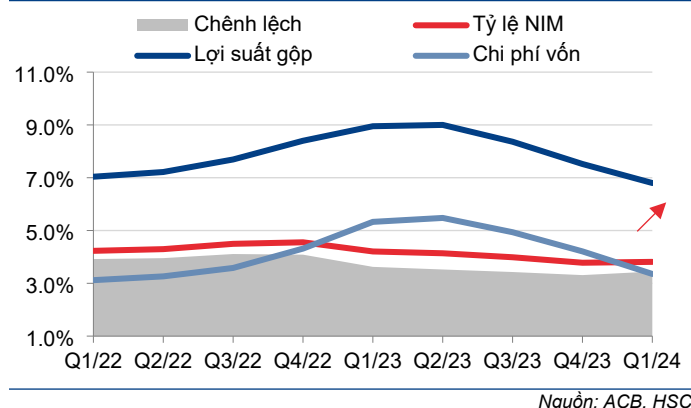
Tỷ lệ NIM của ACB đạt đỉnh 4,55% vào Q4/2022 và giảm xuống đáy 3,78% trong Q4/2023. Đây cũng là xu hướng chung của ngành do mặt bằng lãi suất và chi phí huy động tăng mạnh vào cuối năm 2022 và đầu năm 2023, sau đó lợi suất gộp bắt đầu sụt giảm mạnh kể từ Q2/2023 do nhu cầu tín dụng thấp & lãi suất cho vay giảm để hỗ trợ nền kinh tế.

Tuy nhiên, biến động tỷ lệ NIM bắt đầu phân hóa từ Q1/2024, trong đó tỷ lệ NIM của một số ngân hàng bao gồm ACB tăng so với quý trước nhờ kiểm soát tốt chi phí huy động. Chi phí huy động của ACB giảm 200 điểm cơ bản so với cùng kỳ, từ đó giúp ACB trở thành Ngân hàng có chi phí huy động thấp thứ hai (3,4%) trong ngành trong Q1/2024. Hệ số LDR tăng nhẹ như đã đề cập cũng hỗ trợ tỷ lệ NIM.

Đối với triển vọng, HSC tin rằng tỷ lệ NIM sẽ dần hồi phục từ Q2/2024 do lợi suất gộp được dự báo sẽ có diễn biến tích cực hơn chi phí huy động trong những quý tới (nghĩa là lợi suất gộp có thể tăng nhanh hơn hoặc giảm chậm hơn chi phí huy động). Cụ thể, HSC dự báo chi phí huy động sẽ tăng nhẹ trong Q2/2024 do lãi suất liên ngân hàng cao, tuy nhiên lợi suất gộp có thể tăng nhanh hơn chi phí huy động do Ngân hàng đang có vị thế cho vay rộng trên thị trường liên ngân hàng. Về các thành phần khác, chúng tôi tin rằng chi phí huy động tiền gửi sẽ tiếp tục giảm do hiệu ứng độ trễ so với lãi suất tiền gửi niêm yết, trong khi lợi suất cho vay có thể đã chạm đáy và dự báo bắt đầu hồi phục từ Q3/2024.

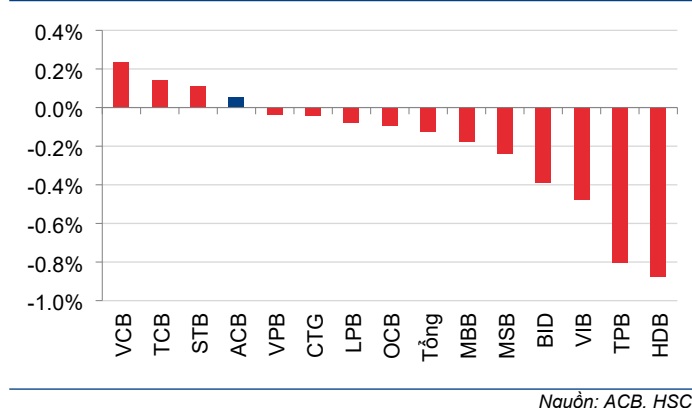
Biểu đồ 8: Phân tích tỷ lệ NIM, ACB

Tỷ lệ NIM chạm đáy trong Q4/2023



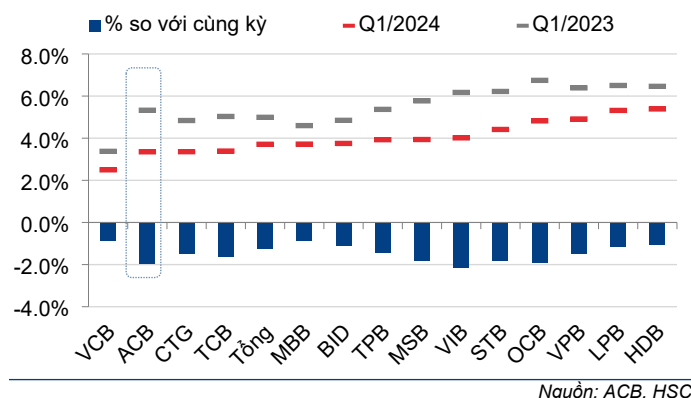
Biểu đồ 9: Tăng trưởng tỷ lệ NIM so với quý trước Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

ACB kiểm soát tỷ lệ NIM tốt hơn so với phần lớn các NHTM khác



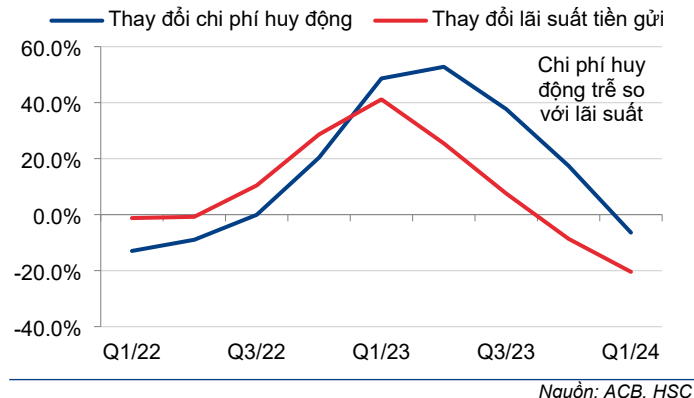
Biểu đồ 10: Chi phí huy động so với cùng kỳ, các NHTM HSC khuyến nghị

ACB quản lý rất tốt chi phí huy động



Biểu đồ 11: Thay đổi lãi suất tiền gửi & chi phí huy động từ Q4/2021, ACB

Chi phí huy động vẫn có thể tiếp tục giảm



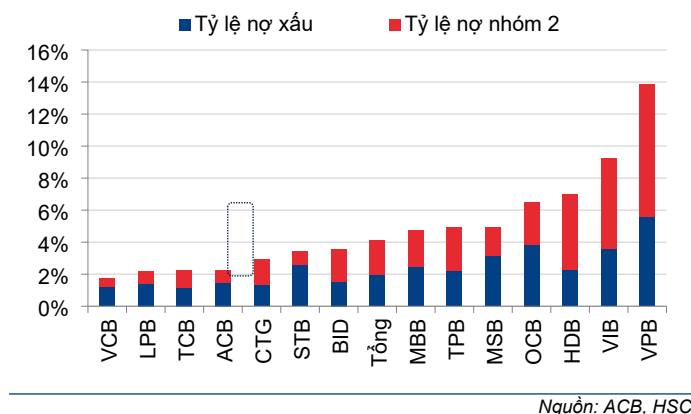
Chất lượng tài sản vững chắc nhưng chi phí dự phòng lớn hơn kỳ vọng

Tỷ lệ nợ xấu của ACB tăng nhẹ lên 1,5% tại thời điểm cuối Q1/2024 từ 1,2% tại thời điểm cuối năm 2023, gồm tỷ lệ nợ xấu nội bộ tăng 0,2% (tăng từ 1,1% lên 1,3%) và nợ liên đới theo CIC tăng 0,1% (khách hàng bị hạ nhóm ở một ngân hàng sẽ bị hạ nhóm nợ ở các ngân hàng khác). Nợ xấu mới hình thành đến từ nhiều ngành/phân khúc. Hệ số LLR tiếp tục giảm từ đỉnh (209%) vào Q4/2021 xuống 79% vào Q1/2024. Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh hơn một chút so với dự kiến của BLĐ. Sau KQKD Q1/2024, BLĐ kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu có thể tăng nhẹ và đạt đỉnh vào Q2/2024 trước khi giảm xuống.

HSC không bị quan về chất lượng tài sản của ACB do tỷ lệ nợ xấu tăng lên và hệ số LLR giảm xuống là xu hướng chung của ngành trong năm 2023 và Q1/2024 và không phải vấn đề của riêng ACB. Trong khi đó, cả tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu mới hình thành của ACB đều thấp so với ngành và được bảo đảm bằng các BĐS chất lượng cao. Ngoài ra, tỷ trọng cho vay của ACB đối với các lĩnh vực rủi ro (BDS, TPDN) không lớn nên những rủi ro tiềm ẩn là không nhiều. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ACB có thể sẽ trích lập thêm dự phòng trong thời gian tới do hệ số LLR hiện đang ở mức thấp, nợ xấu mới hình thành có thể tác động trực tiếp vào chi phí tín dụng.

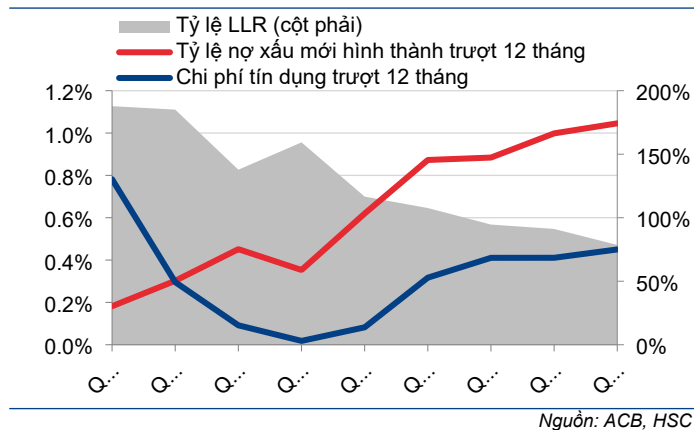
Biểu đồ 12: Các khoản vay quá hạn Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

ACB vẫn là một trong những ngân hàng có số lượng các khoản vay quá hạn thấp nhất trong ngành



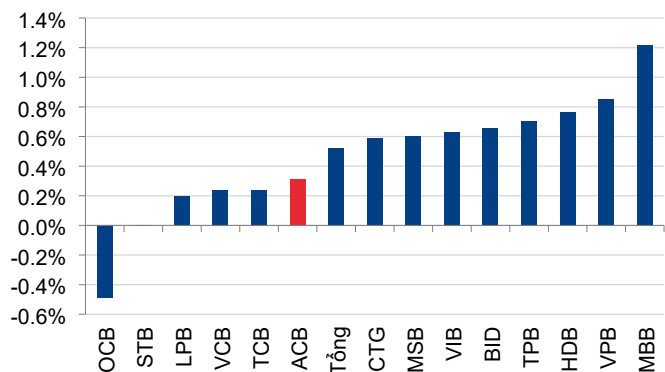
Biểu đồ 13: Nợ xấu mới hình thành & chi phí tín dụng, ACB

Nợ xấu mới hình thành ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí tín dụng



Biểu đồ 14: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

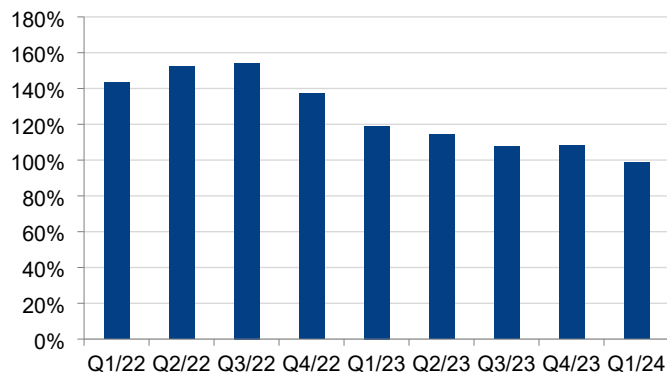
ACB vẫn là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu mới hình thành thấp nhất trong ngành



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 15: Tỷ lệ LLR bình quân, các NHTM HSC khuyến nghị

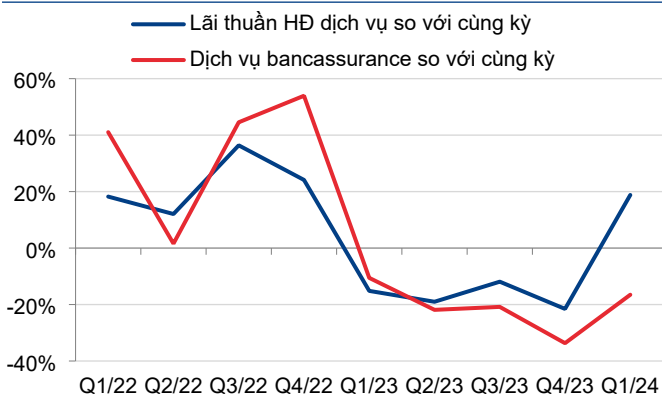
Tổng tỷ lệ LLR giảm



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 16: Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ so với cùng kỳ, ACB

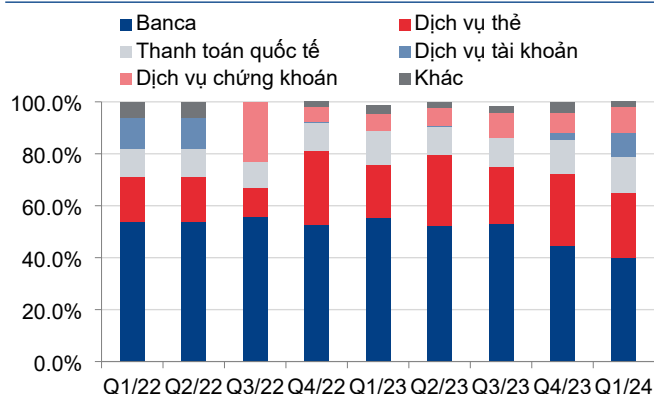
Lãi thuần HĐ dịch vụ bắt đầu phục hồi từ Q1/2024...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 17: Cơ cấu lãi thuần HĐ dịch vụ theo mảng, ACB

...nhờ phí dịch vụ ngoài bancassurance



Nguồn: ACB, HSC

Thu nhập ngoài lãi và chi phí hoạt động

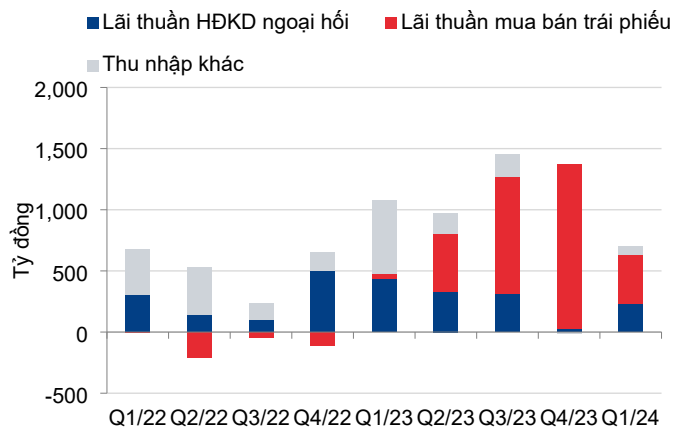
Lãi thuần HĐ dịch vụ hồi phục mạnh trong Q1/2024 với mức tăng 18,8% so với cùng kỳ nhờ mức nền thấp. Trong khi đó, dịch vụ bancassurance tiếp tục gặp khó khăn và sụt giảm trong 5 quý liên tiếp. ACB đã phải tập trung hơn vào dịch vụ thẻ, thanh toán & chứng khoán trong 12 tháng qua để bù đắp sự sụt giảm của phí bancassurance. Đối với triển vọng, chúng tôi tin rằng tốc độ hồi phục sẽ chậm lại từ Q2/2024 do hiệu ứng nền thấp dần mất đi, trong khi phí bancassurance dự kiến sẽ chưa thể hồi phục trong năm nay do Bộ Tài chính có thể sẽ ban hành các quy định mới chặt chẽ hơn.

ACB đã ghi nhận lãi mua bán trái phiếu đáng kể bắt đầu từ Q2/2023 nhờ mặt bằng lãi suất thấp. Mục đích là để giảm sức ép từ việc chi phí dự phòng tăng mạnh. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp diễn trong năm 2024 trong giai đoạn lợi suất TPCP vẫn duy trì ở mức thấp. HSC cũng dự báo lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối sẽ tăng vừa phải trong năm 2024 do Ngân hàng tập trung nhiều hơn vào phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn & FDI. Thu nhập khác (chủ yếu là thu nhập từ thu hồi nợ xấu) được dự báo sẽ tương đương năm ngoái.

Đối với chi phí hoạt động, ACB kiểm soát tỷ lệ CIR ở mức 33,2% trong năm 2023, dưới kế hoạch của BLĐ là 35%. Điều này là do một số chi phí CNTT đã ghi nhận trước đó vào năm 2022 (làm tỷ lệ CIR cao bất thường trong năm 2022 ở mức 40%). Theo chúng tôi, ACB có thể kiểm soát chi phí hoạt động

Biểu đồ 18: Thu nhập ngoài lãi khác, ACB

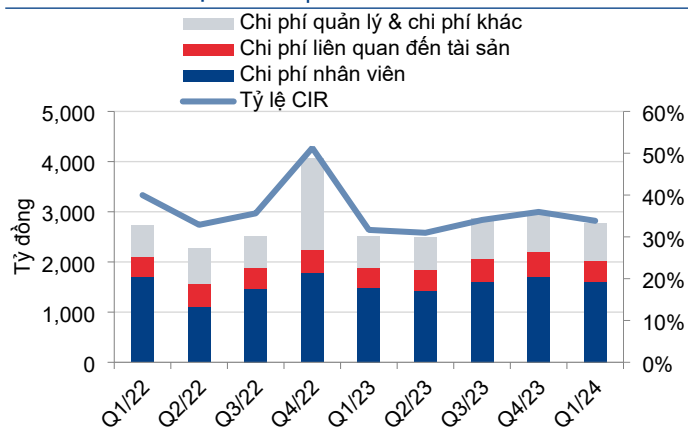
Lãi thuần HĐ mua bán trái phiếu tăng từ Q2/2023



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 19: Cơ cấu chi phí HĐ, ACB

ACB kiểm soát chặt chẽ chi phí HĐ



Nguồn: ACB, HSC

Giảm bình quân 4,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 1,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 17,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%), chủ yếu do hạ dự báo tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Chúng tôi vẫn tin rằng động lực tăng trưởng chính trong năm nay tới từ thu nhập lãi thuần, trong khi chi phí dự phòng sẽ làm giảm lợi nhuận. Chúng tôi giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 sau khi tăng 57% dự báo chi phí tín dụng để xử lý nợ xấu. Mặc dù BLĐ khá tự tin và quá khứ đã chứng minh về khả năng thu hồi nợ xấu của Ngân hàng, chúng tôi cho rằng việc tăng dự báo chi phí tín dụng là thận trọng. Theo quan điểm của chúng tôi, nếu diễn biến tỷ lệ nợ xấu hình thành tốt hơn dự kiến (như nợ xấu trở lại thành nợ nhóm 1), nên được xem là tiềm năng tăng đối với lợi nhuận của Ngân hàng.

Hạ dự báo lợi nhuận

Các giả định chính và quan điểm của chúng tôi như sau:

- Tăng trưởng tín dụng: HSC giữ nguyên giả định tăng trưởng tín dụng Ngân hàng mẹ đạt 15%. Tuy nhiên, chúng tôi tăng dự báo tăng trưởng cho ACBS (công ty con trong lĩnh vực chứng khoán) sau khi ACB đầu tư mạnh vào công ty này gần đây (về vốn và nhân lực, ...).
- Tăng trưởng tiền gửi: HSC nâng dự báo tăng trưởng tiền gửi nhằm giảm dần hệ số LDR từ 88,3% tại thời điểm cuối năm 2023 xuống 85% trong 5 năm tới.
- Tỷ lệ NIM: Chúng tôi hạ dự báo tỷ lệ NIM sau động thái chuyển dịch gần đây sang phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn có tỷ lệ NIM thấp.
- Chi phí tín dụng: HSC nâng dự báo chi phí tín dụng do chúng tôi tin rằng ACB sẽ trích lập nhiều chi phí dự phòng hơn để xóa nợ xấu, giảm tỷ lệ nợ xấu xuống mức thấp.

Bảng 20: Các giả định chủ chốt, ACB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định chi phí tín dụng & giảm giả định tỷ lệ NIM

	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.8%	15.1%	15.1%
Tăng trưởng tiền gửi	16.61%	14.0%	14.0%	14.0%	15.7%	17.6%	17.7%
Tỷ lệ NIM	3.87%	4.15%	4.15%	4.17%	3.96%	4.04%	4.03%
Tỷ lệ nợ xấu	1.21%	1.00%	0.85%	0.79%	1.50%	1.40%	1.20%
Chi phí tín dụng	0.40%	0.50%	0.42%	0.35%	0.48%	0.60%	0.56%
Nợ xấu mới hình thành	1.00%	0.40%	0.30%	0.30%	0.80%	0.60%	0.40%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Giả định chi tiết về tỷ lệ NIM, ACB

Điều chỉnh quan trọng là HSC hạ giả định lợi suất gộp

	Dự báo cũ				Dự báo mới		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi suất gộp	8.12%	7.73%	7.53%	7.51%	6.96%	7.36%	7.47%
Điều chỉnh					-77.1 bps	-16.9 bps	-3.7 bps
Chi phí huy động	4.76%	4.06%	3.83%	3.80%	3.37%	3.78%	3.96%
Điều chỉnh					-69.2 bps	-5.1 bps	15.4 bps
Tỷ lệ NIM	3.87%	4.15%	4.15%	4.17%	3.96%	4.04%	4.03%
Điều chỉnh					-18.5 bps	-10.8 bps	-13.1 bps

Nguồn: HSC

Từ đó, HSC giảm nhẹ 1,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 17,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%) chủ yếu sau khi hạ dự báo tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và thu nhập từ thu hồi nợ xấu. Chúng tôi vẫn tin rằng tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ sẽ dần hồi phục, như trong Q1/2024, nhưng triển vọng không thực sự tích cực do những khó khăn trên thị trường bancassurance.

Cùng với đó, chúng tôi hạ dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu do những khó khăn trong việc xử lý và thu hồi các khoản nợ này. Thời gian bình quân để xử lý nợ xấu đã tăng lên 6 tháng từ mức 3 tháng trước đó, theo ACB, do thanh khoản của thị trường BĐS thấp.

HSC cũng giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do những lo ngại về chi phí tín dụng như đã phân tích ở trên.

Bảng 22: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, ACB

Điều chỉnh chủ chốt là HSC nâng giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	24,960	29,727	34,628	39,980	29,692	34,705	40,348
Tăng trưởng		19.1%	16.5%	15.5%	19.0%	16.9%	16.3%
Điều chỉnh					-0.1%	0.2%	0.9%
Tổng thu nhập ngoài lãi	7,787	7,334	8,069	8,841	6,817	7,348	8,916
Tăng trưởng		(5.8%)	10.0%	9.6%	(12.5%)	7.8%	21.3%
Điều chỉnh					-7.0%	-8.9%	0.8%
Tổng thu nhập HĐ	32,747	37,060	42,698	48,821	36,509	42,053	49,264
Tăng trưởng		13.2%	15.2%	14.3%	11.5%	15.2%	17.1%
Điều chỉnh					-1.5%	-1.5%	0.9%
Chi phí HĐ	-10,874	-12,127	-13,832	-15,783	-11,985	-13,962	-16,066
Tăng trưởng		11.5%	14.1%	14.1%	10.2%	16.5%	15.1%
Điều chỉnh					-1.2%	0.9%	1.8%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	21,872	24,933	28,866	33,039	24,524	28,091	33,198
Tăng trưởng		14.0%	15.8%	14.5%	12.1%	14.5%	18.2%
Điều chỉnh					-1.6%	-2.7%	0.5%
Chi phí dự phòng	-1,804	-2,549	-2,465	-2,366	-2,533	-3,666	-3,898
Tăng trưởng		41.3%	(3.3%)	(4.0%)	40.4%	44.7%	6.3%
Điều chỉnh					-0.6%	48.7%	64.7%
LNTT	20,068	22,384	26,401	30,672	21,990	24,424	29,300
Tăng trưởng		11.5%	17.9%	16.2%	9.6%	11.1%	20.0%
Điều chỉnh					-1.8%	-7.5%	-4.5%
Lợi nhuận thuần	16,045	17,908	21,121	24,538	17,584	19,539	23,440
Tăng trưởng		11.6%	17.9%	16.2%	9.6%	11.1%	20.0%
Điều chỉnh					-1.8%	-7.5%	-4.5%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Dự báo chi tiết về thu nhập ngoài lãi, ACB

HSC hạ dự báo tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ, lãi thuần HĐKD ngoại hối & thu nhập từ thu hồi nợ xấu nhưng nâng dự báo lãi thuần mua bán trái phiếu

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,922	3,691	4,245	4,881	3,371	4,007	4,610
Tăng trưởng		26.3%	15.0%	15.0%	15.4%	18.8%	15.1%
Điều chỉnh					(8.7%)	(5.6%)	(5.5%)
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,110	1,629	1,792	1,971	1,354	1,578	1,886
Tăng trưởng		46.8%	10.0%	10.0%	22.0%	16.5%	19.5%
Điều chỉnh					(16.9%)	(11.9%)	(4.3%)
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2,816	408	490	563	1,217	777	977
Tăng trưởng		(85.5%)	20.2%	14.8%	(56.8%)	(36.2%)	25.7%
Điều chỉnh					198.2%	58.4%	73.6%
Thu nhập vốn CSH	76	87	87	87	53	56	56
Tăng trưởng		14.7%					

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB và tăng 6,4% giá mục tiêu lên 35.000đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Mặc dù tỷ lệ nợ xấu tăng và lợi nhuận thuần giảm xuống trong Q1/2024, chúng tôi tin rằng Ngân hàng vẫn có chất lượng hàng đầu trong ngành, rủi ro tiềm ẩn thấp và xu hướng hồi phục rõ ràng. Trong bối cảnh bất ổn hiện nay, với chất lượng tài sản của toàn ngành đang suy yếu, ACB là cơ hội đầu tư tốt và mang tính phòng thủ.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với ACB đồng thời tăng 6,4% giá mục tiêu lên 35.000đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26,4% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, cao hơn khoảng 10-20% so với bình quân nhóm NHTM. Chúng tôi tin rằng P/B của ACB cao hơn bình quân ngành là hợp lý trên cơ sở chất lượng tài sản tốt, rủi ro tiềm ẩn hạn chế và biến động thấp ở cả lợi nhuận và giá cổ phiếu.

Chúng tôi áp dụng mô hình định giá thu nhập thặng dư với COE (chi phí vốn) giữ nguyên ở mức 14,2%, tương đương giá định trong mô hình dự báo trước đó.

Bảng 24: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, ACB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	17,144	19,051	22,854	26,586	30,865	32,520	33,136	30,952	31,881	32,837
Chi phí vốn CSH	-10,076	-11,963	-14,034	-16,549	-19,486	-22,904	-26,388	-28,356	-29,207	-30,083
Lợi nhuận thặng dư	7,068	7,088	8,820	10,036	11,379	9,616	6,747	2,596	2,674	2,754
Giá trị dài hạn										25,328
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2024	100.0%	87.6%	76.7%	67.2%	58.8%	51.5%	45.1%	39.5%	34.6%	30.3%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2024	7,068	6,207	6,765	6,741	6,692	4,952	3,043	1,025	925	8,502
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	40,413									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	84,244									
Giá trị vốn CSH cuối năm 2024	124,656									
Giá trị vốn CSH giữa năm 2025	136,038									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	3,884									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	35,000									

Nguồn: HSC

Bảng 25: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, ACB

Giá mục tiêu 35.000đ/cp dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% & beta là 1,2 lần

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	46,100	43,100	40,400	38,000	35,800
	8.0%	42,600	39,900	37,500	35,400	33,400
	8.5%	39,400	37,100	35,000	33,000	31,300
	9.0%	36,600	34,500	32,700	30,900	29,400
	9.5%	34,100	32,300	30,600	29,100	27,600

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu gần như đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,2 lần, thấp hơn 0,35 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,3 lần và cao hơn 12% so với bình quân nhóm NHTM ở mức 1,07 lần. HSC tin rằng chất lượng tài sản, điều đã giúp ACB có mức định giá cao hơn bình quân ngành, sẽ tiếp tục giữ vững và được đánh giá cao, đặc biệt là trong bối cảnh khó khăn hiện nay.

Biểu đồ 26: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

ACB hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 27: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, ACB

...thấp hơn 0,35 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 28: So sánh định giá các NHTM Việt Nam HSC khuyến nghị

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)	
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F
ACB	27,700	Mua vào	35,000	1.52	1.28	1.09	24.8	23.1	22.6	9.6	11.1	1.92	1.61
BID	49,050	Nắm giữ	49,600	2.37	1.89	1.65	20.0	18.5	18.4	18.1	14.0	2.40	1.91
CTG	32,850	Mua vào	38,300	1.39	1.23	1.07	17.3	17.8	18.6	14.8	24.7	1.62	1.43
HDB	23,700	Tăng tỷ trọng	26,600	1.54	1.23	1.00	24.7	24.6	23.7	22.3	19.8	1.73	1.38
LPB	20,100	Giảm tỷ trọng	14,500	1.57	1.38	1.21	19.2	12.5	16.0	5.8	23.7	1.13	1.00
MBB	22,600	Mua vào	27,900	1.27	1.06	0.90	22.7	20.2	19.0	7.2	11.7	1.56	1.31
MSB	14,100	Mua vào	17,300	0.90	0.77	0.65	16.0	16.2	16.5	18.8	19.4	1.11	0.94
OCB	13,900	Tăng tỷ trọng	15,800	0.97	0.86	0.75	12.1	14.3	14.0	34.8	12.5	1.10	0.98
STB	27,600	Mua vào	37,800	1.14	0.92	0.74	18.1	20.9	23.4	39.2	38.6	1.56	1.26
TCB	48,500	Mua vào	51,000	1.31	1.16	1.01	14.8	16.4	17.6	26.1	22.7	1.38	1.22
TPB	18,100	Nắm giữ	18,900	1.22	1.09	0.96	13.7	17.1	19.0	32.3	25.8	1.27	1.14
VCB	92,000	Tăng tỷ trọng	101,800	3.05	2.34	2.00	21.7	20.2	19.0	19.6	14.9	3.38	2.59
VIB	21,550	Tăng tỷ trọng	24,200	1.45	1.21	0.99	24.3	24.6	25.1	18.2	24.6	1.63	1.35
VPB	18,500	Tăng tỷ trọng	22,800	1.09	1.01	0.92	8.6	12.3	14.6	51.3	28.9	1.34	1.25
Bình quân ngành				1.48	1.25	1.07	18.4	18.5	19.1	22.7	20.9	1.65	1.38
NHTM có vốn Nhà nước				2.27	1.82	1.57	19.7	18.8	18.7	17.5	17.9	2.47	1.98
NHTM tư nhân				1.27	1.09	0.93	18.1	18.4	19.2	24.1	21.7	1.42	1.22

Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	40,699	52,347	52,161	63,242	74,746
Chi phí lãi	(17,165)	(27,387)	(22,469)	(28,536)	(34,397)
Thu nhập lãi thuần	23,534	24,960	29,692	34,705	40,348
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,526	2,922	3,371	4,007	4,610
Lãi thuần HĐ KDNH	1,048	1,110	1,354	1,578	1,886
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(367)	2,816	1,217	777	977
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	59.5	75.6	53.1	56.0	56.0
Thu nhập khác	990	863	821	930	1,387
Tổng thu nhập HĐ	28,790	32,747	36,509	42,053	49,264
Chi phí HĐ	(11,605)	(10,874)	(11,985)	(13,962)	(16,066)
LN trước dự phòng	17,185	21,872	24,524	28,091	33,198
Chi phí dự phòng	(70.8)	(1,804)	(2,533)	(3,666)	(3,898)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	17,114	20,068	21,990	24,424	29,300
Chi phí thuế TNDN	(3,426)	(4,023)	(4,407)	(4,885)	(5,860)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	13,688	16,045	17,584	19,539	23,440
EPS (đồng)	3,486	4,028	4,414	4,905	5,884
DPS (đồng)	0	869	1,000	1,150	1,323
Slg CP bình quân (triệu đv)	3,884	3,884	3,884	3,884	3,884
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	3,884	3,884	3,884	3,884	3,884
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,884	3,884	3,884	3,884	3,884

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	8,461	6,909	7,364	8,661	10,193
Tiền gửi tại NHNN	13,658	18,505	8,935	19,704	23,188
Tiền gửi tại các TCTD khác	85,971	114,874	139,242	142,098	173,646
Chứng khoán kinh doanh	1,131	7,177	8,562	10,755	13,466
Các công cụ tài chính phái sinh	100	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	408,857	482,235	557,978	642,216	739,038
Tổng dư nợ cho vay	413,706	487,602	564,543	649,586	747,467
Dự phòng rủi ro	(4,850)	(5,367)	(6,566)	(7,371)	(8,429)
Chứng khoán đầu tư	75,535	73,463	78,745	98,914	123,845
CK đầu tư sẵn sàng để bán	31,855	44,904	53,222	66,854	83,704
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	43,680	28,560	25,523	32,060	40,141
Dự phòng rủi ro	0	0	0	(0.32)	(0.40)
Đầu tư dài hạn	147	140	140	140	140
Tài sản cố định	4,158	4,940	4,892	5,039	5,190
Tài sản khác	9,858	10,552	11,763	13,859	16,137
Tổng tài sản	607,875	718,795	817,618	941,386	#####
Nợ phải trả	549,437	647,839	733,375	842,558	988,298
Tiền gửi của NHNN	506	0.09	67.0	67.0	67.0
Tiền gửi của các TCTD khác	67,841	89,507	95,972	77,950	89,696
Tổng tiền gửi KH	413,953	482,703	558,407	656,804	772,949
Trái phiếu và CCTG	44,304	52,410	55,227	64,959	76,445
Nợ khác	22,772	23,060	23,146	42,223	48,585
Vốn chủ sở hữu	58,439	70,956	84,244	98,828	116,545
Vốn điều lệ	33,774	38,841	44,667	51,367	59,072
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272	272	27

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

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 HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC 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 sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn