

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ30,600 (từ VNĐ30,435)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/8/2024)	24,400
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,724-25,100
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,183
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	108,987
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,370
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,467
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,340
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	77.7%
Cổ đông lớn	VEIL (5.48%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.79)	3.01	32.0
So với chỉ số	(3.92)	2.30	19.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,840	4,015	(4.4)
2025F	4,295	4,724	(9.1)
2026F	5,183	5,285	(1.9)

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

Tăng trưởng mạnh mẽ; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào giữ giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 30.600đ (chỉ tăng nhẹ 0.5%). Chúng tôi vẫn tin rằng ACB là khoản đầu tư có tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro hấp dẫn trong bối cảnh ngành ngân hàng nói chung đang gặp khó khăn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu.
- Chúng tôi tăng nhẹ bình quân 0,8% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 do hạn mức tín dụng cho năm 2024 tốt hơn kỳ vọng, từ đó giúp tăng nền tín dụng/cơ sở khách hàng trong những năm tiếp theo.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,8% trong 1 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và hiện đang có định giá hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2024

Nhìn chung, KQKD 6 tháng đầu năm 2024 của ACB sát với dự báo của chúng tôi với LNTT tăng 5% so với cùng kỳ nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh, lãi thuần HĐ dịch vụ cao và chi phí hoạt động được kiểm soát. Chất lượng tài sản duy trì vững chắc với các khoản nợ quá hạn tiếp tục ở mức thấp so với ngành. Tuy nhiên, do cơ cấu lợi nhuận thực tế có sự chênh lệch nhỏ so với dự báo của chúng tôi cùng với việc hạn mức tăng trưởng tín dụng năm nay cao hơn kỳ vọng, HSC tăng nhẹ dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu cho ACB.

Tác động: Tăng bình quân 0,8% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026

Do hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn dự báo trong năm 2024, từ đó có thể giúp mở rộng nền tín dụng và cơ sở khách hàng trong những năm tiếp theo, HSC tăng bình quân 0,8% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi cũng điều chỉnh một số giả định cho dự báo lợi nhuận năm 2024 dựa trên kết quả thực hiện 6 tháng đầu năm 2024 và kế hoạch của BLĐ.

Nhìn chung, HSC giữ nguyên dự báo LNTT năm 2024 đạt khoảng 22 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 9,7%. Cho năm 2025 & 2026, chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng lần lượt 11,7% và 20,7%. Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi thấp hơn một chút so với thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,8% trong 1 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và hiện đang có định giá hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 0,5% giá mục tiêu lên 30.600đ. Lưu ý rằng chất lượng tài sản – thường là yếu tố giúp ACB có mức định giá cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – vẫn vững chắc.

Nhờ chất lượng tài sản mạnh mẽ và rủi ro tiềm ẩn thấp, cùng với việc là một trong những ngân hàng được dự báo sẽ có hệ số ROE trong giai đoạn 2024-2026, HSC tin rằng ACB hiện có tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro hấp dẫn, đặc biệt là trong bối cảnh ngành ngân hàng hiện đang gặp khó khăn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu ở mức cao.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	23.5	25.0	29.5	34.9	40.7
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	17.2	21.9	24.5	28.3	33.6
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	13.7	16.0	17.6	19.7	23.7
EPS (đồng)	3,031	3,503	3,840	4,295	5,183
DPS (đồng)	0	508	870	1,000	1,150
BVPS (đồng)	13,083	15,886	18,757	22,052	26,084
P/E (lần)	8.05	6.97	6.35	5.68	4.71
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.08	3.56	4.10	4.71
P/B (lần)	1.86	1.54	1.30	1.11	0.94
Tăng trưởng EPS (%)	43.2	15.6	9.63	11.8	20.7
ROAE (%)	26.5	24.8	22.7	21.6	22.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tăng trưởng mạnh mẽ, chất lượng tài sản vững chắc; khuyến nghị Mua vào

KQKD 6 tháng đầu năm 2024 của ACB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi với LNTT tăng 5% so với cùng kỳ nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh, lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng tốt và chi phí hoạt động được kiểm soát. Chất lượng tài sản vẫn vững chắc với các khoản nợ quá hạn tiếp tục ở mức thấp so với ngành. Chúng tôi tăng bình quân 0,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 và tăng 0,5% giá mục tiêu lên 30.600đ, chủ yếu do hạn mức tăng trưởng tín dụng năm 2024 cao hơn kỳ vọng. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và quan điểm ACB là lựa chọn đầu tư tốt và mang tích phòng thủ trước tình hình ngành ngân hàng gặp khó khăn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu ở mức cao.

KQKD Q2/2024: Tín dụng tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng

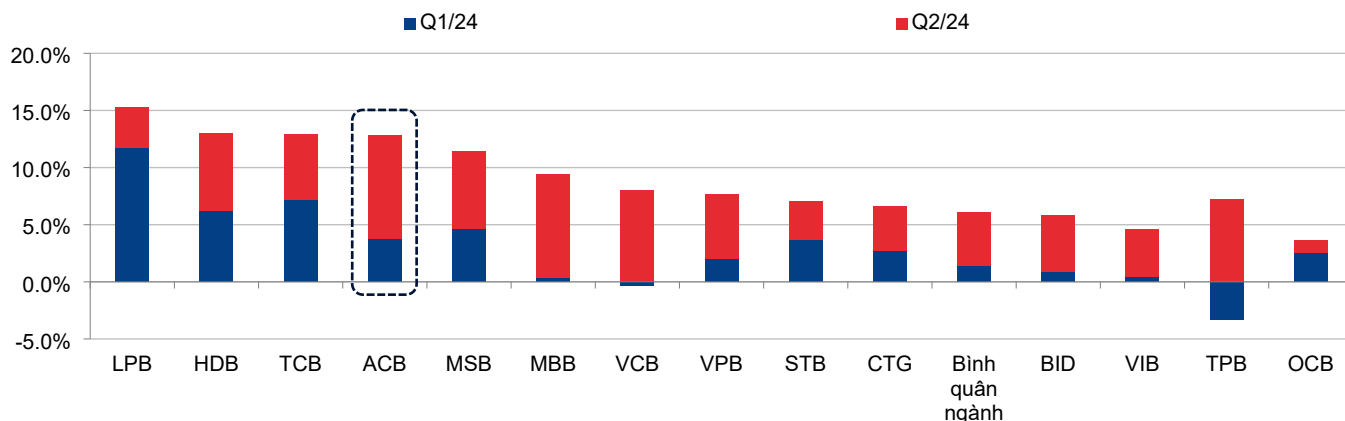
NHTM bán lẻ tăng trưởng nhanh nhất trong 6 tháng đầu năm 2024

Tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 12,8% kể từ đầu năm, giúp ACB trở thành ngân hàng bán lẻ có mức tăng trưởng cao nhất trong 6 tháng đầu năm 2024. Tăng trưởng trong Q1/2024 được đẩy mạnh nhờ phân khúc khách hàng DNNVV và doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, phân khúc khách hàng cá nhân đã lấy lại được đà tăng trong Q2/2024 và đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào tăng trưởng 6 tháng đầu năm 2024. Theo ngành nghề, ngành bán buôn & bán lẻ và ngành công nghiệp chế biến & chế tạo tăng trưởng mạnh nhất. Danh mục cho vay của ACB vẫn vững mạnh và an toàn với tỷ trọng cho vay thấp đối với ngành BĐS và xây dựng.

HSC cho rằng kết quả vượt trội của ACB so với ngành là nhờ danh mục khách hàng cá nhân chất lượng cao, với khoảng 50% danh mục là cho vay kinh doanh, lĩnh vực đang có dấu hiệu hồi phục theo đà phục hồi của nền kinh tế. Trong khi đó, danh mục khách hàng cá nhân của các ngân hàng khác thường tập trung vào cho vay mua nhà, mua ô tô và các khoản vay tiêu dùng khác, với tỷ trọng khoảng 70-80% danh mục cho vay bán lẻ, trong khi nhu cầu ở những lĩnh vực vẫn chưa hồi phục đáng kể.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, các NHTM HSC khuyến nghị

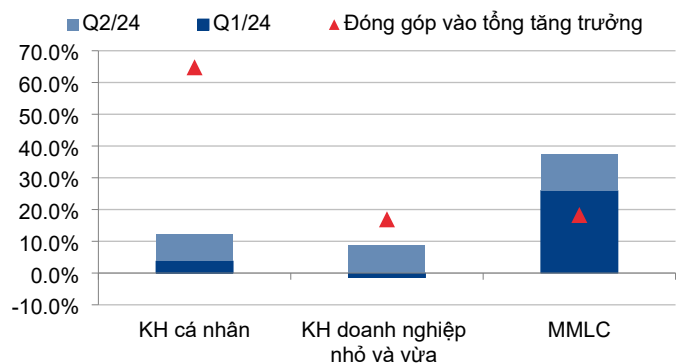
ACB là một trong những ngân hàng có tín dụng tăng trưởng nhanh nhất trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: ACB, SBV, HSC

Biểu đồ 2: Tăng trưởng tín dụng theo phân khúc KH, ACB

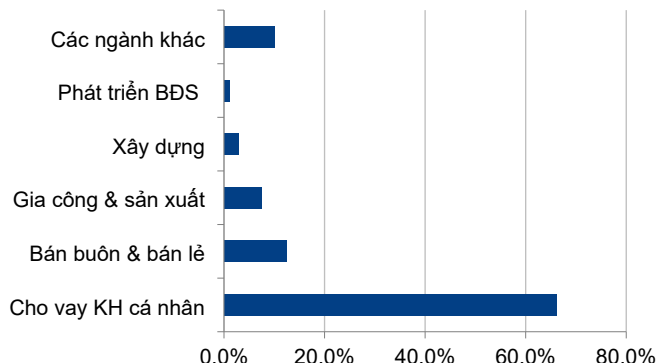
Phân khúc KH cá nhân đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng tín dụng



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 3: Đóng góp của ngành vào tăng trưởng so với đầu năm, ACB

Đóng góp của ngành BĐS và Xây dựng chỉ tăng khiêm tốn



Nguồn: ACB, HSC

Trong 6 tháng cuối năm 2024, HSC tin rằng ACB sẽ tận dụng hết hạn mức tăng trưởng tín dụng 16,1% trong năm nay, cao hơn một chút so với dự báo ban đầu của chúng tôi là 15%. Điều này, cùng với tăng trưởng tín dụng cao hơn kỳ vọng trong 6 tháng đầu năm 2024, là nguyên nhân chính dẫn đến việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu của chúng tôi.

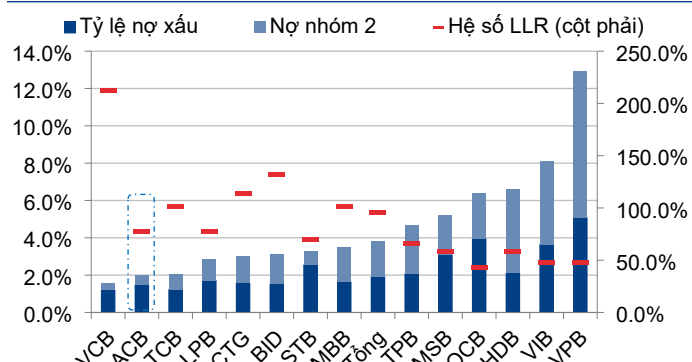
Chất lượng tài sản vẫn đứng đầu

Mặc dù tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ, đã nằm trong dự đoán của BLĐ, ACB vẫn có chất lượng tài sản hàng đầu trong ngành. Hệ số LLR duy trì ở mức thấp nhưng vẫn cao hơn cao hơn hầu hết các NHTM tư nhân. BLĐ cho biết tài sản thế chấp của ACB chủ yếu bao gồm những BĐS có chất lượng cao, từ đó giúp giảm thiểu chi phí trích lập dự phòng.

Trong khi tỷ lệ nợ xấu mới hình thành có dấu hiệu đạt đỉnh và đang giảm tốc, HSC dự báo chi phí dự phòng sẽ tăng lên trong 6 tháng cuối năm 2024 để xử lý nợ xấu mới và kiểm soát tỷ lệ nợ xấu nội bảng trong bối cảnh tín dụng sẽ tăng trưởng chậm hơn so với 6 tháng đầu năm 2024 (từ đó khiến mẫu số khi tính toán tỷ lệ nợ xấu tăng chậm).

Biểu đồ 4: Tỷ lệ khoản nợ quá hạn & hệ số LLR, các NHTM HSC khuyến nghị

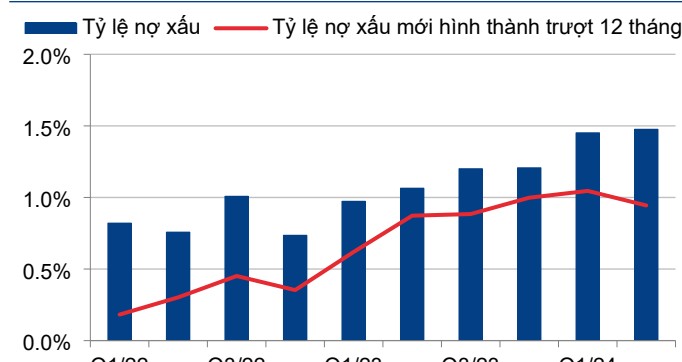
ACB xếp thứ 2, chỉ sau VCB



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 5: Tỷ lệ nợ xấu & nợ xấu mới hình thành, ACB

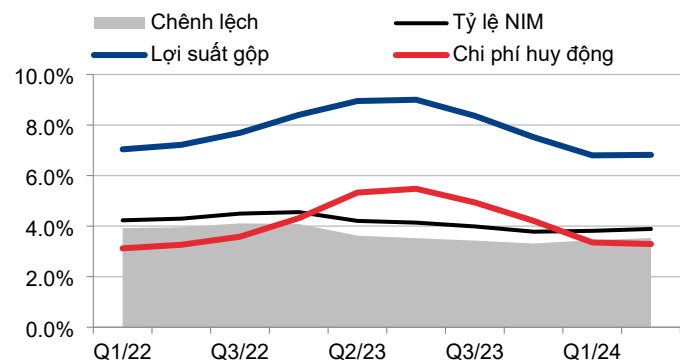
Tỷ lệ nợ xấu & nợ xấu mới hình thành có dấu hiệu đạt đỉnh



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 6: Bóc tách tỷ lệ NIM, ACB

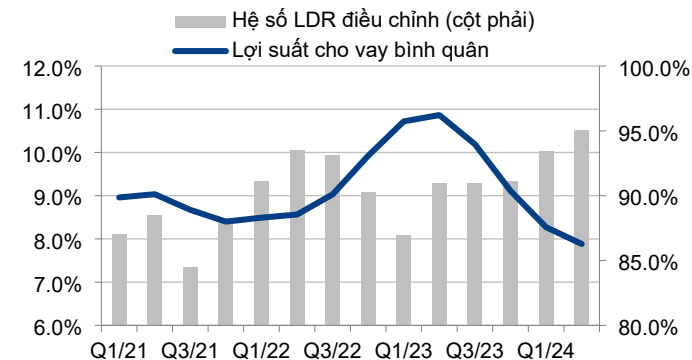
Tỷ lệ NIM tăng nhẹ trong Q2/2024



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 7: Lợi suất cho vay và hệ số LDR, ACB

ACB tăng hệ số LDR để bù đắp cho việc lợi suất cho vay giảm



Nguồn: ACB, HSC

Tỷ lệ NIM được kỳ vọng sẽ cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2024

Tỷ lệ NIM của ACB gặp sức ép trong 6 tháng đầu năm 2024 do (1) giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế và thu hút khách hàng mới; (2) cạnh tranh gay gắt từ các NHTM tư nhân khác khi những ngân hàng này nỗ lực giành lấy khách hàng chất lượng cao của ACB. Lợi suất cho vay bình quân thậm chí thấp hơn giai đoạn COVID-19 và ACB đã phải tăng tăng hệ số LDR để hỗ trợ tỷ lệ NIM.

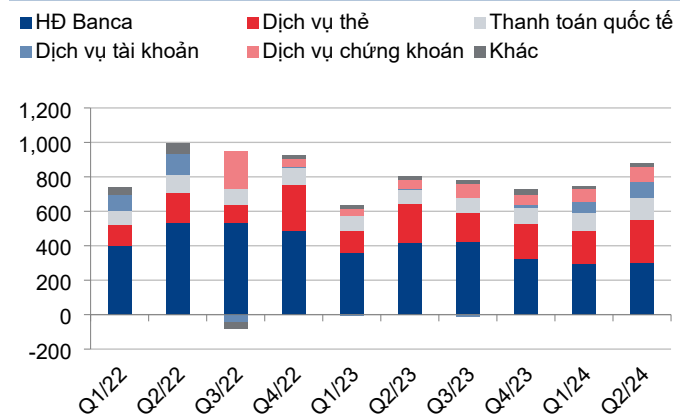
Về triển vọng 6 tháng cuối năm 2024, HSC kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ tăng nhẹ nhờ chi phí huy động tiếp tục giảm trong Q3/2024 và lãi suất cho vay bình quân tăng lên trong Q4/2024. Chúng tôi tin rằng các gói hỗ trợ lãi suất thấp trong 6 tháng đầu năm 2024 sẽ kết thúc vào Q4/2024 hoặc Q1/2025, từ đó sẽ giúp nâng cao lợi suất tài sản bình quân của Ngân hàng.

Lãi thuần HĐ dịch vụ hồi phục mạnh

Lãi thuần HĐ dịch vụ hồi phục mạnh kể từ Q1/2024 nhờ dịch vụ thẻ, dịch vụ thanh toán quốc tế và dịch vụ tài khoản cải thiện, trong khi mảng bancassurance vẫn gặp khó khăn. HSC nhận thấy đây là xu hướng phổ biến diễn ra trong ngành do các NHTM cố gắng nâng giá cung cấp dịch vụ khác để giảm thiểu tác động từ sự sụt giảm của hoa hồng bancassurance. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán tăng trưởng sẽ giảm tốc trong 6 tháng cuối năm 2024 do không còn hiệu ứng mức nền thấp. Hoa hồng bancassurance được kỳ vọng sẽ dần hồi phục từ đây.

Biểu đồ 8: Cơ cấu lãi thuần HĐ dịch vụ (tỷ đồng), ACB

Dịch vụ thẻ, thanh toán quốc tế & dịch vụ tài khoản thúc đẩy lãi thuần HĐ dịch vụ



Nguồn: ACB, HSC

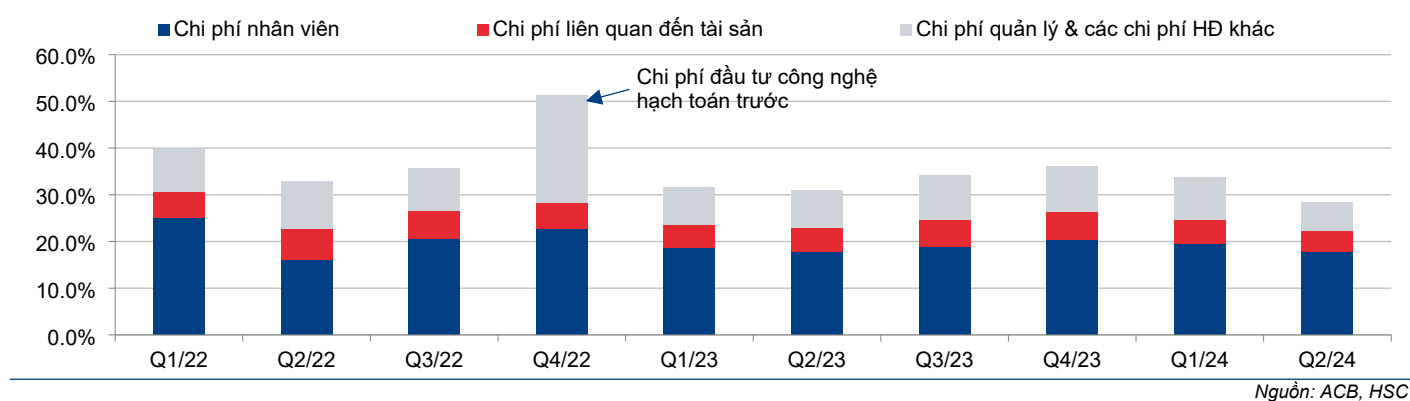
Biểu đồ 9: Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ sv cùng kỳ, ACB

Đà tăng trưởng có thể chậm lại trong 6 tháng cuối năm 2024



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 10: Cơ cấu chi phí HĐ, ACB

**Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt**

ACB đã thắt chặt chi phí hoạt động trong 6 tháng đầu năm 2024, đặc biệt là trong Q2/2024, để bù đắp sự sụt giảm của tỷ lệ NIM và sự gia tăng của chi phí dự phòng, từ đó hoàn thành mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận thuần. Kết quả này nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi. HSC tin rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong 6 tháng cuối năm 2024 trước giả định chi phí dự phòng tăng lên và tỷ lệ NIM hồi phục chậm, như đã phân tích ở trên.

HSC tăng 0,8% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 sau khi nâng dự báo tăng trưởng tín dụng

Do hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn dự báo trong năm 2024, từ đó có thể giúp cải thiện nền tín dụng và cơ sở khách hàng trong những năm tiếp theo, HSC tăng bình quân 0,8% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh một số giả định cho năm 2024 dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024 và kế hoạch của BLĐ, trong đó tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lãi mua bán trái phiếu phần lớn được bù đắp với tác động tích cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động. Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo LNTT năm 2024 đạt 22 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 9,7%. Cho năm 2025 & 2026, chúng tôi dự báo LNTT tăng trưởng lần lượt 11,7% và 20,7%.

Điều chỉnh giả định và dự báo chính

Những điều chỉnh chính của chúng tôi như sau:

- Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng: Nâng dự báo cho năm 2024 do hạn mức tăng trưởng tín dụng tăng lên.
- Nâng giả định hệ số LDR: Hệ số LDR tăng lên, do tăng trưởng tiền gửi chậm lại, để hỗ trợ tỷ lệ NIM, như trong Q2/2024.
- Điều chỉnh giảm dự báo lãi mua bán trái phiếu: Lãi mua bán trái phiếu giảm xuống dựa trên kế hoạch của BLĐ và điều kiện thị trường TPCP không thuận lợi.
- Hạ dự báo chi phí hoạt động: Chi phí hoạt động dự báo giảm để hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận thuần, xu hướng tương tự như Q2/2024.

Những điều chỉnh nhỏ khác phản ánh tác động từ kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024 và do tác động của việc điều chỉnh giả định chính như đã phân tích ở trên.

Từ đó, HSC tăng bình quân 0,8% dự báo LNTT giai đoạn 2024-2026 do hạn mức tăng trưởng tín dụng cho năm 2024 tăng lên, điều này được kỳ vọng sẽ giúp Ngân hàng mở rộng tín dụng & cơ sở khách hàng.

Những giả định định giá và dự báo cụ thể như sau.

Bảng 11: Các giả định quan trọng, ACB

Những điều chỉnh chính bao gồm nâng giả định tăng trưởng tín dụng & hạ giả định tăng trưởng tiền gửi trong năm 2024

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	15.8%	15.1%	15.1%	16.9%	15.1%	15.1%
Tăng trưởng tiền gửi	16.61%	15.7%	17.6%	17.7%	11.8%	22.8%	17.7%
Tỷ lệ NIM	3.87%	3.96%	4.04%	4.03%	3.97%	4.08%	4.04%
Tỷ lệ nợ xấu	1.21%	1.50%	1.40%	1.20%	1.50%	1.40%	1.20%
Chi phí tín dụng	0.40%	0.48%	0.60%	0.56%	0.47%	0.60%	0.56%
Nợ xấu mới hình thành	1.00%	0.80%	0.60%	0.40%	0.80%	0.60%	0.40%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Giả định tỷ lệ NIM, ACB

Những điều chỉnh nhỏ dựa trên kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm 2024 và thay đổi đối với giả định LDR

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi suất gộp	8.12%	6.96%	7.36%	7.47%	6.98%	7.40%	7.49%
Điều chỉnh					2.4 điểm cơ bản	4.4 điểm cơ bản	1.2 điểm cơ bản
Chi phí huy động	4.76%	3.37%	3.78%	3.96%	3.39%	3.79%	3.96%
Điều chỉnh					2.6 điểm cơ bản	0.7 điểm cơ bản	0.0 điểm cơ bản
Tỷ lệ NIM	3.87%	3.96%	4.04%	4.03%	3.97%	4.08%	4.04%
Điều chỉnh					0.5 điểm cơ bản	4.0 điểm cơ bản	0.8 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận, ACB

Điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định thu nhập ngoài lãi & hạ giả định chi phí HĐ

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	24,960	29,692	34,705	40,348	29,481	34,938	40,743
Tăng trưởng		19.0%	16.9%	16.3%	18.1%	18.5%	16.6%
Điều chỉnh					-0.7%	0.7%	1.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	7,787	6,817	7,348	8,916	5,985	7,437	9,095
Tăng trưởng		-12.5%	7.8%	21.3%	-23.1%	24.3%	22.3%
Điều chỉnh					-12.2%	1.2%	2.0%
Tổng thu nhập HĐ	32,747	36,509	42,053	49,264	35,465	42,375	49,838
Tăng trưởng		11.5%	15.2%	17.1%	8.3%	19.5%	17.6%
Điều chỉnh					-2.9%	0.8%	1.2%
Chi phí HĐ	-10,874	-11,985	-13,962	-16,066	-10,985	-14,093	-16,217
Tăng trưởng		10.2%	16.5%	15.1%	1.0%	28.3%	15.1%
Điều chỉnh					-8.3%	0.9%	0.9%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	21,872	24,524	28,091	33,198	24,481	28,282	33,621
Tăng trưởng		12.1%	14.5%	18.2%	11.9%	15.5%	18.9%
Điều chỉnh					-0.2%	0.7%	1.3%
Chi phí dự phòng	-1,804	-2,533	-3,666	-3,898	-2,468	-3,688	-3,943
Tăng trưởng		40.4%	44.7%	6.3%	36.8%	49.4%	6.9%
Điều chỉnh					-2.6%	0.6%	1.1%
LNTT	20,068	21,990	24,424	29,300	22,013	24,594	29,678
Tăng trưởng		9.6%	11.1%	20.0%	9.7%	11.7%	20.7%
Điều chỉnh					0.1%	0.7%	1.3%
Lợi nhuận thuần	16,045	17,584	19,539	23,440	17,591	19,675	23,742
Tăng trưởng		9.6%	11.1%	20.0%	9.6%	11.8%	20.7%
Điều chỉnh					0.0%	0.7%	1.3%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định lãi thuần mua bán trái phiếu dựa trên kế hoạch của BLĐ

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,922	3,371	4,007	4,610	3,409	4,044	4,653
Tăng trưởng		15.4%	18.8%	15.1%	16.6%	18.6%	15.1%
Điều chỉnh					1.1%	0.9%	0.9%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,110	1,354	1,578	1,886	1,446	1,593	1,904
Tăng trưởng		22.0%	16.5%	19.5%	30.2%	10.2%	19.5%
Điều chỉnh					6.7%	0.9%	0.9%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	2,816	1,217	777	977	386	773	986
Tăng trưởng		-56.8%	-36.2%	25.7%	-86.3%	100.1%	27.5%
Điều chỉnh					-68.3%	-0.5%	0.9%
Thu nhập vốn CSH	76	53	56	56	55	52	52
Tăng trưởng		-29.8%	5.5%	—	-27.6%	-5.9%	—
Điều chỉnh					3.2%	-7.9%	-7.9%
Thu nhập khác	863	821	930	1,387	689	975	1,500
Tăng trưởng		-4.9%	13.2%	49.1%	-20.1%	41.4%	53.9%
Điều chỉnh					-16.1%	4.9%	8.2%
Tổng thu nhập ngoài lãi	7,787	6,817	7,348	8,916	5,985	7,437	9,095
Tăng trưởng		-12.5%	7.8%	21.3%	-23.1%	24.3%	22.3%
Điều chỉnh					-12.2%	1.2%	2.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 0,5% giá mục tiêu lên 30.600đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm ACB là lựa chọn đầu tư tốt và mang tích phòng thủ trước tình hình hiện nay khi ngành ngân hàng gặp khó khăn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu ở mức cao. Theo quan điểm của chúng tôi, sau khi giá cổ phiếu giảm 2,8% trong 1 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và hiện đang có định giá hấp dẫn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 0,5% giá mục tiêu lên 30.600đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận dự báo giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm ACB là lựa chọn đầu tư tốt và mang tích phòng thủ trước tình hình hiện nay khi ngành ngân hàng gặp khó khăn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu ở mức cao.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư với giả định định giá được giữ nguyên: lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và beta 1,2.

Bảng 15: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, ACB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Thu nhập thuần	17,152	19,183	23,149	26,953	31,331	32,988	33,604	31,227	32,164	33,129
Chi phí vốn CSH	-10,076	-11,897	-13,987	-16,544	-19,533	-23,017	-26,619	-28,608	-29,466	-30,350
Lợi nhuận thặng dư	7,076	7,287	9,162	10,409	11,798	9,971	6,984	2,619	2,698	2,779
Giá trị dài hạn										25,553
Hệ số chiết khấu đến cuối 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 2024	7,076	6,381	7,027	6,991	6,938	5,135	3,149	1,034	933	8,578
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	46,166									
Giá trị sổ sách cuối 2024	83,780									
Giá trị của vốn CSH cuối 2024	129,946									
Giá trị của vốn CSH giữa năm 2025	136,951									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	4,467									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	30,600									

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, ACB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	40,400	37,700	35,400	33,200	31,300
	8.0%	37,200	34,900	32,800	30,900	29,200
	8.5%	34,500	32,500	30,600	28,900	27,400
	9.0%	32,100	30,200	28,600	27,100	25,700
	9.5%	29,900	28,300	26,800	25,400	24,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,8% trong 1 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2017 và hiện đang có định giá hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi. Điểm quan trọng là chất lượng tài sản –yếu tố giúp ACB có mức định giá cao hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – vẫn được đảm bảo.

Biểu đồ 17: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ACB

...thấp hơn 0,44 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,3 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 19: So sánh các NHTM HSC khuyến nghị

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu (lần)
				2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	
ACB	24,400	Mua vào	30,600	1.30	1.11	6.4	5.7	24.2	22.2	21.0	9.6	11.8	1.63
BID	50,600	Tăng tỷ trọng	52,800	2.02	1.69	13.1	10.9	18.9	18.8	18.5	18.1	20.4	2.11
CTG	34,200	Mua vào	41,000	1.27	1.06	9.1	6.5	17.1	16.6	19.6	15.0	41.5	1.52
HDB	27,100	Tăng tỷ trọng	27,700	1.40	1.16	7.0	6.0	24.2	23.6	22.3	10.7	16.9	1.43
LPB	31,550	Bán ra	16,500	2.04	1.78	15.7	13.6	19.2	15.4	15.3	0.2	14.7	1.07
MBB	24,750	Mua vào	29,500	1.18	1.00	6.2	5.6	22.7	20.5	19.3	8.1	11.1	1.40
MSB	15,000	Mua vào	18,200	0.82	0.71	5.5	5.4	16.0	16.0	14.1	16.8	1.8	1.00
OCB	14,500	Tăng tỷ trọng	17,100	0.90	0.78	6.7	5.9	12.3	14.4	14.0	34.8	12.8	1.06
STB	29,950	Mua vào	37,200	1.03	0.85	6.5	4.6	18.3	18.6	21.1	12.2	40.2	1.28
TCB	22,000	Mua vào	28,250	1.05	0.92	6.8	5.7	14.8	16.3	16.8	27.2	18.2	1.35
TPB	17,900	Tăng tỷ trọng	20,400	1.05	0.91	6.7	5.3	13.7	17.1	19.0	32.3	25.8	1.20
VCB	92,800	Mua vào	106,500	2.62	2.04	15.7	13.8	21.8	19.8	18.1	8.6	13.8	3.00
VIB	21,350	Tăng tỷ trọng	23,600	1.24	1.06	6.8	5.3	24.3	19.4	21.4	(7.6)	27.9	1.37
VPB	18,750	Mua vào	23,000	1.04	0.96	9.3	7.7	8.4	11.0	12.3	40.3	20.7	1.27
Bình quân ngành				1.35	1.14	8.7	7.3	18.3	17.8	18.1	16.2	19.8	1.48
Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước				1.97	1.60	12.7	10.4	19.3	18.4	18.7	13.9	25.2	2.21
Bình quân nhóm NHTM tư nhân				1.19	1.02	7.6	6.5	18.0	17.7	17.9	16.8	18.3	1.28

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	40.7	52.3	51.9	63.4	75.5
Chi phí lãi	(17.2)	(27.4)	(22.4)	(28.5)	(34.7)
Thu nhập lãi thuần	23.5	25.0	29.5	34.9	40.7
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3.53	2.92	3.41	4.04	4.65
Lãi thuần HĐ KDNH	1.05	1.11	1.45	1.59	1.90
Lãi/lỗ từ mua bán CK	(0.37)	2.82	0.39	0.77	0.99
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.06	0.08	0.05	0.05	0.05
Thu nhập khác	0.99	0.86	0.69	0.98	1.50
Tổng thu nhập HĐ	28.8	32.7	35.5	42.4	49.8
Chi phí HĐ	(11.6)	(10.9)	(11.0)	(14.1)	(16.2)
LN trước dự phòng	17.2	21.9	24.5	28.3	33.6
Chi phí dự phòng	(0.07)	(1.80)	(2.47)	(3.69)	(3.94)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	17.1	20.1	22.0	24.6	29.7
Chi phí thuế TNDN	(3.43)	(4.02)	(4.42)	(4.92)	(5.94)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	13.7	16.0	17.6	19.7	23.7
EPS (đồng)	3,031	3,503	3,840	4,295	5,183
DPS (đồng)	0	508	870	1,000	1,150
Sig CP bình quân (triệu đv)	4,467	4,467	4,467	4,467	4,467
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	4,467	4,467	4,467	4,467	4,467
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	4,467	4,467	4,467	4,467	4,467

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	8.46	6.91	7.20	8.74	10.3
Tiền gửi tại NHNN	13.7	18.5	16.2	19.9	23.4
Tiền gửi tại các TCTD khác	86.0	115	116	142	174
Chứng khoán kinh doanh	1.13	7.18	6.32	10.8	13.6
Các công cụ tài chính phái sinh	0.10	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	409	482	563	648	746
Tổng dư nợ cho vay	414	488	570	656	754
Dự phòng rủi ro	(4.85)	(5.37)	(6.62)	(7.42)	(8.49)
Chứng khoán đầu tư	75.5	73.5	78.9	99.7	125
CK đầu tư sẵn sàng để bán	31.9	44.9	63.2	67.4	84.4
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	43.7	28.6	15.8	32.3	40.5
Dự phòng rủi ro	0	0	(0.01)	(0.00)	(0.00)
Đầu tư dài hạn	0.15	0.14	0.13	0.13	0.13
Tài sản cố định	4.16	4.94	4.87	5.02	5.17
Tài sản khác	9.86	10.6	10.9	13.9	16.3
Tổng tài sản	608	719	804	948	1,114
Nợ phải trả	549	648	720	850	997
Tiền gửi của NHNN	0.51	0.00	0.02	0.02	0.02
Tiền gửi của các TCTD khác	67.8	89.5	96.9	78.7	90.5
Tổng tiền gửi KH	414	483	540	663	780
Trái phiếu và CCTG	44.3	52.4	60.0	65.6	77.2
Nợ khác	22.8	23.1	23.4	42.6	49.0
Vốn chủ sở hữu	58.4	71.0	83.8	98.5	117
Vốn điều lệ	33.8	38.8	44.7	51.4	59.1
Thặng dư vốn cổ phần	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
Lợi nhuận giữ lại	15.2	20.3	24.8	29.6	36.4
Quỹ & vốn khác của CSH	9.22	11.6	14.0	17.2	20.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	608	719	804	948	1,114
BVPS (đồng)	13,083	15,886	18,757	22,052	26,084

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	15.2	18.2	11.8	18.0	17.4
Tăng trưởng cho vay KH (%)	14.3	17.9	16.9	15.1	15.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	8.96	16.6	11.8	22.8	17.7
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	11.6	16.8	12.1	21.5	17.7
Tăng trưởng VCSH (%)	30.2	21.4	18.1	17.6	18.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	24.2	6.06	18.1	18.5	16.6
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	41.0	(6.30)	1.01	28.3	15.1
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	12.1	27.3	11.9	15.5	18.9
Tăng trưởng LNTT (%)	42.6	17.3	9.69	11.7	20.7
Tăng trưởng LN thuần (%)	42.5	17.2	9.64	11.8	20.7
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	5.07	4.94	4.66	4.84	4.83
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.04)	(1.64)	(1.44)	(1.61)	(1.57)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.2	97.2	97.6	97.8	97.8
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.21	2.40	2.52	2.93	3.34
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	35.6	41.8	45.8	50.8	61.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.05	6.97	6.35	5.68	4.71
P/B (lần)	1.86	1.54	1.30	1.11	0.94
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.08	3.56	4.10	4.71

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	47.5	49.0	49.6	46.4	47.6
ROAA (%)	2.41	2.42	2.31	2.25	2.30
ROAE (%)	26.5	24.8	22.7	21.6	22.1
Chi phí huy động BQ (%)	3.46	4.76	3.39	3.79	3.96
Lợi suất góp BQ (%)	7.38	8.12	6.98	7.40	7.49
Lợi suất thuần (%)	3.91	3.36	3.59	3.62	3.53
Tỷ lệ NIM (%)	4.26	3.87	3.97	4.08	4.04
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	12.2	8.92	9.61	9.54	9.34
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	81.7	76.2	83.1	82.4	81.8
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	18.3	23.8	16.9	17.6	18.2
Tỷ lệ CIR (%)	40.3	33.2	31.0	33.3	32.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	14.5	22.6	23.3	22.2
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.8	12.5	13.3	13.2	13.4
VCSH/Tổng TS (%)	9.61	9.87	10.4	10.4	10.5
Đòn bẩy vốn (lần)	10.4	10.1	9.60	9.63	9.56
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	0.74	1.21	1.50	1.40	1.20
Hệ số LLR (%)	159	91.2	77.5	80.8	93.8
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	99.9	101	106	98.9	96.7
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	12.9	14.3	13.9	9.75	9.55
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	68.1	67.8	70.9	69.1	67.8
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	384	384	384	387	387
Số lượng nhân viên	13,035	13,655	14,064	14,485	14,919

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

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