

Mua vào (giữ nguyên)

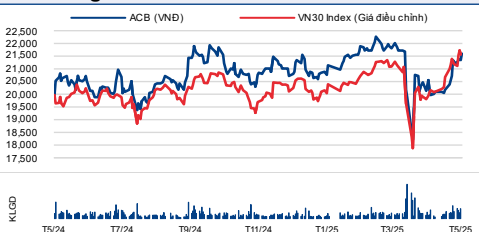
Giá mục tiêu: VNĐ29,300 (từ VNĐ30,783)

Tiềm năng tăng/giảm: 35.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	21,600
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,214-22,266
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,398
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	110,951
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,276
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,137
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,541
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	77.2%
Cổ đông lớn	Sather Gate Inv (4.99%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.09	(1.33)	8.18
So với chỉ số	(2.84)	(5.22)	0.15
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,379	3,576	(5.5)
2026F	3,991	4,200	(5.0)
2027F	4,766	5,015	(5.0)

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

Trưởng phòng, 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

Nền tảng vững chắc; khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 4,8% giá mục tiêu xuống 29.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH. Chúng tôi cũng chuyển thời điểm định giá từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 4,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 do tác động tích cực từ việc hạ giả định tỷ lệ NIM lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo chi phí hoạt động và chi phí dự phòng. Bên cạnh tỷ lệ NIM, các chỉ số khác vẫn vững chắc.
- Sau diễn biến kém tích cực hơn một chút so với ngành kể từ đầu năm do thiếu động lực ngắn hạn, ACB đang giao dịch với định giá hấp dẫn so với ngành, từ đó đem lại cơ hội tốt cho nhà đầu tư dài hạn mua vào cổ phiếu.

Sự kiện: Điều chỉnh triển vọng

KQKD Q1/2025 thấp hơn dự báo của chúng tôi chủ yếu do tỷ lệ NIM thấp hơn kỳ vọng, theo xu hướng ngành. Từ đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo với quan điểm thận trọng hơn về triển vọng tỷ lệ NIM.

Tác động: Giảm bình quân 4,6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 4,6% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027 dựa trên lập trường thận trọng hơn về sự phục hồi của tỷ lệ NIM. Tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo tỷ lệ NIM được giảm bớt một phần nhờ chi phí hoạt động giảm, theo xu hướng thắt chặt chi phí của toàn ngành, & trích lập dự phòng giảm xuống. Các ngân hàng, bao gồm ACB, đã chủ động cắt giảm nhân sự và chi phí không thiết yếu để kiểm soát sức ép lên doanh thu. Chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 5%, 18% và 19% trong 3 năm tới.

Ngoài sức ép từ tỷ lệ NIM, thu nhập phí và khả năng duy trì chất lượng tài sản của ACB đều vượt trội so với ngành. Từ đó, chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản vững chắc của Ngân hàng không thay đổi.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 4,8% giá mục tiêu xuống 29.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH. Chúng tôi tăng 1,25 điểm phần trăm giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% do những bất ổn liên quan đến chính sách thuế quan của Mỹ. Chúng tôi cũng chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.

HSC giữ nguyên quan điểm ACB là một cơ hội đầu tư hấp dẫn, tăng trưởng góp ổn định với rủi ro thấp (chất lượng tài sản lành mạnh, ít rủi ro tiềm ẩn), khả năng sinh lời cao (hệ số ROE gần 20% theo dự báo của chúng tôi).

Sau khi giá cổ phiếu gần như đi ngang kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn một chút so với các NHTM tư nhân hàng đầu do thiếu động lực tăng giá trong ngắn hạn. ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần - thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,13 lần và cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần - mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm tốt để nhà đầu tư dài hạn tích lũy cổ phiếu với định giá hấp dẫn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	25.0	27.8	28.3 ▼	34.2 ▼	41.8 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	32.7	33.5	35.1 ▼	42.4 ▼	51.0
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	16.0	16.8	17.6 ▼	20.8 ▼	24.9
EPS (đồng)	3,124	3,269	3,430 ▼	4,052 ▼	4,838
DPS (đồng)	657	756	870	1,000	1,150
BVPS (đồng)	13,814	16,248	18,755	21,747	25,362
P/E (lần)	6.92	6.61	6.30	5.33	4.46
Lợi suất cổ tức (%)	3.04	3.50	4.03	4.63	5.32
P/B (lần)	1.56	1.33	1.15	0.99	0.85
Tăng trưởng EPS (%)	17.2	4.64	4.94	18.1	19.4
ROAE (%)	24.8	21.7	19.6	20.0	20.5

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

Tăng trưởng vừa phải, chất lượng tài sản ổn định

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm 4,8% giá mục tiêu xuống 29.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phân bù rủi ro vốn CSH, nhưng được bù đắp một phần nhờ chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Chúng tôi giảm bình quân 4,6% dự báo LNTT giai đoạn năm 2025-2027 chủ yếu do tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo nhưng được bù đắp một phần nhờ chi phí hoạt động và chi phí dự phòng giảm xuống. Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 5%, 18% và 19% trong giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi tiếp tục cho rằng ACB là cơ hội đầu tư rủi ro thấp nhưng lợi nhuận cao nhờ chất lượng tài sản mạnh mẽ và hệ số ROE duy trì ở mức cao. Sau diễn biến kém tích cực gần đây do thiếu động lực tăng giá ngắn hạn, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để nhà đầu tư dài hạn tích lũy cổ phiếu.

Điều chỉnh dự báo sau KQKD Q1/2025

KQKD Q1/2025 thấp hơn dự báo của chúng tôi chủ yếu do tỷ lệ NIM thấp hơn dự báo theo xu hướng chung của ngành. Do đó, HSC điều chỉnh dự báo dựa trên giả định thận trọng hơn đối với tỷ lệ NIM. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về chất lượng bảng CĐKT & lợi nhuận của ACB.

Tăng trưởng tín dụng thấp hơn một chút so với ngành nhưng tốt ở một số thị trường trọng tâm

Tổng dư nợ tín dụng của ACB tăng 3,1% kể từ đầu năm trong Q1/2025, thấp hơn một chút so với bình quân ngành, sát với dự báo của chúng tôi. Phân khúc doanh nghiệp trung bình & lớn (MMLC) và phân khúc bán lẻ là động lực tăng trưởng chính cho Ngân hàng mẹ, trong khi phân khúc DNNVV vẫn kém tích cực. Dư nợ tín dụng của công ty con trong lĩnh vực chứng khoán (ACBS, Chưa niêm yết) cũng tăng mạnh 8% kể từ đầu năm trong Q1/2025.

Tập trung chủ yếu ở thị trường miền Nam, tăng trưởng tín dụng của ACB vượt trội so với mức tăng trưởng khiêm tốn của TP.HCM (tăng trưởng 1,39%) và Bình Dương (giảm 0,5%). Tăng trưởng chung của Ngân hàng chậm lại do thị trường BĐS & nhu cầu vay mua nhà phục hồi yếu ở miền Nam mặc dù tương đối tích cực ở miền Bắc trong khi nhu cầu tín dụng của các DNNVV vẫn ở mức thấp trên toàn quốc.

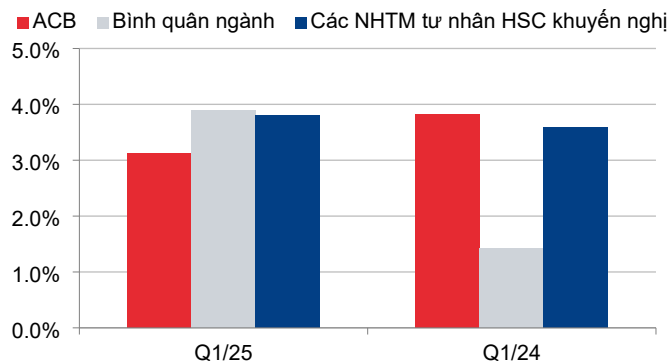
HSC cho rằng triển vọng tăng trưởng của các NHTM tập trung vào phân khúc bán lẻ vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức. Giá bất động sản duy trì ở mức cao, hạn chế khả năng chi trả mặc dù thị trường BĐS ghi nhận sự phục hồi nhẹ. Cạnh tranh gay gắt, đặc biệt là các gói lãi suất thấp gần đây dành cho khách hàng mua nhà, cũng góp phần hạn chế khả năng mở rộng của phân khúc bán lẻ. Nhu cầu phân khúc DNNVV nhiều khả năng vẫn ở mức thấp trước những bất ổn của kinh tế vĩ mô. Ngược lại, phân khúc MMLC ổn định nhờ năng lực tài chính lành mạnh được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính.

HSC đánh giá tích cực về sự thay đổi chiến lược hướng tới phân khúc MMLC của ACB kể từ năm 2024 trong bối cảnh nhu cầu tín dụng thấp. Do thị phần hiện chỉ chiếm khoảng 1% phân khúc này, BLĐ nhận thấy tiềm năng mở rộng vẫn rất lớn. Mặc dù sự thay đổi này có thể tạm thời làm giảm tỷ lệ NIM do lãi suất cho vay bình quân giảm xuống, nhưng có thể được bù đắp bởi chi phí huy động vốn giảm xuống trong dài hạn, vì lãi suất tiền gửi cho khách hàng doanh nghiệp thường thấp hơn và nâng cao được tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn.

Bất chấp những thách thức, HSC nhận thấy mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 (16%) của ACB là khả thi, với động lực từ mở rộng phân khúc MMLC, phân khúc bán lẻ tăng trưởng vừa phải để giữ vững thị phần và phân khúc DNNVV tăng trưởng hạn chế.

Biểu đồ 1: TTĐD Q1/25 so với đầu năm, ACB & các NHTM

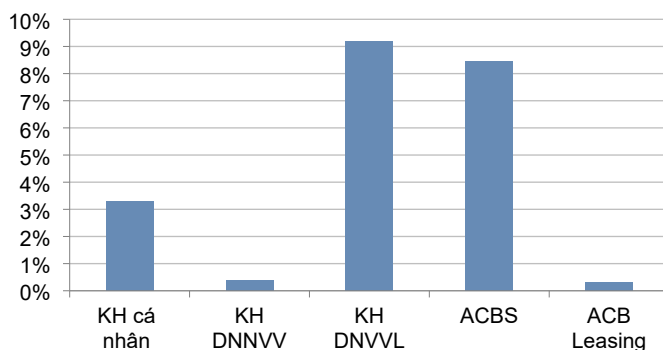
Tín dụng của ACB tăng trưởng chậm hơn so với các NHTM khác trong Q1/2025



Nguồn: NHNN, ACB, HSC

Biểu đồ 2: TTĐD Q1/25 so với đầu năm theo phân khúc KH, ACB

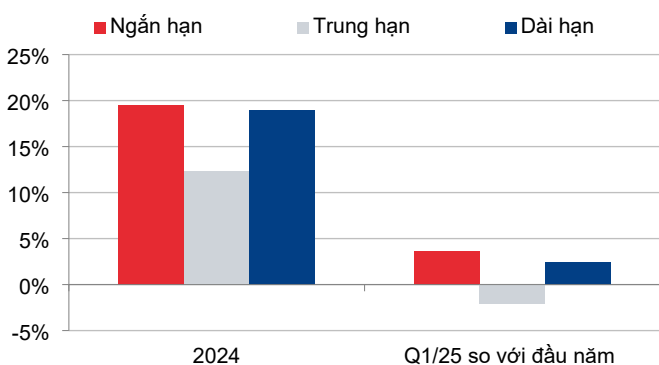
Phân khúc KH cá nhân & KH DN vừa và lớn là động lực tăng trưởng chính



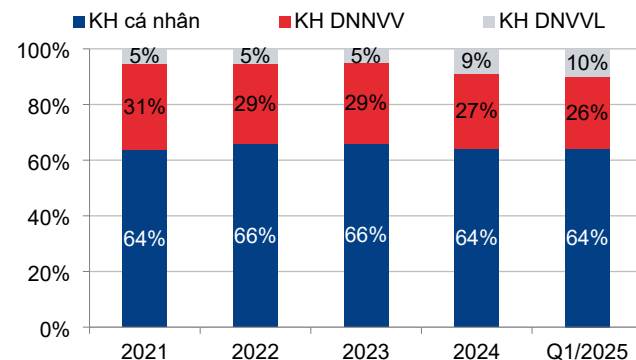
Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 3: Tăng trưởng cho vay theo kỳ hạn gốc, ACB

Tăng trưởng cân bằng giữa cho vay ngắn hạn & dài hạn



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 4: Cho vay theo phân khúc khách hàng, ACB


Nguồn: ACB, HSC

Tỷ lệ NIM: Bất ngờ tiêu cực trong Q1, kỳ vọng cải thiện dần qua các quý

Tỷ lệ NIM của ACB giảm mạnh 56 điểm cơ bản so với quý trước trong Q1/2025, kém tích cực hơn so với bình quân ngành (giảm 32 điểm cơ bản), chủ yếu do lợi suất gộp giảm trong khi chi phí huy động chỉ tăng 2 điểm cơ bản so với quý trước.

Một số yếu tố ảnh hưởng tới lợi suất gộp bao gồm:

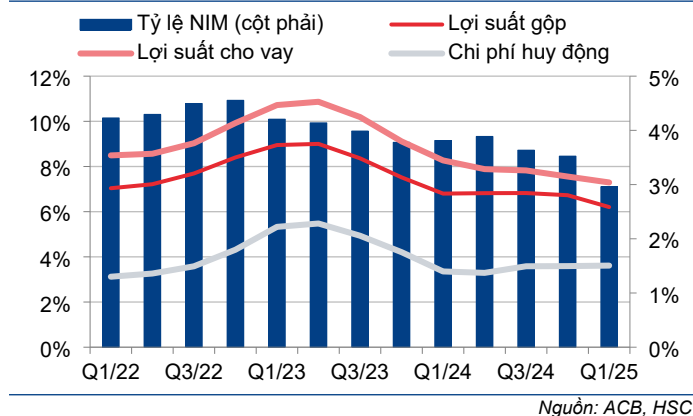
- Nhu cầu tín dụng thấp và tình hình cạnh tranh lãi suất căng thẳng, dẫn đầu là các NHTM có vốn nhà nước.
- Hệ số LDR giảm chủ động và gia tăng tỷ trọng các tài sản thanh khoản trong bối cảnh thanh khoản thị trường không dồi dào.
- Xu hướng tăng trưởng tín dụng hàng tháng không đồng đều với diễn biến kém tích cực trong những tháng đầu năm và tăng tốc trong tháng 3/2025.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM sẽ tiếp tục gặp sức ép do NHNN chỉ đạo giữ lãi suất cho vay ở mặt bằng thấp để kích thích tăng trưởng kinh tế, thông qua việc gia tăng mức độ cạnh tranh giữa các NHTM có vốn nhà nước và các NHTM tư nhân. Chi phí huy động cũng có thể gặp rủi ro nhưng sự hỗ trợ thanh khoản của NHNN kỳ vọng sẽ giúp chi phí này ổn định.

Dự báo cho các quý tới, chúng tôi cho rằng hệ số LDR điều chỉnh dường như đã đạt đến điểm mục tiêu và tăng trưởng tín dụng nhiều khả năng sẽ ổn định hơn qua các tháng hàng tháng. BLĐ kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ bắt đầu cải thiện từ tháng 4. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tỷ lệ NIM chỉ phục hồi nhẹ so với quý trước và do đó giảm 40 điểm cơ bản dự báo tỷ lệ NIM cho năm 2025 xuống 3,1% (giảm 50 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng cải thiện nhẹ so với Q1/2025).

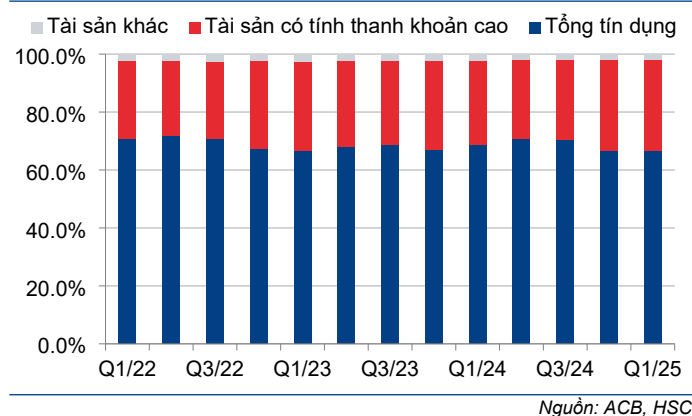
Biểu đồ 5: Cơ cấu tỷ lệ NIM, ACB

Tỷ lệ NIM giảm 56 điểm cơ bản so với quý trước



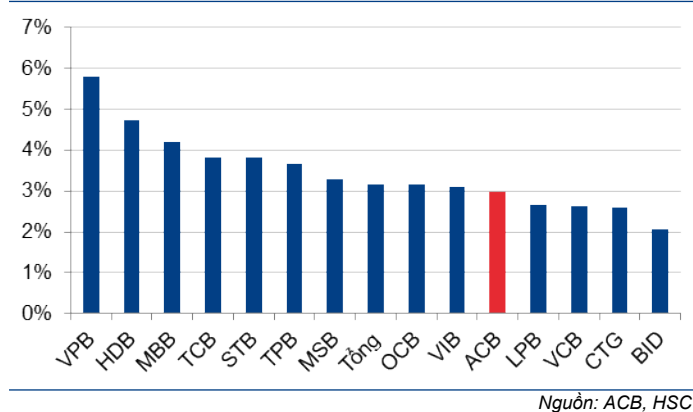
Biểu đồ 6: Cơ cấu tài sản, ACB

Trong thời gian gần đây, ACB đã tăng tài sản có tính khoản cao



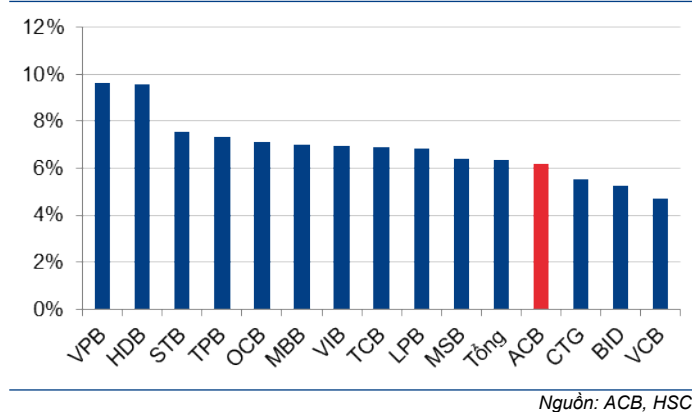
Biểu đồ 7: Tỷ lệ NIM, 14 NHTM trong phạm vi phân tích

ACB có tỷ lệ NIM...



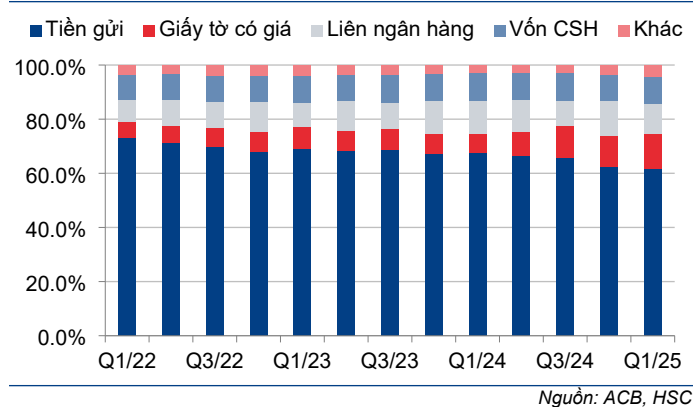
Biểu đồ 8: Lợi suất gộp, 14 NHTM trong phạm vi phân tích

...và lợi suất gộp thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM



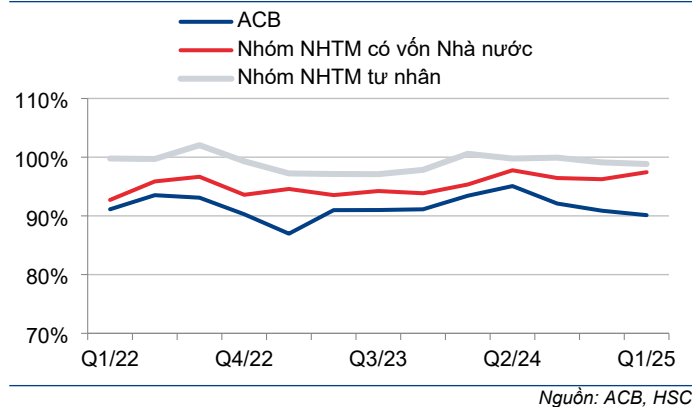
Biểu đồ 9: Cơ cấu nguồn vốn, ACB

Tỷ trọng vốn huy động từ giấy tờ có giá tăng so với quý trước



Biểu đồ 10: Hệ số LDR điều chỉnh, ACB & các NHTM

Hệ số LDR điều chỉnh của ACB thấp hơn so với các NHTM khác



Thu nhập ngoài lãi: Phí dịch vụ tích cực, cơ cấu ổn định

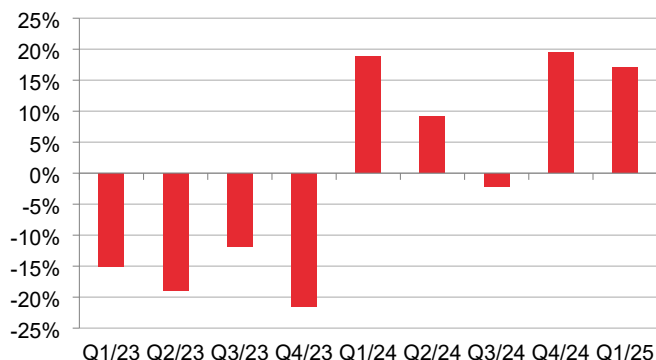
Lãi thuần HĐ dịch vụ của ACB tăng trưởng vượt trội so với ngành nhờ phí dịch vụ thẻ bù đắp cho sự sụt giảm của hoa hồng bancassurance. Mặc dù hoa hồng bancassurance tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ trong Q1/2025, mô hình bán hàng mới được triển khai từ Q1/2025 đã có sự cải thiện vào tháng 4 theo chia sẻ của ban lãnh đạo. HSC kỳ vọng hoa hồng bancassurance sẽ cải thiện vừa phải qua từng quý nhưng tỷ trọng đóng góp vào tổng lãi thuần HĐ dịch vụ vẫn ở mức thấp.

ACB duy trì cơ cấu thu nhập ngoài lãi chất lượng cao hơn so với ngành với đóng góp đáng kể từ lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối, chủ yếu đến từ

chênh lệch mua bán với khách hàng. Cơ cấu này trái ngược với các NHTM khác trong ngành, khi các ngân hàng này phụ thuộc vào lãi mua bán trái phiếu và thu nhập từ thu hồi nợ xấu.

Biểu đồ 11: Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ, ACB

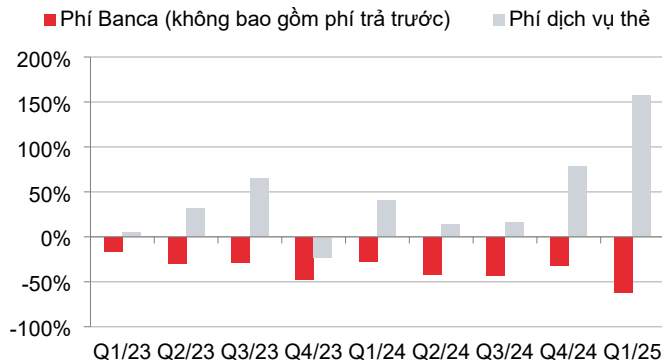
Lãi thuần HĐ dịch vụ đã tăng mạnh kể từ Q1/2024...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 12: Tăng trưởng HĐ dịch vụ theo sản phẩm, ACB

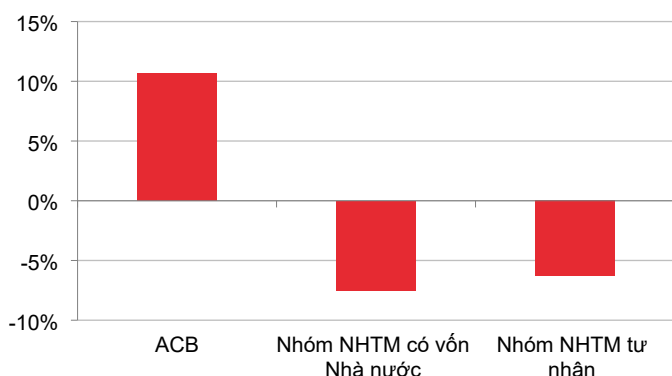
...nhờ phí dịch vụ thẻ, trong khi phí banca giảm



Nguồn: ACB, HSC ước tính

Biểu đồ 13: Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ (trượt 12 tháng), ACB và các NHTM khác

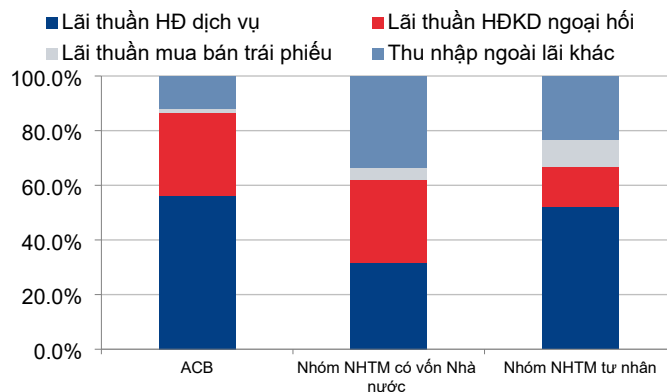
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ của ACB vượt trội hơn so với các NHTM khác...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 14: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi, ACB và các NHTM khác

... và cơ cấu thu nhập ngoài lãi cũng tốt hơn



Nguồn: ACB, HSC

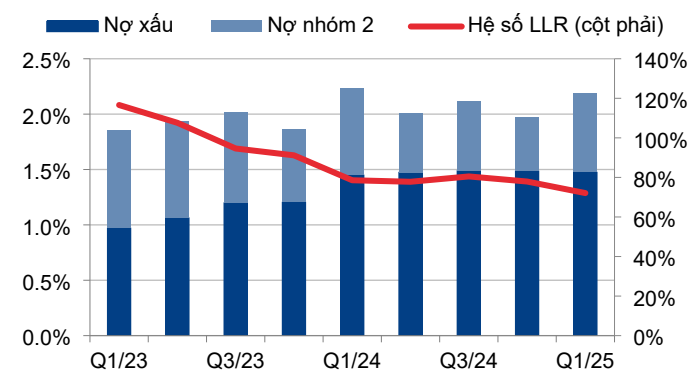
Chất lượng tài sản vẫn vững chắc như kỳ vọng

Chất lượng tài sản vẫn tốt với tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức khoảng 1,5%, vượt trội so với ngành. Nợ xấu mới hình thành đang dần cải thiện và vượt kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm thận trọng cho nợ xấu mới hình thành do các rủi ro tiềm ẩn từ các yếu tố bên ngoài, bao gồm rủi ro từ chính sách thuế quan. Theo BLĐ, khách hàng xuất nhập khẩu chỉ đóng góp 5% danh mục cho vay và các thị trường xuất khẩu được đa dạng hóa với tỷ trọng hàng hóa thương mại với Mỹ chỉ chiếm 10-20%, từ đó giúp hạn chế rủi ro tín dụng đáng kể trước biến động thuế quan của Mỹ.

Mặc dù giữ nguyên giả định về nợ xấu hình thành, HSC vẫn giảm 22% dự báo chi phí dự phòng năm 2025 xuống 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng 33% so với cùng kỳ), do điều chỉnh giả định tỷ lệ nợ xấu nội bảng tại thời điểm cuối năm cao hơn so với dự báo cũ và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống. Điều chỉnh này nhằm cân bằng giữa lợi nhuận và chất lượng tài sản (vốn đã vượt trội so với ngành). Nhìn chung, chúng tôi vẫn đánh giá ACB là ngân hàng có chất lượng tài sản hàng đầu trong ngành.

Biểu đồ 15: Tỷ lệ nợ quá hạn, ACB

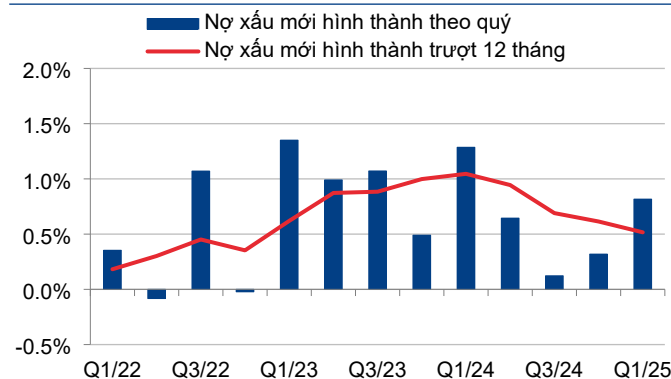
Tỷ lệ nợ quá hạn duy trì ổn định trong suốt 5 quý gần đây



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 16: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành, ACB

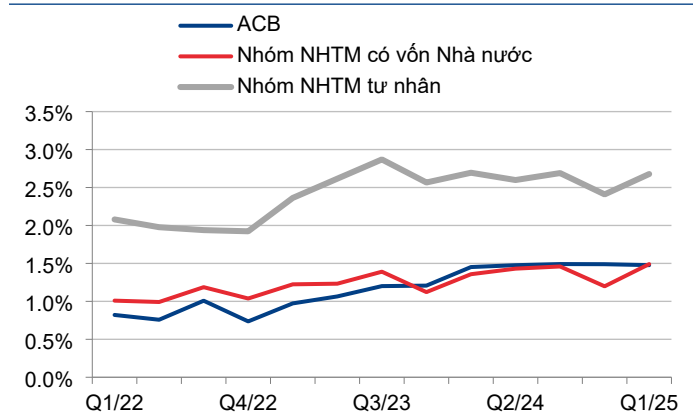
Nợ xấu mới hình thành đang giảm



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 17: Tỷ lệ nợ xấu, ACB & các NHTM khác

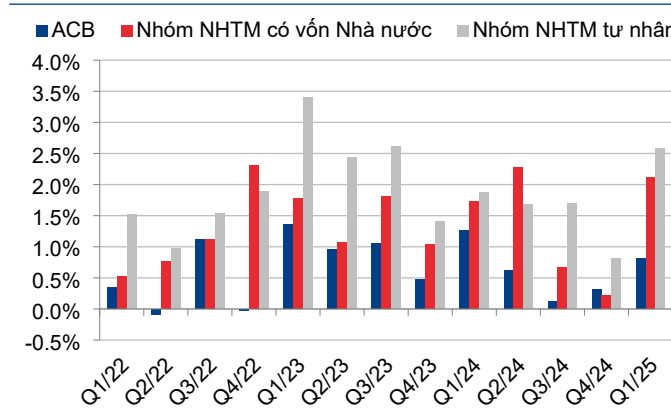
So với các NHTM khác, ACB có tỷ lệ nợ xấu...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 18: Nợ xấu mới hình thành, ACB & các NHTM khác

... và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành thấp hơn



Nguồn: ACB, HSC

Điều chỉnh giả định và dự báo

HSC cập nhật giả định dựa trên quan điểm thận trọng đối với tỷ lệ NIM, được bù đắp một phần nhờ chi phí hoạt động và chi phí tín dụng giảm xuống. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 4,6% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027. Với dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 5%, 18% và 19% trong 3 năm tới.

Cụ thể như sau:

Bảng 19: Các giả định quan trọng, ACB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM và được bù đắp bởi việc giảm giả định chi phí tín dụng & hạ giả định chi phí hoạt động

	2024	2025F	Dự báo cũ		Dự báo mới		
			2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	19.1%	16.1%	15.1%	14.1%	16.1%	15.1%	14.1%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	19.4%	17.2%	17.7%	16.7%	17.3%	17.7%	16.7%
Tỷ lệ NIM	3.6%	3.5%	3.7%	3.7%	3.1%	3.2%	3.4%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	10.8%	10.5%	20.0%	14.5%	14.3%	19.7%	14.5%
Tỷ lệ nợ xấu	1.5%	1.4%	1.2%	1.0%	1.5%	1.3%	1.1%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
Nợ xấu mới hình thành	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
Hệ số LLR	77.9%	81.0%	97.0%	109.7%	72.5%	82.7%	93.3%
Tỷ lệ chi phí tín dụng	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%	1.7%	1.8%	1.9%
Hệ số CIR	32.5%	32.4%	32.9%	33.5%	31.2%	30.0%	30.9%

Nguồn: HSC

Bảng 20: Dự báo lợi nhuận, ACB

HSC giảm dự báo thu nhập lãi thuần và giảm bình quân 4,6% dự báo LNTT do tỷ lệ NIM giảm

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	27,795	31,840	39,380	45,449	28,272	34,229	41,803
Tăng trưởng		14.6%	23.7%	15.4%	1.7%	21.1%	22.1%
Điều chỉnh					-11.2%	-13.1%	-8.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,720	6,668	7,982	9,082	6,809	8,123	9,236
Tăng trưởng		16.6%	19.7%	13.8%	19.0%	19.3%	13.7%
Điều chỉnh					2.1%	1.8%	1.7%
Tổng thu nhập HĐ	33,515	38,508	47,362	54,530	35,081	42,352	51,039
Tăng trưởng		14.9%	23.0%	15.1%	4.7%	20.7%	20.5%
Điều chỉnh					-8.9%	-10.6%	-6.4%
Chi phí HĐ	-10,903	-12,468	-15,582	-18,263	-10,929	-12,689	-15,780
Tăng trưởng		14.4%	25.0%	17.2%	0.2%	16.1%	24.4%
Điều chỉnh					-12.3%	-18.6%	-13.6%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	22,612	26,040	31,779	36,267	24,152	29,663	35,260
Tăng trưởng		15.2%	22.0%	14.1%	6.8%	22.8%	18.9%
Điều chỉnh					-7.2%	-6.7%	-2.8%
Chi phí dự phòng	-1,606	-2,744	-4,214	-4,236	-2,130	-3,645	-4,195
Tăng trưởng		70.8%	53.6%	0.5%	32.6%	71.1%	15.1%
Điều chỉnh					-22.4%	-13.5%	-1.0%
LNTT	21,006	23,296	27,566	32,031	22,022	26,018	31,064
Tăng trưởng		10.9%	18.3%	16.2%	4.8%	18.1%	19.4%
Điều chỉnh					-5.5%	-5.6%	-3.0%
Lợi nhuận thuần	16,790	18,637	22,053	25,625	17,619	20,815	24,852
Tăng trưởng		11.0%	18.3%	16.2%	4.9%	18.1%	19.4%
Điều chỉnh					-5.5%	-5.6%	-3.0%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

Điều chỉnh quan trọng bao gồm nâng giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu nhưng hạ giả định lãi thuần mua bán trái phiếu năm 2025

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,239	3,578	4,295	4,920	3,702	4,431	5,075
Tăng trưởng		10.5%	20.0%	14.5%	14.3%	19.7%	14.5%
Điều chỉnh					3.5%	3.2%	3.2%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,171	1,488	1,812	2,075	1,524	1,813	2,076
Tăng trưởng		27.1%	21.7%	14.5%	30.2%	18.9%	14.5%
Điều chỉnh					2.4%	0.0%	0.0%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	651	650	619	726	437	627	726
Tăng trưởng		-0.1%	-4.7%	17.2%	-32.9%	43.6%	15.8%
Điều chỉnh					-32.9%	1.3%	0.0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	36	37	37	37	34	34	34
Tăng trưởng		1.2%	0.0%	0.0%	-6.6%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					-7.7%	-7.7%	-7.7%
Thu nhập khác	624	914	1,218	1,324	1,112	1,219	1,324
Tăng trưởng		46.6%	33.3%	8.7%	78.3%	9.6%	8.7%
Điều chỉnh					21.7%	0.0%	0.0%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,720	6,668	7,982	9,082	6,809	8,123	9,236
Tăng trưởng		16.6%	19.7%	13.8%	19.0%	19.3%	13.7%
Điều chỉnh					2.1%	1.8%	1.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm 4,8% giá mục tiêu xuống 29.300đ sau khi hạ dự báo lợi nhuận và nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH, được bù đắp một phần nhờ chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá ACB là một cơ hội đầu tư hấp dẫn với rủi ro thấp nhưng lợi nhuận cao (hệ số ROE được dự báo đạt gần 20%). Diễn biến kém tích cực một chút kể từ đầu năm, chủ yếu do không có câu chuyện đầu tư hấp dẫn, sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư dài hạn mua vào cổ phiếu.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 4,8% giá mục tiêu xuống 29.300đ sau khi nâng giả định chi phí vốn CSH và hạ dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi tăng 1,5 điểm phần trăm giả định chi phí vốn CSH lên 14,5% sau khi áp dụng giả định phần bù rủi ro vốn CSH mới là 8,75% (tăng 1,25 điểm phần trăm) để phản ánh các rủi ro tiềm ẩn từ chính sách thuế quan của Mỹ. Chúng tôi cũng chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Chúng tôi đánh giá ACB là một cơ hội đầu tư hấp dẫn với rủi ro thấp (chất lượng tài sản tốt, rủi ro tiềm ẩn thấp) nhưng lợi nhuận cao (hệ số ROE gần 20% theo dự báo của chúng tôi) và định giá hấp dẫn.

Bảng 22: Giả định chi phí vốn CSH, ACB

Chi phí vốn CSH	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, tăng 1,25 điểm % nhằm phản ánh những rủi ro kinh tế vĩ mô
Beta	1.2	Bloomberg, không đổi
Chi phí vốn CSH	14.5%	Tăng 1,5 điểm %

Nguồn: HSC

Bảng 23: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, ACB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	17,355	20,502	24,479	27,478	32,119	34,978	38,834	38,894	37,869
Chi phí vốn CSH	-12,102	-13,969	-16,197	-18,890	-21,889	-25,414	-30,212	-32,563	-34,319
Lợi nhuận thặng dư	5,253	6,533	8,282	8,587	10,229	9,564	8,622	6,331	3,550
Giá trị dài hạn									31,798
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2025		87.3%	76.3%	66.6%	58.2%	50.8%	44.4%	38.8%	33.8%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2025		5,706	6,317	5,721	5,951	4,860	3,826	2,454	11,965
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2026	46,800								
Giá trị sổ sách cuối 2025 (điều chỉnh)	96,339								
Giá trị vốn CSH cuối năm 2025	143,139								
Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	150,949								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,137								
Giá mục tiêu giữa năm 2026	29,300								

Nguồn: HSC

Bảng 24: Phân tích độ nhạy, ACB

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	32,900	32,000	31,200	30,400	29,600
	8.25%	31,900	31,000	30,200	29,500	28,800
	8.75%	30,900	30,100	29,300	28,600	27,900
	9.25%	29,900	29,200	28,500	27,800	27,200
	9.75%	29,000	28,300	27,700	27,000	26,400

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi gần như đi ngang kể từ đầu năm và diễn biến kém tích cực hơn một chút so với bình quân ngành do thiếu động lực tăng giá ngắn hạn, ACB đang giao dịch với P/B trượt dạt phóng 1 năm hấp dẫn là 1,09 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với

biên quân quá khứ ở mức 1,13 lần và cao hơn một chút so với biên quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần, từ đó giúp cổ phiếu Ngân hàng này trở nên hấp dẫn với bảng CĐKT lành mạnh hơn cùng cơ cấu lợi nhuận & chất lượng tài sản vững chắc. HSC tin rằng ACB vẫn sẽ giữ vững được nền tảng cơ bản tốt với tốc độ tăng trưởng gộp ổn định nhờ hệ số ROE dự báo đạt khoảng 20%. Sự sao nhãng của thị trường đối với cổ phiếu đem lại cơ hội hấp dẫn cho các nhà đầu tư dài hạn mua vào cổ phiếu.

Biểu đồ 25: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 26: Độ lệch chuẩn so với giá trị biên quân, ACB

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn với giá trị biên quân quá khứ là 1,13 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	52.3	50.9	58.1	69.8	85.5
Chi phí lãi	(27.4)	(23.1)	(29.8)	(35.6)	(43.7)
Thu nhập lãi thuần	25.0	27.8	28.3	34.2	41.8
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.92	3.24	3.70	4.43	5.08
Lãi thuần HĐ KDNH	1.11	1.17	1.52	1.81	2.08
Lãi/lỗ từ mua bán CK	2.82	0.65	0.44	0.63	0.73
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.08	0.04	0.03	0.03	0.03
Thu nhập khác	0.86	0.62	1.11	1.22	1.32
Tổng thu nhập HĐ	32.7	33.5	35.1	42.4	51.0
Chi phí HĐ	(10.9)	(10.9)	(10.9)	(12.7)	(15.8)
LN trước dự phòng	21.9	22.6	24.2	29.7	35.3
Chi phí dự phòng	(1.80)	(1.61)	(2.13)	(3.65)	(4.20)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	20.1	21.0	22.0	26.0	31.1
Chi phí thuế TNDN	(4.02)	(4.22)	(4.40)	(5.20)	(6.21)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	16.0	16.8	17.6	20.8	24.9
EPS (đồng)	3,124	3,269	3,430	4,052	4,838
DPS (đồng)	657	756	870	1,000	1,150
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,137	5,137	5,137	5,137	5,137
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,137	5,137	5,137	5,137	5,137
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,137	5,137	5,137	5,137	5,137

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	6.91	5.70	6.74	7.93	9.26
Tiền gửi tại NHNN	18.5	25.2	22.5	26.4	30.9
Tiền gửi tại các TCTD khác	115	118	133	169	205
Chứng khoán kinh doanh	7.18	3.88	4.31	4.92	5.73
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.06	0	0	0
Số dư cho vay thuần	482	574	667	768	876
Tổng dư nợ cho vay	488	581	674	776	885
Dự phòng rủi ro	(5.37)	(6.74)	(7.09)	(8.35)	(9.09)
Chứng khoán đầu tư	73.5	121	145	166	193
CK đầu tư sẵn sàng để bán	44.9	109	130	149	173
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	28.6	12.2	15.0	17.1	19.9
Dự phòng rủi ro	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.14	0.12	0.13	0.13	0.13
Tài sản cố định	4.94	5.59	5.99	6.49	6.99
Tài sản khác	10.6	10.5	12.6	14.5	17.0
Tổng tài sản	719	864	998	1,163	1,344
Nợ phải trả	648	781	901	1,051	1,214
Tiền gửi của NHNN	0.00	7.95	6.82	0.08	0.08
Tiền gửi của các TCTD khác	89.5	112	121	140	150
Tổng tiền gửi KH	483	537	622	749	895
Trái phiếu và CCTG	52.4	102	127	132	134
Nợ khác	23.1	22.0	23.6	29.5	33.7
Vốn chủ sở hữu	71.0	83.5	96.3	112	130
Vốn điều lệ	38.8	44.7	51.4	59.1	67.9
Thặng dư vốn cổ phần	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
Lợi nhuận giữ lại	20.3	23.7	26.6	30.8	36.3
Quỹ & vốn khác của CSH	11.6	14.8	18.1	21.6	25.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	719	864	998	1,163	1,344
BVPS (đồng)	13,814	16,248	18,755	21,747	25,362

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	18.2	20.2	15.5	16.6	15.6
Tăng trưởng cho vay KH (%)	17.9	19.1	16.1	15.1	14.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.6	11.3	15.7	20.5	19.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	16.8	19.4	17.3	17.7	16.7
Tăng trưởng VCSH (%)	21.4	17.6	15.4	15.9	16.6
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	6.06	11.4	1.72	21.1	22.1
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(6.30)	0.26	0.24	16.1	24.4
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	27.3	3.38	6.81	22.8	18.9
Tăng trưởng LNTT (%)	17.3	4.67	4.84	18.1	19.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	17.2	4.64	4.94	18.1	19.4
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.94	4.23	3.77	3.92	4.07
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.64)	(1.38)	(1.17)	(1.17)	(1.26)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.2	97.7	97.9	97.9	98.0
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.40	2.52	2.64	2.95	3.35
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	41.8	43.3	45.2	52.0	60.6
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	6.92	6.61	6.30	5.33	4.46
P/B (lần)	1.56	1.33	1.15	0.99	0.85
Lợi suất cổ tức (%)	3.04	3.50	4.03	4.63	5.32
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	49.0	50.1	50.2	49.1	48.7
ROAA (%)	2.42	2.12	1.89	1.93	1.98
ROAE (%)	24.8	21.7	19.6	20.0	20.5
Chi phí huy động BQ (%)	4.76	3.34	3.64	3.75	3.97
Lợi suất góp BQ (%)	8.12	6.58	6.38	6.60	6.96
Lợi suất thuần (%)	3.36	3.24	2.73	2.85	2.99
Tỷ lệ NIM (%)	3.87	3.60	3.10	3.24	3.41
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.92	9.66	10.6	10.5	9.94
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.2	82.9	80.6	80.8	81.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	14.9	7.40	8.86	8.72	8.15
Tỷ lệ CIR (%)	33.2	32.5	31.2	30.0	30.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.0	23.1	25.4	24.7	23.8
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.5	11.8	11.9	12.0	12.2
VCSH/Tổng TS (%)	9.87	9.66	9.66	9.61	9.69
Đòn bẩy vốn (lần)	10.1	10.4	10.4	10.4	10.3
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.21	1.49	1.45	1.30	1.10
Hệ số LLR (%)	91.2	77.9	72.5	82.7	93.3
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	101	108	108	104	98.9
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.3	14.9	13.9	13.7	12.8
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.8	67.2	67.6	66.7	65.9
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	384	388	390	400	410
Số lượng nhân viên	13,655	13,290	13,290	14,353	15,214

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