

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ31,500 (từ VNĐ29,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (22/9/2025)	25,150
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,214-29,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,350
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	129,185
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,896
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	(9.69)	17.2	17.4
So với chỉ số	(11.9)	(9.51)	(16.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,433	3,449	(0.5)
2026F	4,114	4,209	(2.3)
2027F	4,975	4,908	1.4

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**

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

Viên ngọc tiềm năng; nâng giá mục tiêu và giữ nguyên khuyến nghị Mua vào

- HSC tăng 7,5% giá mục tiêu lên 31.500đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định chi phí vốn CSH trong khi giữ nguyên khuyến nghị Mua vào.
- Chúng tôi tăng bình quân 3,2% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng 6,6% trong năm 2025 và tăng trưởng 20%/năm trong năm 2026-2027, sau khi hạ dự báo chi phí dự phòng và hạ dự báo chi phí hoạt động dài hạn.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 3 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần (cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,13 lần) nhưng vẫn thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần trong khi hệ số ROE cao hơn đáng kể (20% so với 17,8%), điều này giúp cổ phiếu ACB trở nên tương đối hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

KQKD Q2/2025 vượt một chút dự báo của chúng tôi về chất lượng tài sản, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và lãi mua bán trái phiếu, trong khi tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ thấp hơn một chút so với dự báo. Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo sau KQKD gần đây.

Quan điểm của HSC: Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao khẩu vị rủi ro thận trọng, chất lượng tài sản bền vững và khả năng duy trì hệ số ROE cao của ACB.

Tác động: Tăng bình quân 3,2% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh tăng bình quân 3,2% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận được dự báo tăng 6,6% trong năm 2025, trước khi tăng tốc lên khoảng 20% cho năm 2026-2027. Những động lực chính bao gồm:

- Hạ dự báo chi phí dự phòng cho năm 2025-2026: Nhờ nợ xấu nội bảng cải thiện đáng kể trong Q2/2025, giúp giảm nhu cầu xử lý thêm nợ xấu.
- Chi phí hoạt động: Giảm dự báo chi phí dài hạn chủ yếu do chi phí liên quan đến lao động giảm theo xu hướng của ngành, mặc dù chi phí liên quan đến tài sản vẫn ở mức cao do ACB tiếp tục đầu tư vào công nghệ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% trong 3 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn 0,4 lần so với bình quân quá khứ ở mức 1,13 lần. Mặc dù được định giá lại, định giá của ACB vẫn đang chiết khấu so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần, trong khi hệ số ROE của ACB vượt trội trong năm 2025-2026 (20% so với 17,8%) và duy trì chất lượng tài sản tốt hơn.

HSC tăng 7,5% giá mục tiêu lên 31.500đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận & hạ giả định chi phí vốn CSH và duy trì khuyến nghị Mua vào. Thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng chiết khấu định giá của ACB so với ngành sẽ dần thu hẹp đồng thời thị trường ngày càng nhận ra nền tảng cơ bản vững chắc của Ngân hàng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/9.

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	27.9	34.3	42.1
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	32.7	33.5	35.2	42.4	51.6
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	16.0	16.8	17.9	21.5	25.9
EPS (đồng)	3,124	3,269	3,485	4,177	5,051
DPS (đồng)	657	756	870	1,000	1,150
BVPS (đồng)	13,814	16,248	18,770	21,884	25,709
P/E (lần)	8.05	7.69	7.22	6.02	4.98
Lợi suất cổ tức (%)	2.61	3.01	3.46	3.98	4.57
P/B (lần)	1.82	1.55	1.34	1.15	0.98
Tăng trưởng EPS (%)	17.2	4.64	6.63	19.8	20.9
ROAE (%)	24.8	21.7	19.9	20.5	21.2

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

Nền tảng cơ bản mạnh mẽ, nhưng bị thị trường đánh giá thấp

KQKD Q2/2025 của ACB cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi. Theo đó, chúng tôi tăng bình quân 3,2% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận tăng trưởng 6,6% trong năm 2025, sau đó tăng tốc lên khoảng 20%/năm trong 2 năm tiếp theo, sau khi hạ dự báo chi phí dự phòng và chi phí hoạt động trong dài hạn. Chúng tôi tăng 7,5% giá mục tiêu lên 31.500đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh giảm chi phí vốn CSH, đồng thời giữ nguyên khuyến nghị Mua vào. Sau diễn biến kém tích cực hơn so với những ngân hàng có mức độ rủi ro cao hơn, ACB đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn – P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần - đồng thời có hệ số ROE vượt trội (20% so với 17,8%) và chất lượng tài sản. Điều này đã tạo ra chênh lệch định giá mà chúng tôi kỳ vọng sẽ thu hẹp hoặc thậm chí đảo ngược theo thời gian.

Nâng dự báo nhờ chất lượng tài sản cải thiện

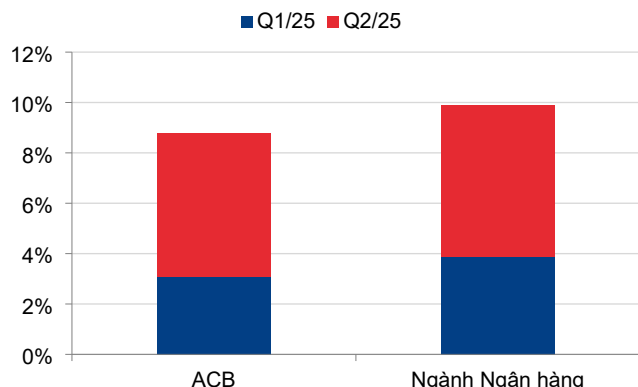
KQKD Q2/2025 cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi về chất lượng tài sản, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và lãi mua bán trái phiếu, trong khi tỷ lệ NIM và lãi thuần HĐ dịch vụ thấp hơn một chút so với dự báo (Mời xem: quý 2 năm 2025 của chúng tôi: [LNTT Q2 tăng 9%, vượt nhẹ dự báo](#)). Nhìn chung, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm tích cực đối với ACB, một ngân hàng có khẩu vị rủi ro thấp, chất lượng tài sản hàng đầu và hệ số ROE luôn ở mức cao.

Những thông tin nổi bật về KQKD Q2 của ACB như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng** vẫn chậm hơn bình quân ngành và tiếp tục tập trung vào phân khúc khách hàng vừa và lớn (MMLC), phân khúc mà thị phần của ACB vẫn thấp. Trong khi đó, nhu cầu từ khách hàng cá nhân và DNNVV vẫn yếu.
- **Tỷ lệ NIM** cải thiện 3 điểm cơ bản so với quý trước (phù hợp với xu hướng của ngành) mặc dù chi phí huy động tăng 18 điểm cơ bản. Cái giá để kiểm soát tốt rủi ro thanh khoản – thông qua đẩy mạnh huy động giấy tờ có giá và giảm hệ số LDR – là chi phí huy động tăng nhanh hơn so với bình quân ngành.
- **Lãi thuần HĐ dịch vụ** bất ngờ sụt giảm trong Q2/2025 chủ yếu do phí dịch vụ thẻ giảm mạnh vì những thay đổi trong phương pháp kế toán. Trong nửa đầu năm 2025, lãi thuần HĐ dịch vụ giảm 10% do phí bancassurance giảm 25%, phí thanh toán quốc tế giảm 4% và phí dịch vụ chứng khoán & phí khác giảm 14%, nhưng được bù đắp một phần nhờ phí dịch vụ thẻ tăng 10%.
- **Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối** tăng mạnh trong Q2/2025, bù đắp một phần cho sự sụt giảm của lãi thuần HĐ dịch vụ. Nếu bao gồm tất cả các khoản doanh thu có tính chất dịch vụ (như lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối), ACB cho thấy những dấu hiệu ổn định sớm (xác định dựa trên tỷ lệ phí ròng & lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối trên tổng dư nợ tín dụng), trong khi các ngân hàng khác tiếp tục sụt suy giảm.
- **Chất lượng tài sản** cải thiện với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1,26% từ 1,48% sau khi tái cấu trúc nợ xấu và cải thiện khả năng thu hồi nợ ở phân khúc khách hàng MMLC và DNNVV. ACB tiếp tục vượt trội so với ngành về cả nợ xấu mới hình thành và nợ xấu nội bảng.
- **Hệ số ROE trượt 12 tháng gần nhất** vẫn duy trì ở mức cao, khoảng 20,7%.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng, ACB so với ngành

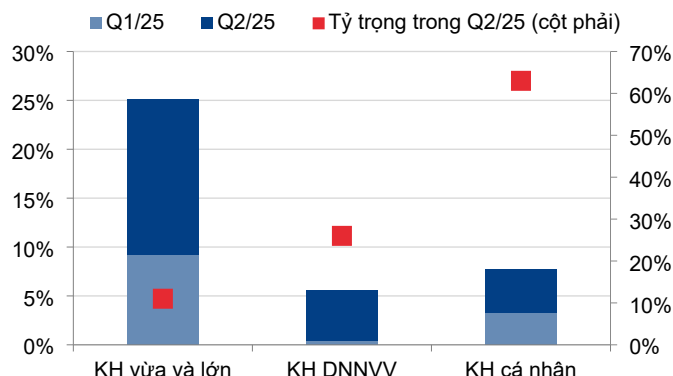
Tín dụng của ACB tăng trưởng chậm hơn so với ngành trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: NHNN, ACB, HSC

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

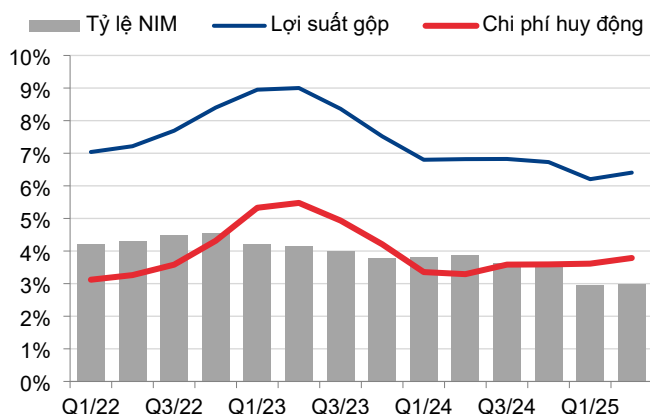
ACB tiếp tục tập trung vào phân khúc khách hàng vừa và lớn



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 3: Biến động tỷ lệ NIM, ACB

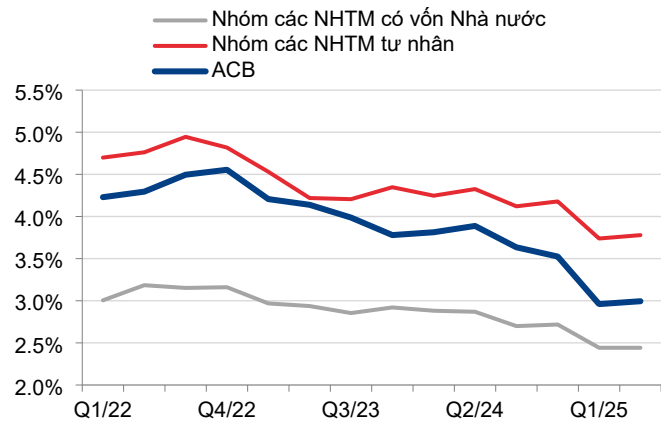
Tỷ lệ NIM tiếp tục đi ngang so với quý trước...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 4: Tỷ lệ NIM, ACB và các NHTM khác

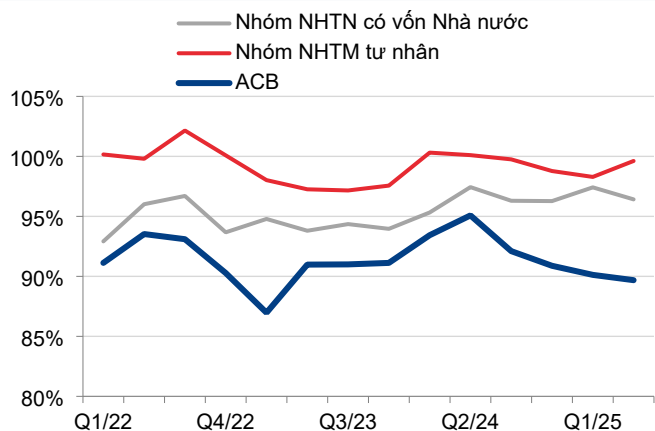
...và giống với xu hướng chung của ngành



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 5: Hệ số LDR điều chỉnh, ACB và các NHTM khác

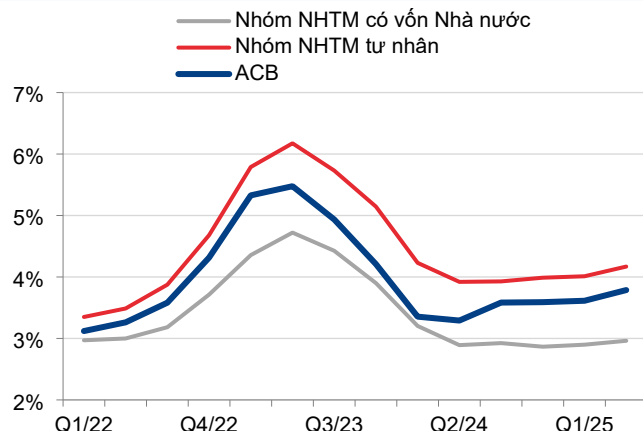
Việc duy trì tỷ lệ LDR ở mức thận trọng...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 6: Chi phí huy động, ACB và các NHTM khác

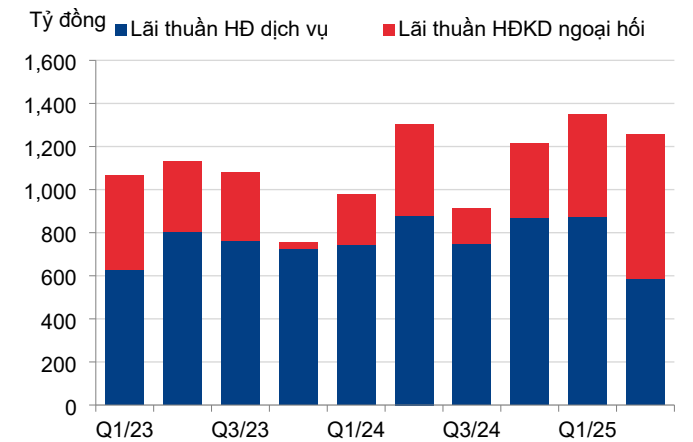
...kéo theo áp lực gia tăng chi phí huy động



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 7: Lãi thuần HĐ dịch vụ & lãi thuần HĐKD ngoại hối, ACB

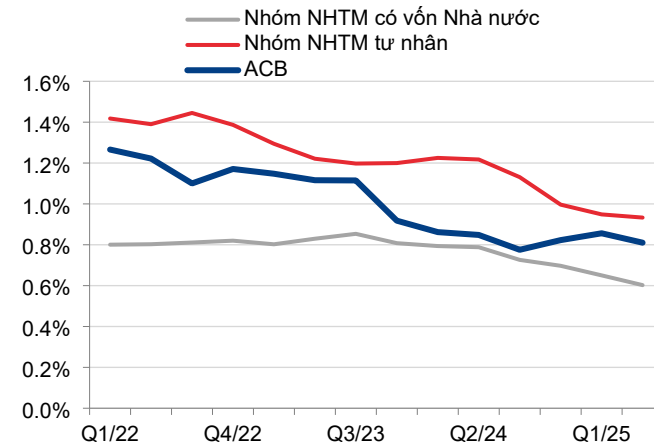
Lãi thuần HĐKD ngoại hối tăng mạnh đã giúp bù đắp sự sụt giảm của lãi thuần HĐ dịch vụ



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 8: Hiệu quả tạo lãi thuần HĐ dịch vụ & lãi thuần HĐKD ngoại hối, ACB và các NHTM khác

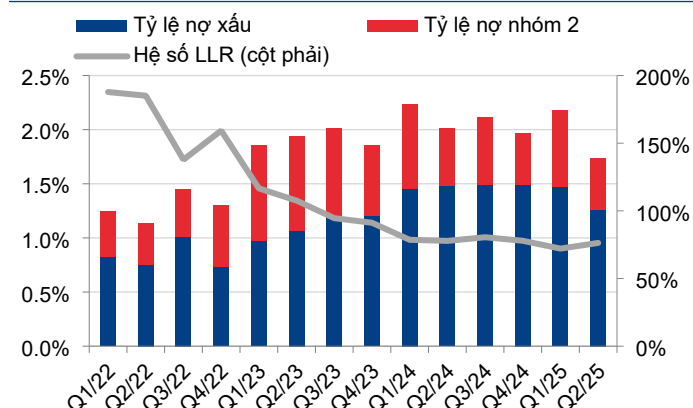
Hiệu quả tạo lãi thuần HĐ dịch vụ của ACB đã ổn định sớm hơn so với các NHTM khác



Ghi chú: Được tính bằng lãi thuần HĐ dịch vụ và lãi thuần HĐKD ngoại hối của 12 tháng gần nhất, chia cho tổng dư nợ tín dụng bình quân.
Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 9: Tỷ lệ nợ quá hạn, ACB

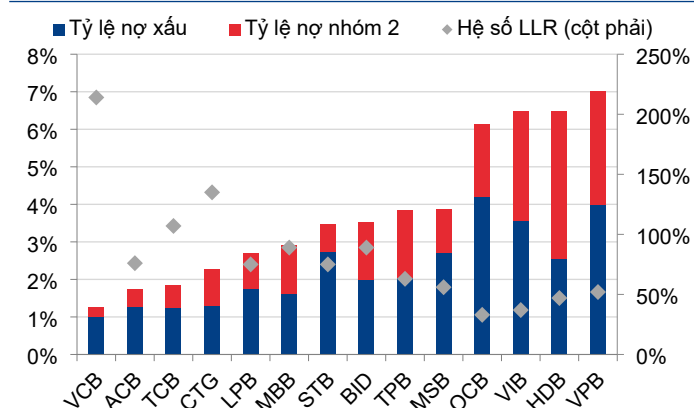
Chất lượng tài sản cải thiện đáng kể trong Q2/2025...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ quá hạn, ACB so với các NHTM khác

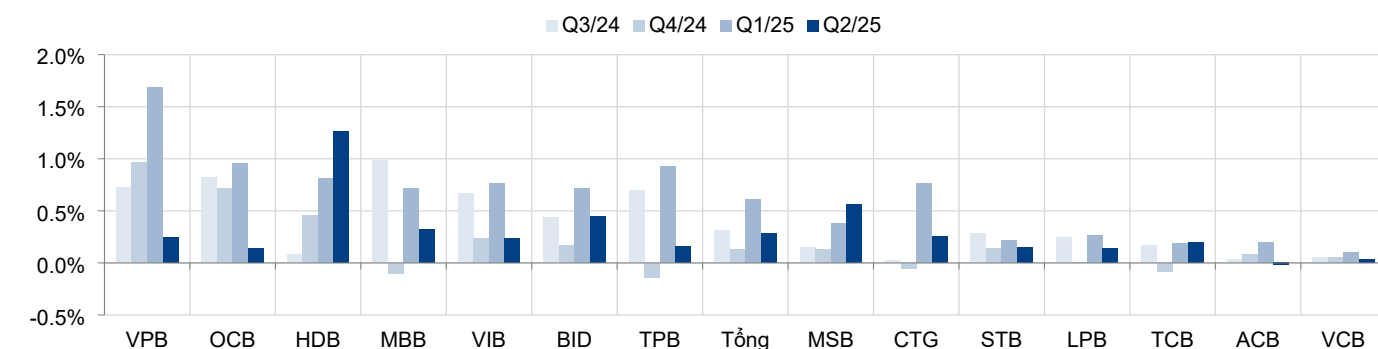
...và duy trì ở nhóm dẫn đầu so với các NHTM khác



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 11: So sánh nợ xấu mới hình thành (bao gồm trái phiếu VAMC) (%) trong 4 quý qua, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Nợ xấu mới hình thành của ACB liên tục ở mức thấp hơn so với các NHTM khác



Nguồn: ACB, HSC

Triển vọng 6 tháng cuối năm 2025 và điều chỉnh dự báo

Những điều chỉnh dự báo chính bao gồm:

- Hạ dự báo chi phí dự phòng trong năm 2025-2026 nhờ nợ xấu nội bảng cải thiện đáng kể trong Q2/2025. Sự cải thiện này giúp giảm nhu cầu trích lập dự phòng để xử lý nợ xấu.
- Hạ dự báo chi phí hoạt động dài hạn, phù hợp với xu hướng ngành, chủ yếu do chi phí liên quan đến lao động giảm xuống. Tuy nhiên, chi phí liên quan đến tài sản vẫn ở mức cao để hỗ trợ Ngân hàng tiếp tục đầu tư vào công nghệ.
- Hạ dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ cho năm 2025 sau kết quả thấp hơn dự báo trong nửa đầu năm 2025.

Nhìn chung, chúng tôi tăng bình quân 3,2% dự báo LNTT giai đoạn 2025-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 6,6%, trước khi tăng tốc lên khoảng 20%/năm trong 2 năm tới.

HSC dự báo LNTT nửa cuối năm 2025 đạt 11,7 nghìn tỷ đồng, tăng 11,1% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng khoảng 17% so với cùng kỳ. LNTT có thể sụt giảm so với quý trước trong Q3/2025 do không còn khoản lãi không thường xuyên như trong Q2/2025, nhưng được kỳ vọng sẽ phục hồi vào Q4/2025. Tỷ lệ NIM được dự báo sẽ cải thiện nhẹ 10 điểm cơ bản mỗi quý, trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ nhiều khả năng sẽ phục hồi lên mức "bình quân" sau khi chạm đáy vào Q2/2025 do phương pháp hạch toán liên quan đến phí dịch vụ thẻ. Chất lượng tài sản được kỳ vọng sẽ vẫn ổn định.

HSC tóm tắt giả định và dự báo chính như sau.

Bảng 12: Các giả định quan trọng, ACB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ & hạ giả định chi phí tín dụng cho năm 2025, đồng thời giảm giả định tỷ lệ chi phí HĐ trong dài hạn

	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	19.1%	16.1%	15.1%	14.1%	16.5%	15.1%	14.1%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	19.4%	17.3%	17.7%	16.7%	17.6%	17.7%	16.7%
Tỷ lệ NIM	3.6%	3.1%	3.2%	3.4%	3.1%	3.3%	3.5%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	10.8%	14.3%	19.7%	14.5%	-5.3%	19.3%	21.3%
Tỷ lệ nợ xấu	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%	1.1%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%
Nợ xấu mới hình thành	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
Hệ số LLR	77.9%	72.5%	82.7%	93.3%	78.4%	82.6%	93.2%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.0%	1.7%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
Hệ số CIR	32.5%	31.2%	30.0%	30.9%	31.5%	30.0%	29.0%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Dự báo lợi nhuận, ACB

HSC điều chỉnh tăng bình quân 3,2% dự báo LNTT cho giai đoạn 2025-2027 sau khi giảm giả định chi phí dự phòng năm 2025-2026 và hạ giả định chi phí HĐ năm 2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	27,795	28,272	34,229	41,803	27,880	34,266	42,144
Tăng trưởng		1.7%	21.1%	22.1%	0.3%	22.9%	23.0%
Điều chỉnh					-1.4%	0.1%	0.8%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,720	6,809	8,123	9,236	7,353	8,130	9,493
Tăng trưởng		19.0%	19.3%	13.7%	28.5%	10.6%	16.8%
Điều chỉnh					8.0%	0.1%	2.8%
Tổng thu nhập HĐ	33,515	35,081	42,352	51,039	35,232	42,396	51,636
Tăng trưởng		4.7%	20.7%	20.5%	5.1%	20.3%	21.8%
Điều chỉnh					0.4%	0.1%	1.2%
Chi phí HĐ	-10,903	-10,929	-12,689	-15,780	-11,083	-12,728	-14,996
Tăng trưởng		0.2%	16.1%	24.4%	1.7%	14.8%	17.8%
Điều chỉnh					1.4%	0.3%	-5.0%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	22,612	24,152	29,663	35,260	24,150	29,668	36,640
Tăng trưởng		6.8%	22.8%	18.9%	6.8%	22.9%	23.5%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	3.9%
Chi phí dự phòng	-1,606	-2,130	-3,645	-4,195	-1,781	-2,850	-4,209
Tăng trưởng		32.6%	71.1%	15.1%	10.9%	60.0%	47.7%
Điều chỉnh					-16.4%	-21.8%	0.3%
LNTT	21,006	22,022	26,018	31,064	22,368	26,818	32,432
Tăng trưởng		4.8%	18.1%	19.4%	6.5%	19.9%	20.9%
Điều chỉnh					1.6%	3.1%	4.4%
Lợi nhuận thuần	16,790	17,619	20,815	24,852	17,902	21,455	25,945
Tăng trưởng		4.9%	18.1%	19.4%	6.6%	19.8%	20.9%
Điều chỉnh					1.6%	3.1%	4.4%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định lãi thuần HĐ dịch vụ nhưng nâng giả định lãi kinh doanh nguồn vốn và giả định thu nhập khác trong năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,239	3,702	4,431	5,075	3,068	3,661	4,440
Tăng trưởng		14.3%	19.7%	14.5%	-5.3%	19.3%	21.3%
Điều chỉnh					-17.1%	-17.4%	-12.5%
Lãi thuần HĐKD ngoài hối	1,171	1,524	1,813	2,076	2,127	2,473	2,833
Tăng trưởng		30.2%	18.9%	14.5%	81.7%	16.3%	14.5%
Điều chỉnh					39.5%	36.4%	36.4%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	651	437	627	726	658	687	805
Tăng trưởng		-32.9%	43.6%	15.8%	1.1%	4.5%	17.2%
Điều chỉnh					50.6%	9.5%	10.9%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	36	34	34	34	87	87	87
Tăng trưởng		-6.6%	0.0%	0.0%	139.5%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					156.4%	156.4%	156.4%
Thu nhập khác	624	1,112	1,219	1,324	1,414	1,223	1,329
Tăng trưởng		78.3%	9.6%	8.7%	126.7%	-13.5%	8.7%
Điều chỉnh					27.2%	0.3%	0.3%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,720	6,809	8,123	9,236	7,353	8,130	9,493
Tăng trưởng		19.0%	19.3%	13.7%	28.5%	10.6%	16.8%
Điều chỉnh					8.0%	0.1%	2.8%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 7,5% giá mục tiêu cho ACB lên 31.500đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định chi phí vốn CSH và duy trì khuyến nghị Mua vào. Cổ phiếu ACB hấp dẫn tương đối với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,2 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần nhưng có hệ số ROE cao hơn (20% so với 17,8%) và chất lượng tài sản tốt hơn. Giá cổ phiếu đã tăng 17% kể từ đầu năm nhưng vẫn kém tích cực hơn so với các NHTM có mức độ rủi ro cao, vốn được hưởng lợi nhiều hơn từ xu hướng định giá lại gần đây của thị trường. Xu hướng này đã mở rộng chênh lệch định giá (giữa các ngân hàng tư nhân khác và ACB) mà chúng tôi kỳ vọng sẽ thu hẹp - hoặc thậm chí đảo ngược - do nền tảng cơ bản vượt trội của ACB.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 7,5% giá mục tiêu lên 31.500đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận và hạ giả định chi phí vốn CSH, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào. Chúng tôi giảm 87 điểm cơ bản giả định chi phí vốn CSH xuống 13,63% dựa trên giả định beta mới cập nhật từ Bloomberg.

So với ngành, cổ phiếu ACB có định giá hấp dẫn với P/B trượt dự phóng 1 năm 1,2 lần, thấp hơn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,38 lần nhưng hệ số ROE năm 2025-2026 cao hơn (20% so với 17,8%). Ngoài ra, ACB có danh mục cho vay chất lượng cao hơn với tỷ lệ nợ xấu thấp hơn và rủi ro tiềm ẩn thấp hơn so với bình quân ngành.

Bảng 15: Giả định chi phí vốn CSH, ACB

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.00%	Giả định chung của HSC, không đổi
Phản bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, không đổi
Beta	1.10	Bloomberg, giảm so với giả định trước đó là 1,2
Chi phí vốn CSH	13.63%	Giảm 87 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Bảng 16: 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	17,634	21,133	25,556	29,828	33,813	36,459	37,156	36,565	34,773
Chi phí vốn CSH	-11,372	-13,136	-15,316	-17,993	-21,132	-24,674	-27,419	-29,665	-31,324
Lợi nhuận thặng dư	6,262	7,997	10,240	11,835	12,682	11,785	9,737	6,900	3,449
Giá trị dài hạn									33,431
Hệ số chiết khấu đến cuối 2025		88.0%	77.5%	68.2%	60.0%	52.8%	46.5%	40.9%	36.0%
Giá trị hiện tại đến cuối 2025		7,038	7,932	8,068	7,608	6,223	4,525	2,822	13,274
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2026	57,488								
Giá trị sổ sách cuối 2025 (điều chỉnh)	96,413								
Giá trị vốn CSH cuối 2025	153,902								
Giá trị vốn CSH giữa 2026	161,818								
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5,137								
Giá mục tiêu giữa 2026	31,500								

Nguồn: HSC

Bảng 17: 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%
Phản bù rủi ro vốn CSH	7.75%	35,200	34,200	33,300	32,400	31,600
	8.25%	34,100	33,200	32,400	31,500	30,700
	8.75%	33,100	32,300	31,500	30,700	29,900
	9.25%	32,200	31,400	30,600	29,900	29,100
	9.75%	31,300	30,500	29,800	29,100	28,400

Nguồn: HSC

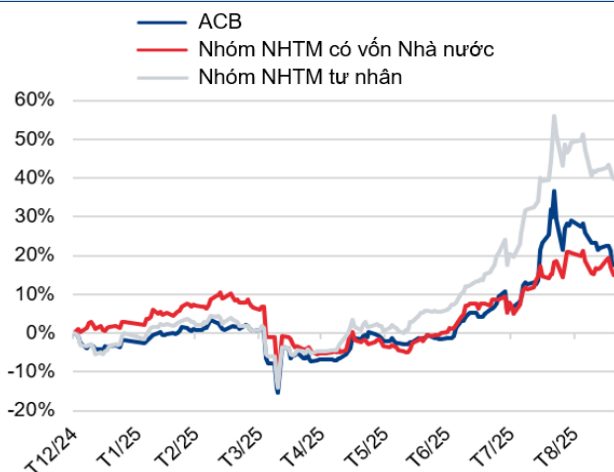
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 17% kể từ đầu năm, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,13 lần. Tuy nhiên, ACB đang giao dịch với định giá chiết khấu so với bình quân nhóm NHTM tư nhân như đã đề cập ở trên.

Kể từ đầu năm, diễn biến giá cổ phiếu ACB kém tích cực hơn so với chỉ số VN Index và cổ phiếu của các NHTM tư nhân khác – đặc biệt là những ngân hàng có hồ sơ rủi ro lớn hơn – do ACB thiếu động lực định giá lại trong ngắn hạn. Xu hướng định giá lại gần đây tập trung vào các NHTM có mức độ rủi ro cao hơn, đặc biệt là những ngân hàng có tỷ trọng cho vay đáng kể với ngành BĐS. Điều này khiến định giá của ACB thấp hơn so với bình quân ngành mặc dù lợi nhuận và chất lượng tài sản của Ngân hàng vượt trội hơn so với ngành. HSC kỳ vọng chênh lệch định giá sẽ thu hẹp trong thời gian tới – và có thể đảo ngược – dựa trên nền tảng cơ bản vững chắc của ACB.

Biểu đồ 18: Hiệu suất so với đầu năm, ACB & các NHTM khác

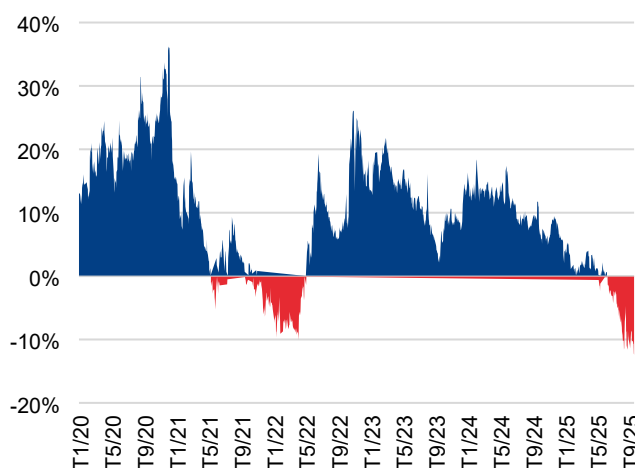
Giá cổ phiếu của ACB diễn biến kém tích cực so với nhóm NHTM tư nhân...



Ghi chú: Hiệu suất so với đầu năm tính đến ngày 19/9.
Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 19: Thặng dư định giá so với các NHTM khác, ACB & các NHTM tư nhân

...dẫn tới thặng dư định giá âm



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 20: P/B trượt dự phóng 1 năm, ACB

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



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 21: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, ACB

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,13 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, 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	58.9	69.6	85.4
Chi phí lãi	(27.4)	(23.1)	(31.0)	(35.4)	(43.2)
Thu nhập lãi thuần	25.0	27.8	27.9	34.3	42.1
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.92	3.24	3.07	3.66	4.44
Lãi thuần HĐ KDNH	1.11	1.17	2.13	2.47	2.83
Lãi/lỗ từ mua bán CK	2.82	0.65	0.66	0.69	0.81
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.08	0.04	0.09	0.09	0.09
Thu nhập khác	0.86	0.62	1.41	1.22	1.33
Tổng thu nhập HĐ	32.7	33.5	35.2	42.4	51.6
Chi phí HĐ	(10.9)	(10.9)	(11.1)	(12.7)	(15.0)
LN trước dự phòng	21.9	22.6	24.1	29.7	36.6
Chi phí dự phòng	(1.80)	(1.61)	(1.78)	(2.85)	(4.21)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	20.1	21.0	22.4	26.8	32.4
Chi phí thuế TNDN	(4.02)	(4.22)	(4.47)	(5.36)	(6.49)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	16.0	16.8	17.9	21.5	25.9
EPS (đồng)	3,124	3,269	3,485	4,177	5,051
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	6.76	7.96	9.29
Tiền gửi tại NHNN	18.5	25.2	22.5	26.5	31.0
Tiền gửi tại các TCTD khác	115	118	118	129	169
Chứng khoán kinh doanh	7.18	3.88	4.60	5.42	6.32
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.06	0	0	0
Số dư cho vay thuần	482	574	669	770	879
Tổng dư nợ cho vay	488	581	676	778	888
Dự phòng rủi ro	(5.37)	(6.74)	(6.89)	(8.36)	(9.11)
Chứng khoán đầu tư	73.5	121	156	183	213
CK đầu tư sẵn sàng để bán	44.9	109	143	164	191
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	28.6	12.2	12.8	18.8	21.9
Dự phòng rủi ro	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.14	0.12	0.12	0.12	0.12
Tài sản cố định	4.94	5.59	5.96	6.46	6.96
Tài sản khác	10.6	10.5	13.5	15.0	17.8
Tổng tài sản	719	864	996	1,143	1,332
Nợ phải trả	648	781	900	1,031	1,200
Tiền gửi của NHNN	0.00	7.95	20.3	0.00	0.00
Tiền gửi của các TCTD khác	89.5	112	105	117	133
Tổng tiền gửi KH	483	537	616	752	898
Trái phiếu và CCTG	52.4	102	135	133	134
Nợ khác	23.1	22.0	23.0	29.6	33.8
Vốn chủ sở hữu	71.0	83.5	96.4	112	132
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	26.9	31.6	38.1
Quỹ & vốn khác của CSH	11.6	14.8	17.9	21.5	25.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	719	864	996	1,143	1,332
BVPS (đồng)	13,814	16,248	18,770	21,884	25,709

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	15.3	14.8	16.5
Tăng trưởng cho vay KH (%)	17.9	19.1	16.5	15.1	14.1
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.6	11.3	14.7	22.0	19.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	16.8	19.4	17.6	17.7	16.7
Tăng trưởng VCSH (%)	21.4	17.6	15.5	16.6	17.5
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	6.06	11.4	0.31	22.9	23.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(6.30)	0.26	1.65	14.8	17.8
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	27.3	3.38	6.80	22.9	23.5
Tăng trưởng LNTT (%)	17.3	4.67	6.49	19.9	20.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	17.2	4.64	6.63	19.8	20.9
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.94	4.23	3.79	3.96	4.17
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.64)	(1.38)	(1.19)	(1.19)	(1.21)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.2	97.7	97.9	97.9	97.9
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.40	2.52	2.68	2.98	3.43
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	41.8	43.3	45.9	53.6	63.3
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	8.05	7.69	7.22	6.02	4.98
P/B (lần)	1.82	1.55	1.34	1.15	0.98
Lợi suất cổ tức (%)	2.61	3.01	3.46	3.98	4.57
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	49.0	50.1	50.8	50.6	50.2
ROAA (%)	2.42	2.12	1.92	2.01	2.10
ROAE (%)	24.8	21.7	19.9	20.5	21.2
Chi phí huy động BQ (%)	4.76	3.34	3.79	3.77	3.99
Lợi suất góp BQ (%)	8.12	6.58	6.47	6.65	7.04
Lợi suất thuần (%)	3.36	3.24	2.68	2.88	3.05
Tỷ lệ NIM (%)	3.87	3.60	3.06	3.27	3.48
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.92	9.66	8.71	8.63	8.60
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.2	82.9	79.1	80.8	81.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	14.9	7.40	12.2	10.5	9.79
Tỷ lệ CIR (%)	33.2	32.5	31.5	30.0	29.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.0	23.1	25.0	23.9	22.8
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.5	11.8	12.0	12.3	12.5
VCSH/Tổng TS (%)	9.87	9.66	9.68	9.83	9.92
Đòn bẩy vốn (lần)	10.1	10.4	10.3	10.2	10.1
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.21	1.49	1.30	1.30	1.10
Hệ số LLR (%)	91.2	77.9	78.4	82.6	93.2
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	101	108	110	104	98.9
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.3	14.9	12.2	11.7	11.4
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.8	67.2	67.9	68.1	66.7
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	384	388	390	400	410
Số lượng nhân viên	13,655	13,290	13,157	14,210	15,063

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