

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ32,300 (từ VNĐ31,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 31.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/11/2025)	24,600
Mã Bloomberg	ACB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,214-29,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	126,360
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,790
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)	27.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.5%
Tỷ lệ freefloat	77.2%
Cổ đông lớn	Capital Group Cos (4.54%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.60)	(11.7)	18.0
So với chỉ số	(0.15)	(16.4)	(20.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,402	3,497	(2.7)
2026F	3,916	3,972	(1.4)
2027F	4,628	4,662	(0.7)

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Chất lượng tốt với định giá hợp lý; khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 2,5% giá mục tiêu lên 32.300đ nhờ tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026 bù đắp tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 nhưng giảm lần lượt 5% và 7% dự báo cho năm 2026-2027 do tác động tiêu cực từ việc hạ giá định tỷ lệ NIM, bù đắp một phần từ tác động tích cực từ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và chi phí hoạt động tiếp tục được kiểm soát tốt.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, sát bình quân qua khứ và thấp hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, trong khi có hệ số ROE vượt trội – cơ hội Mua vào hấp dẫn.

Sự kiện: Phân tích triển vọng giai đoạn 2025-2027

Lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 của ACB sát với dự báo của chúng tôi với chất lượng tài sản và chi phí hoạt động tốt hơn kỳ vọng bù đắp cho tỷ lệ NIM không đạt dự báo. Chúng tôi điều chỉnh dự báo để phản ánh rủi ro xung quanh triển vọng tỷ lệ NIM.

Tác động: Hạ dự báo LNTT năm 2026-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 nhưng giảm lần lượt 5% và 7% dự báo LNTT cho năm 2026 và 2027 chủ yếu do hạ giá định tỷ lệ NIM. Chúng tôi hiện dự báo tỷ lệ NIM của ACB sẽ giảm nhẹ trong nửa đầu năm 2026 và phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2026. Theo đó, tỷ lệ NIM cả năm 2026 sẽ giảm nhẹ so với năm 2025. Tỷ lệ NIM thu hẹp sẽ được bù đắp với tăng trưởng tín dụng ổn định và chi phí hoạt động được kiểm soát tốt hơn.

Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 5%, 15% và 18% trong giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành do động lực hạn chế và tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc, định giá của ACB đã trở nên hấp dẫn hơn. ACB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, chỉ cao hơn 0,18 lần so với bình quân 5 năm ở mức 1,14 lần và thấp hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, trong khi hệ số ROE vượt trội (19,5% so với 17,8%) – cơ hội Mua vào hấp dẫn cho NĐT.

HSC giữ nguyên khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 2,5% giá mục tiêu lên 32.300đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Với khẩu vị rủi ro thận trọng cùng các sáng kiến đổi mới gần đây - bao gồm ý định mở rộng sang lĩnh vực quản lý quỹ, sản xuất vàng, bảo hiểm phi nhân thọ - nhằm tăng cường khả năng cạnh tranh dài hạn, ACB vẫn là một cơ hội đầu tư dài hạn hấp dẫn cho NĐT.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/11.

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	26.9	31.2 ▼	39.9 ▼
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	32.7	33.5	34.3	38.8 ▼	49.2 ▼
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	16.0	16.8	17.6	20.3 ▼	24.0 ▼
EPS (đồng)	3,124	3,269	3,436	3,955 ▼	4,675 ▼
DPS (đồng)	657	756	870	1,000	1,150
BVPS (đồng)	13,814	16,248	18,786	21,701	25,180
P/E (lần)	7.88	7.53	7.16	6.22	5.26
Lợi suất cổ tức (%)	2.67	3.07	3.53	4.07	4.67
P/B (lần)	1.78	1.51	1.31	1.13	0.98
Tăng trưởng EPS (%)	17.2	4.64	5.12	15.1	18.2
ROAE (%)	24.8	21.7	19.6	19.5	19.9

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

Chất lượng tài sản & hệ số CIR cải thiện bù đắp tỷ lệ NIM thu hẹp; khuyến nghị Mua vào

ACB vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức trong năm 2025 do nhu cầu phân khúc bán lẻ thấp và chi phí huy động tăng lên tiếp tục gây áp lực lên tỷ lệ NIM, mặc dù chất lượng tài sản và chi phí hoạt động tốt hơn kỳ vọng. HSC giảm lần lượt 5% và 7% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 do triển vọng phục hồi tỷ lệ NIM vẫn chưa rõ ràng. Tăng trưởng tín dụng vững chắc, tỷ lệ nợ xấu rất thấp và chi phí được kiểm soát chặt chẽ củng cố lợi nhuận thuần. Chúng tôi duy trì dự báo LNTT năm 2025. Theo đó, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 5%, 15% và 18% trong giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Mua vào và tăng 2,5% giá mục tiêu lên 32.300đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận, trong khi chất lượng tài sản mạnh mẽ và triển vọng mở rộng HĐKD mới của ACB hỗ trợ khả năng cạnh tranh dài hạn của Ngân hàng.

Năm 2025: Nhìn lại KQKD kể từ đầu năm

Các ngân hàng định hướng bán lẻ như ACB tiếp tục phải đối mặt với nhiều thách thức do nhu cầu phục hồi chậm tiếp tục gây áp lực lên tỷ lệ NIM. Sau khi tỷ lệ NIM bất ngờ thu hẹp trên toàn ngành trong Q1/2025, ACB đã hạ kế hoạch tăng trưởng LNTT từ 10% xuống 5%. Mặc dù tỷ lệ NIM phục hồi chậm trong 3 quý gần đây, lợi nhuận thuần tính đến Q3/2025 nhìn chung vẫn sát với kỳ vọng nhờ chất lượng tài sản cải thiện (giúp giảm chi phí dự phòng) và chi phí hoạt động được kiểm soát chặt chẽ, cả hai đều vượt dự báo của chúng tôi.

Sức cầu & tỷ lệ NIM yếu hơn kỳ vọng

Mặc dù nhu cầu chung đã cải thiện – thể hiện ở tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống kể từ đầu năm đạt mức cao nhất trong nhiều năm qua – nhưng sự phục hồi giữa các ngành/phân khúc vẫn không đồng đều, trong đó ngành BDS phục hồi mạnh mẽ hơn những ngành khác. Những NHTM tập trung vào phân khúc bán lẻ trong phạm vi phân tích của chúng tôi vẫn đang gặp khó khăn trong việc mở rộng danh mục cho vay và đã chuyển hướng sang phân khúc DNNVV (ví dụ: VIB (Mua vào, giá mục tiêu 22.700đ)) và doanh nghiệp vừa và lớn (MMLC) (bao gồm ACB). Nhu cầu phân khúc bán lẻ yếu cùng xu hướng chuyển dịch sang các phân khúc lợi suất thấp hơn tiếp tục gây sức ép lên tỷ lệ NIM.

Một yếu tố khác ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ NIM của ACB là xu hướng tăng của chi phí huy động. ACB vượt trội so với các NHTM tư nhân khác kể từ năm 2023 cho đến hết 6 tháng đầu năm 2024, nhưng lại kém hiệu quả hơn kể từ Q3/2024 với chi phí huy động tăng nhanh hơn. Nguyên nhân chính là do chiến lược quản lý thanh khoản thận trọng của ACB, duy trì hệ số LDR điều chỉnh (tổng tín dụng/tiền gửi khách hàng & giấy tờ có giá) rất thấp. Hệ số này chỉ tạm thời tăng lên trong Q3/2025 do một lượng lớn giấy tờ có giá đáo hạn; ACB có thể đang chờ ra mắt sản phẩm mới vào tháng 10, hợp tác với ACBS (công ty con trong lĩnh vực chứng khoán; Chưa niêm yết) để phân phối chứng chỉ tiền gửi cho khách hàng cá nhân – cho phép Ngân hàng huy động vốn với chi phí thấp hơn so với chứng chỉ tiền gửi thông thường. Tóm lại, chi phí huy động tăng lên phản ánh chi phí để duy trì thanh khoản trong bối cảnh nguồn vốn huy động thắt chặt.

Vượt dự báo về chất lượng tài sản và chi phí hoạt động

Về mặt tích cực, chất lượng tài sản và chi phí hoạt động tốt hơn so với dự báo của chúng tôi và trở thành những yếu tố đóng góp chính vào tăng trưởng lợi nhuận thuần năm 2025.

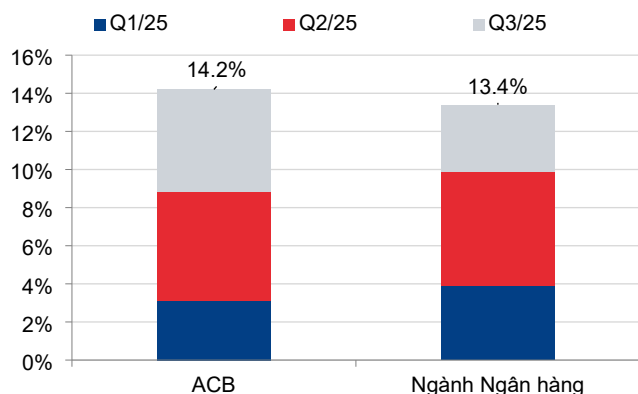
Tỷ lệ nợ xấu giảm đáng kể từ 1,5% tại thời điểm cuối năm 2024 xuống chỉ còn 1,1% tại thời điểm cuối Q3/2025. Tỷ lệ nợ xấu ở phân khúc MMLC + DNNVV giảm từ 1,5% xuống 0,8%, trong khi phân khúc bán lẻ cải thiện từ 1,5% xuống 1,3%. Điều này nhờ khách hàng hồi phục, cùng các nỗ lực thu hồi nợ xấu và tái cấu trúc tích cực, từ đó giúp chi phí dự phòng thấp hơn so với dự báo.

Các biện pháp kiểm soát chi phí hoạt động chặt chẽ – mặc dù không nằm trong kế hoạch ban đầu của ACB – cũng đã được thực hiện, phù hợp với xu hướng toàn ngành nhằm bù đắp cho sự thu hẹp của tỷ lệ NIM. Sự cải thiện này chủ yếu do cắt giảm nhẹ

nhân sự, lương trung bình chỉ tăng nhẹ và cải thiện năng suất nhờ chuyển đổi số. Chi phí quản lý & chi phí khác cũng được kiểm soát chặt chẽ. Cả hệ số CIR và chi phí hoạt động/dư nợ tín dụng trượt 12 tháng đều giảm xuống mức thấp kỷ lục lần lượt khoảng 32% và 1,7% trong Q3/2025.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng, ACB & ngành Ngân hàng

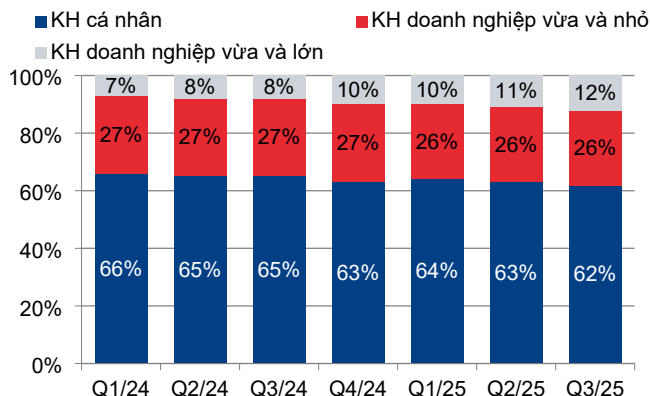
ACB ghi nhận tăng trưởng tín dụng vượt trội hơn so với toàn ngành trong Q3/2025



Nguồn: NHNN, ACB, HSC

Biểu đồ 2: Danh mục cho vay của Ngân hàng mẹ theo phân khúc khách hàng, ACB

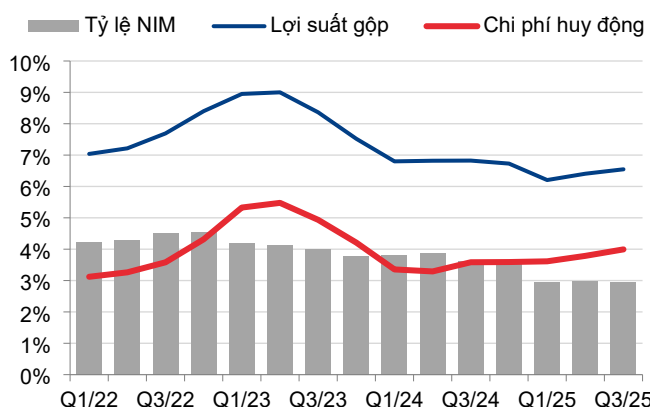
Phân khúc KH doanh nghiệp vừa và lớn là động lực tăng trưởng chính



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 3: Biến động tỷ lệ NIM, ACB

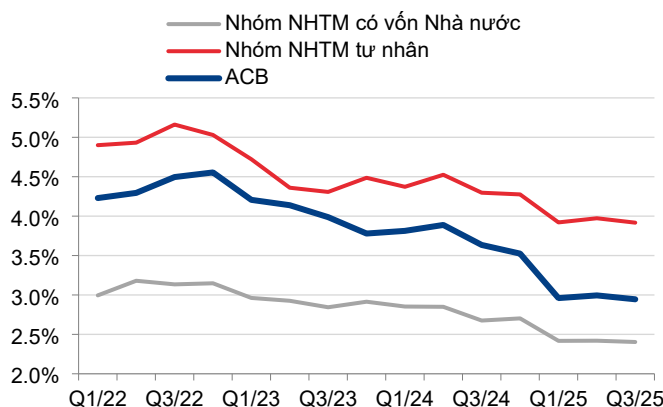
Tỷ lệ NIM duy trì đi ngang so với quý trước...



Nguồn: ACB, HSC

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

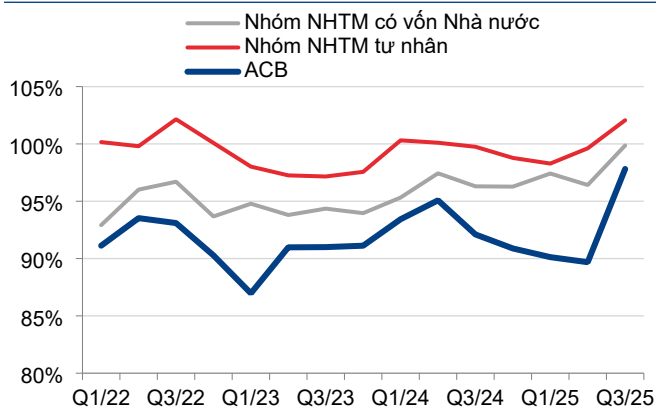
...sát với xu hướng chung của ngành



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

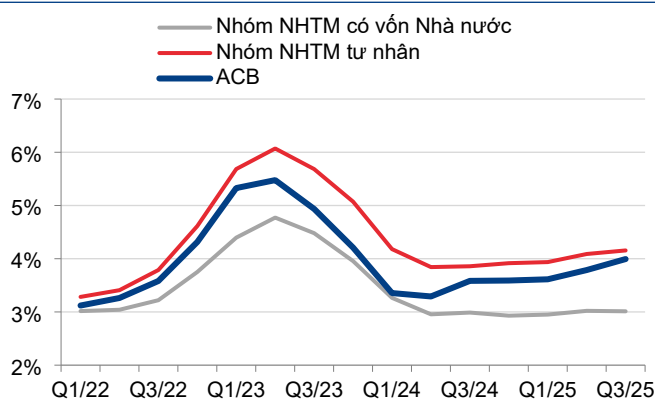
Việc duy trì tỷ lệ LDR ở mức thận trọng...



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

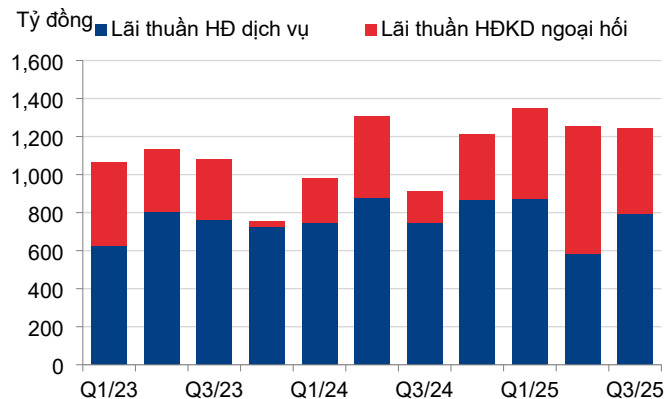
...kéo theo áp lực gia tăng chi phí huy động



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

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

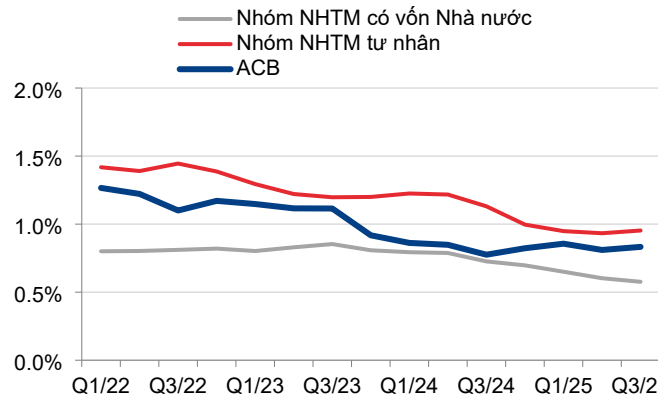
Lãi thuần HĐKD ngoại hối tăng mạnh đã giúp bù đắp sự sụt giảm của lãi thuần HĐ dịch vụ



Nguồn: ACB, HSC

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

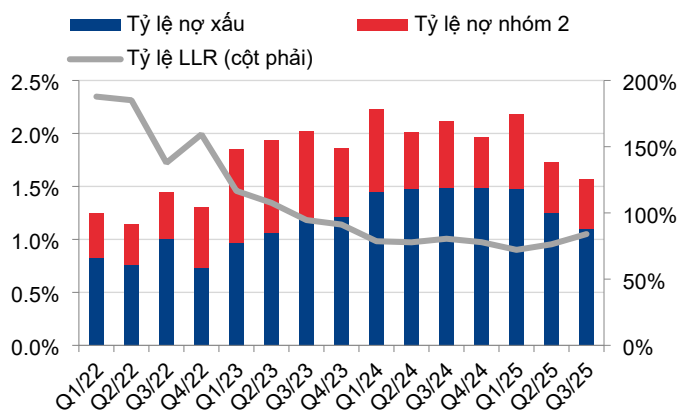
Hiệu quả tạo lãi thuần HĐ dịch vụ của ACB đã ổn định sớm hơn so với các NHTM khác



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

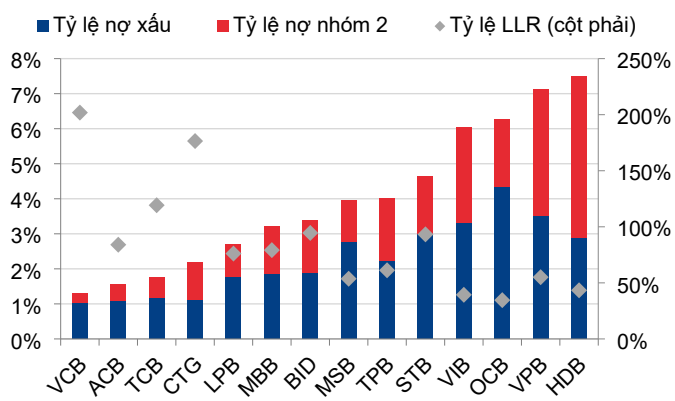
Chất lượng tài sản đã cải thiện đáng kể trong 2 quý gần đây...



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 10: Tỷ lệ nợ quá hạn trong Q3/2025, ACB & các NHTM khác

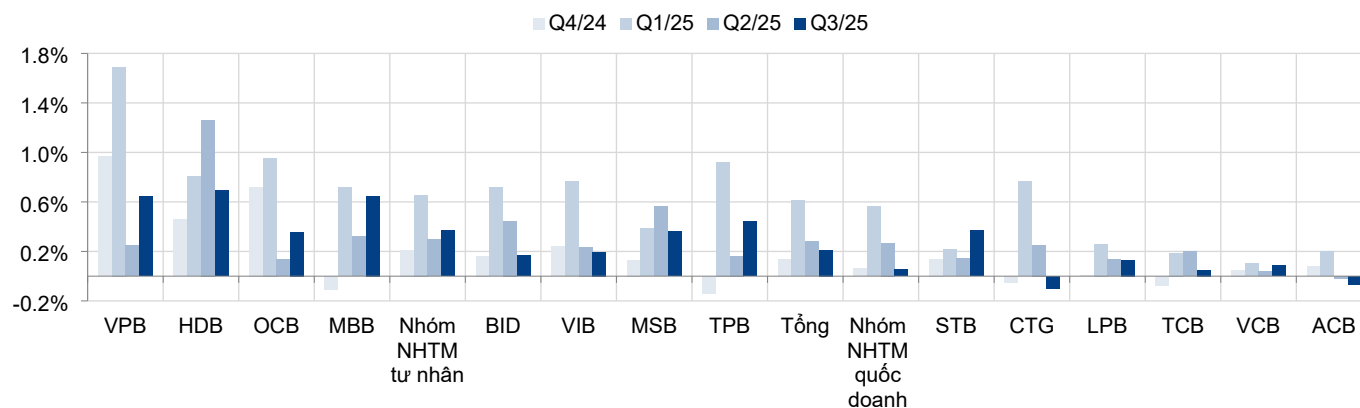
...và duy trì ở nhóm dẫn đầu so với các NHTM khác



Nguồn: Các ngân hàng, 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: Các ngân hàng, HSC

Kỳ vọng gì cho năm 2026?

Sau khi phân tích KQKD Q3/2025 của ngành và nghe chia sẻ của BLĐ trong các cuộc họp báo KQKD, chúng tôi hạ giả định tỷ lệ NIM của ACB trong Q4/2025 và năm 2026 do chúng tôi tin rằng triển vọng phục hồi tỷ lệ NIM vẫn chưa chắc chắn đối với những NHTM tập trung vào phân khúc bán lẻ trong bối cảnh chi phí huy động tăng lên. Bên cạnh đó, các NHTM có vốn nhà nước nhiều khả năng tiếp tục duy trì lãi suất cho vay thấp nhờ nguồn tiền gửi KBNN (giúp hạn chế ảnh hưởng từ lãi suất tiền gửi). HSC dự báo tỷ lệ NIM của ACB sẽ giảm nhẹ trong nửa đầu năm 2026 và phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm 2026, trong đó tỷ lệ NIM cả năm 2026 sẽ giảm nhẹ so với năm 2025.

Những động lực tăng trưởng lợi nhuận thuần chính bao gồm: Tăng trưởng tín dụng, dự báo đạt 18% trong năm 2025 và khoảng 16% trong năm 2026. Chất lượng tài sản vững chắc và tỷ lệ nợ xấu rất thấp giúp ACB duy trì chi phí dự phòng thấp. Chi phí hoạt động được kỳ vọng sẽ cải thiện theo xu hướng ngành, đặc biệt là với việc ACB tăng cường hoạt động trong phân khúc MMLC, điều này có thể giúp tăng trưởng tín dụng trên mỗi nhân viên dễ dàng hơn so với phân khúc bán lẻ.

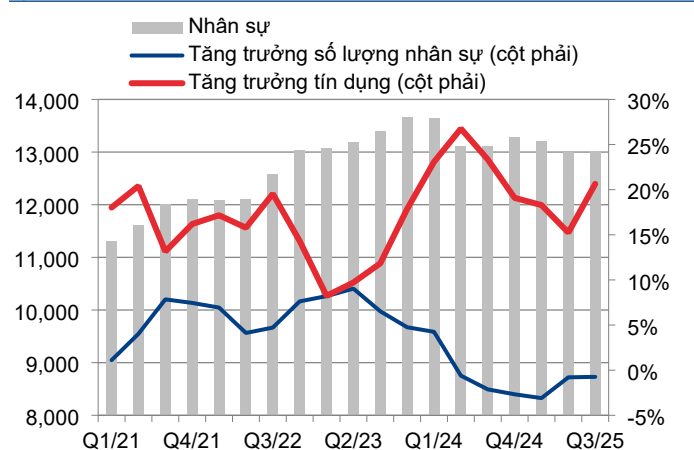
Những sáng kiến mới có thể đóng góp vào KQKD năm 2026, bao gồm:

- **ACB Capital** – công ty con quản lý quỹ – đã nhận được khoản đầu tư đáng kể trong năm 2025 và ra mắt quỹ mở đầu tiên vào tháng 11/2025.
- **Sản xuất và kinh doanh vàng miếng:** ACB là một trong những NHTM đáp ứng quy định. Nếu được NHNN chấp thuận, mảng kinh doanh này có thể mang lại lợi nhuận ngay từ năm 2026.
- **Bảo hiểm phi nhân thọ:** ACB gần đây đã chia sẻ ý định tham gia vào lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ để mở rộng danh mục sản phẩm. Ở lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, ACB hiện đang hợp tác độc quyền với Sun Life trong hoạt động bancassurance.

Đóng góp lợi nhuận từ các mảng kinh doanh mới này có thể vẫn khiêm tốn so với lợi nhuận hiện tại của ACB. Ví dụ, LNTT của SJC (Tư nhân/Chưa niêm yết) – công ty dẫn đầu thị trường vàng miếng – đạt khoảng 380 tỷ đồng trong năm 2024 (chưa bằng 2% LNTT hiện tại của ACB), trong khi LNTT của công ty bảo hiểm phi nhân thọ nằm trong top 5 đạt khoảng 300 tỷ đồng trong cùng năm. Tuy nhiên, những sáng kiến này có thể củng cố năng lực cạnh tranh của ACB với tiềm năng đóng góp lợi nhuận đáng kể hơn trong dài hạn, đặc biệt là mảng bảo hiểm phi nhân thọ.

Biểu đồ 12: Tăng trưởng số lượng nhân sự & tăng trưởng tín dụng, ACB

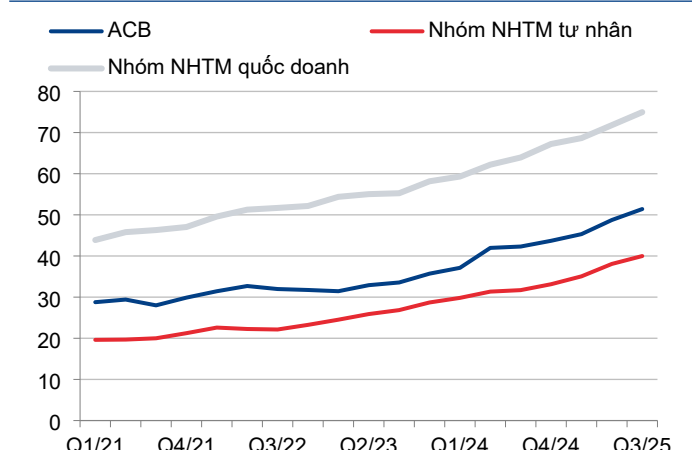
Tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng nhân sự có xu hướng phân kỳ



Nguồn: ACB, HSC

Biểu đồ 13: Tín dụng / nhân sự bình quân (tỷ đồng), ACB & các NHTM khác

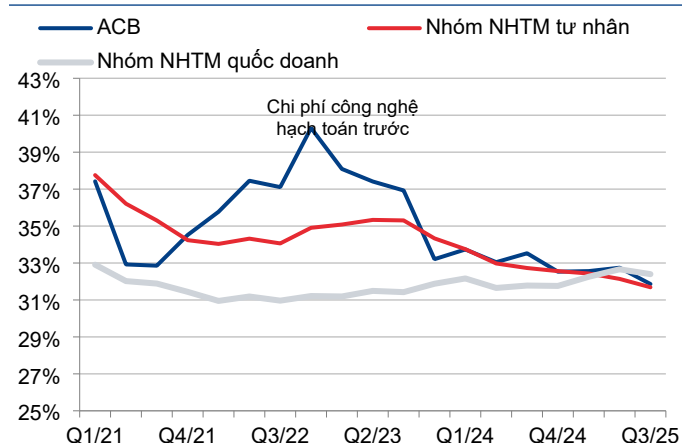
Tín dụng bình quân trên mỗi nhân sự vẫn còn nhiều dư địa cải thiện



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 14: Hệ số CIR (trượt 12 tháng), ACB & các NHTM khác

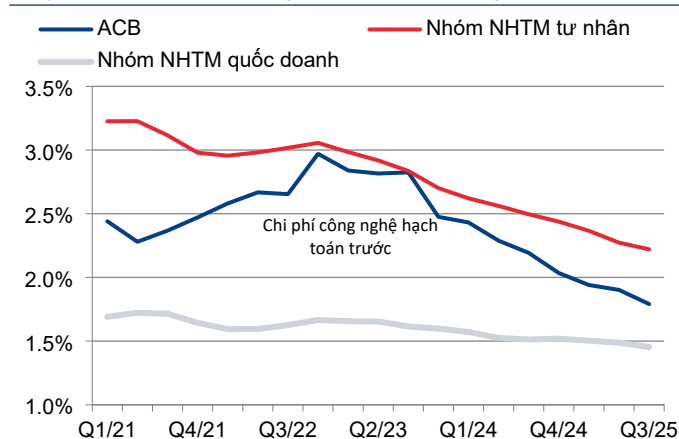
Hệ số CIR và....



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Biểu đồ 15: Chi phí HĐ / tín dụng (trượt 12 tháng), ACB & các NHTM khác

... tỷ lệ chi phí HĐ/tín dụng của ACB đều đang cải thiện



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Điều chỉnh dự báo

Nhìn chung, HSC gần như giữ nguyên dự báo LNTT năm 2025 nhưng giảm lần lượt 5% và 7% dự báo cho năm 2026 và 2027, chủ yếu sau khi hạ giả định tỷ lệ NIM. Theo dự báo mới của chúng tôi, LNTT sẽ tăng trưởng lần lượt 5% (hoàn thành kế hoạch năm), 15% và 18% trong giai đoạn 2025-2027. Những điều chỉnh chính bao gồm:

- Hạ giả định tỷ lệ NIM trong khi giảm dự báo chi phí hoạt động & chi phí dự phòng như đã phân tích ở trên.
- Hạ dự báo tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ do dịch vụ thẻ mất đà tăng trưởng trong 2 quý gần đây, trong khi hoa hồng bancassurance vẫn chưa cải thiện.
- Hạ dự báo thu nhập từ thu hồi nợ xấu (trong thu nhập khác) do chất lượng tài sản tốt hơn dự báo làm giảm nợ xấu được xử lý.

Giả định và dự báo chính của chúng tôi như sau.

Bảng 16: Các giả định quan trọng, ACB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm: nâng giả định tăng trưởng tín dụng, hạ giả định tỷ lệ NIM & giả định tỷ lệ CIR

	2024	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F		2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	19.1%	16.5%	15.1%	14.1%		18.8%	16.1%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi & giấy tờ có giá	19.4%	17.6%	17.7%	16.7%		19.9%	16.1%	22.8%
Tỷ lệ NIM	3.6%	3.1%	3.3%	3.5%		2.9%	2.9%	3.2%
Tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ	10.8%	-5.3%	19.3%	21.3%		-3.4%	12.2%	20.0%
Tỷ lệ nợ xấu	1.5%	1.3%	1.3%	1.1%		1.2%	1.2%	1.1%
Chi phí tín dụng	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%		0.3%	0.3%	0.6%
Nợ xấu mới hình thành	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%		0.2%	0.4%	0.4%
Tỷ lệ LLR	77.9%	78.4%	82.6%	93.2%		82.0%	79.2%	93.6%
Tỷ lệ chi phí HĐ	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%		1.7%	1.5%	1.7%
CIR	32.5%	31.5%	30.0%	29.0%		31.2%	29.0%	29.7%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Dự báo lợi nhuận, ACB

HSC điều chỉnh giảm bình quân 4,3% dự báo LNTT trong năm 2026-2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	27,795	27,880	34,266	42,144	26,909	31,203	39,924
Tăng trưởng		0.3%	22.9%	23.0%	-3.2%	16.0%	27.9%
Điều chỉnh					-3.5%	-8.9%	-5.3%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,720	7,353	8,130	9,493	7,418	7,605	9,233
Tăng trưởng		28.5%	10.6%	16.8%	29.7%	2.5%	21.4%
Điều chỉnh					0.9%	-6.5%	-2.7%
Tổng thu nhập HĐ	33,515	35,232	42,396	51,636	34,326	38,809	49,157
Tăng trưởng		5.1%	20.3%	21.8%	2.4%	13.1%	26.7%
Điều chỉnh					-2.6%	-8.5%	-4.8%
Chi phí HĐ	-10,903	-11,083	-12,728	-14,996	-10,727	-11,267	-14,595
Tăng trưởng		1.7%	14.8%	17.8%	-1.6%	5.0%	29.5%
Điều chỉnh					-3.2%	-11.5%	-2.7%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	22,612	24,150	29,668	36,640	23,600	27,542	34,562
Tăng trưởng		6.8%	22.9%	23.5%	4.4%	16.7%	25.5%
Điều chỉnh					-2.3%	-7.2%	-5.7%
Chi phí dự phòng	-1,606	-1,781	-2,850	-4,209	-1,517	-2,147	-4,545
Tăng trưởng		10.9%	60.0%	47.7%	-5.6%	41.5%	111.7%
Điều chỉnh					-14.8%	-24.7%	8.0%
LNTT	21,006	22,368	26,818	32,432	22,083	25,395	30,017
Tăng trưởng		6.5%	19.9%	20.9%	5.1%	15.0%	18.2%
Điều chỉnh					-1.3%	-5.3%	-7.4%
Lợi nhuận thuần	16,790	17,902	21,455	25,945	17,649	20,316	24,013
Tăng trưởng		6.6%	19.8%	20.9%	5.1%	15.1%	18.2%
Điều chỉnh					-1.4%	-5.3%	-7.4%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Dự báo thu nhập ngoài lãi, ACB

Điều chỉnh quan trọng là hạ giả định thu nhập từ thu hồi nợ xấu trong khoản mục thu nhập khác do giá trị nợ đã xử lý thấp hơn so với kỳ vọng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,239	3,068	3,661	4,440	3,127	3,508	4,209
Tăng trưởng		-5.3%	19.3%	21.3%	-3.4%	12.2%	20.0%
Điều chỉnh					1.9%	-4.2%	-5.2%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,171	2,127	2,473	2,833	2,104	2,596	3,027
Tăng trưởng		81.7%	16.3%	14.5%	79.7%	23.4%	16.6%
Điều chỉnh					-1.0%	5.0%	6.9%
Lãi tự doanh	651	658	687	805	903	468	624
Tăng trưởng		1.1%	4.5%	17.2%	38.7%	-48.1%	33.4%
Điều chỉnh					37.3%	-31.9%	-22.4%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	36	87	87	87	85	85	85
Tăng trưởng		139.5%	0.0%	0.0%	136.1%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh					-1.4%	-1.4%	-1.4%
Thu nhập khác	624	1,414	1,223	1,329	1,198	948	1,288
Tăng trưởng		126.7%	-13.5%	8.7%	92.0%	-20.9%	35.9%
Điều chỉnh					-15.3%	-22.5%	-3.1%
Tổng thu nhập ngoài lãi	5,720	7,353	8,130	9,493	7,418	7,605	9,233
Tăng trưởng		28.5%	10.6%	16.8%	29.7%	2.5%	21.4%
Điều chỉnh					0.9%	-6.5%	-2.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 2,5% giá mục tiêu lên 32.300đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ lợi nhuận. Chất lượng tài sản ổn định, tỷ lệ nợ xấu rất thấp và tiềm năng mở rộng sang các mảng kinh doanh mới trong lĩnh vực tài chính của ACB củng cố năng lực cạnh tranh dài hạn của Ngân hàng. Mặc dù diễn biến kém tích cực hơn một chút do động lực tăng giá hạn chế, ACB vẫn đang giao dịch với định giá hấp dẫn – P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, sát bình quân quá khứ và thấp hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân – nhưng có hệ số ROE vượt trội. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội tích lũy cổ phiếu hấp dẫn cho NĐT.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giữ nguyên khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 2,5% giá mục tiêu lên 32.300đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026) lớn hơn tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực về triển vọng dài hạn của ACB nhờ chất lượng tài sản vững chắc, tỷ lệ nợ xấu & tỷ lệ nợ xấu mới hình thành luôn duy trì ở mức rất thấp. Kế hoạch mở rộng sang lĩnh vực quản lý quỹ - sau khi củng cố CTCK và quản lý quỹ trong năm ngoái - và bảo hiểm phi nhân thọ sẽ tiếp tục nâng cao năng lực cạnh tranh dài hạn của Ngân hàng.

Bảng 19: Giả định chi phí vốn CSH, ACB

	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Giả định chung của HSC, giữ nguyên
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	Giả định chung của HSC, giữ nguyên
Beta	1.1	Giữ nguyên
Chi phí vốn CSH	13.6%	Giữ nguyên

Nguồn: HSC

Bảng 20: 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	17,472	20,113	23,773	28,277	32,791	35,314	37,446	37,024	35,313
Chi phí vốn CSH	-11,372	-13,148	-15,188	-17,622	-20,549	-23,953	-27,678	-30,064	-31,811
Lợi nhuận thặng dư	6,101	6,965	8,585	10,655	12,242	11,361	9,768	6,960	3,502
Giá trị dài hạn									33,950
Hệ số chiết khấu đến cuối 2026			88.0%	77.5%	68.2%	60.0%	52.8%	46.5%	40.9%
Giá trị hiện tại đến cuối 2026			7,556	8,253	8,345	6,816	5,157	3,234	15,317
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ 2027		54,678							
Giá trị sổ sách cuối 2026		111,472							
Giá trị vốn CSH cuối 2026		166,149							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		5,137							
Giá mục tiêu cuối 2026		32,300							

Nguồn: HSC

Bảng 21: 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	7.75%	35,900	35,000	34,100	33,200	32,500
	8.25%	34,900	34,000	33,200	32,400	31,600
	8.75%	33,900	33,100	32,300	31,500	30,800
	9.25%	33,000	32,200	31,500	30,800	30,100
	9.75%	32,100	31,400	30,700	30,000	29,300

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số VNIndex và bình quân ngành do động lực hạn chế và tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc, định giá của ACB đã trở nên hấp dẫn hơn. ACB đang giao dịch với P/B

trượt dự phóng 1 năm là 1,17 lần, chỉ cao hơn 0,18 lần so với bình quân 5 năm ở mức 1,14 lần và thấp hơn khoảng 10% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân, trong khi hệ số ROE vượt dự báo (19,5% so với 17,8%). Chúng tôi tin rằng đây là cơ hội Mua vào hấp dẫn cho NĐT.

Biểu đồ 22: 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: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 23: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ, ACB

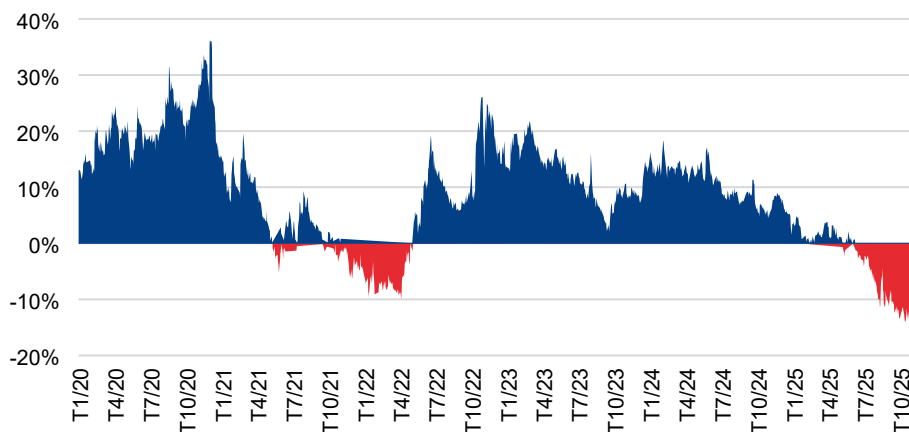
...cao hơn 0,18 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 1,14 lần



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 24: So sánh định giá, ACB so với các NHTM tư nhân khác

ACB đang giao dịch với định giá thấp hơn so với các NHTM khác



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	58.8	71.9	86.4
Chi phí lãi	(27.4)	(23.1)	(31.9)	(40.7)	(46.5)
Thu nhập lãi thuần	25.0	27.8	26.9	31.2	39.9
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2.92	3.24	3.13	3.51	4.21
Lãi thuần HĐ KDNH	1.11	1.17	2.10	2.60	3.03
Lãi/lỗ từ mua bán CK	2.82	0.65	0.90	0.47	0.62
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.08	0.04	0.09	0.09	0.09
Thu nhập khác	0.86	0.62	1.20	0.95	1.29
Tổng thu nhập HĐ	32.7	33.5	34.3	38.8	49.2
Chi phí HĐ	(10.9)	(10.9)	(10.7)	(11.3)	(14.6)
LN trước dự phòng	21.9	22.6	23.6	27.5	34.6
Chi phí dự phòng	(1.80)	(1.61)	(1.52)	(2.15)	(4.55)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	20.1	21.0	22.1	25.4	30.0
Chi phí thuế TNDN	(4.02)	(4.22)	(4.43)	(5.08)	(6.00)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	16.0	16.8	17.6	20.3	24.0
EPS (đồng)	3,124	3,269	3,436	3,955	4,675
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	6.90	8.01	9.83
Tiền gửi tại NHNN	18.5	25.2	19.2	22.2	32.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	115	118	121	142	178
Chứng khoán kinh doanh	7.18	3.88	6.40	7.42	9.08
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0.06	0	0	0
Số dư cho vay thuần	482	574	683	793	919
Tổng dư nợ cho vay	488	581	690	801	929
Dự phòng rủi ro	(5.37)	(6.74)	(6.50)	(7.61)	(9.56)
Chứng khoán đầu tư	73.5	121	158	183	223
CK đầu tư sẵn sàng để bán	44.9	109	143	165	203
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	28.6	12.2	14.8	17.1	21.0
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	5.55	5.75	6.25
Tài sản khác	10.6	10.5	13.6	15.9	18.3
Tổng tài sản	719	864	1,014	1,177	1,397
Nợ phải trả	648	781	918	1,065	1,268
Tiền gửi của NHNN	0.00	7.95	20.8	24.1	0.07
Tiền gửi của các TCTD khác	89.5	112	107	124	139
Tổng tiền gửi KH	483	537	613	712	929
Trái phiếu và CCTG	52.4	102	153	178	164
Nợ khác	23.1	22.0	23.5	27.2	35.3
Vốn chủ sở hữu	71.0	83.5	96.5	111	129
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	26.7	30.5	35.4
Quỹ & vốn khác của CSH	11.6	14.8	18.1	21.7	25.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	719	864	1,014	1,177	1,397
BVPS (đồng)	13,814	16,248	18,786	21,701	25,180

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	17.4	16.0	18.7
Tăng trưởng cho vay KH (%)	17.9	19.1	18.8	16.1	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	16.6	11.3	14.1	16.1	30.5
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	16.8	19.4	19.9	16.1	22.8
Tăng trưởng VCSH (%)	21.4	17.6	15.6	15.5	16.0
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	6.06	11.4	(3.19)	16.0	27.9
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	(6.30)	0.26	(1.61)	5.04	29.5
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	27.3	3.38	4.37	16.7	25.5
Tăng trưởng LNTT (%)	17.3	4.67	5.13	15.0	18.2
Tăng trưởng LN thuần (%)	17.2	4.64	5.12	15.1	18.2
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.94	4.23	3.66	3.54	3.82
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.64)	(1.38)	(1.14)	(1.03)	(1.13)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	97.2	97.7	97.8	97.8	97.9
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.40	2.52	2.64	2.95	3.40
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	41.8	43.3	45.3	52.1	58.6
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.88	7.53	7.16	6.22	5.26
P/B (lần)	1.78	1.51	1.31	1.13	0.98
Lợi suất cổ tức (%)	2.67	3.07	3.53	4.07	4.67
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	49.0	50.1	51.4	52.3	48.8
ROAA (%)	2.42	2.12	1.88	1.85	1.87
ROAE (%)	24.8	21.7	19.6	19.5	19.9
Chi phí huy động BQ (%)	4.76	3.34	3.86	4.21	4.10
Lợi suất góp BQ (%)	8.12	6.58	6.41	6.71	6.86
Lợi suất thuần (%)	3.36	3.24	2.54	2.50	2.76
Tỷ lệ NIM (%)	3.87	3.60	2.93	2.91	3.17
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	8.92	9.66	9.11	9.04	8.56
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.2	82.9	78.4	80.4	81.2
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	14.9	7.40	12.5	10.6	10.2
Tỷ lệ CIR (%)	33.2	32.5	31.2	29.0	29.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.0	23.1	25.3	25.3	24.6
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.5	11.8	11.7	11.8	11.7
VCSH/Tổng TS (%)	9.87	9.66	9.52	9.47	9.26
Đòn bẩy vốn (lần)	10.1	10.4	10.5	10.6	10.8
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.21	1.49	1.15	1.20	1.10
Hệ số LLR (%)	91.2	77.9	82.0	79.2	93.6
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	101	108	113	113	100
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	14.3	14.9	12.2	12.2	11.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	67.8	67.2	68.0	68.0	66.5
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	384	388	390	390	410
Số lượng nhân viên	13,655	13,290	13,024	13,154	14,469

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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