

ĐÀ TĂNG TRƯỞNG KHẢ QUAN TRONG NĂM 2025

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	30.235
Tiềm năng tăng giá	20%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Ngân hàng
Thị giá (12/12/2024)	25.300
Biến động 1 năm	18.7 – 26.3
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	8.959.531
Vốn hóa (Tỷ đồng)	113.006,45
P/E	6,36x
P/B	1,44x
%NN sở hữu	30%

Chuyên viên phân tích cao cấp

Nguyễn Thị Thùy Dung
nttdung01@vcbs.com.vn - 024 3936 6990
<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>
 Bloomberg: VCBS <GO>

ĐÁNH GIÁ:

Trong năm 2024, hoạt động kinh doanh của ngành ngân hàng và ACB nói riêng nhìn chung vẫn chịu nhiều áp lực liên quan đến tăng trưởng lợi nhuận và xử lý nợ xấu. Cho năm 2025, VCBS cho rằng lợi nhuận của ACB sẽ đạt mức tăng trưởng khả quan nhờ NIM kỳ vọng có sự cải thiện và tín dụng tiếp tục khởi sắc theo đà phục hồi của nền kinh tế.

Chúng tôi ước tính **LNTT của ACB cho năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 20.811 tỷ đồng (+3,7% yoy) và 24.430 tỷ đồng (+17,39% yoy)**, tương đương BVPS lần lượt đạt 18.555 đồng/cổ phiếu và 22.709 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ACB với giá mục tiêu **30.235 đồng/cp**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tín dụng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong tháng cuối năm 2024 và 2025** với động lực đến từ sự hồi phục rõ nét của nhóm khách hàng cá nhân trong khi nhu cầu tín dụng nhóm KHDN vẫn giữ mức tăng trưởng khả quan nhờ nền kinh tế kỳ vọng có những diễn biến thuận lợi hơn.
- Hiệu quả sinh lời ở mức cao nhờ kiểm soát tốt chi phí và chất lượng tài sản.**
- NIM kỳ vọng được cải thiện trong thời gian tới nhờ:** tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức thấp và áp lực cạnh tranh về lãi suất cho vay giữa các ngân hàng được giảm bớt.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	23.534	24.960	27.402	32.208
+/- yoy (%)	24,2%	6,1%	9,8%	17,5%
Tổng thu nhập (tỷ đồng)	28.790	32.747	33.704	38.649
+/- yoy (%)	22,2%	13,7%	2,9%	14,7%
LNTT (tỷ đồng)	17.114	20.068	20.811	24.430
+/- yoy (%)	42,6%	17,3%	3,7%	17,4%
VCSH (tỷ đồng)	58.439	70.956	82.879	101.434
NIM (%)	4,30%	3,89%	3,77%	3,91%
ROA (%)	2,41%	2,42%	2,21%	2,30%
ROE (%)	26,5%	24,8%	21,6%	21,2%
EPS (đồng)	4.053	3.592	3.725	4.373
BVPS (đồng)	17.303	18.269	18.555	22.709
Tỷ lệ nợ xấu nội bảng (%)	0,7%	1,2%	1,4%	1,2%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu/LLCR (%)	159,3%	91,2%	84,0%	90,0%

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q3.2024
Tóm tắt biến động kinh doanh Q3.2024

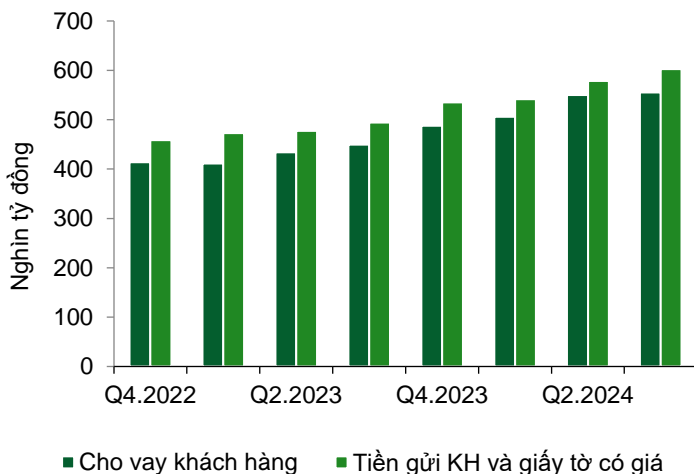
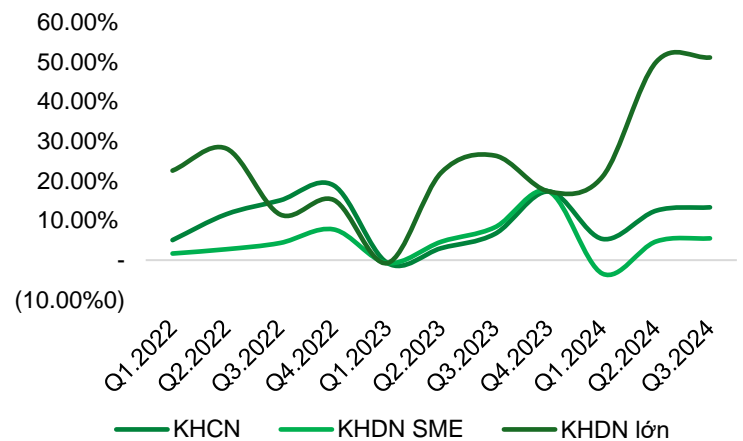
Tiêu chí	Q3.2023	Q3.2024	% yoy	9T.2023	9T.2024	% yoy
Thu nhập lãi thuần	6.209,13	6.881,39	+10,83%	18.669,95	20.714,41	+10,95%
Tổng thu nhập hoạt động	8.424,38	8.136,00	-3,42%	24.368,05	24.956,46	+2,41%
Trích lập dự phòng	520,68	358,24	-31,20%	1.482,59	1.458,61	-1,62%
LNTT	5.035,48	4.844,04	-3,80%	15.024,43	15.334,60	+2,06%

Quy mô tín dụng

Dư nợ tín dụng hợp nhất của ngân hàng tính đến 30.09.2024 đạt 554.908 tỷ đồng, tăng 13,8% ytd, với các động lực tăng trưởng chính đến từ: (1) Gia tăng tỷ trọng cho vay doanh nghiệp trong cơ cấu cho vay khách hàng; (2) Nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn ghi nhận mức tăng trưởng tốt; (3) Thực hiện nhiều chương trình ưu đãi về lãi suất để thu hút khách hàng và thúc đẩy tín dụng.

- Nhóm KHDN lớn (MMLC) tăng mạnh 51% ytd (chiếm tỷ trọng 6% trong tổng cơ cấu) bù đắp cho mức tăng trưởng chậm hơn từ nhóm KHDN SME (tăng 5,5% ytd) trong khi cầu tín dụng nhóm KHCCN vẫn duy trì mức tăng trưởng khả quan so với mặt bằng chung. Trong cơ cấu cho vay bán lẻ: cho vay kinh doanh tăng 8% ytd, cho vay mua nhà có mức tăng trưởng tốt so với mặt bằng chung của toàn hệ thống ngân hàng với 14% ytd.
- Đối với lĩnh vực BĐS, dư nợ tín dụng tăng trưởng 12% ytd, tương đương chiếm 22% dư nợ cho vay cho vay khách hàng.

Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong Q3.2024. Sau giai đoạn tăng trưởng tín dụng tích cực trong 6 tháng đầu năm (tăng 12% ytd), ngân hàng giải ngân chủ yếu ở nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn hoạt động trong các lĩnh vực thương mại, xuất nhập khẩu trong bối cảnh nhóm khách hàng doanh nghiệp SME ghi nhận mức tăng trưởng yếu.

Hình 1: Cho vay khách hàng – huy động

Hình 2: Tốc độ tăng trưởng tín dụng theo nhóm khách hàng (%ytd)


Nguồn: ACB

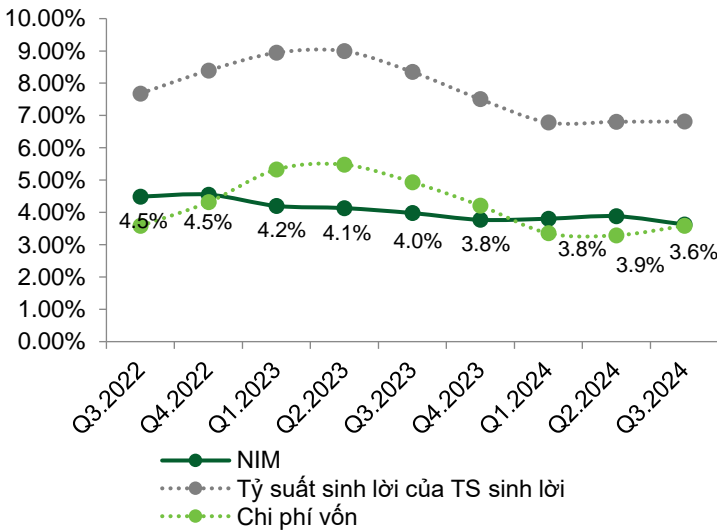
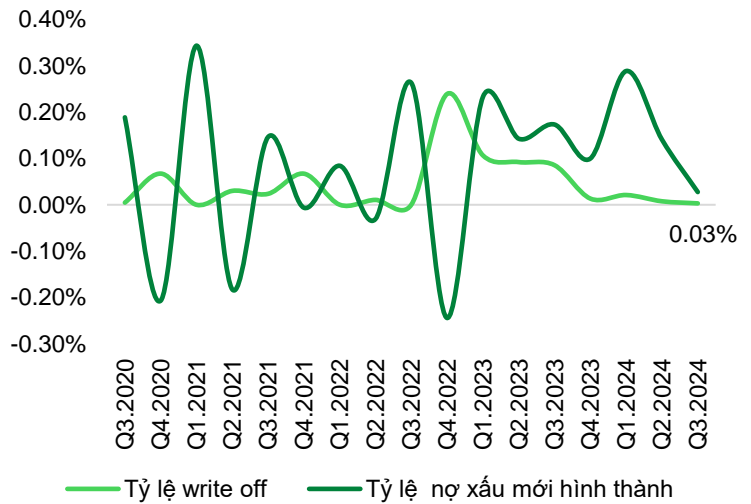
Quy mô huy động

Huy động từ tiền gửi của khách hàng và giấy tờ có giá ghi nhận mức tăng trưởng khả quan 12,59% ytd với 602.490 tỷ đồng.

Đẩy mạnh kênh huy động thông qua phát hành giấy tờ có giá kỳ hạn ngắn nhằm cải thiện chi phí vốn. Nhờ tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn đang ở mức thấp, ACB có nhiều dư địa gia tăng huy động các nguồn vốn ngắn hạn với chi phí vốn rẻ hơn, cụ thể như sau: gia tăng tỷ trọng trái phiếu kỳ hạn 1- 2 năm (+35,5% ytd) và giảm mạnh trái phiếu kỳ hạn 3 năm (-81,5% ytd); kênh chứng chỉ tiền gửi kỳ hạn dưới 1 năm tăng nhanh hơn 3,5 lần so với cuối năm 2023.

NIM

NIM hợp nhất của ACB thu hẹp trong Q3, đạt 3,88%, giảm 28 bps so với Q2.2024, chủ yếu đến từ việc tỷ suất sinh lời của tài sản giảm 1,5 bps xuống mức 7,29% trong khi chi phí vốn tăng 29 bps lên mức 3,58%.

Hình: NIM

Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và write-off

Thu nhập ngoài lãi sụt giảm mạnh

Thu nhập ngoài lãi đạt 1.255 tỷ đồng (-43,4% yoy). Trong đó: thu nhập thuần từ hoạt động dịch vụ ghi nhận sụt giảm nhẹ hơn 2% so với cùng kỳ; thu nhập từ hoạt động mua bán chứng khoán (kinh doanh và đầu tư) ghi nhận giảm 87,5% yoy với 118 tỷ đồng (trong khi cùng kỳ ghi nhận lãi 950 tỷ đồng); thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng cũng sụt giảm hơn 47% yoy với 167 tỷ đồng.

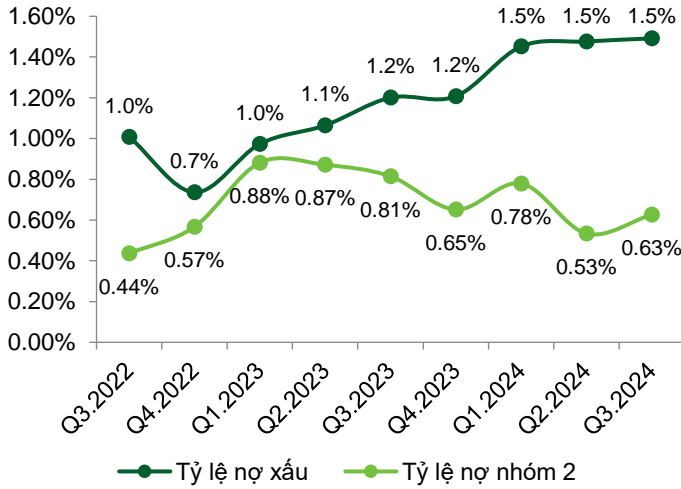
Nợ xấu

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ từ mức 1,48% trong Q2 lên 1,49% trong Q3. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mặc dù tỷ lệ nợ xấu của ACB vẫn tăng trong Q3 nhưng tỷ lệ này vẫn duy trì ở mức thấp hơn so với trung bình ngành và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành đã cho thấy sự cải thiện rõ rệt khi giảm từ 0,14% trong Q2 xuống 0,03% trong Q3.

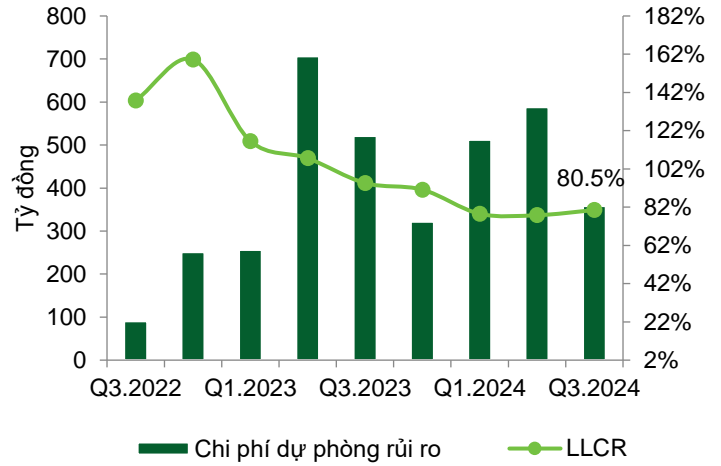
Tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn tiếp diễn xu hướng tăng, từ 0,53% trong Q2 lên 0,63% trong Q3.

Tỷ lệ DPRR bao phủ nợ xấu (LLCR) có sự cải thiện khi tăng từ mức 77,8% lên 80,5%.

Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất



Hình 5: Dự phòng rủi ro hợp nhất



Nguồn: ACB

Thông tin khác

Dư nợ tái cơ cấu của ngân hàng tính đến cuối Q3.2024 là 1300 tỷ đồng, tương đương chiếm 0,2% tổng dư nợ cho vay khách hàng.

Tổng dư nợ bị ảnh hưởng bởi bão Yagi hiện hơn 2.000 tỷ đồng chiếm 0,5% tổng dư nợ cho vay khách hàng.

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2025

Chúng tôi ước tính ACB sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng 17,9% và 19,3% lần lượt cho năm 2024 và 2025 với động lực tăng trưởng đến từ các yếu tố:

- (1) Mật bằng lãi suất cho vay vẫn duy trì ở mức thấp, tạo động lực thúc đẩy nhu cầu vay vốn, đặc biệt là phân khúc vay mua nhà.
- (2) Nhu cầu tín dụng chung của toàn ngành ngân hàng được kỳ vọng có sự cải thiện trong những tháng cuối năm nhờ sự hồi phục ở các lĩnh vực xuất nhập khẩu, nhu cầu phục vụ đời sống/tiêu dùng, du lịch.
- (3) Nhóm KHCN tiếp tục có sự phục hồi về nhu cầu tín dụng và khả năng trả nợ.
- (4) Cầu tín dụng từ nhóm KHDN tiếp tục giữ mức tăng trưởng khả quan khi nền kinh tế có những diễn biến thuận lợi hơn trong năm sau. Trong đó, nhóm đầu tư công, xuất nhập khẩu trong những tháng cuối năm kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng tín dụng cũng như giúp gia tăng thu nhập về phí dịch vụ cho ngân hàng.
- (5) Sự đóng góp tăng trưởng tín dụng đến từ ACBS ở mảng cho vay ký quỹ.

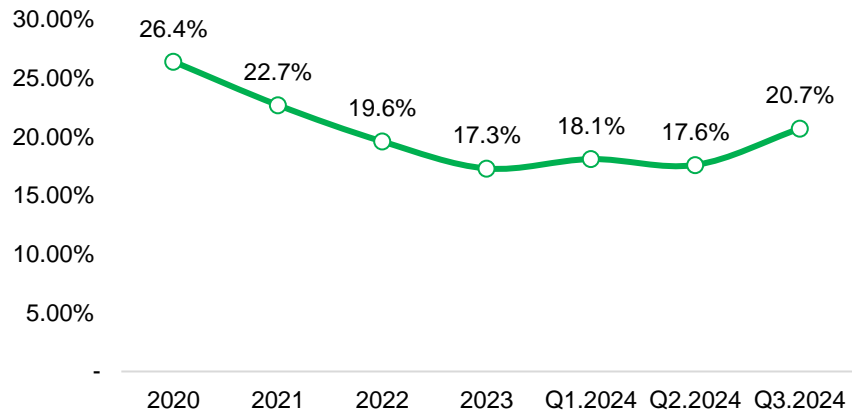
Nhiều tiềm năng để cải thiện NIM trong thời gian tới.

NIM của ACB có thể giảm nhẹ trong Q4.2024 khi áp lực cạnh tranh giữa các ngân hàng để thu hút khách hàng thông qua việc giảm lãi suất cho vay trong khi lãi suất huy động vẫn chịu nhiều áp lực tăng để chuẩn bị nguồn vốn thúc đẩy tín dụng trong những tháng cuối năm.

Tuy nhiên, ngân hàng có nhiều tiềm năng để cải thiện NIM trong thời gian tới khi xét đến các yếu tố:

- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của ACB tính đến Q3.2024 ghi nhận ở mức 20,7%, mặc dù tăng hơn so với giai đoạn trước nhưng vẫn đang thấp hơn tương đối so với mức trần quy định. Do đó ngân hàng có nhiều dư địa để gia tăng nguồn huy động vốn ngắn hạn, giúp giảm bớt áp lực lên chi phí vốn đặc biệt trong bối cảnh lãi suất huy động có thể điều chỉnh tăng trong thời gian tới, qua đó có thể cải thiện NIM trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng vẫn giữ mức tăng trưởng khả quan.

Hình 6: Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn



Nguồn: ACB

- Cho năm 2025, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh về lãi suất cho vay (thông qua việc áp dụng nhiều chính sách ưu đãi về lãi suất nhằm thu hút khách hàng) sẽ được giảm bớt trong bối cảnh cầu tín dụng có sự phục hồi rõ ràng nhờ kỳ vọng nền kinh tế sẽ có những diễn biến thuận lợi hơn.

Danh mục tín dụng an toàn

Rủi ro tín dụng phân tán đến từ những yếu tố: (1) Danh mục tín dụng của ACB tương đối an toàn với tỷ lệ cho vay BĐS của ACB duy trì ở mức thấp so với trung bình ngành; (2) Tài sản đảm bảo có tính thanh khoản cao với 98% khoản vay có tài sản đảm bảo và 88% được đảm bảo bằng bất động sản nhà ở; (3) Danh mục giải ngân tập trung ở các lĩnh vực ít rủi ro.

Chất lượng tài sản lành mạnh với tỷ lệ nợ xấu thấp so với trung bình ngành

Ngân hàng duy trì được một danh mục cho vay với tệp khách hàng trung thành và chất lượng tốt nhờ chiến lược giải ngân tương đối thận trọng, cùng với cơ chế lãi suất cho vay cạnh tranh. Vì vậy chúng tôi cho rằng mặc dù tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng trong giai đoạn 2023-2024 nhưng chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát mức tốt so với trung bình ngành và tỷ lệ nợ xấu sẽ được cải thiện kể từ năm 2025 khi môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cũng như khả năng trả nợ của khách hàng có thêm thời gian để cải thiện.

Thu nhập từ các hoạt động khác hỗ trợ tăng trưởng

Mảng thu nhập dịch vụ được hỗ trợ tăng trưởng từ mảng thẻ.

Trong bối cảnh thu nhập từ mảng banca vẫn chưa có sự hồi phục, chúng tôi cho rằng mảng thẻ và thanh toán quốc tế của ACB vẫn duy trì mức tăng trưởng khả quan với ước tính 2 mảng này sẽ lần lượt đóng góp 865 tỷ đồng (+18,4% yoy) và 452 tỷ đồng (+28,9% yoy) trong năm nay.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ
Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	2025F	Cụ thể
Tăng trưởng tín dụng	17,9%	17,9%	19,3%	Động lực tăng trưởng tín dụng chủ yếu đến từ sự hồi phục của nhóm KHCN trong khi nhu cầu nhóm KHDN lớn và SME vẫn giữ tốc độ tăng trưởng ổn định.
Thu nhập lãi thuần	24.960	27.402	32.208	NIM 2024F và 2025F lần lượt đạt 3,77% và 3,91% Lợi suất sinh lời của tài sản năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 6,76% (giảm 134 bps so với năm 2023) và 7,14% (tăng 38 bps so với năm 2024). Chi phí vốn năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 3,39% (giảm 137 bps so với năm 2023) và 3,66% (tăng 27 bps so với năm 2024).
%yoy	6,1%	9,8%	17,5%	
Thu nhập ngoài lãi	7.787	6.302	6.442	Động lực chủ yếu đến từ mảng thẻ trong khi mảng banca và kinh doanh ngoại hối tiếp tục sụt giảm cho cả năm 2024.
%yoy	48,14%	-19,06%	2,21%	
Tổng thu nhập hoạt động	32.747	33.704	38.649	
%yoy	13,7%	2,9%	14,7%	
Chi phí hoạt động	10.874	11.122	12.561	
%yoy	6,30%	2,28%	12,93%	
Dự phòng rủi ro	1.804	1.771	1.658	Tỷ lệ nợ xấu ước tính cho năm 2024 là 1,38% và 2025 là 1,22%. Tỷ lệ LLCR ước tính cho năm 2024 là 84% và 2025 là 90%.
Lợi nhuận trước thuế	20.068	20.811	24.430	
%yoy	17,26%	3,70%	17,39%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **30.235 đồng/cp** dựa trên 2 phương pháp thu nhập thặng dư và so sánh P/B với tỷ trọng 50/50.

Chúng tôi ước tính **LNTT của ACB cho năm 2024 và 2025 lần lượt đạt 20.811 tỷ đồng (+3,7% yoy) và 24.430 tỷ đồng (+17,39% yoy)**, tương đương BVPS lần lượt đạt 18.555 đồng/cổ phiếu và 22.709 đồng/cổ phiếu.

Định giá bằng phương pháp so sánh P/B

Chúng tôi sử dụng mức định giá 1,3x P/B trung bình ngành ngân hàng ở thời điểm hiện tại trong phương pháp so sánh P/B và mức lãi suất yêu cầu VCSH (Ke) 13,0% trong định giá Residual Income. Giá hợp lý cho cổ phiếu ACB là **30.235 đồng/cổ phiếu**.

Phương pháp	Giá (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
So sánh P/B	29.522	50%
Thu nhập thặng dư (RI)	30.948	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)		30.235

RỦI RO ĐẦU TƯ

Thu nhập ngoài lãi của ngân hàng có thể ghi nhận mức tăng trưởng chậm do mảng banca và kinh doanh ngoại hối phục hồi chậm hơn so với mức kỳ vọng.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dung

Chuyên viên phân tích cao cấp

Nttdung01@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>