

04/11/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	31,900
Giá hiện tại	24,750
Tiềm năng tăng/giảm	29%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	4,466
Free float (triệu)	4,019
Vốn hóa (tỷ VND)	111,219
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	9,544,649
Sở hữu nước ngoài (%)	30%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/11/2006

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Sather Gate Investments Limited	4.99%
Trần Hùng Huy	3.94%
Dragon Financial Holdings Limited	3.62%
Smallcap World Fund Incorporation	2.51%
Khác	84.94%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,638
BVPS (VND)	17,654
Nợ/VCSH (%)	8.86
ROA (%)	2.17%
ROE (%)	21.71%
P/E	6.8x
P/B	1.4x
Tỷ suất cổ tức (%)	25%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB) được thành lập năm 1993. Ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực huy động, kinh doanh vốn và cung cấp các dịch vụ tài chính liên quan, tập trung vào mảng bán lẻ. Đến cuối năm 2022, ACB có 384 chi nhánh và phòng giao dịch. Thị phần cho vay và thị phần tiền gửi khách hàng đạt lần lượt là 3.4% và 3.5% với 5.2 triệu khách hàng.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Mỹ Liên - Trưởng phòng phân tích
 liennguyen@phs.vn
 Nguyễn Thị Thảo Vy
 vnguyen@phs.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH ĐI NGANG

- ACB chứng kiến kết quả kinh doanh đi ngang trong 9M 2024. Hoạt động tín dụng tích cực làm động lực thúc đẩy kết quả kinh doanh với tăng trưởng tín dụng vượt trội 13.8%, cao hơn mức 9% của toàn nền kinh tế. Trong khi đó, hoạt động ngoài lãi giảm từ mức tăng đột biến năm 2023 khi ACB chốt lời Trái phiếu chính phủ.
- Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của ACB sẽ lạc quan hơn trong năm 2025 nhờ sự khởi sắc của hoạt động sản xuất kinh doanh, cùng với sự phục hồi của bán lẻ trong nước.
- Với P/B dự phóng 2025F là 1.3x, PHS ước tính giá trị hợp lý của ACB là 31,900 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá là 29%.

Kết quả kinh doanh 9M 2024

Kết quả kinh doanh của ACB gần như đi ngang trong 9M 2024, với LNTT trong 9M 2024 tăng nhẹ 2%YoY lên 15.3 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 70% kế hoạch LNTT năm 2024 và tương ứng với dự phóng của PHS, nhờ sự cải thiện của hoạt động cho vay đã bù đắp tác động của hoạt động ngoài lãi đến LNTT. NIM của ACB giảm 18 bps so với năm 2023 còn 3.82%, do lãi suất huy động có dấu hiệu tăng trở lại trong quý 3, trong khi lãi suất cho vay tiếp tục giảm từ sự cạnh tranh trên thị trường và các hoạt động hỗ trợ cộng đồng.

Dưới áp lực tiêu dùng trong nước chưa phục hồi, khả năng trả nợ của dân cư gặp nhiều khó khăn trong 9M 2024 đã ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của ACB. Tỷ lệ nợ xấu gia tăng trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu sụt giảm. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 28 bps so với cuối năm 2023 lên 1.49%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 11% so với cuối năm 2023 còn 81%.

Luận điểm đầu tư

Một trong những ngân hàng bán lẻ hàng đầu, hưởng lợi từ đà phục hồi tiêu dùng trong năm 2025. Là ngân hàng tiên phong trong lĩnh vực cho vay bán lẻ, kết thúc 9M 2024, ACB có mức tăng trưởng tín dụng bán lẻ đạt 12%YTD lên khoảng 354 nghìn tỷ đồng, duy trì tỷ trọng lớn nhất (65%) trong cơ cấu cho vay và là động lực dẫn dắt tăng trưởng tín dụng của ngân hàng. Tín dụng cho vay mua nhà khả quan khi thị trường bất động sản đã có tín hiệu phục hồi nhẹ trong môi trường lãi suất thấp, đạt mức tăng trưởng tích cực 14%YTD lên 105 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng Thu nhập dân cư cải thiện sẽ tạo điều kiện mở rộng hoạt động bán lẻ, và ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2025 của ACB đạt 18%YTD.

ACB là một trong những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất xuất phát từ chính sách cho vay bảo thủ. Nhờ duy trì chính sách cho vay an toàn, ACB là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất toàn ngành với tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp dưới 1.5% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tương đối cao. ACB có tỷ lệ khoản vay có tài sản đảm bảo đạt 98% và không đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Dự nợ cho vay kinh doanh bất động sản ở mức thấp, chỉ chiếm 4% tổng dự nợ.

Dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của ACB sẽ tiếp tục duy trì đà tích cực trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng NIM cải thiện trong năm 2025 khi

hoạt động cho vay tiêu dùng có đang dần phục hồi. Chúng tôi ước tính NIM 2025 đạt 3.96% (+15 bps). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của ACB sẽ tích cực hơn trong năm 2025 nhờ sự phục hồi của tiêu dùng và nền kinh tế gia tăng khả năng trả nợ với tỷ lệ Nợ xấu và tỷ lệ bao phủ năm 2025 ước tính lần lượt là 1.39% và 86.8%. Qua đó, chúng tôi ước tính LNST năm 2025 đạt 20,188 nghìn tỷ (+18%YoY).

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) và P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với ACB là 31,900 VNĐ/CP. Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: Mua cho cổ phiếu ACB, với upside so với giá hiện tại là 29%, tương đương giá trong Báo cáo cập nhật ngành ngân hàng được công bố vào tháng 10/2024.

Tóm tắt các chỉ số tài chính (tỷ đồng):

Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	23,534	24,960	28,390	34,213	38,897
Thu nhập ngoài lãi	5,256	7,786	6,340	7,875	9,130
Tổng thu nhập hoạt động	28,790	32,747	34,730	42,088	48,027
Chi phí hoạt động	(11,605)	(10,874)	(10,996)	(13,118)	(15,066)
Chi phí dự phòng	(71)	(1,804)	(2,297)	(3,697)	(4,614)
Thu nhập trước thuế	17,114	20,068	21,437	25,273	28,347
Lợi nhuận sau thuế	13,688	16,045	17,120	20,188	22,648
Tỷ lệ nợ xấu	0.74%	1.21%	1.40%	1.39%	1.35%
Tỷ lệ CASA	21.8%	21.5%	21.8%	22.3%	23.0%

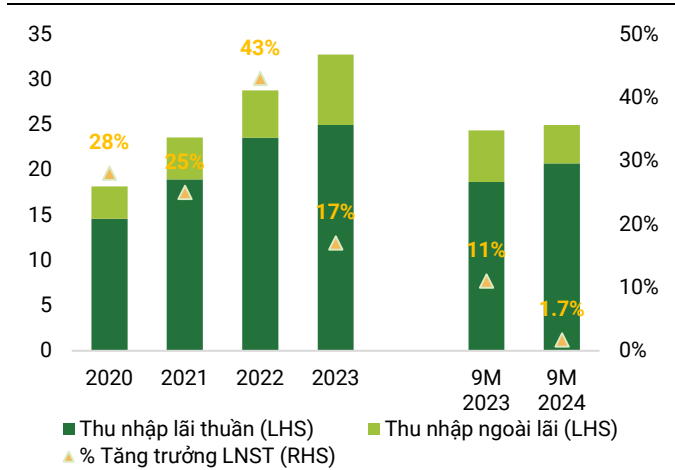
(Nguồn: ACB, PHS tổng hợp và dự báo)

Kết quả kinh doanh đi ngang

Kết quả kinh doanh của ACB gần như đi ngang trong 9M 2024, với LNTT trong 9M 2024 tăng nhẹ 2%YoY lên 15.3 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 70% kế hoạch LNTT năm 2024 và tương ứng với dự phóng của PHS, nhờ sự cải thiện của hoạt động cho vay đã bù đắp tác động của hoạt động ngoài lãi đến LNTT.

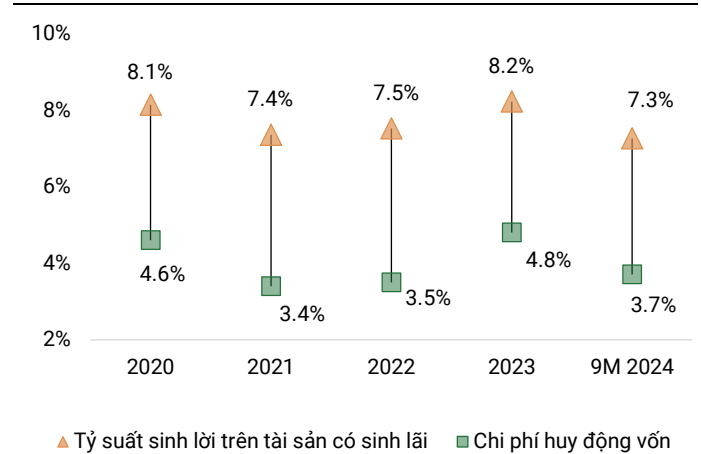
Hoạt động tín dụng đạt kết quả khá tích cực với thu nhập lãi thuần tăng trưởng 11%YoY lên 20.7 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, hoạt động phi tín dụng gặp nhiều thách thức, với thu nhập ngoài lãi giảm mạnh 26%YoY còn 4.2 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do sự sụt giảm mạnh Lãi từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư khi ACB chốt lời lượng lớn Trái phiếu chính phủ vào năm 2023.

Hình 1: Kết quả kinh doanh 9M 2024 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Hình 2: Tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi và Chi phí huy động vốn của ACB qua thời gian



Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

NIM sụt giảm

Kết thúc 9M 2024, NIM của ACB giảm 18 bps so với năm 2023 còn 3.82%, do lãi suất huy động có dấu hiệu tăng trở lại trong quý 3, trong khi lãi suất cho vay tiếp tục giảm từ sự cạnh tranh trên thị trường và các hoạt động hỗ trợ cộng đồng. Sự sụt giảm NIM của ACB nằm trong xu hướng của ngành, khi đa số các ngân hàng bán lẻ mạnh như (VIB, MBB) có NIM yếu hơn.

Trong Q3, ACB đã triển khai các chương trình lãi suất ưu đãi hỗ trợ phục hồi kinh tế và thiên tai cho hơn 160,000 khách với tổng lãi suất giảm hơn 4.1 nghìn tỷ đồng (tương đương 16% Tổng thu nhập hoạt động 9M 2024) và 565 nghìn tỷ đồng được giải ngân thông qua các gói cho vay.

ACB cũng tích cực hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi bão Yagi thông qua việc giảm 1-2% lãi suất cho các khách hàng hiện hữu và gói vay mới 1 nghìn tỷ đồng cho các khách hàng mới chỉ với 6%/năm.

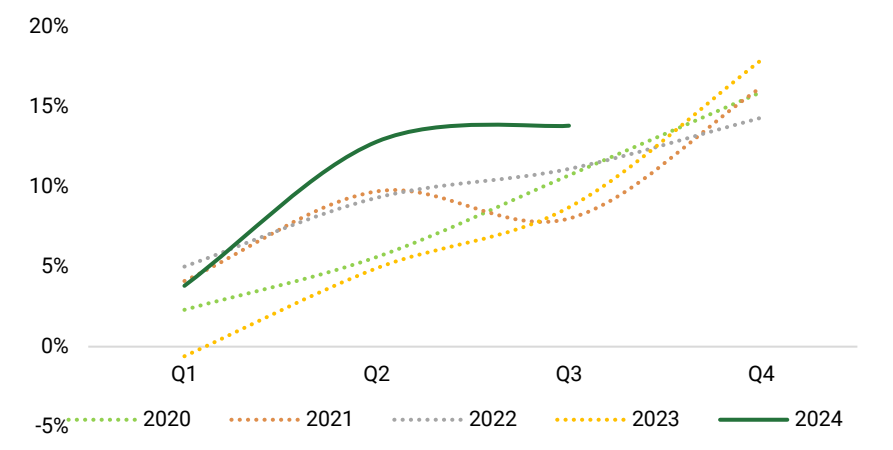
Do ảnh hưởng của bão Yagi cùng với việc các NHTW trên thế giới (ngoại trừ NHTW Nhật Bản) đồng loạt thực hiện giảm lãi suất và nới lỏng chính sách tiền tệ, chúng tôi cho rằng NHNN cũng sẽ đẩy mạnh các chính sách hỗ trợ, ổn định mặt bằng lãi suất huy động và cho vay.

Qua đó, chúng tôi cũng kỳ vọng NIM của ACB sẽ giảm nhẹ trong năm 2024 và cải thiện hơn trong năm 2025 khi hoạt động cho vay đang dần phục hồi. Chúng tôi ước tính NIM 2024 và 2025 lần lượt là 3.81% (-17 bps) và 3.96% (+15 bps).

Tăng trưởng tín dụng tích cực

Ngay từ đầu năm, do tín dụng tiêu dùng chưa khởi sắc, ban lãnh đạo ACB đã chủ động thực hiện chính sách mở rộng tín dụng sang khách hàng doanh nghiệp và FDI để nắm bắt cơ hội từ sự phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước và tăng trưởng cân bằng. Tăng trưởng tín dụng trong 9M 2024 đạt 13.8%YTD, là mức cao nhất so với cùng kỳ giai đoạn 2020 – 2024, và cao hơn so với tốc độ tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế (9%).

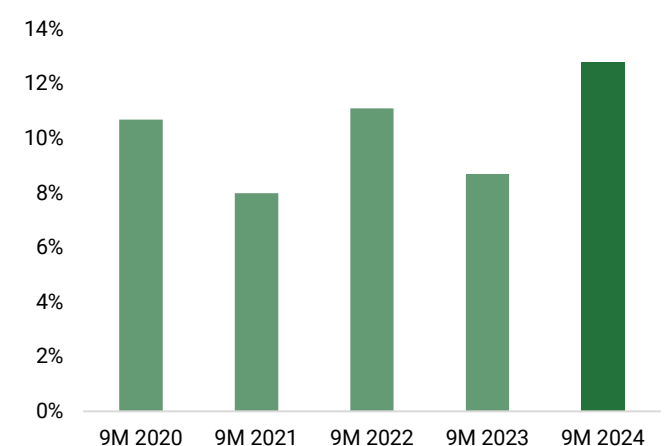
Hình 3: Tăng trưởng tín dụng ACB qua các quý (YTD)



Nguồn: PHS tổng hợp

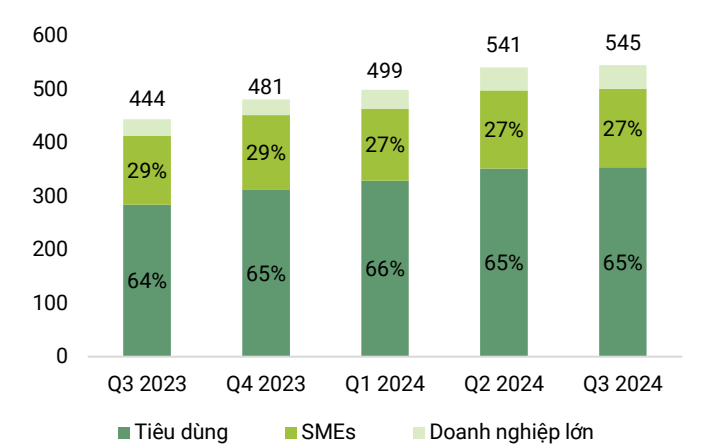
Dù đạt mức tăng trưởng tín dụng ấn tượng, ACB vẫn duy trì chính sách cho vay bảo thủ với tỷ lệ LTV đạt 58%, trong khi tỷ lệ khoản vay có tài sản đảm bảo đạt 98%. Cho vay bất động sản chỉ chiếm 4% dư nợ. Việc duy trì chính sách cho vay an toàn hỗ trợ ACB tăng trưởng bền vững khi mở rộng quy mô bảng cân đối đi kèm với chất lượng tín dụng.

Hình 4: Tăng trưởng tín dụng của ACB tính đến 9M 2024 (YTD)



Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Hình 5: Cơ cấu tín dụng của ACB (nghìn tỷ đồng)

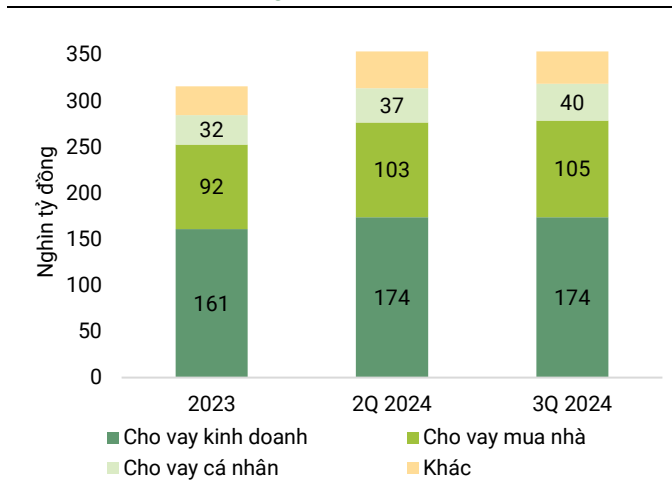


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Tận dụng tốt chính sách chuyển dịch này, cơ cấu cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn của ACB tăng từ mức 7% trong Q3 2023 lên 8% trong Q3 2024, với số dư cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn đạt 44 nghìn tỷ đồng, đạt tốc độ tăng trưởng vượt trội 52%YTD. Tăng trưởng cho vay khách hàng doanh nghiệp chủ yếu đến từ tín dụng ngành thương mại và sản xuất, đạt mức tăng trưởng lần lượt là 17%YTD và 21%YTD lên 99 nghìn tỷ đồng và 33 nghìn tỷ đồng, tương đương 52% và 18% tổng dư nợ KHDN và SME.

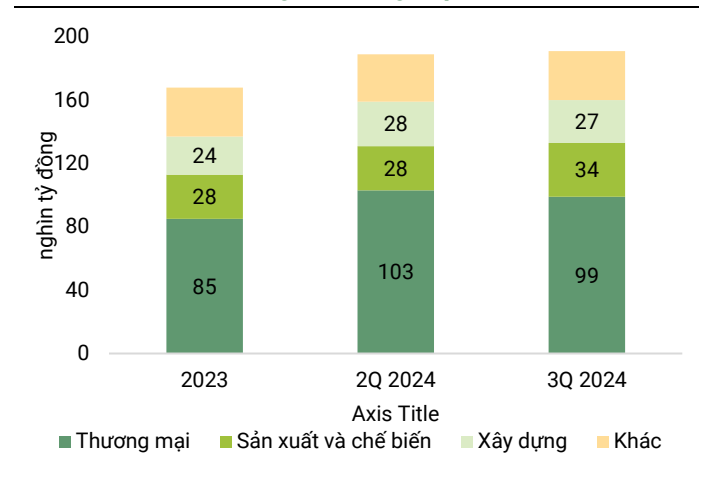
Là ngân hàng tiên phong trong lĩnh vực cho vay bán lẻ, kết thúc 9M 2024, ACB có mức tăng trưởng tín dụng tiêu dùng đạt 12%YTD lên khoảng 354 nghìn tỷ đồng, duy trì tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu cho vay và là động lực dẫn dắt tăng trưởng tín dụng của ngân hàng. Tín dụng cho vay mua nhà khả quan khi thị trường bất động sản đã có tín hiệu phục hồi nhẹ trong môi trường lãi suất thấp. Cho vay mua nhà chứng kiến mức tăng trưởng tích cực 14%YTD lên 105 nghìn tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 29% trong cơ cấu cho vay bán lẻ.

Hình 6: Cơ cấu tín dụng bán lẻ của ACB



Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Hình 7: Cơ cấu tín dụng doanh nghiệp của ACB



Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

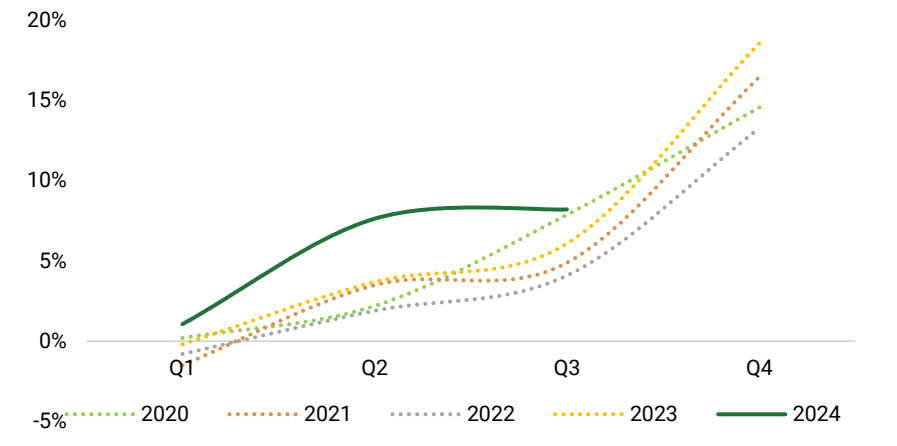
ACB tiếp tục duy trì vị thế ngân hàng dẫn đầu thị trường. Tuy nhiên, do nhu cầu tín dụng bán lẻ còn yếu nên cho vay doanh nghiệp vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính của ACB trong thời gian tới, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp vừa và lớn và chuỗi cung ứng của những doanh nghiệp này. Chúng tôi kỳ vọng sang năm 2025, nhờ sự hỗ trợ chính sách của Chính phủ và NHNN, sự phục hồi của nền kinh tế và niềm tin tiêu dùng trong nước, cùng với sự am hiểu hiểu sâu nhu cầu của khách hàng và mạng lưới phân phối rộng khắp, ACB sẽ có thể tối ưu hóa cơ hội mở rộng tín dụng.

Huy động vốn

Kết thúc 9M 2024, huy động tiền gửi gần như đi ngang so với Quý 2, chỉ tăng 8.2% YTD, tương tự như diễn biến của tăng trưởng tín dụng, và đây vẫn là mức cao nhất trong giai đoạn 2020 - 2024. Hoạt động huy động tiền gửi và cho vay của ACB theo như chúng tôi quan sát thường ít thay đổi trong Quý 3 trước khi bắt tốc mạnh mẽ trong quý 4. Với khả năng tiếp cận được tệp

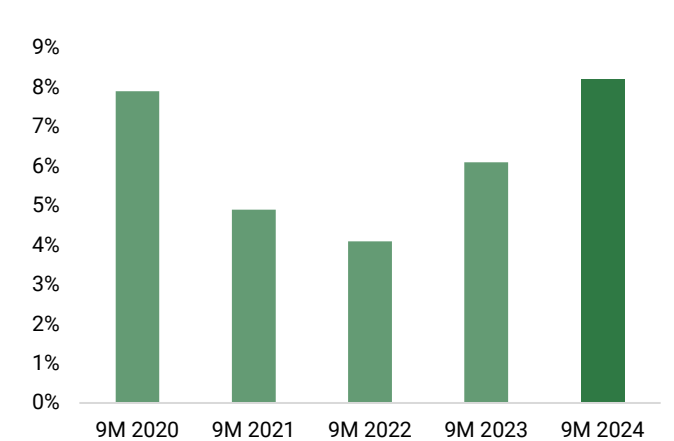
khách hàng cá nhân mạnh mẽ và uy tín thương hiệu mạnh và bền vững, ACB dễ dàng thu hút và huy động được nguồn vốn đầu vào khá tốt.

Hình 8: Tăng trưởng huy động của ACB qua các quý (YTD)



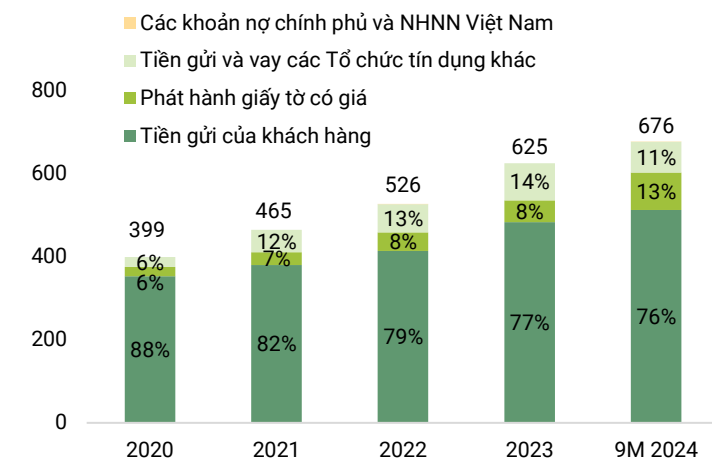
Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 9: Tăng trưởng huy động vốn của ACB đến 9M2024



Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

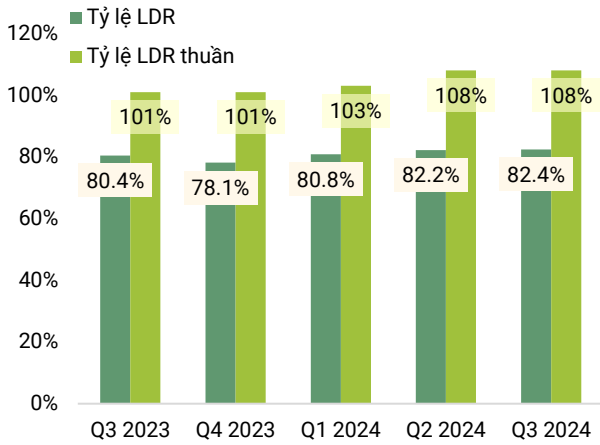
Hình 10: Cơ cấu huy động vốn 9M 2024 (nghìn tỷ đồng)



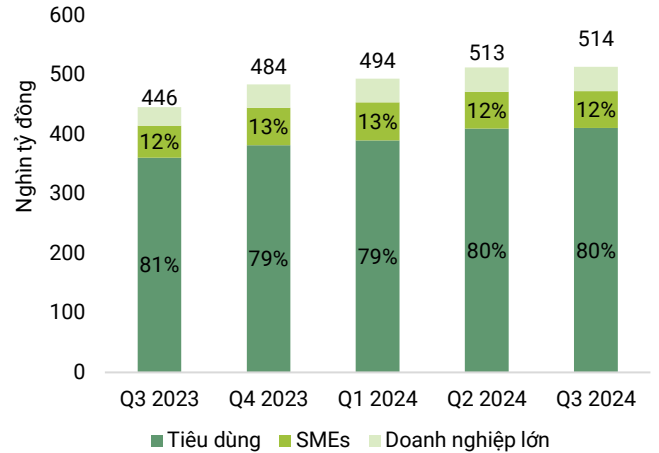
Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Với tốc độ tăng trưởng cho vay tăng gấp rưỡi tăng trưởng huy động, Tỷ lệ LDR (Loan-to-Deposit) tăng lên 82.4% vào cuối 9M 2024 từ mức 78.1% vào cuối năm 2023, là tỷ lệ LDR cao nhất của ngân hàng kể từ Q4 2022.

Dưới tác động của môi trường lãi suất thấp, huy động tiền gửi khách hàng còn tương đối thấp khi chỉ tăng 6%YTD lên 514 nghìn tỷ đồng, thấp hơn mức tăng trưởng tín dụng là 13.8%YTD. Tệp khách hàng tiêu dùng đóng vai trò chủ chốt dẫn dắt sự tăng trưởng của tổng tiền gửi khi số dư tiền gửi từ khách hàng tiêu dùng đạt 411 nghìn tỷ đồng (+8%YTD), chiếm tỷ trọng lớn nhất (80%) trong cơ cấu huy động tiền gửi. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tăng 0.25-0.5% trong những tháng cuối năm để thu hút tiền gửi nhằm đáp ứng nhu cầu tín dụng cho hoạt động sản xuất sôi động hơn. Chi phí huy động vốn của ACB giảm 1.05% so với cuối năm 2023 và giảm 18 bps so với Q2 2024 còn 3.71%, trong khi đó lãi suất cho vay đi ngang, là nguyên nhân chính tác động đến NIM.

Hình 11: Tỷ lệ LDR của ACB tại 9M 2024


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Hình 12: Cơ cấu huy động tiền gửi của ACB tại 9M 2024


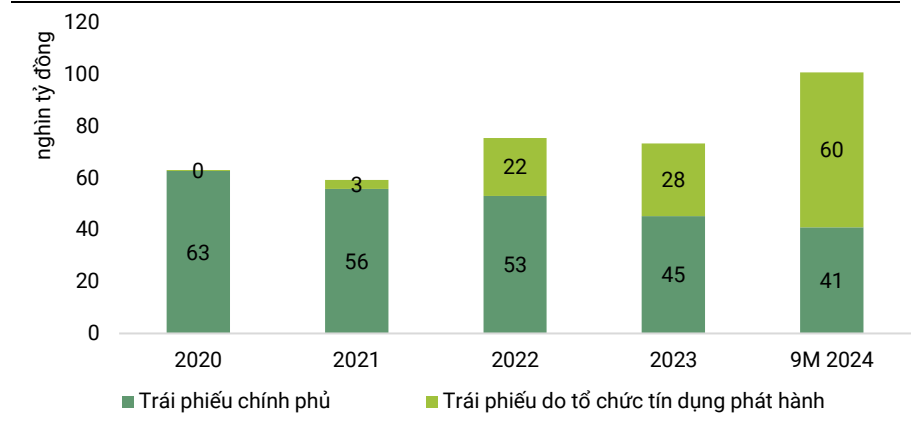
Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Để tăng trưởng số dư CASA, ACB đã đẩy mạnh các giải pháp thu hút tiền gửi thông qua gia tăng tiện ích cho khách hàng như triển khai chiến dịch Đồng minh thông thái - cung cấp giải pháp, tiện ích quản lý cửa hàng cho các hộ kinh doanh, nâng cấp các dịch vụ tài chính cao cấp dành cho nhóm Khách hàng ưu tiên. Hơn nữa, ACB đẩy mạnh QR account tại các điểm bán lẻ và tận dụng hệ sinh thái khách hàng từ SME đến khách hàng doanh nghiệp lớn, cũng góp phần thúc đẩy CASA. Số dư CASA chứng kiến sự cải thiện lên 109 nghìn tỷ đồng (+3%YoY). Tỷ lệ CASA của ACB giảm nhẹ 0.5%YTD còn 21.4% vào cuối 9M 2024, là một trong những ngân hàng bán lẻ có tỷ lệ CASA cao nhất.

Chúng tôi cho rằng nhờ thế mạnh tệp khách hàng bán lẻ dồi dào, cùng với những chiến lược thu hút CASA hiệu quả, ACB sẽ tiếp tục duy trì được vị thế CASA của mình khi nhu cầu chi tiêu và thanh toán sẽ sôi động hơn dần về cuối năm và năm 2025 khi sức mua gia tăng và hoạt động sản xuất kinh doanh lạc quan hơn.

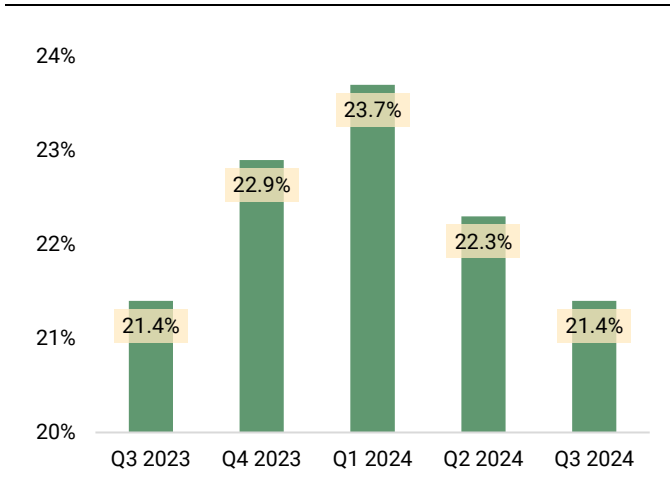
Dưới áp lực huy động vốn gia tăng trong khi huy động tiền gửi còn chậm, ACB đã đẩy mạnh việc phát hành giấy tờ có giá. Kết thúc 9M 2024, số dư giấy tờ có giá đã tăng mạnh 70%YTD lên 90.3 nghìn tỷ đồng. Từ đầu năm, ACB đã phát hành 12 lô trái phiếu ra thị trường với tổng giá trị hơn 27 nghìn tỷ đồng. Vào tháng 10/2024, ACB có thông báo sẽ phát hành thêm 15 nghìn tỷ đồng trái phiếu với mức lãi dựa trên nhu cầu thị trường.

Danh mục chứng khoán đầu tư tăng mạnh cũng là một trong những nguyên nhân khiến ACB gia tăng huy động từ giấy tờ có giá. Danh mục chứng khoán đầu tư của ACB tăng 37%YTD lên 100.8 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do trái phiếu do tổ chức tín dụng trong nước phát hành tăng 113%YTD lên 60 nghìn tỷ đồng. Có thể thấy, ACB đang tận dụng tốt lợi thế phát hành trái phiếu lãi suất thấp để đầu tư vào các trái phiếu TCTD/CDs khác với mức lãi suất tốt hơn. Đồng thời, danh mục đầu tư trái phiếu cũng chuyển dịch dần từ TPCP sang TPTCTD khi lãi suất TPCP không còn quá hấp dẫn.

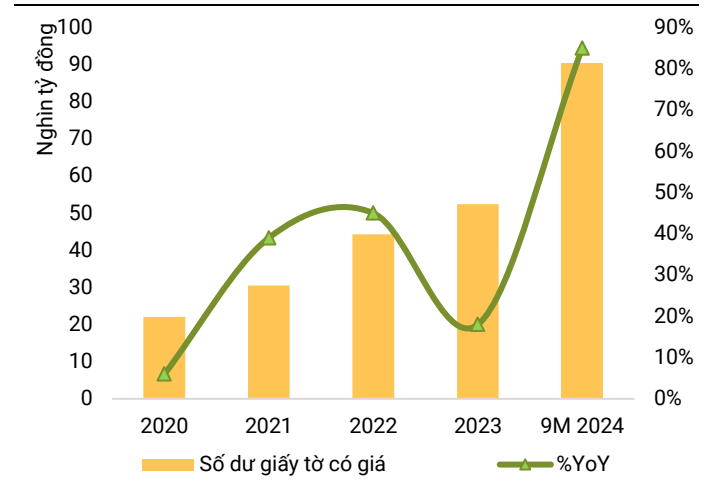
Hình 13: Danh mục chứng khoán đầu tư của ACB


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Thực tế, không chỉ riêng ACB, các ngân hàng thương mại đều thực hiện phát hành trái phiếu trong giai đoạn gần đây, tận dụng môi trường lãi suất thấp để gia tăng lượng vốn vay dài hạn, có tính ổn định hơn và cải thiện được các tỷ lệ quy định, đặc biệt là tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn. Mặc dù mặt bằng lãi suất phát hành có tăng nhẹ gần đây nhưng nhóm ngân hàng vẫn thuộc nhóm có chi phí phát hành tốt nhất và chúng tôi cho rằng xu hướng tăng lãi suất sẽ sớm kết thúc, lãi suất sẽ ổn định trong năm 2025F.

Hình 14: Tỷ lệ CASA của ACB tại 9M 2024


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

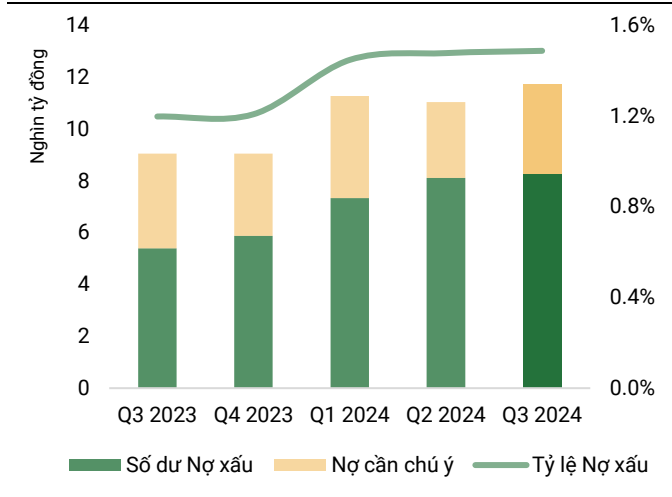
Hình 15: Số dư giấy tờ có giá gia tăng mạnh vào 9M 2024


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

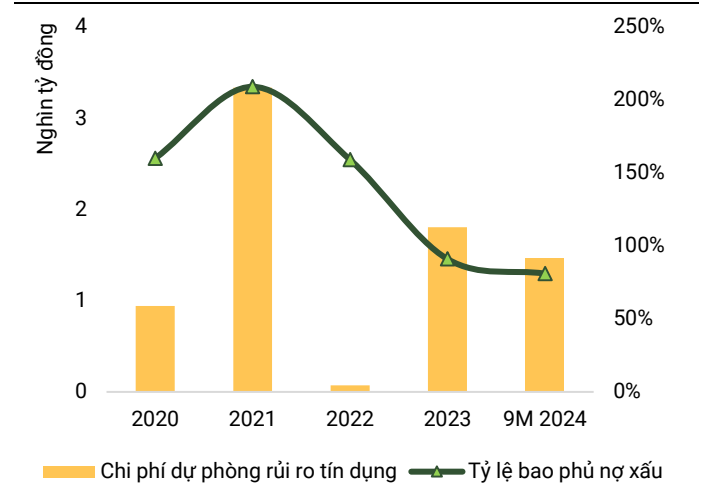
Chất lượng tài sản

Dưới áp lực tiêu dùng trong nước chưa phục hồi, khả năng trả nợ của dân cư gặp nhiều khó khăn trong 9M 2024 đã ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của ACB. Tỷ lệ nợ xấu gia tăng trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu sụt giảm. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ 28 bps so với cuối năm 2023 lên 1.49%, trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 11% so với cuối năm 2023 còn 81%. Số dư nợ xấu tăng 41%YTD lên 8.2 nghìn tỷ đồng. Việc xử lý tài sản đảm bảo tốn thời gian lâu hơn (kéo dài hơn 6 tháng so với khoảng thời gian 2-3 tháng vào năm 2023), cũng góp phần ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của ngân hàng.

Nhờ chiến lược cho vay an toàn như đề cập ở trên, ACB là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất toàn ngành với tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp dưới 1.5% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tương đối cao. ACB đã hoàn thành triển khai các nội dung trọng yếu ILAAP và chuẩn mực Basel III vào năm 2022. Trong thời gian tới, khi sức mua của người dân được cải thiện và hoạt động sản xuất kinh doanh hồi phục cùng với những nỗ lực trong xử lý tài sản đảm bảo, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu của ACB sẽ giảm nhẹ trong Q4 2024 và 2025.

Hình 16: Chất lượng tài sản của ACB


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Hình 17: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ACB


Nguồn: ACB, PHS tổng hợp

Thu nhập ngoài lãi

Hoạt động ngoài lãi của ACB còn gặp nhiều thách thức trong 9M 2024 khi thu nhập ngoài lãi giảm 26%YoY còn 4.2 nghìn tỷ đồng khi Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư giảm mạnh 82%YoY còn 237 tỷ đồng.

Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tăng 8%YoY lên 2.3 nghìn tỷ đồng được thúc đẩy bởi hoạt động thanh toán sôi động hơn, đã làm giảm áp lực của hoạt động đầu tư chứng khoán và kinh doanh ngoại hối lên thu nhập ngoài lãi. Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối giảm 23%YoY còn 827 tỷ đồng trong 9M 2024.

Bảng 1: Thu nhập ngoài lãi của ACB trong 9M 2024

	9M 2023	9M 2024	%YoY
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	2,195	2,370	8%
Lãi/(lỗ) thuần từ kinh doanh ngoại hối và vàng	1,081	827	-23%
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	182	226	24%
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	1,289	237	-82%
Thu nhập từ các khoản cho vay đã xử lý bằng quỹ dự phòng rủi ro	74	31	-58%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	769	517	-33%
Thu nhập/Lỗ khác	108	34	-69%
Thu nhập ngoài lãi	5,698	4,242	-26%

Dự phóng Kết quả kinh doanh năm 2024F và 2025F

ĐVT: tỷ đồng	2023	2024F	%YoY	2025F	%YoY	Diễn giải
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	17.9%		18.0%		<p>Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của ACB sẽ tiếp tục duy trì đà tích cực trong năm 2025 nhờ:</p> <p>(1) Hoạt động kinh doanh sản xuất trong nước và xuất khẩu diễn ra sôi động hơn, hỗ trợ tín dụng cho vay SME và doanh nghiệp lớn.</p> <p>(2) Thu nhập dân cư cải thiện tạo điều kiện mở rộng cho vay tiêu dùng trong năm 2025. Thông tư 12 cho phép các khoản vay tiêu dùng dưới 100 triệu đồng không yêu cầu kế hoạch sử dụng vốn góp phần hỗ trợ tăng trưởng cho vay tiêu dùng.</p> <p>(3) ACB tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh và tệp khách hàng FDI tại các khu công nghiệp.</p>
NIM	4.0%	3.81%	-17 bps	3.96%	+15 bps	<p>NIM của ACB chịu áp lực trong năm 2024 do áp lực của cạnh tranh và việc thực hiện các gói hỗ trợ giảm lãi suất cho vay, nhưng kỳ vọng cải thiện trong năm 2025 nhờ:</p> <p>(1) Lãi suất huy động tiền gửi ổn định khi NHNN thực hiện các chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm thúc đẩy nền kinh tế.</p> <p>(2) Lãi suất liên ngân hàng giảm khi áp lực tỷ giá hạ nhiệt. Chúng tôi cho rằng Lãi suất liên ngân hàng sẽ quay lại mức quanh 3-3.5% trong năm 2025.</p>
Thu nhập lãi thuần	24,960	28,390	+14%	34,213	+21%	
Thu nhập ngoài lãi	7,786	6,340	-19%	7,875	+24%	<p>Tiêu dùng phục hồi kéo theo sự tăng trưởng của hoạt động thanh toán.</p> <p>Hoạt động mua bán ngoại tệ khởi sắc từ hoạt động xuất nhập khẩu sôi động hơn</p> <p>Hoạt động mua bán trái phiếu đầu tư phục hồi từ nền thấp</p> <p>Mảng Bancassurance sẽ còn nhiều thách thức khi sự phục hồi của mảng của bảo hiểm nhân thọ còn chưa chắc chắn.</p>
Chi phí hoạt động	(10,874)	(10,996)	+1%	(13,118)	+19%	
Chi phí dự phòng rủi ro	(1,804)	(2,297)	+27%	(3,697)	+61%	
Lợi nhuận sau thuế	16,045	17,120	+7%	20,188	+18%	
Tỷ lệ nợ xấu	1.21%	1.40%	+19 bps	1.39%	-1 bps	<p>Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của ACB sẽ tích cực hơn trong năm 2025 nhờ sự phục hồi của tiêu dùng và nền kinh tế gia tăng khả năng trả nợ.</p> <p>Việc xử lý tài sản đảm bảo diễn ra nhanh chóng hơn trong năm 2025, khi các bộ luật đất đai và luật bất động sản được áp dụng thuận thực hơn. Dù vậy, việc Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu chưa được luật hóa hoàn toàn trong luật các tổ chức tín dụng mới, có thể gây ra một số khó khăn về việc thu giữ tài sản đảm bảo của tổ chức tín dụng.</p>
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu	91.2%	76.5%	-14.7%	86.8%	+10.3%	

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu lợi nhuận thặng dư (Residual Income) và P/B, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với ACB là 31,900 VNĐ/CP, tương ứng mức P/E và P/B forward 2025 lần lượt là 7.1x và 1.3x. Qua đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: Mua cho cổ phiếu ACB, với upside so với giá hiện tại là 29%, tương đương giá trong Báo cáo cập nhật ngành ngân hàng được công bố vào tháng 10/2024.

Các tiêu chí (Đvt : tỷ đồng)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Chi phí VCSH	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Chi phí VCSH dài hạn					14.0%
Tăng trưởng dài hạn sau 2028					3%
Lợi nhuận ròng	20,188	22,648	25,860	28,700	31,700
Thu nhập thặng dư	7,857	7,491	7,532	6,752	5,734
Giá trị hiện tại của Thu nhập thặng dư (5 năm)	6,914	5,768	5,122	4,051	30,126
Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng					27,087
Tổng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư	51,981				
Vốn chủ sở hữu	88,076				
Cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	4.467				
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	31,356				

Phương pháp P/B

Giá trị sổ sách/CP	24,238
LTM P/B	1.41x
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	34,176

	Residual Income	P/B	Giá hợp lý
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	31,356	34,176	31,900
Tỷ trọng	80%	20%	VND/cp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi	40,699	52,347	52,890	63,407	77,821
Chi phí lãi	-17,165	-27,387	-24,500	-29,194	-38,924
Thu nhập lãi thuần	23,534	24,960	28,390	34,213	38,897
Thu nhập ngoài lãi	5,256	7,786	6,340	7,875	9,130
Tổng thu nhập hoạt động	28,790	32,747	34,730	42,088	48,027
Chi phí hoạt động	-11,605	-10,874	-10,996	-13,118	-15,066
Lợi nhuận thuần trước dự phòng	17,185	21,873	23,734	28,970	32,961
Chi phí dự phòng	-71	-1,804	-2,297	-3,697	-4,614
Tổng lợi nhuận trước thuế	17,114	20,068	21,437	25,273	28,347
Chi phí thuế	-3,426	-4,023	-4,317	-5,085	-5,699
Lợi nhuận sau thuế	13,688	16,045	17,120	20,188	22,648
Cân đối kế toán					
Tiền và tương đương tiền	8,461	6,909	9,205	10,683	12,191
Tiền gửi tại NHNN	13,658	18,505	20,751	24,845	29,229
Tiền gửi tại các TCTD	85,971	114,874	114,874	130,997	162,458
Đầu tư ngắn hạn	1,231	7,177	7,895	8,685	9,554
Cho vay Khách hàng	413,706	487,602	574,942	678,385	781,939
Dự phòng rủi ro cho vay	-4,850	-5,367	-6,156	-8,185	-10,581
Chứng khoán đầu tư	75,535	73,463	95,879	100,747	94,245
Góp vốn, đầu tư dài hạn	147	140	140	140	140
Tài sản cố định	2,850	3,318	3,517	3,728	3,952
Tài sản khác	10,035	10,729	11,257	11,811	12,393
Tổng cộng tài sản	607,875	718,795	833,836	963,460	1,097,241
Tổng nợ phải trả	549,437	647,839	745,760	855,196	966,329
Nợ Chính phủ & NHNN	506	0	0	0	0
Tiền vay của các TCTD	67,841	89,507	94,646	94,646	94,646
Tiền gửi của khách hàng	413,953	482,703	532,073	621,131	712,900
Giấy tờ có giá	44,304	52,410	91,687	107,172	121,638
Các khoản nợ khác	22,832	23,219	27,354	32,247	37,145
Vốn chủ sở hữu	58,439	70,956	88,076	108,264	130,912
Tổng nguồn vốn	607,875	718,795	833,836	963,460	1,097,241

Chỉ tiêu tăng trưởng	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	14.3%	17.9%	17.9%	18.0%	15.3%
Tăng trưởng huy động tiền gửi	9.0%	16.6%	10.2%	16.7%	14.8%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	24.2%	6.1%	13.7%	20.5%	13.7%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi	13.8%	48.1%	-18.6%	24.2%	15.9%
Tăng trưởng thu nhập hoạt động	22.2%	13.7%	6.1%	21.2%	14.1%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	42.6%	17.3%	6.8%	17.9%	12.2%
Tăng trưởng tổng tài sản	15.2%	18.2%	16.0%	15.5%	13.9%
Tăng trưởng Tài sản Có sinh lãi (IEA)	17.4%	18.0%	16.1%	15.8%	14.1%
Tăng trưởng Nợ chịu lãi (IBL)	13.3%	18.6%	15.0%	14.6%	12.9%
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Khả Năng Sinh Lãi					
Tỷ trọng thu nhập lãi thuần	81.7%	76.2%	81.7%	81.3%	81.0%
Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi	18.3%	23.8%	18.3%	18.7%	19.0%
Tỷ suất LN ròng	47.5%	49.0%	49.3%	48.0%	47.2%
ROAA	2.4%	2.4%	2.2%	2.3%	2.2%
ROAE	26.5%	24.8%	21.5%	20.6%	18.9%
Chỉ số riêng					
Tỷ lệ Chi Phí/ Thu nhập HĐ (CIR)	40.3%	33.2%	31.7%	31.2%	31.4%
Tỷ lệ cho vay/ Tiền gửi (LDR) (*)	77.7%	77.2%	79.2%	81.4%	83.0%
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM)	4.4%	4.0%	3.81%	4.0%	3.9%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi cận biên (NNIM)	1.0%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
Tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA)	21.8%	21.5%	21.8%	22.3%	23.0%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	0.74%	1.21%	1.40%	1.39%	1.35%

(Nguồn: ACB, PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thị Mỹ Liên, Trưởng phòng phân tích và Nguyễn Thị Thảo Vy, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Khuyến nghị Mua: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

Khuyến nghị Gia tăng tỷ trọng: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

Khuyến nghị Giữ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

Khuyến nghị Giảm tỷ trọng: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ, từ 0% đến -10%.

Khuyến nghị Bán: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%

Không được xếp hạng: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của Phú Hưng hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận
7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801