

Ngành Ngân hàng

Báo cáo cập nhật

Tháng 05, 2025

Ngân hàng TMCP Á Châu

Mã giao dịch: ACB

Reuters: ACB.HM

Bloomberg: ACB VN

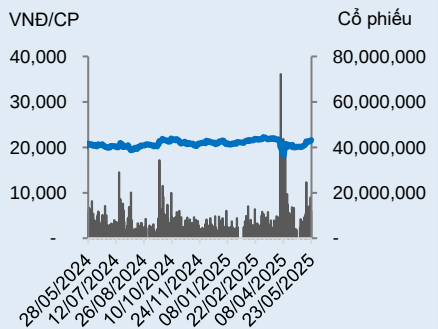
Tăng trưởng bền vững trong bối cảnh kinh doanh cạnh tranh

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	26.200
Giá thị trường (23/05/2025)	21.600
Lợi nhuận kỳ vọng	+21,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.214-22.266
Vốn hóa	110.952 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	5.136.656.599
KLGD bình quân 10 ngày	13.251.943
% sở hữu nước ngoài	29,96%
Room nước ngoài	30%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,6%
Beta	1,06

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
ACB	1,0%	5,1%	-0,6%	3,8%
VN-Index	3,5%	8,5%	0,9%	6,5%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Viết Dân

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

KQKD quý 1/2025. ACB ghi nhận KQKD quý 1/2025 với tổng thu nhập hoạt động (TOI) và LNST-CĐTS lần lượt đạt 7.915 tỷ đồng (-3,1% YoY và -7,5% QoQ) và 3.678 tỷ (-5,8% YoY và -19,1% QoQ). Các yếu tố khiến KQKD ghi nhận giảm so với cùng kỳ đến từ: (1) NIM thu hẹp xuống mức 2,66%, giảm 88 bps YoY và 56 bps QoQ; và (2) Chi phí tín dụng ở mức 0,42%, tăng 1 bps YoY và 32 bps QoQ.

Ước tính KQKD 2025. Chúng tôi dự phóng TOI và LNST-CĐTS của ACB năm 2025 đạt lần lượt 37.882 tỷ đồng (+13,0% YoY) và 18.491 tỷ đồng (+10,1% YoY). Động lực tăng trưởng chính:

- Tăng trưởng tín dụng ở mức 14%, với tăng trưởng tín dụng ở mảng Khách hàng cá nhân (KHCN) và Khách hàng doanh nghiệp (KHDN) lần lượt là 16% và 11,4% YoY. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vay tiêu dùng 2025 dự kiến ảm đạm do chính sách thuế quan của Mỹ khiến xuất khẩu yếu sẽ ảnh hưởng thu nhập của người dân, nhưng được bù đắp bởi các chính sách kích cầu từ Chính phủ và sự ấm lên của thị trường bất động sản phía Nam.
- Chất lượng tài sản duy trì tốt với nợ xấu dự báo đã đạt đỉnh vào năm 2024 và sẽ giảm vào năm 2025.

Điểm nhấn đầu tư và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp Thu nhập thặng dư (Residual Income) và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi xác định giá mục tiêu của ACB ở mức 26.200 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng ROE của ACB sẽ duy trì ở mức cao (17%-21%) giai đoạn 2025–2030 với chiến lược kinh doanh hướng đến sự phát triển bền vững nhờ vào giảm thiểu rủi ro và củng cố chất lượng tài sản. Bên cạnh đó, với Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 4/5/2025 của Bộ Chính trị về thúc đẩy phát triển kinh tế tư nhân, chúng tôi cho rằng ACB là một trong những ngân hàng hưởng lợi với tỷ trọng Khách hàng bán lẻ và SME lên đến 90% danh mục cho vay, tập trung cho vay ngành nghề liên quan đến thương mại và sản xuất, cao hơn các NHTM bán lẻ khác.

Khi đánh giá về tác động của thuế quan, tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp xuất khẩu chiếm khoảng 5% tổng dư nợ tín dụng của ACB, với khách hàng sở hữu danh mục thị trường xuất khẩu đa dạng, trong đó, thị trường Mỹ chỉ chiếm 10-20%. Dù chính sách thuế quan có thể gây ảnh hưởng nhất định đến kết quả kinh doanh trong ngắn hạn; về dài hạn, ACB vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản vượt trội, tiềm năng tăng trưởng bền vững. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu ACB tại mức giá mục tiêu là **26.200 đồng/cp**, cao hơn 21,3% so với giá đóng cửa ngày 23/05/2025.

Cập nhật KQKD Q1/2025

ACB ghi nhận KQKD quý 1/2025 với TOI và LNST-CĐTTS lần lượt đạt 7.915 tỷ đồng (-3,1% YoY và -7,5% QoQ) và 3.678 tỷ đồng (-5,8% YoY và -19,1% QoQ). Các yếu tố khiến KQKD ghi nhận giảm so với cùng kỳ đến từ: (1) NIM thu hẹp xuống mức 2,66%, giảm 88 bps YoY và 56 bps QoQ; và (2) Chi phí tín dụng ở mức 0,42%, tăng 1 bps YoY và 32 bps QoQ.

Tăng trưởng tín dụng chậm lại ở mảng SME

Tăng trưởng tín dụng trong quý đạt 598.806 tỷ đồng, tăng 3,1% QoQ, chậm hơn toàn ngành (3,5%), do ảnh hưởng bởi phân khúc SME. Cụ thể, mảng tín dụng cá nhân của ACB tăng 4,6%, doanh nghiệp lớn (MMLC) tăng gần 3%, trong khi đó SME ghi nhận mức giảm 1%. Xét về ngành nghề cho vay, ACB vẫn tập trung vào ngành thương mại (tỷ trọng là 48% trong mảng cho vay doanh nghiệp), với mức tăng trưởng 2% QoQ. Ngành công nghiệp chế biến (tỷ trọng 18%) tăng trưởng trong quý 1 là 8,3% QoQ.

NIM thu hẹp trong bối cảnh YEA suy giảm do cạnh tranh

Quý 1/2025, ACB ghi nhận NIM thu hẹp xuống mức 2,66%, giảm 88 bps YoY và 56 bps QoQ. Cụ thể, YEA quý 1 đạt mức 6,27%, giảm 62 bps YoY và 53 bps QoQ. Theo Ban lãnh đạo, tình hình cạnh tranh giữa các ngân hàng ngày càng lớn, thêm vào đó quý 1 thường là quý thấp điểm, do đó cần phải cạnh tranh gia tăng tín dụng dẫn đến cần giảm lãi suất cho vay. Trong khi đó, lãi suất huy động của ACB vẫn duy trì ở mức cao, COF quý 1 là 3,61%, tăng 26 bps YoY và 2 bps QoQ.

Huy động tiền gửi đạt mức 622.031 tỷ đồng (-1,1% QoQ), trong đó, tiền gửi khách hàng tăng lên mức 550.375 tỷ đồng (+2,4% QoQ). Cụ thể, tiền gửi từ Khách hàng bán lẻ (chiếm 80%) tăng trưởng 3,7% QoQ, và tiền gửi từ KHDN (chiếm 20%) suy giảm 2,7% QoQ, chủ yếu do huy động từ mảng SME giảm 5,5% QoQ.

Xu hướng này cũng diễn ra với CASA của ACB. Cụ thể, tỷ lệ CASA quý 1 đạt mức 21,3%, giảm nhẹ so với mức 22,5% tại cuối 2024, tương ứng với mức tiền gửi CASA đạt 117.208 tỷ đồng (-3,1% QoQ). Trong đó, CASA từ KHCN tăng khoảng 700 tỷ đồng, doanh nghiệp lớn tăng hơn 200 tỷ. CASA từ khách hàng SME giảm khoảng 5.000 tỷ đồng, ảnh hưởng đến tỷ lệ CASA chung, chủ yếu do khó khăn về dòng tiền. Đây là một trong những nguyên nhân khiến COF của ACB duy trì ở mức cao.

LDR thuần ở mức 108,8%, duy trì so với mức 108,1% tại cuối 2024. ACB đã tiếp tục tăng cường phát hành giấy tờ có giá trong quý 1/2025 lên mức 114.052 tỷ đồng (+12,2% QoQ). Tuy nhiên, COF của việc huy động từ giấy tờ có giá cao hơn (tại mức lãi suất 1,28%) đã gây áp lực lên NIM. Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, việc đẩy mạnh phát hành giấy tờ có giá nhằm để giảm áp lực huy động từ thị trường 1. Cụ thể, đối với kỳ hạn dài thì ACB không đẩy mạnh huy động trên thị trường 1 mà tăng cường phát hành giấy tờ có giá.

Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng nhờ phí dịch vụ thẻ

Thu nhập ngoài lãi quý 1 của ACB đạt 1.556 tỷ đồng (+7,5% YoY và +5,3% QoQ), với động lực tăng trưởng so với cùng kỳ đến từ (1) Thu nhập từ hoạt động dịch vụ đạt 872 tỷ đồng (+17,1% YoY và +0,4% QoQ); và (2) Hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng đạt 476 tỷ đồng (+103,9%

YoY và +38,2% QoQ). Trong đó, mảng thẻ có sự gia tăng tốt (tăng 181% YoY). Thị trường bảo hiểm chưa hồi phục, thu nhập từ Bancassurance giảm 32% YoY trong quý 1.

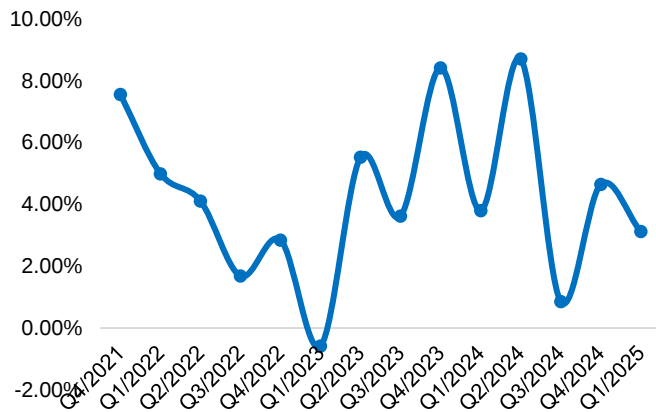
NPL duy trì ở mức kiểm soát với chất lượng tài sản tốt

Chất lượng tài sản của ACB vẫn duy trì ở mức tốt so với ngành, tỷ lệ nợ xấu (NPL) đi ngang so với quý 4 ở mức 1,48%. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, tỷ lệ nợ xấu thực tế khoảng 1,3% do nợ xấu kéo theo CIC là khoảng 0,2%. Với tỷ lệ nợ xấu nhóm 2 là 0,71%, giảm 7 bps YoY và tăng 23 bps QoQ.

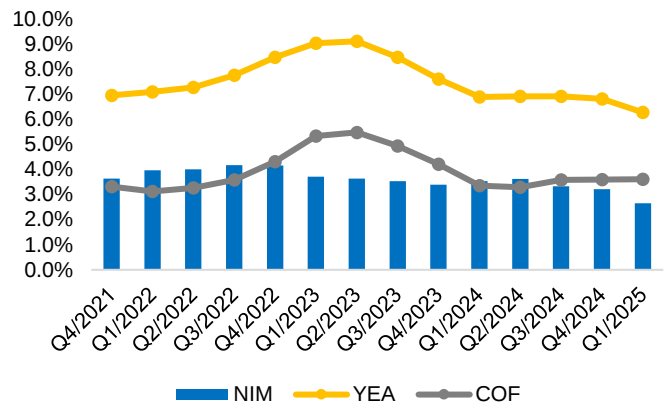
Theo ACB, nợ xấu tăng nhẹ ở phân khúc KHCN (1,52%) và giảm nhẹ ở phân khúc KHDN (1,48%). Tỷ lệ nợ xấu của mảng bất động sản khoảng 2%, tăng so với 1,87% năm 2024.

Trong quý 1, LLCR của ACB đã giảm xuống mức 72,1% (từ mức 77,9% tại quý 4/2024) mặc dù ACB đã tăng cường trích lập dự phòng trong quý 1 là 626 tỷ đồng (+22,2% YoY và +324% QoQ). Tuy nhiên, tỷ lệ LLCR của ngân hàng này vẫn duy trì cao hơn trung bình ngành.

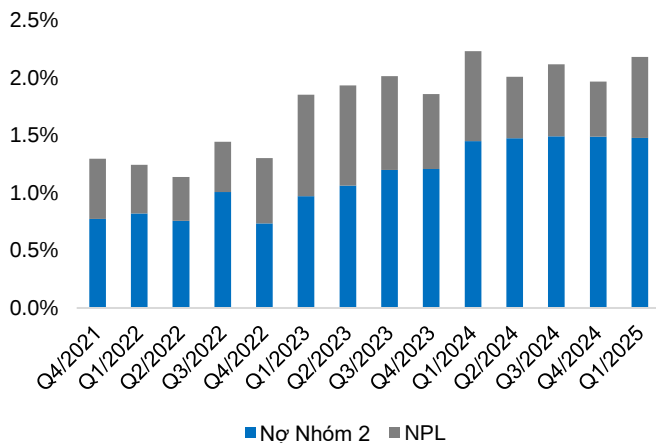
Tăng trưởng tín dụng QoQ



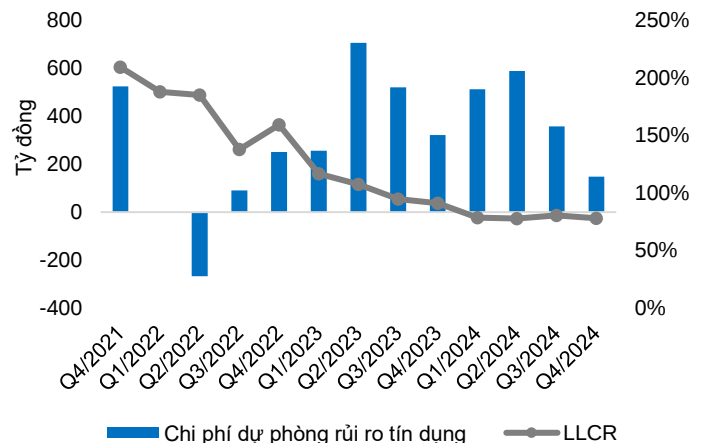
NIM

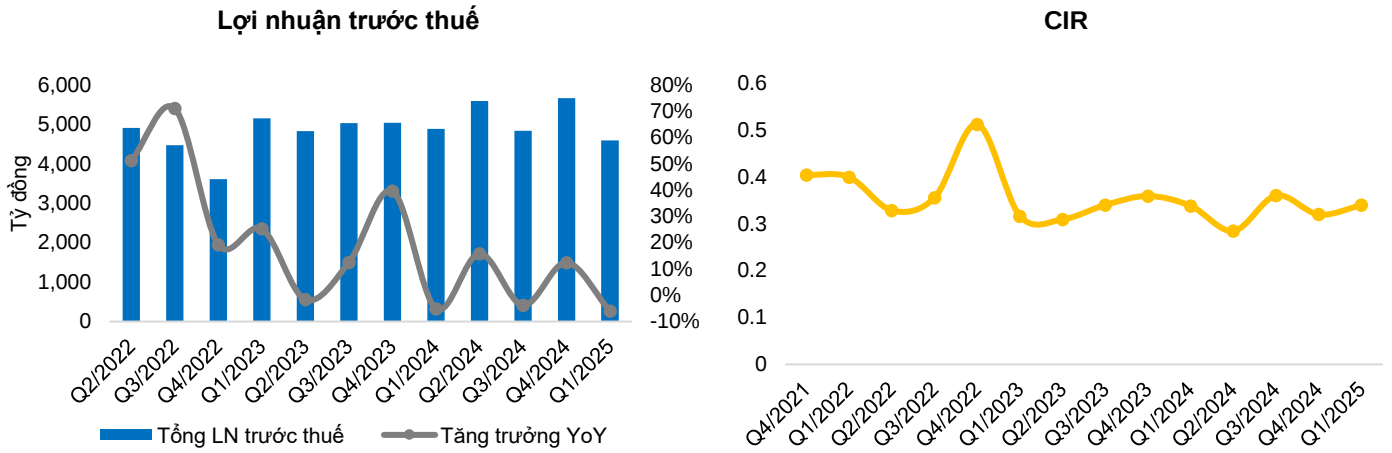


NPL



Hệ số bao phủ nợ xấu





Nguồn: ACB, BVSC tổng hợp

Ước tính kết quả kinh doanh 2025

Kết quả kinh doanh năm 2025 dự báo tăng trưởng

Chúng tôi dự phóng TOI và LNST-CĐTS 2025 của ACB đạt lần lượt 37.882 tỷ đồng (+13,0% YoY) và 18.491 tỷ đồng (+10,1% YoY). Động lực tăng trưởng chính: (1) Tăng trưởng tín dụng ở mức 14%; (2) Chất lượng tài sản duy trì tốt với nợ xấu dự báo đã đạt đỉnh vào năm 2024 và sẽ giảm vào năm 2025.

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023	2024	2025F	YoY
Tăng trưởng tín dụng	17,86%	19,09%	14,30%	
NIM	3,44%	3,31%	3,22%	
Dự phòng RRTD	1.804	1.606	2.431	
NPL Ratio	1,2%	1,5%	1,4%	
CIR	33,2%	32,5%	32,5%	
Credit cost	0,4%	0,3%	0,4%	
Cho vay khách hàng	487.602	580.686	663.740	14,3%
Thu nhập lãi thuần	24.960	27.795	31.851	14,6%
Thu nhập ngoài lãi	7.787	5.720	6.030	5,4%
Tổng thu nhập hoạt động	32.747	33.515	37.882	13,0%
Chi phí hoạt động	-10.874	-10.903	-12.323	13,0%
Dự phòng RRTD	-1.804	-1.606	-2.431	51,4%
LNTT	20.068	21.006	23.127	10,1%
LNST-CĐTS	16.045	16.790	18.491	10,1%

Tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 14%

Chúng tôi dự phóng cho vay khách hàng đạt 663.740 tỷ đồng (+14,3% YoY), với tăng trưởng tín dụng ở mảng KHCN và KHDN lần lượt là 16% và 11,4% YoY.

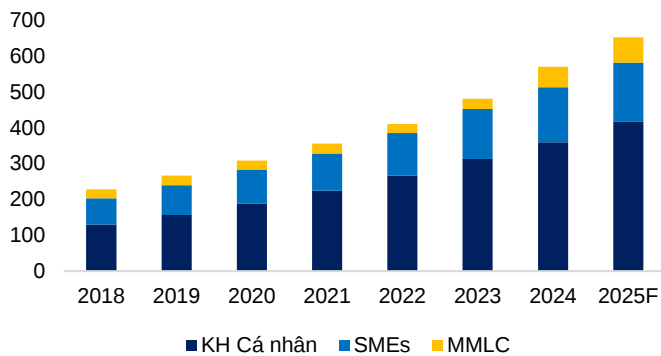
BVSC kỳ vọng tăng trưởng ở mức 16% đối với mảng KHCN, thấp hơn mức CAGR 2020-2024 là 18%. Năm 2024, ACB đã gặp sự khó khăn trong tăng trưởng mảng KHCN và tín dụng cá nhân,

với mức tăng trưởng tín dụng là 14,9%. Chúng tôi cho rằng nhu cầu vay tiêu dùng cá nhân năm 2025 sẽ chưa thực sự bùng nổ, do ảnh hưởng thuế quan khiến hoạt động xuất khẩu suy giảm, vì vậy thu nhập của người lao động bị ảnh hưởng tiêu cực. Dù vậy, với khả năng Chính phủ sẽ thúc đẩy tiêu dùng và thị trường bất động sản phía Nam ấm lên, tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng không giảm sâu.

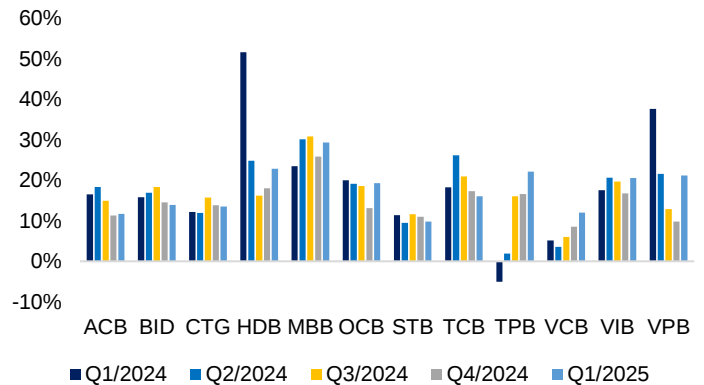
Ước tính tăng trưởng tín dụng mảng SME năm 2025 chỉ đạt 7% YoY, thấp hơn so với mức CAGR 2020-2024 là 13% và năm 2024 là 10,3%. Trong quý 1, theo chia sẻ từ ACB, động lực tăng trưởng tín dụng của ngành đến từ đầu tư công, đầu tư cơ sở hạ tầng trọng yếu và một số dự án bất động sản mở bán. Tuy nhiên, tăng trưởng có sự không đồng đều giữa các thị trường: phía Bắc tăng trưởng nhanh, phía Nam tăng trưởng chậm (Tp.HCM tăng 1,3%, Bình Dương giảm 0,6%). Ban lãnh đạo tiếp tục kỳ vọng động lực tăng trưởng mảng doanh nghiệp trong 9 tháng còn lại đến từ các ngành như đầu tư công, quay vòng vốn của MMLC, do đó, tăng trưởng SME vẫn sẽ chậm.

Với việc đẩy mạnh khai thác mảng MMLC trong 2024 và ghi nhận KQKD tích cực, chúng tôi kỳ vọng mảng cho vay MMLC năm 2025 tăng trưởng ở mức 23% YoY, tương ứng với mức CAGR giai đoạn 2020-2024, chủ yếu do chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp khu công nghiệp và FDI có thể gặp khó khăn do ảnh hưởng từ thuế quan. Hiện tại, cho vay các doanh nghiệp khu công nghiệp chiếm khoảng 1,5% dư nợ tín dụng.

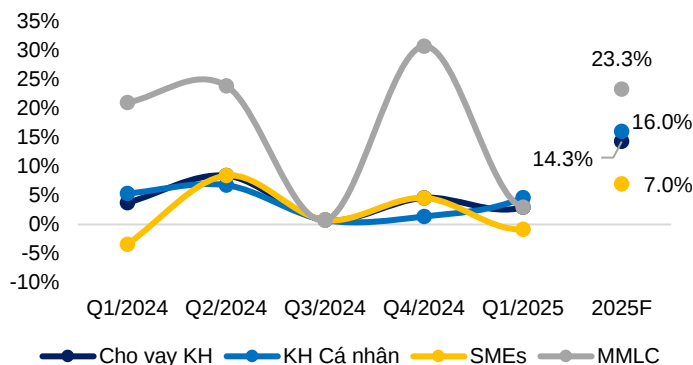
Cho vay khách hàng
(Đvt: tỷ đồng)



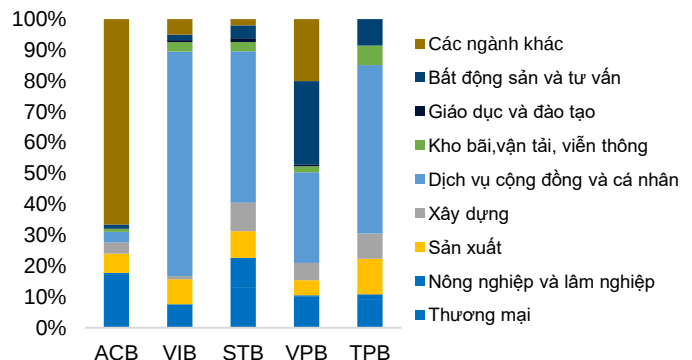
Tăng trưởng tín dụng tại các ngân hàng



Tăng trưởng tín dụng QoQ của các mảng và ước tính 2025F



Cơ cấu cho vay theo ngành của các Ngân hàng bán lẻ



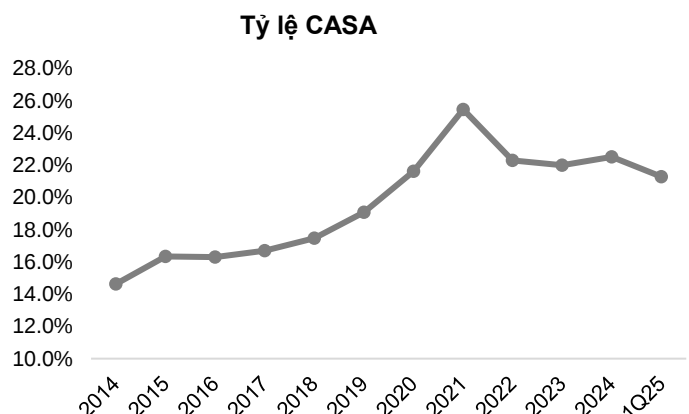
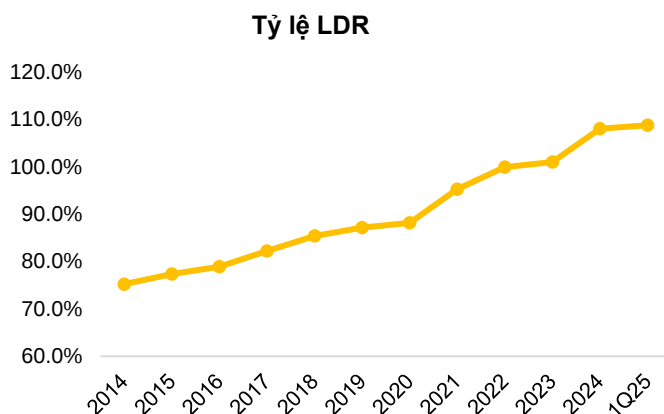
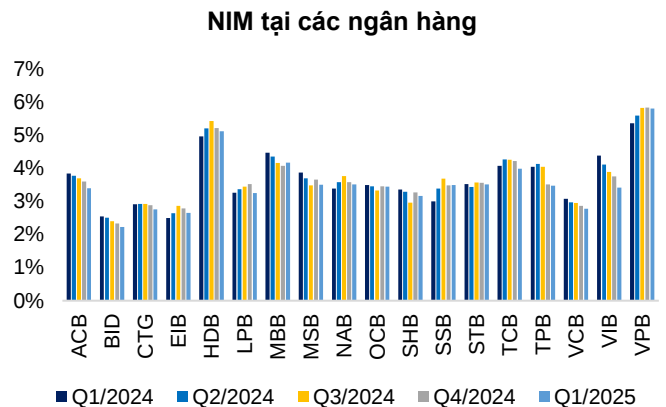
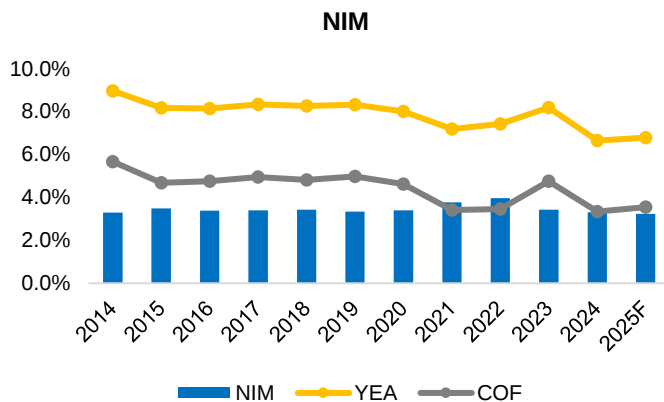
Nguồn: ACB, FiinPro, BVSC ước tính

NIM sẽ thu hẹp so với năm 2024

NIM của ACB dự báo giảm 7 bps xuống 3,22% trong năm 2025, chủ yếu do YEA chưa thể cải thiện mạnh do cạnh tranh, trong khi COF vẫn sẽ duy trì ở mức cao.

Cho năm 2025, dự báo YEA sẽ ở mức 6,78%, tăng nhẹ 13 bps YoY. Trong quý 1, YEA của ACB đạt mức 6,27%, giảm 62 bps YoY và 53 bps QoQ, do quý 1 thường là quý thấp điểm. BVSC đánh giá YEA trong các quý tiếp theo sẽ cải thiện chậm, chủ yếu do sự cạnh tranh trên thị trường bán lẻ gia tăng và nhu cầu sẽ bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan. Chúng tôi nhận thấy các NHTM Nhà nước cũng đã tích cực tham gia vào thị trường bán lẻ, ví dụ như Agribank và BIDV cũng đã triển khai các gói vay mua nhà ưu đãi dành cho người trẻ để cạnh tranh với các NHTM. ACB với thế mạnh tệp khách hàng khá giả trên thị trường, gần 300.000 khách hàng thuộc phân khúc này, ACB sẽ cần phải duy trì mức lãi suất cho vay đủ hấp dẫn để cạnh tranh với các ngân hàng khác.

BVSC dự báo COF của ACB năm 2025 ở mức 3,56%, tăng 22 bps YoY. Mặc dù CASA trong quý 1/2025 yếu đi cùng với xu hướng của ngành, Ban lãnh đạo chia sẻ rằng từ tháng 04/2025, tình hình huy động CASA đã có sự cải thiện đáng kể, giúp cho COF giảm căng thẳng. Việc lãi suất huy động toàn ngành dự báo sẽ tăng cũng gây áp lực tăng cho COF. Thêm vào đó, LDR vẫn duy trì ở mức cao cho thấy nhu cầu về huy động vốn, vì vậy, chúng tôi cho rằng ACB vẫn sẽ tiếp tục sử dụng nguồn vốn từ phát hành giấy tờ có giá với COF cao hơn.



Nguồn: ACB, BVSC ước tính

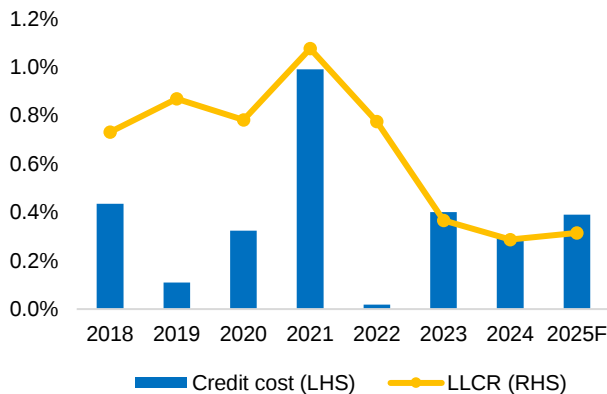
Tăng chi phí dự phòng tín dụng lên mức 0,39%, với NPL ước tính là 1,41%

Với quan điểm thận trọng trong bối cảnh rủi ro thuế quan khiến một bộ phận doanh nghiệp xuất khẩu sang Mỹ gặp khó, trong khi thu nhập suy giảm khiến khả năng trả nợ của người dân cũng chịu ảnh hưởng so với năm trước, chúng tôi dự báo ACB sẽ tiếp tục đẩy mạnh dự phòng.

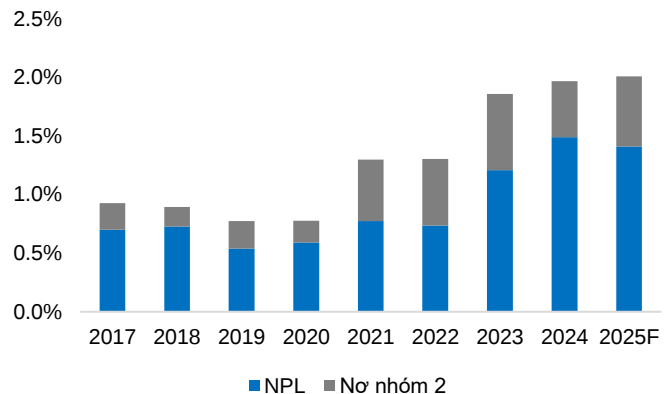
BVSC ước tính NPL của ACB chỉ giảm nhẹ xuống mức 1,41% năm 2025, từ mức 1,49% tại 2024. Quý 1/2025, NPL đi ngang so với quý 4 ở mức 1,48%, với tỷ lệ nợ nhóm 2 là 0,71%, tăng 23 bps QoQ. Nợ xấu bất động sản cũng đã tăng lên mức 2% trong quý 1. Với 5% dư nợ cho vay các doanh nghiệp liên quan đến xuất khẩu và 1,5% liên quan đến doanh nghiệp khu công nghiệp, ACB cũng sẽ phần nào chịu tác động từ ảnh hưởng thuế quan của Mỹ. Tuy nhiên, một số yếu tố hỗ trợ có thể kể đến như (1) Thị trường BĐS miền Nam sẽ ấm dần lên, thêm vào đó các dự án đầu tư công lớn như đường cao tốc hay sân bay sẽ giúp cho các khu vực BĐS lân cận được hưởng lợi, từ đó gián tiếp cải thiện tốc độ xử lý nợ xấu tại ACB; và (2) ACB có thể sẽ tăng cường sử dụng dự phòng để xóa nợ xấu, trong quý 1 ngân hàng này đã tích cực sử dụng dự phòng với giá trị 990 tỷ đồng, cao nhất kể từ quý 4/2022.

ACB sẽ gia tăng chi phí dự phòng tín dụng lên mức 0,39% (+9 bps YoY). Với rủi ro nợ xấu gia tăng và tỷ lệ LLCCR đã giảm xuống mức 72,1%, ACB sẽ gặp một số áp lực trong việc trích lập dự phòng.

Dự phòng RRTD



NPL và tỷ lệ nợ nhóm 2



Nguồn: ACB, BVSC ước tính

Thu nhập ngoài lãi dự báo đạt 6.040 tỷ đồng (+5,4% YoY)

Chúng tôi ước tính thu nhập từ hoạt động dịch vụ đạt 3.401 tỷ (+5% YoY). Cụ thể, hoạt động Bancassurance trong năm 2025 đạt mức 1.108 tỷ đồng (-5% YoY). Mặc dù KQKD quý 1 mảng này giảm hơn 30%, Ban lãnh đạo chia sẻ ACB đã triển khai mô hình Bancassurance mới trong quý 1/2025. Sau khi triển khai, doanh số Bancassurance đã có sự tăng trưởng tốt, doanh số tháng 3 gấp 1,5 lần so với tháng 1 và tháng 2.

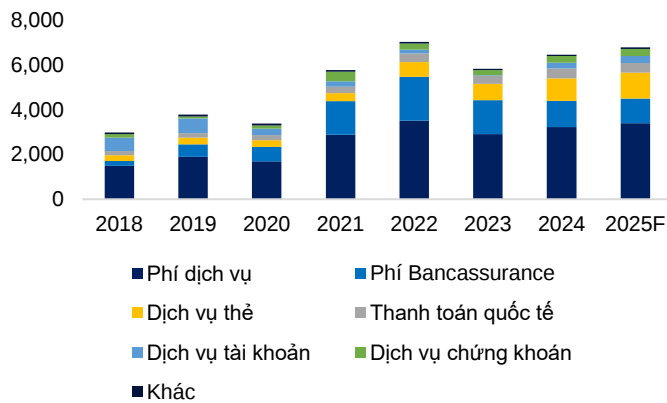
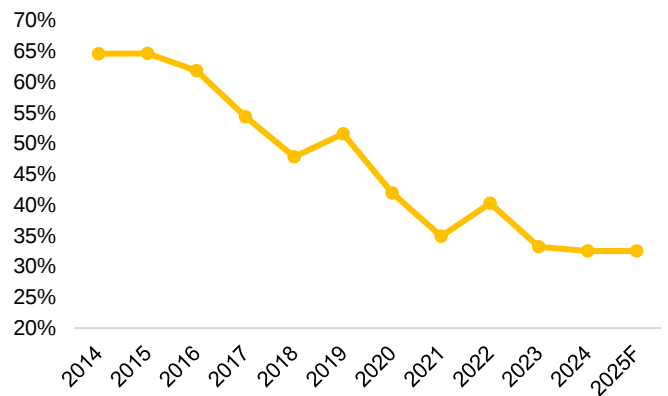
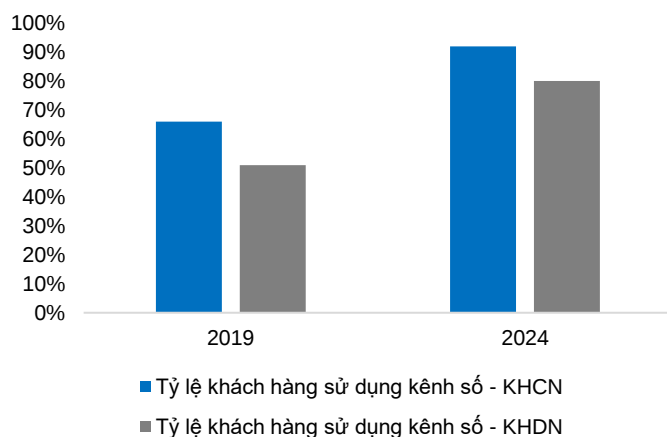
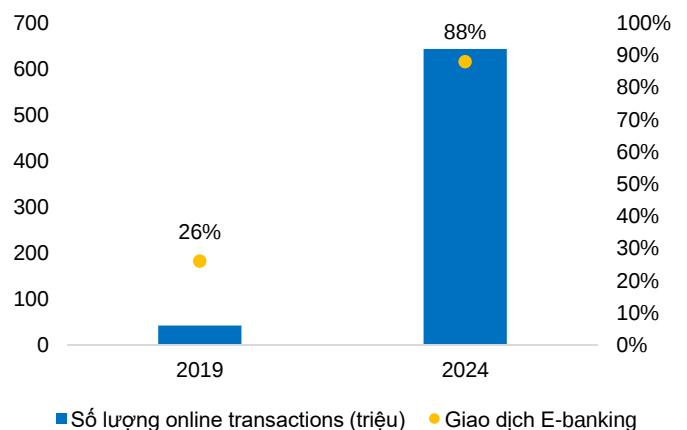
Động lực tăng trưởng chính sẽ đến chủ yếu từ mảng Dịch vụ thẻ, với sự gia tăng tốt 181% YoY trong quý 1, lợi nhuận từ mảng này sẽ đạt 1.155 tỷ đồng (+15% YoY) trong năm 2025. Thêm vào

Báo cáo cập nhật ACB

đó, với việc mở rộng ở mảng MMLC, dịch vụ tài khoản của ACB sẽ tăng mạnh lên mức 324 tỷ đồng (+25% YoY) trong năm 2025.

Trong năm 2025, BVSC dự báo tỷ giá và lợi suất trái phiếu sẽ khá ổn định so với năm 2024. Do đó, ước tính lợi nhuận từ hoạt động ngoại hối và chứng khoán lần lượt là 1.342 tỷ đồng và 464 tỷ đồng.

CIR sẽ đi ngang. Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ CIR ở mức 33%, đạt 12.363 tỷ đồng (+13,4% YoY). Theo Ban lãnh đạo ACB, tỷ lệ CIR của ACB liên tục cải thiện, từ 52% năm 2019 xuống còn khoảng 33-34% hiện tại và kỳ vọng duy trì mức này trong giai đoạn tiếp theo (khoảng 30-33%). Thêm vào đó, việc tăng cường áp dụng công nghệ trong hoạt động sẽ giúp ACB tiết kiệm hơn chi phí OPEX.

Cơ cấu lợi nhuận dịch vụ

CIR

Tỷ lệ khách hàng sử dụng kênh số

Giao dịch E-Banking


Nguồn: ACB, BVSC ước tính

Điểm nhấn đầu tư

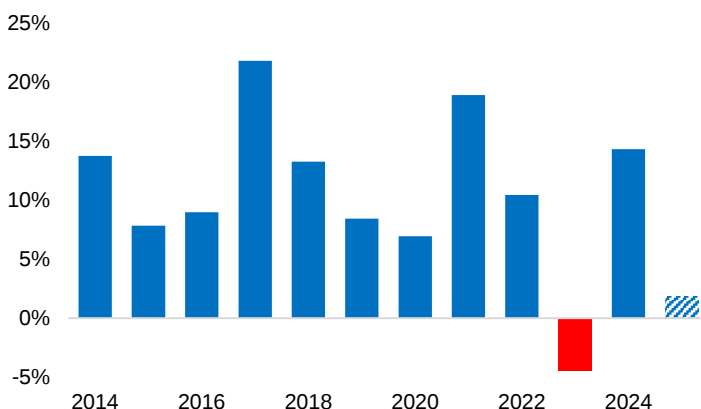
Dù chính sách thuế quan có thể gây ảnh hưởng nhất định đến kết quả kinh doanh trong ngắn hạn; về trung và dài hạn, các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt sẽ hưởng lợi

Về cơ cấu cho vay theo ngành có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan của Mỹ, ACB có tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp xuất khẩu khoảng 5%. Hầu hết khách hàng ACB có đa dạng thị trường xuất khẩu, thị trường Mỹ thường chiếm khoảng 10-20%. Do đó, Ban lãnh đạo nhận định rằng số lượng khách hàng ACB bị ảnh hưởng bởi thuế quan và xuất khẩu sang Mỹ không lớn.

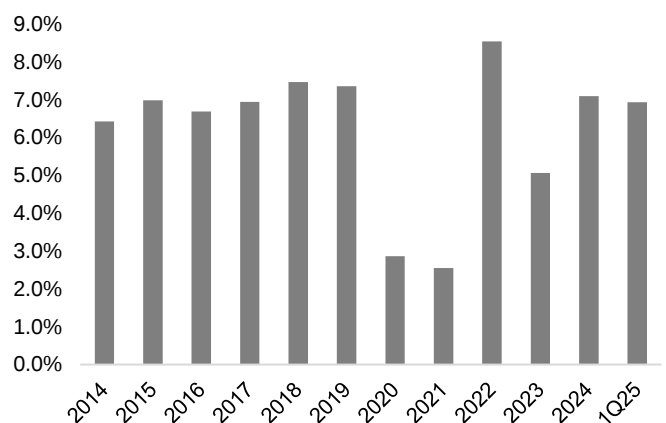
Cho vay các doanh nghiệp khu công nghiệp chiếm khoảng 1,5% dư nợ tín dụng. Về thị trường, ACB tập trung vào khu vực châu Á, bao gồm Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc, và không tập trung vào thị trường Mỹ. ACB đã rà soát và nhận định rằng có sự ảnh hưởng nhất định từ yếu tố thuế quan này. Đối với cho vay bất động sản, dư nợ hiện tại là khoảng 121.000 tỷ (+2% YTD), 80% là cho vay mục đích để ở, mảng kinh doanh bất động sản chỉ chiếm 4% (khoảng 24.500 tỷ).

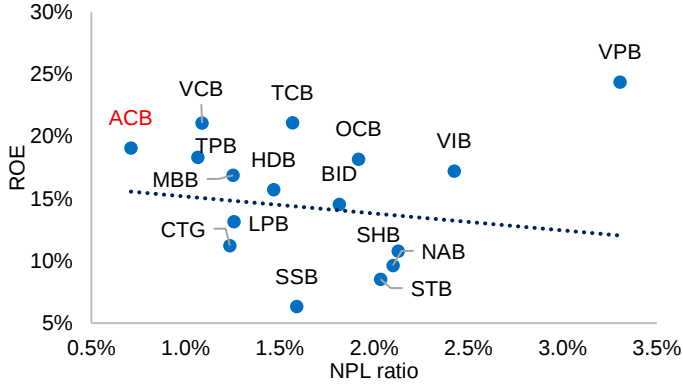
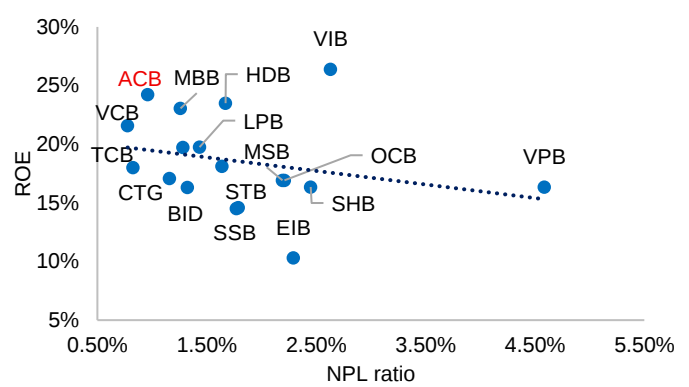
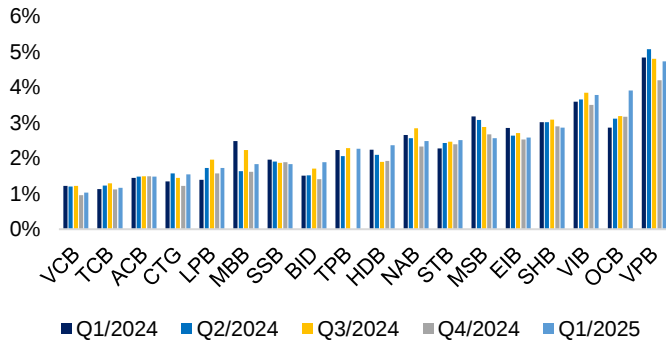
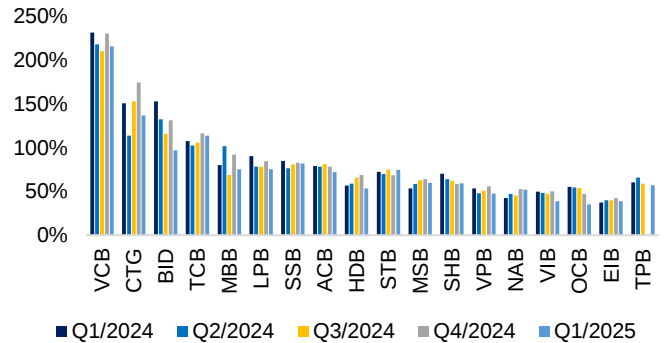
Chúng tôi đánh giá ảnh hưởng của chính sách thuế quan sẽ tác động đến kết quả kinh doanh của ACB, tuy nhiên khi quan sát dữ liệu quá khứ, có thể thấy các ngân hàng với chất lượng tài sản tốt sẽ duy trì ROE ở mức cao khi nền kinh tế gặp khó khăn. Cụ thể, trong giai đoạn chiến tranh thương mại 2016–2019, các ngân hàng có tỷ lệ NPL ở vùng thấp như ACB, VCB, TCB có xu hướng duy trì mức ROE cao hơn các ngân hàng khác. Điều này càng rõ ràng hơn khi quan sát giai đoạn 2020–2024 với những sự kiện như Covid-19 hoặc trái phiếu doanh nghiệp khiến GDP và tăng trưởng xuất nhập khẩu biến động, các ngân hàng với lợi thế về chất lượng tài sản tiếp tục duy trì tỷ lệ ROE vượt trội.

Tăng trưởng xuất khẩu so với cùng kỳ hàng năm



Tăng trưởng GDP



Tương quan giữa giá trị trung bình của ROE và NPL giai đoạn 2016-2019

Tương quan giữa giá trị trung bình của ROE và NPL giai đoạn 2020-2024

Tỷ lệ NPL tại các ngân hàng

Tỷ lệ LLCR tại các ngân hàng


Nguồn: ACB, FiinPro, BVSC ước tính

ACB sẽ là một trong những ngân hàng hưởng lợi lớn từ Nghị quyết số 68-NQ/TW, thúc đẩy tăng trưởng dài hạn

Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 4/5/2025 của Bộ Chính trị về thúc đẩy phát triển kinh tế tư nhân, chúng tôi cho rằng ACB là một trong những ngân hàng hưởng lợi với tỷ trọng Khách hàng bán lẻ và SME lên đến 90% danh mục cho vay, tập trung cho vay ngành nghề liên quan đến thương mại và sản xuất, cao hơn các NHTM bán lẻ khác.

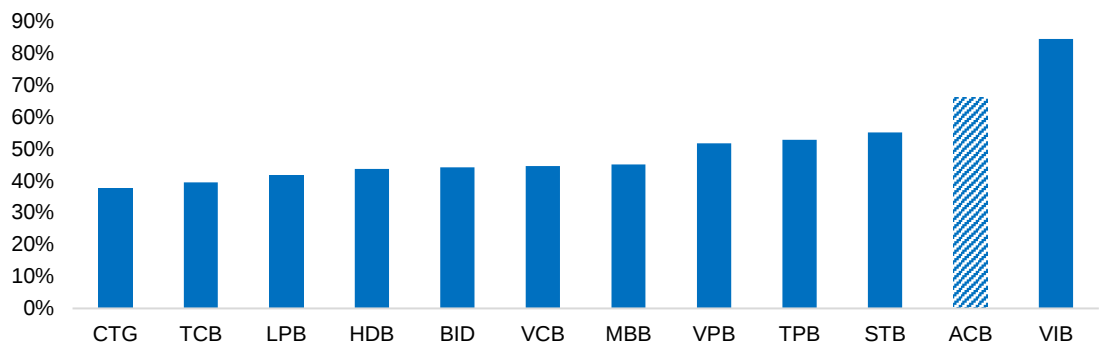
Chúng tôi nhận thấy các NHTM bán lẻ có kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt hơn các ngân hàng khác trong giai đoạn 2016–2020, với bối cảnh Nghị quyết 10-NQ/TW ngày 3/6/2017. Cụ thể, Nghị quyết 10-NQ/TW là một trong những nghị quyết đi đầu trong việc khẳng định vai trò quan trọng của kinh tế tư nhân trong phát triển kinh tế - xã hội. Với các mục tiêu như (1) Phấn đấu đến năm 2020, có khoảng 1 triệu doanh nghiệp; (2) Đến năm 2025, kinh tế tư nhân đóng góp khoảng 50% GDP; và (3) Đến năm 2030, kinh tế tư nhân phát triển mạnh mẽ hơn, đóng góp ngày càng lớn vào GDP, tạo nhiều việc làm, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia.

Về phương pháp, chúng tôi phân loại TOP 5 ngân hàng với tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân/cho vay cao nhất (gồm VIB, ACB, STB, TPB, VPB) và so sánh tốc độ tăng trưởng CAGR của các ngân hàng trong giai đoạn 2016–2020. Chúng tôi nhận thấy các NHTM bán lẻ có xu hướng ghi nhận tốc

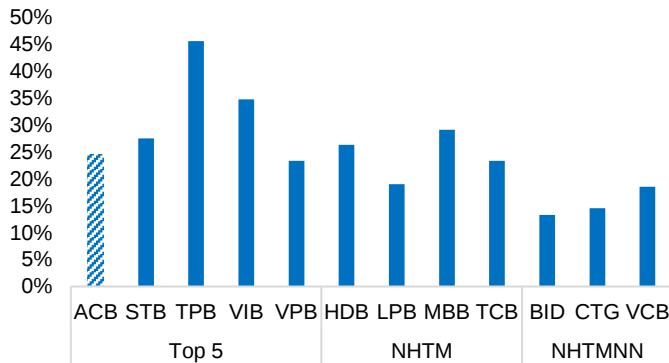
độ tăng trưởng TOI, LNST cao hơn các NHTM Nhà nước (BID, CTG, VCB). Thêm vào đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng cho vay khách hàng cũng tăng trưởng rất tốt ở TOP 5 các ngân hàng bán lẻ.

Hiện tại, ngay sau khi Nghị quyết 68 được ban hành, ACB là ngân hàng đầu tiên hiện thực hóa bằng loạt giải pháp tín dụng ưu đãi. Ví dụ, ACB triển khai gói hỗ trợ 40.000 tỷ đồng cho doanh nghiệp; trong đó, 20.000 tỷ đồng dành cho doanh nghiệp vừa và nhỏ, 20.000 tỷ đồng cho doanh nghiệp lớn đầu tư hạ tầng và công nghệ số. ACB cung cấp miễn phí các giải pháp thanh toán toàn diện như QR, Smart POS và Open API. Do đó, chúng tôi tin rằng ACB sẽ là một trong những ngân hàng hưởng lợi lớn từ Nghị quyết số 68-NQ/TW, điều này sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho ngân hàng này.

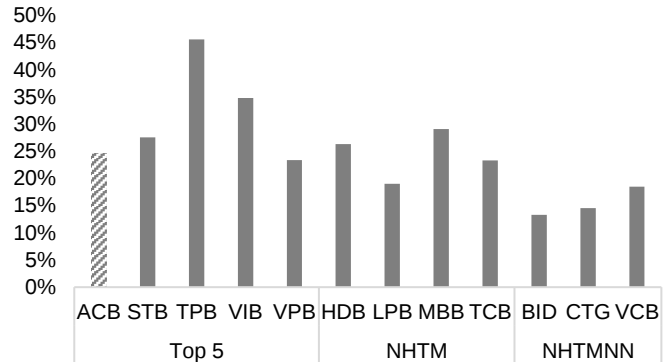
Tỷ lệ cho vay KHCN/cho vay KH



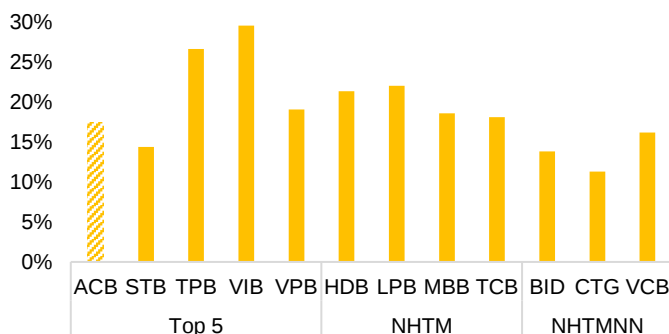
Tăng trưởng LNST CAGR 2016-2020



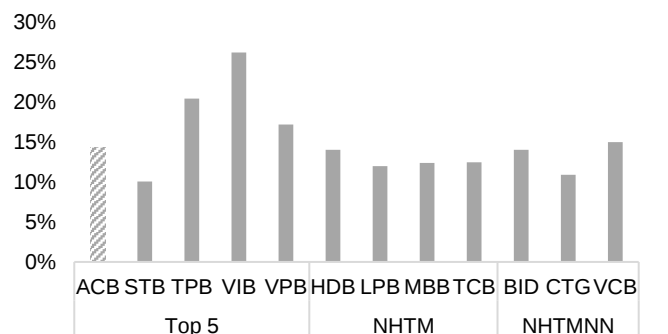
Tăng trưởng TOI CAGR 2016-2020



Tăng trưởng cho vay khách hàng CAGR 2016-2020



Tăng trưởng tiền gửi của khách hàng CAGR 2016-2020



Nguồn: ACB, FiinPro, BVSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp Thu nhập thặng dư (Residual Income) và phương pháp so sánh P/B để xác định giá mục tiêu, chúng tôi nâng giá mục tiêu của ACB lên 26.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 4,5% so với giá mục tiêu cũ. Nguyên nhân điều chỉnh giá mục tiêu: (1) Tăng mức P/B mục tiêu của ACB lên 1,4x, tương ứng với trung bình 5 năm của ngân hàng này; và (2) Lãi suất chiết khấu điều chỉnh giảm nhẹ.

BVSC ước tính ROE của ACB sẽ duy trì ở mức cao (17%-21%) giai đoạn 2025–2030 với chiến lược kinh doanh hướng đến sự phát triển bền vững nhờ vào giảm thiểu rủi ro và củng cố chất lượng tài sản. Bên cạnh đó, với Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 4/5/2025 của Bộ Chính trị về thúc đẩy phát triển kinh tế tư nhân, chúng tôi cho rằng ACB là một trong những ngân hàng hưởng lợi với tỷ trọng khách hàng bán lẻ và SME lên đến 90% danh mục cho vay, tập trung cho vay ngành nghề liên quan đến thương mại và sản xuất, cao hơn các NHTM bán lẻ khác. Do đó, chúng tôi cho rằng P/B mục tiêu của ACB có thể đạt được mức trung bình 5 năm tại 1,4x.

Khi đánh giá về tác động của thuế quan, tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp xuất khẩu chiếm khoảng 5% tổng dư nợ tín dụng của ACB, với khách hàng sở hữu danh mục thị trường xuất khẩu đa dạng, trong đó thị trường Mỹ chỉ chiếm 10-20%. Dù chính sách thuế quan có thể gây ảnh hưởng nhất định đến kết quả kinh doanh trong ngắn hạn; về dài hạn, ACB vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản vượt trội, tiềm năng tăng trưởng bền vững.

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu ACB tại mức giá mục tiêu là **26.200 đồng/cp**, cao hơn 21,3% so với giá đóng cửa ngày 23/05/2025.

Định giá (đồng/cp)	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
Phương pháp thu nhập thặng dư (RI)	25.200	50%
P/B mục tiêu 1,4x	27.101	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	26.200	

Chi phí vốn chủ sở hữu	
Lãi suất phi rủi ro	3,69%
Beta	1,03
Lãi suất bù thị trường	8,35%
Re	12,3%

Chi tiết phương pháp thu nhập thặng dư

Đvt: tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Giá trị sổ sách đầu năm - CĐTTS	83.462	99.434	116.580	136.145	158.493	182.787
+ LNST	18.558	20.843	23.734	27.095	29.713	32.206
- Cổ tức bằng tiền mặt	-2.518	-3.698	-4.169	-4.747	-5.419	-5.943
+ Phát hành tăng vốn	0	0	0	0	0	0
Giá trị sổ sách cuối năm (Book value)	99.434	116.580	136.145	158.493	182.787	209.051
Chi phí vốn chủ sở hữu	-10.254	-12.217	-14.323	-16.727	-19.472	-22.457
Thu nhập thặng dư (RI)	8.237	8.627	9.411	10.368	10.241	9.749
Giá trị cuối cùng (Terminal Value)						16.394

PV của Thu nhập thặng dư	Đơn vị tính	Giá trị
Giá trị sổ sách hiện tại	tỷ đồng	83.462
Giá trị hợp lý của Vốn chủ sở hữu (chiết khấu RI và Terminal Value)	tỷ đồng	129.591
Số lượng CP đang lưu hành	cổ phiếu	5.136.656.599
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	đồng/cổ phiếu	25.200

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	28.790	32.747	33.515	37.882
Chi phí hoạt động	-11.605	-10.874	-10.903	-12.323
Lợi nhuận thuần trước DPRRTD	17.185	21.872	22.612	25.559
Dự phòng rủi ro tín dụng	-71	-1.804	-1.606	-2.431
Lợi nhuận sau thuế - CĐTS	13.688	16.045	16.790	18.491

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, vàng bạc, đá quý	8.461	6.909	5.696	6.511
Tiền gửi tại NHNN	13.658	18.505	25.220	43.669
Tiền vàng gửi tại các TCTD khác	85.971	114.874	117.882	108.302
Cho vay khách hàng	408.857	482.235	573.947	663.740
Chứng khoán đầu tư	75.535	73.463	121.090	136.667
Tổng tài sản có	607.875	718.795	864.006	977.206
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	506	0	7.955	3.301
Tiền gửi và vay các TCTD khác	67.841	89.507	111.592	126.486
Tiền gửi của khách hàng	413.953	482.703	537.305	604.004
Vốn chủ sở hữu	58.439	70.956	83.462	99.434
Tổng nguồn vốn	607.875	718.795	864.006	977.206

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng cho vay khách hàng	14,31%	17,86%	19,09%	14,30%
Tăng trưởng huy động	8,96%	16,61%	11,31%	12,41%
Tăng trưởng tổng tài sản	15,18%	18,25%	20,20%	13,10%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	30,15%	21,42%	17,62%	19,14%
Chỉ tiêu sinh lời				
NIM	3,97%	3,44%	3,31%	3,22%
ROA	2,41%	2,42%	2,12%	2,01%
ROE	26,49%	24,80%	21,75%	20,22%
Chỉ tiêu chất lượng tài sản				
NPL	0,74%	1,21%	1,49%	1,41%
Dự phòng/Tổng dư nợ	0,02%	0,40%	0,30%	0,39%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.486	4.092	3.669	3.600
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.083	15.886	18.685	19.358

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Viết Dân** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannev@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhnd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoimn@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888