

## Ngân hàng TMCP Á Châu (HSX: ACB)

### KQKD Q3/2024 chậm trễ thách thức mục tiêu cả năm

- Chúng tôi hạ dự báo LNST năm 2024 xuống 13.2% do KQKD 9T2024 thấp hơn kỳ vọng. chúng tôi cho rằng, ngân hàng khó có thể đạt được mục tiêu cả năm.
- LNST được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 19.2% và 25.4% so với cùng kỳ (svck) trong năm 2025/2026 nhờ vào NIM tăng và sự hồi phục của Noll.
- Hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu thấp hơn là **27,100VND/CP** do điều chỉnh giảm dự báo LN năm 2024-25.

### Tăng trưởng doanh thu chậm lại trong Q3/2024 do TTTD yếu

Trong 9T2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 24,956 tỉ đồng (+2.4% svck), trong đó thu nhập lãi thuần (NII) tăng 11.0% svck, trong khi thu nhập ngoài lãi (Noll) giảm 25.6% svck. Mặc dù NIM trong 9T2024 giảm 30 đcb svck, nhưng mức tăng trưởng tín dụng (TTTD) tích cực 13.8% so với đầu năm (cao hơn nhiều so với mức 7.78% toàn hệ thống) đã thúc đẩy tăng trưởng NII. Chi phí dự phòng tín dụng đạt 1,458 tỉ đồng (-1.6% svck). CIR 9T2024 được giữ ổn định ở mức 32.7% giúp LNST đạt 12,244 tỉ đồng (+1.7% svck), tương đương 69.6% kế hoạch cả năm. Chúng tôi ước tính NIM và chi phí tín dụng trong Q4/2024 sẽ giữ nguyên như Q3/2024 giúp LNST của ACB năm 2024 đạt 16.8 nghìn tỉ đồng, hoàn thành 95% kế hoạch cả năm.

### Tăng trưởng LN năm 2025/26 được thúc đẩy NIM cải thiện và sự phục Noll

Trong năm 2025/26, chúng tôi kỳ vọng ACB có thể nâng mức TTTD lên 20%/năm với NIM duy trì ở mức 3.7% trong năm 2025 và tăng lên 3.9% trong năm 2026. Bên cạnh đó, thu nhập từ phí (NFI) tăng trở lại nhờ vào sự hồi phục của cho vay bán lẻ sẽ thúc đẩy tăng trưởng Noll. Chi phí tín dụng được duy trì ở mức 0.28%/năm trong 2 năm tới, thấp hơn một chút so với mức khoảng 0.34% và 0.30% trong 2 năm qua. Do đó, LNST được kỳ vọng sẽ tăng trưởng đáng kể lần lượt ở mức 19.2% và 25.4% trong năm 2025 và 2026.

### Hạ khuyến nghị xuống **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 27,100VND/CP

Chúng tôi điều chỉnh lại giá mục tiêu trong 12 tháng dựa trên (i) giảm ước tính của PAT trong năm 2024/25 xuống 13.2%/13.6%, (ii) duy trì mục tiêu P/B ở mức 1.3 lần cho trọng số điều chỉnh là 25%/75% BVPS của năm 2024/2025. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng hạ khuyến nghị về từ **KHẢ QUAN** về **TRUNG LẬP** trong báo cáo gần nhất vì giá thị trường hiện tại phản ánh phần lớn tiềm năng tăng trưởng doanh thu trong tương lai. Chúng tôi đánh giá rằng ACB xứng đáng được giữ trong dài hạn nhờ sự duy trì ROE ở mức cao trong các ngân hàng bán lẻ.

Hình 1: Bảng tổng hợp chỉ số tài chính (Đơn vị: tỉ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tổng thu nhập hoạt động	32,747	34,233	40,436	50,567
Thu nhập lãi thuần	24,960	28,167	33,126	41,401
NIM	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%
Chi phí trích lập dự phòng	21,872	22,936	27,092	33,880
LNST	16,045	16,834	20,075	25,169
Tăng trưởng LNST	17.2%	4.9%	19.2%	25.4%
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	18.4%	20.0%	19.0%
Tăng trưởng huy động	18.7%	16.8%	17.0%	18.5%
Giá trị sổ sách	15,886	19,186	23,147	28,748
P/B	1.6x	1.3x	1.1x	0.9x

Nguồn: ACB, MBS Research

**TRUNG LẬP**

Giá mục tiêu

27,100 VND/CP

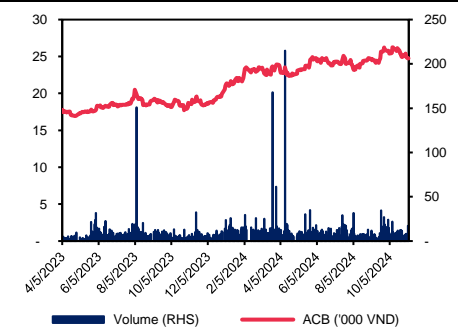
Tiềm năng tăng giá

+9.8%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm PBT của năm 2024 và 2025 lần lượt là 13.2% và 13.6% so với báo cáo trước.

### Information



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	25,100
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,250
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,354
Vốn hoá (tỷ đồng)	110,550
P/E (12 tháng)	6.8x
P/B (12 tháng)	1.4x
Tỷ suất cổ tức (%)	4.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30.0%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu cổ đông (31/05/2024)

Estes Investments Ltd	6.49%
Standard Chartered Bank	5.02%
Sather Gate Investments Ltd	4.99%
Ông Trần Hùng Huy	3.43%
Dragon Financial Holdings Ltd	3.62%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

### Chuyên viên phân tích



**Đinh Công Luyện**

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

## KQKD Q3/2024 giảm tốc thách thức mục tiêu cả năm

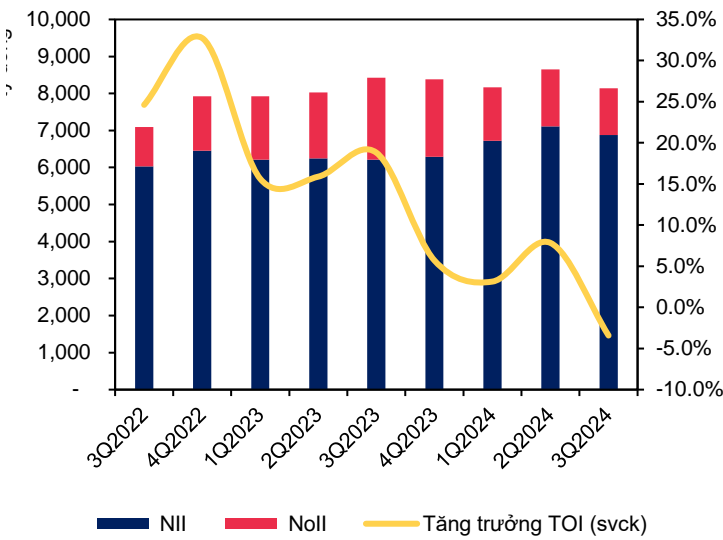
### Cập nhật KQKD Q3/2024 và 9T2024

Hình 2: KQKD Q3/2024 và 9T2024 (Đvt: tỷ đồng)

Đvt: tỷ đồng, %	Q3/2024	% svck	9T2024	% svck	So với dự báo gần nhất	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	8,136	-3.4%	24,956	2.4%	65.4%	
Thu nhập lãi thuần	6,881	10.8%	20,714	11.0%	69.5%	TTTD trong Q3/2024 chỉ đạt 0.8% so với quý trước và là tác nhân chính khiến tăng trưởng thu nhập lãi thuần giảm tốc. Bên cạnh đó, NIM trong Q3/2024 cũng giảm 35 đcb svck, giảm 25 điểm so với quý trước.
Thu nhập thuần ngoài lãi	1,255	-43.4%	4,242	-25.6%	50.6%	Thu nhập từ phí (NFI) vẫn là động lực chính của thu nhập ngoài lãi trong 9T2024 khi ghi nhận tăng trưởng 8.0% svck trong khi thu nhập từ hoạt động KD ngoại hối và ĐTKK giảm lần lượt 23.5% và 68.5% svck. Thu nhập từ phí được hỗ trợ chính bởi hoạt động thanh toán qua thẻ (+22% svck) và thanh toán quốc tế (+29% svck).
Chi phí trích lập dự phòng	358	-31.2%	1,459	-1.6%	94.7%	
LNST	3,870	-4.1%	12,244	1.7%	63.2%	LNST trong 9T2024 chỉ đạt 69.6% kế hoạch cả năm 2024, điều này có thể tạo ra áp lực tăng trưởng lợi nhuận lớn trong quý cuối năm.
NIM	3.6%	-35 đcb	3.8%	-30 đcb		Lãi suất huy động đã có dấu hiệu tăng trở lại trong Q3/2024 trong khi lãi suất cho vay vẫn đang giảm do nhu cầu tín dụng còn yếu.
CIR	36.1%	201 đcb	32.7%	45 đcb		
ROE	22.3%	-202 đcb				Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc trong Q3/2024, ROE của ACB vẫn nằm trong top 3 các ngân hàng bán lẻ.
Tăng trưởng tín dụng	13.8%	507 đcb				TTTD trong Q3/2024 giảm tốc rõ rệt sau khi có sự tăng trưởng bức phá trong quý trước. Nhóm KHDN lớn có mức tăng tín dụng cao nhất trong các nhóm KH trong Q3/2024.
Tăng trưởng huy động	8.2%	205 đcb				
CASA	21.0%	80 đcb				Dẫn đầu nhóm các NH bán lẻ về tỷ lệ CASA.
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1.5%	29 đcb				Tỷ lệ NPL tại cuối Q3/2024 đi ngang so với quý trước trong khi tỷ lệ nợ nhóm 2 nhích nhẹ.
Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	80.5%	-1413 đcb				Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) tại cuối Q3/2024 vẫn đang có xu hướng phục hồi so với 6T2024 nhưng vẫn thấp hơn cuối năm 2023.

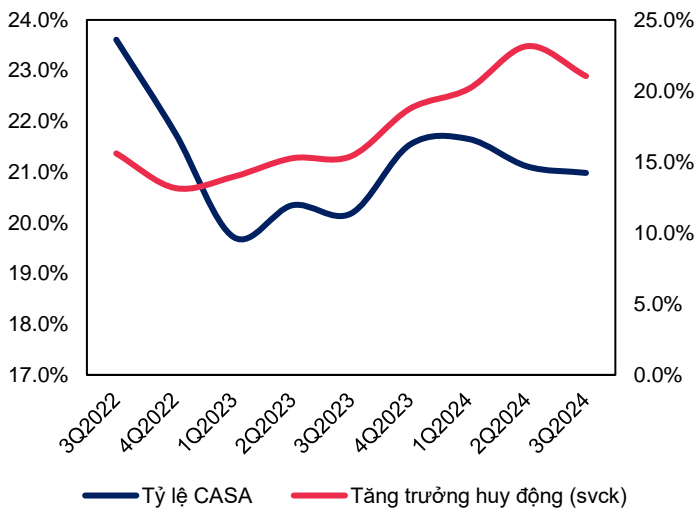
Nguồn: ACB, MBS Research.

Hình 3: KQKD theo quý của ACB (tỷ đồng)



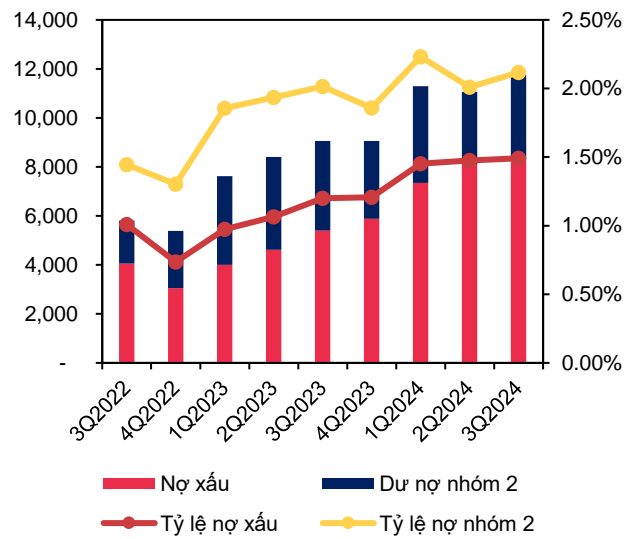
Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 5: Tăng trưởng huy động và CASA (%)



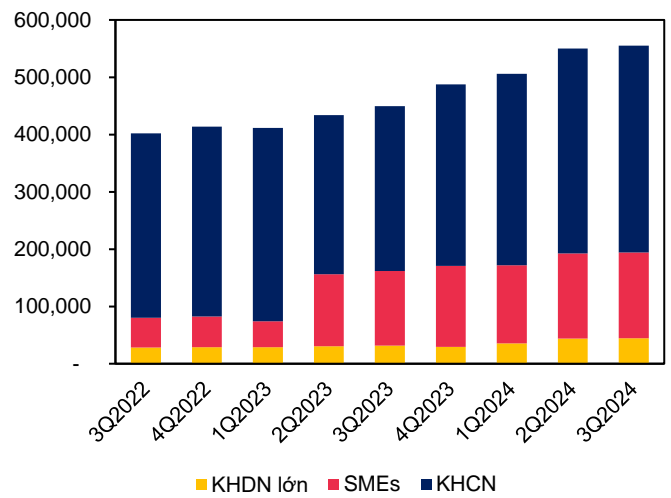
Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của ACB (%), (tỷ đồng)



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu cho vay của ACB (tỷ đồng, %)



Nguồn: ACB, MBS Research

## Giảm dự báo LNST trong năm 2024/2025 do KQKD trong 9T2024 thấp hơn kỳ vọng.

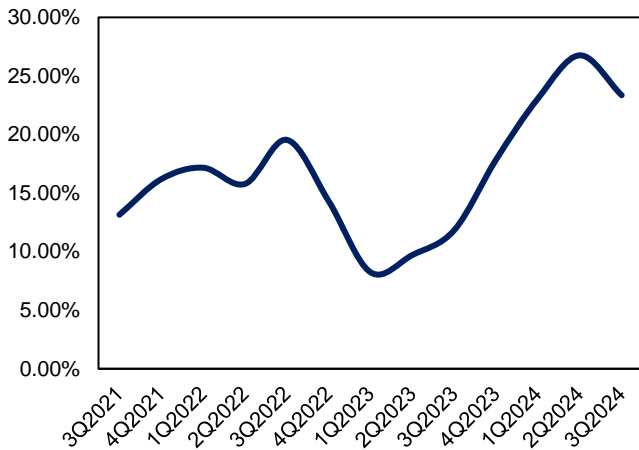
**TTTTD được điều chỉnh xuống 18.4%, sử dụng 100% hạn mức năm 2024.**

Tăng trưởng tín dụng trong Q3/2024 giảm tốc rõ rệt so với 6T2024 do tín dụng bán lẻ chậm cùng với nhu cầu tín dụng từ nhóm khách hàng SME vẫn ở mức thấp. TTTD của ACB tăng 0,9% so với quý trước và 13.8% từ đầu năm (Q2/2024: 8.7% so với quý trước, 12.8% từ đầu năm). Trong đó, nhóm DN vừa & nhỏ (SME) và KHCN tăng trưởng lần lượt là 12.3% và 7.7% từ đầu năm, trong khi đó nhóm KHDN lớn (MMLC) tăng trưởng vượt trội 50.6% từ đầu năm. Dự nợ cho vay từ nhóm MMLC chủ yếu tập trung vào các khoản vay phát triển khu công nghiệp, khách thuê khu công nghiệp, dự án năng lượng... Về mảng ngân hàng bán lẻ, cho vay mua nhà vẫn là động lực chính, ghi nhận mức tăng trưởng 14% từ đầu năm. Nhìn chung, nhờ TTTD ấn tượng trong 6T2024 được ghi nhận ở mức 12.8% từ đầu năm, ACB là một trong số ít ngân hàng được gia hạn hạn mức tăng trưởng lên tới 18.4% vào tháng 8/2024.

Chúng tôi đánh giá TTTD của ACB trong 9T2024 là tương đối tích cực (cao hơn 77% so với hệ thống ngân hàng với mức tăng trưởng 7.78%), nhờ sự tăng trưởng bền vững của nhóm ngân hàng bán lẻ cùng với sự hỗ trợ từ tăng trưởng nhanh của nhóm KH MMLC. Do đó, chúng tôi tự tin dự đoán rằng ACB sẽ sử dụng hiệu quả 100% hạn mức tín dụng được cung cấp trong năm 2024 dựa trên mức tăng trưởng tín dụng cao hơn từ nhóm SMEs và KHCN do nhu cầu thanh toán LC cao hơn và mùa mua sắm cuối năm trong khi tín dụng cho MMLC sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng. Mức tăng trưởng này sẽ cao hơn một chút so với năm 2023 (17.9%) và sẽ là một lợi thế trong việc cạnh tranh hạn mức tín dụng cao trong năm 2025.

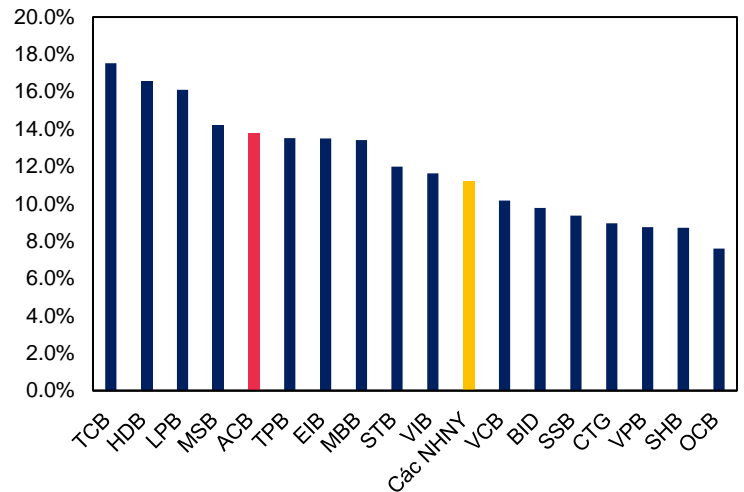
Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng rằng môi trường lãi suất thấp sẽ được duy trì trong cả năm theo động thái hiện tại của các ngân hàng trung ương trên toàn cầu. Tăng trưởng tín dụng vẫn sẽ tập trung vào nhóm KHDN lớn thông qua chi tiêu chính phủ cao hơn và đẩy nhanh hoạt động xuất nhập khẩu. Cho vay phát triển bất động sản sẽ chậm lại do các vấn đề chưa được giải quyết liên quan đến pháp lý và dòng tiền dòng tiền của chủ đầu tư. Đối với cho vay bán lẻ, chúng tôi tin rằng cho vay mua nhà vẫn là động lực chính vì sự tăng dần của hoạt động giao dịch bất động sản trên thị trường thứ cấp do sự tăng giá thị trường căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM sẽ kéo dài ít nhất trong 6 đến 12 tháng tới.

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng theo quý của ACB



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng tại cuối Q3/2024 của các NHNY



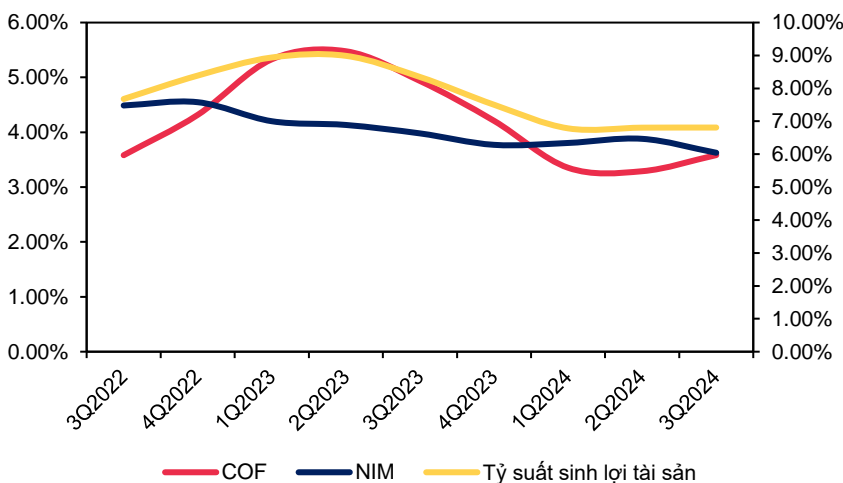
Nguồn: Các NHNY

**NIM sẽ được giữ ở mức 3.6% trong Q4/2024.**

NIM trong Q3/2024 đạt 3.6% giảm 35 đcb từ đầu năm (Q3/2023: 4.0%) kéo NIM trong 9T2024 xuống 3.8%, giảm 30 đcb từ đầu năm (9T2023: 4.1%). Số liệu của chúng tôi cho thấy lãi suất cho vay trung bình đã giảm từ 10.5% trong 9T2023 xuống 8.0% trong 9T2024, đây là lý do chính khiến NIM giảm mặc dù COF giảm đáng kể hơn đạt mức 178 đcb.

Lãi suất huy động đã có dấu hiệu tăng trong Q3/2024 kéo theo COF của hầu hết các ngân hàng tăng trong khi lãi suất cho vay vẫn trong xu hướng giảm do nhu cầu tín dụng vẫn chưa khôi phục hoàn toàn, đặc biệt là trong lĩnh vực bất động sản. Chúng tôi đánh giá xu hướng này sẽ tiếp tục vào nửa cuối năm 2024 và 6 tháng đầu năm 2025, do đó NIM của ACB trong Q4/2024 được kỳ vọng giữ ở mức 3.6% đưa NIM của năm 2024 đạt 3.7%, giảm 16 đcb so với năm 2023.

Hình 9: NIM, COF và tỷ suất sinh lợi của ACB theo quý (%)



Nguồn: ACB, MBS Research

**Những khó khăn của tăng trưởng thu ngoài lãi vẫn còn trong năm 2025.**

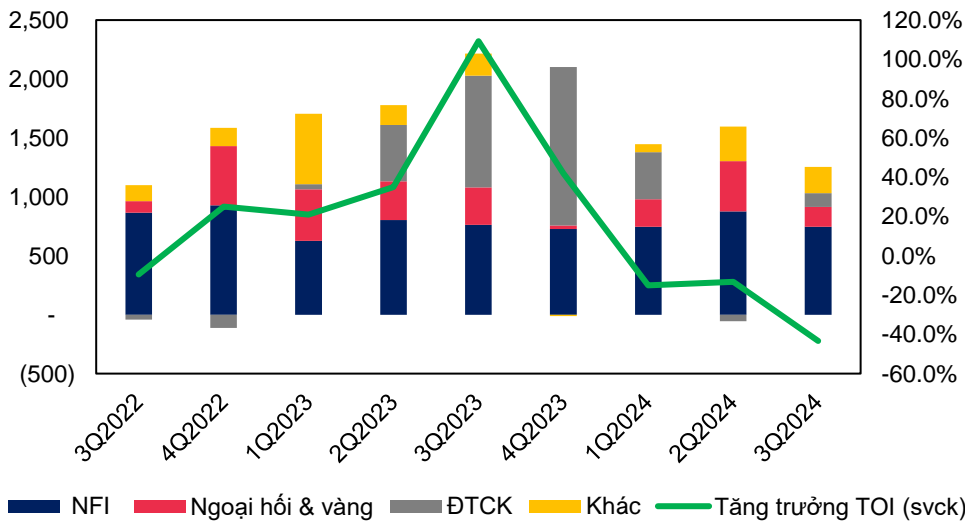
Thu nhập ngoài lãi (Noll) trong Q3/2024 đã giảm 43.4% svck chủ yếu do sự sụt giảm của hoạt động kinh doanh ngoại hối và đầu tư chứng khoán. Đây là quý thứ 3 liên tiếp Noll ghi nhận mức tăng trưởng âm. Trong 9T2024, Noll giảm 25.6% svck (9T2023: +50.6% svck). Tỷ lệ Noll trong cơ cấu TOI đã giảm xuống còn 17.0% so với 23.8% của cùng kỳ năm trước.

Động lực chính của Noll trong 9T2024 là thu nhập từ phí (NFI) ghi nhận mức tăng trưởng 8.0% so với cùng kỳ năm trước dẫn dắt bởi hoạt động thu phí thanh toán bằng thẻ (+22% svck) và dịch vụ thanh toán quốc tế (+29% svck), trong khi thu nhập từ giao dịch ngoại hối và đầu tư chứng khoán bị ảnh hưởng bởi sự biến động thị trường.

Trong 9T2024, Chứng khoán ACB (ACBS) ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 668 tỉ đồng (+69% svck) nhờ tăng trưởng tích cực của tất cả các mảng. Thu nhập từ cho vay ký quỹ tăng 66% svck do dư nợ ký quỹ tăng 94% từ đầu năm đến nay. Hoạt động giao dịch tăng 44% svck. Dịch vụ môi giới cũng tăng 14% svck nhờ thị phần giao dịch trên sàn HOSE tăng 2.68%, tăng 0.24% svck.

Chúng tôi đánh giá rằng những khó khăn của hoạt động banca do nhu cầu thấp và những hạn chế về luật tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến sự tăng trưởng Noll của ngành ngân hàng trong các quý tới; do đó, hầu hết các ngân hàng được dự kiến sẽ chuyển động lực của họ sang phí thanh toán qua thẻ, quản lý tài sản, chứng khoán,... trong tương lai gần. Tuy nhiên, tình trạng nhu cầu tín dụng thấp hiện nay được dự kiến sẽ kéo dài trong 6 đến 12 tháng do bất động sản chưa phục hồi hoàn toàn và sẽ là rào cản khác cho các ngân hàng tăng Noll trong năm 2025.

Hình 10: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)



Nguồn: ACB, MBS Research

**Chất lượng tài sản được kỳ vọng sẽ phục hồi theo xu hướng của ngành.**

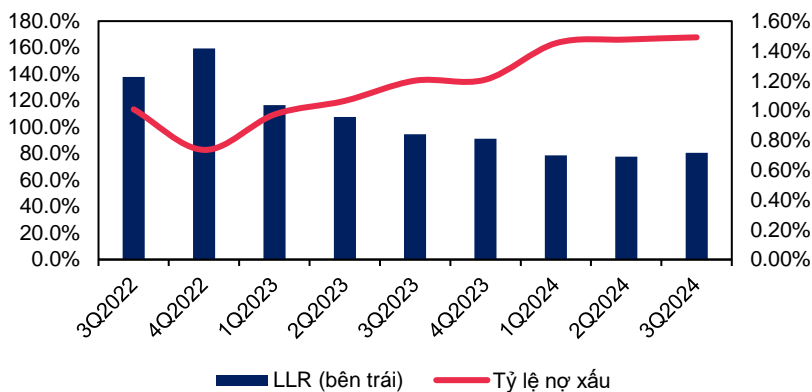
Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 vào cuối Q3/2024 là 1.5% và 0.6%, đi ngang và tăng lần lượt 10 đcb so với quý trước. So sánh với cuối năm 2023, tỉ lệ NPL tăng 28 đcb trong khi nợ nhóm 2 vẫn giữ nguyên.

Trong Q3/2024, ACB ghi nhận chi phí trích lập dự phòng 358 tỷ đồng (-31.2% svck và -39.1% so với quý trước). Chi phí dự phòng/ tổng tỉ lệ tín dụng đạt 0.06%, thấp hơn nhiều so với 0.12% trong Q3/2023 và 0.11% được ghi nhận ở quý trước. Lũy kế 9T2024, chi phí trích lập dự phòng đạt 1,458 tỷ đồng (-1.6% svck). ACB đã sử dụng 16.6% chi phí dự phòng cho việc xóa sổ nợ xấu trong 9T2024, thấp đáng kể so với mức 22.6% trong 6T2024 và 98.5% trong 9T2023. Điều này giúp tỉ lệ LLR tăng lên 80.5% vào cuối Q3/2024.

Mặc dù TTTD của ACB trong 9T2024 rất tích cực so với toàn hệ thống và đã dẫn đầu trong nhóm ngân hàng bán lẻ, nhưng chất lượng tài sản vẫn khá vững chắc và nằm trong nhóm nhóm có tỉ lệ NPL thấp. Chúng tôi đánh giá cao chi phí tín dụng của ACB vẫn duy trì ở mức thấp nhờ quản trị rủi ro thận trọng.

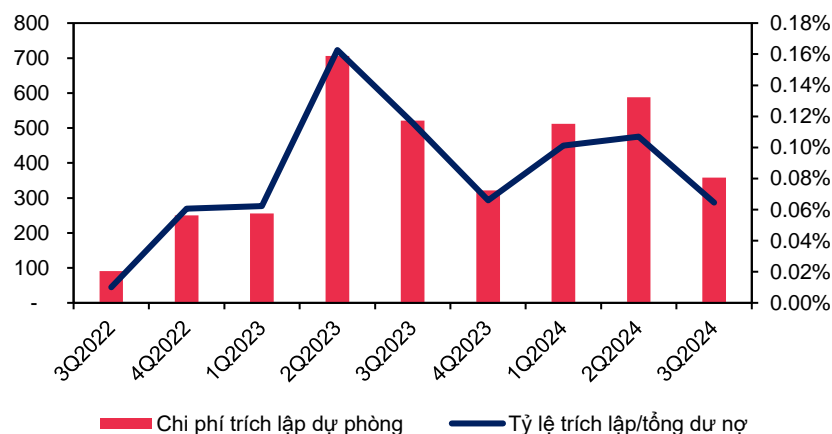
Trong Q4/2024, chúng tôi dự đoán rằng ACB sẽ suy trì chi phí tín dụng ở mức tương đương với Q3/2024 dựa trên kỳ vọng NPL sẽ được giữ ở mức 1.45% vào cuối năm 2024. Do đó, chi phí dự phòng trong năm 2024 sẽ đạt 1.8 nghìn tỷ đồng, bằng với cùng kỳ năm trước. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của ACB sẽ cải thiện nhờ duy trì tăng trưởng tín dụng tích cực. Môi trường lãi suất cho vay thấp kết hợp với chính sách tài khóa tăng tốc vào năm 2025 sẽ thu hút được những người vay chất lượng cao, qua đó giúp các ngân hàng tăng thu nhập và kiểm soát chất lượng tài sản.

Hình 11: Chất lượng tài sản ACB theo quý (%)



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 12: Chi phí trích lập và tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ của ACB theo quý (VND bn, %)



Nguồn: ACB, MBS Research



## Dự phóng kết quả kinh doanh:

Hình 13: Dự báo KQKD 2024-2025

Đvt: tỷ đồng, %	2023	2024F	% svck	2025F	% svck	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	32,747	34,233	4.5%	40,436	18.1%	NIM trong năm 2025 sẽ duy trì ở mức 3.7%, tương đương với cả năm 2024 trong khi TTTD được kỳ vọng sẽ đạt 20%.
Thu nhập lãi thuần	24,960	28,167	12.8%	33,126	17.6%	
Thu nhập thuần ngoài lãi	7,787	6,067	-22.1%	7,310	20.5%	Động lực tăng trưởng chính của thu nhập ngoài lãi trong năm 2025 đến từ sự phục hồi của thu nhập từ phí và hoạt động xử lý nợ xấu, tương tự như năm 2024 khi mà hoạt động KD ngoại hối sẽ càng có nhiều khó khăn trong khi hoạt động ĐTCK vẫn còn nhiều ẩn số. ACB cũng có kế hoạch tăng vốn điều lệ của ACBS lên đến 10 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, điều này cũng là một yếu tố giúp thu ngoài lãi của ACB tăng trưởng trong dài hạn.
Chi phí trích lập dự phòng	1,804	1,881	4.3%	1,984	5.5%	
LNST	16,045	16,834	4.9%	20,075	19.2%	LNST năm 2024 được ước tính đạt 95% KH cả năm.
NIM	3.9%	3.7%	-16 đcb	3.7%	1 đcb	Lãi suất cho vay tiếp tục giảm đi cùng với lãi suất huy động tăng, tương tự như xu hướng đã diễn ra trong nửa cuối 2024.
CIR	33.2%	33.0%	-21 đcb	33.0%	0 đcb	
ROE	24.8%	21.5%	-331 đcb	21.2%		
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	18.4%	53 đcb	20.0%		
Tăng trưởng huy động	18.7%	16.8%	-189 đcb	17.0%		
CASA	21.5%	21.2%	-39 đcb	22.0%		
NPL	1.2%	1.4%	24 đcb	1.3%		
LLR	91.2%	74.8%	-1631 đcb	84.6%		

Nguồn: ACB, MBS Research



## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng là **27,100 VND** và điều chỉnh khuyến nghị cho ACB từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** so với báo cáo gần nhất. Kết quả kinh doanh thấp hơn dự kiến trong 9T2024 là nguyên nhân chính khiến chúng tôi giảm ước tính LNST của ACB trong năm 2024/2025 xuống lần lượt 13.2%/13.6%. Mặc dù vậy ACB vẫn là khoản đầu tư hấp dẫn trong dài hạn nhờ:

- CAGR của LNST trong giai đoạn 2024-2028 dự kiến đạt trung bình 18.2%/năm. TTTD dự kiến duy trì ở mức 20%/năm trong 5 năm tới.
- Chất lượng tài sản vững chắc giúp tạo bộ phòng cho lợi nhuận tăng trưởng bền vững.
- ROE vẫn duy trì ở mức trên 20% và nằm trong số những ngân hàng có ROE cao nhất ngành.
- Bên cạnh đó, ACB có kế hoạch duy trì chính sách trả cổ tức khoảng 10% bằng tiền mặt và 15% bằng cổ phiếu cho năm tài chính 2024.

## Tóm tắt các giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu ACB bằng cách kết hợp 2 phương pháp định giá: Thu nhập thặng dư (RI) và P/B

- P/B: Chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu 1.3x để áp dụng cho BVPS trung bình có trọng số của năm 2024/2025 là 25%/75%. P/B này phù hợp với P/B hiện tại của ACB và các ngân hàng thương mại tương đương khác như HDB, MBB, VPB.
- Đối với phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, tỉ trọng giá trị sổ sách trong thành phần định giá là 61,4%, phản ánh triển vọng lợi nhuận lạc quan hơn của ACB trong những năm tới.

## Rủi ro đầu tư

- Những rủi ro vĩ mô bất ngờ từ Hoa Kỳ sau cuộc bầu cử tổng thống có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong năm 2025.
- Hoạt động cho vay mua nhà có thể thấp hơn dự kiến, ảnh hưởng đến các ngân hàng bán lẻ như ACB, VIB, MBB,...

## Định giá

Hình 14: Tổng hợp định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Chi phí vốn cổ phần	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%				
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	3,691	4,210	5,721	7,278	7,169
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	3,691	3,605	4,195	4,570	3,854
VCSH đầu kỳ	70,956				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	19,916				
GTHT terminal value	24,671				
Giá trị VCSH cuối kỳ	115,542				
SLCP lưu hành (tr cp)	4,467				
<b>Giá trị cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>25,900</b>				

Nguồn: MBS Research

Hình 15: Bảng so sánh các ngân hàng niêm yết (giá đóng cửa ngày 06/11/2024)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024	TTM	2024
BID	48,050	270,201	2,575,981	11.5x	10.9x	2.0x	1.9x	18.5%	18.3%	1.0%	1.0%
VCB	92,900	517,550	1,932,362	15.0x	15.0x	2.7x	2.6x	19.4%	15.9%	1.9%	1.0%
CTG	35,900	188,218	2,229,791	8.7x	8.6x	1.3x	1.3x	16.3%	20.8%	1.0%	1.8%
MBB	24,850	129,740	1,028,819	6.0x	6.4x	1.2x	1.2x	21.6%	22.0%	2.2%	2.4%
VPB	19,850	156,298	858,885	11.8x	10.8x	1.1x	1.1x	9.7%	6.2%	1.6%	10.9%
TCB	23,900	165,206	927,053	7.3x	7.0x	1.2x	1.1x	16.5%	14.9%	2.5%	2.4%
ACB	25,100	110,550	777,393	6.8x	6.1x	1.4x	1.4x	21.7%	22.6%	2.2%	2.4%
STB	35,500	65,700	702,986	7.5x	7.9x	1.3x	1.2x	18.0%	22.6%	1.3%	2.4%
HDB	26,400	75,872	629,569	5.8x	5.8x	1.5x	1.4x	26.8%	18.5%	2.1%	1.3%
LPB	32,550	82,867	455,805	8.4x	10.1x	2.0x	2.0x	25.9%	18.5%	2.3%	1.3%
VIB	18,600	55,114	445,378	7.6x	6.1x	1.4x	1.1x	18.6%	18.5%	1.7%	1.3%
OCB	10,800	26,384	265,502	8.6x	4.5x	0.9x	0.7x	10.3%	27.8%	1.3%	2.7%
TPB	16,950	43,724	385,352	9.0x	6.9x	1.2x	1.0x	14.0%	22.7%	1.3%	1.7%
<b>Trung bình loại trừ SOEs</b>		<b>91,145</b>	<b>647,674</b>	<b>7.9x</b>	<b>7.2x</b>	<b>1.3x</b>	<b>1.2x</b>	<b>18.3%</b>	<b>19.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.9%</b>
<i>Trung bình</i>		<i>145,186</i>	<i>1,016,529</i>	<i>8.8x</i>	<i>8.2x</i>	<i>1.5x</i>	<i>1.4x</i>	<i>18.3%</i>	<i>19.2%</i>	<i>1.7%</i>	<i>2.5%</i>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 16: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	25,900	50%	12,950
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.3x)	28,300	50%	14,150
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>27,100</b>

Nguồn: MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tỷ số tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	24,960	28,167	33,126	41,401	<b>Tăng trưởng</b>				
Lãi thuần từ Dịch vụ	2,922	3,398	4,138	4,814	Tổng tài sản	18.2%	16.6%	17.6%	19.3%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	1,110	1,214	1,439	1,656	Cho vay và CK	15.9%	18.8%	18.2%	16.2%
Lãi thuần từ CKKD	168	154	(15)	83	Tiền gửi KH & GTCG	18.6%	16.8%	17.0%	18.5%
Lãi thuần từ CKĐT	2,647	468	483	482	LNTT	17.2%	4.9%	19.2%	25.4%
Lãi thuần từ HĐ khác	863	750	1,173	2,033					
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>32,747</b>	<b>34,233</b>	<b>40,436</b>	<b>50,567</b>	<b>An toàn vốn</b>				
Chi phí hoạt động	10,874	11,297	13,344	16,687	CAR	12.9%	12.8%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	1,804	1,881	1,984	2,400	VCSH/Tổng tài sản	9.8%	10.1%	10.4%	10.7%
<b>LNTT</b>	<b>20,068</b>	<b>21,055</b>	<b>25,109</b>	<b>31,480</b>	Đòn bẩy tài chính	10.25	9.94	9.64	9.32
Chi phí thuế TNDN	4,023	4,221	5,034	6,311					
<b>LNST</b>	<b>16,045</b>	<b>16,834</b>	<b>20,075</b>	<b>25,169</b>	<b>Chất lượng tài sản</b>				
LN cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.4%	1.3%	1.1%
LNST cho Ngân hàng	16,045	16,834	20,075	25,169	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	91.2%	74.8%	84.6%	100.8%
<b>Cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	<b>31/12/26</b>					
<b>Tiền và tương đương tiền</b>	6,909	8,706	8,027	7,777	<b>Thanh khoản</b>				
Tiền gửi tại NHNN	18,505	20,205	24,239	31,317	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	78.1%	79.1%	81.1%	81.4%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	114,874	125,526	144,489	195,638	TS thanh khoản/TTS	30.7%	30.1%	28.7%	28.8%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	7,177	5,195	10,388	8,241	TS thanh khoản/tiền gửi KH	38.6%	39.2%	36.0%	36.5%
Phái sinh và các CCTC khác	-	-	-	-					
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-	<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Cho vay khách hàng	487,602	577,276	692,540	824,128	ROA	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%
Dự phòng cho vay	(5,367)	(6,250)	(7,471)	(8,961)	ROE	24.8%	21.5%	21.2%	21.7%
Chứng khoán đầu tư	73,463	92,665	95,341	95,464	NIM	3.9%	3.7%	3.7%	3.9%
Đầu tư dài hạn khác	140	289	290	292	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	76.2%	82.3%	81.9%	81.9%
Tài sản cố định	4,763	4,983	5,239	5,533	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%
BDS đầu tư	177	173	168	164					
Tài sản Có khác	10,552	9,278	12,169	15,907	<b>Định giá</b>				
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>718,795</b>	<b>838,046</b>	<b>985,419</b>	<b>1,175,500</b>	EPS cơ bản (VND)	4,092	4,032	4,181	4,454
Nợ NHNN, Chính phủ	0	-	-	-	Giá trị sổ sách (VND)	15,886	19,186	23,147	28,748
Tiền gửi, vay các TCTD khác	89,507	77,932	111,395	131,700	P/E	6.1x	6.2x	6.0x	5.6x
Tiền gửi của khách hàng	482,703	565,280	673,564	794,392	P/B	1.6x	1.3x	1.1x	0.9x
Phái sinh và các CCTC khác	117	117	117	117					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	42	-	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	52,410	86,591	69,254	86,533					
Các khoản nợ khác	23,060	22,427	27,700	34,349					
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>647,839</b>	<b>752,347</b>	<b>882,029</b>	<b>1,047,091</b>					
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>70,956</b>	<b>85,698</b>	<b>103,390</b>	<b>128,409</b>					
Vốn điều lệ	38,841	44,667	51,367	61,640					
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272	272					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quỹ của TCTD	11,557	13,981	16,879	20,520					
LN chưa phân phối	20,286	26,779	34,872	45,977					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	-	-	-					
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH</b>	<b>718,795</b>	<b>838,046</b>	<b>985,419</b>	<b>1,175,500</b>					

Nguồn: ACB FS, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Nguyễn Đức Hải

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

### Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly