

NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (HSX: ACB)

Định giá vào vùng hấp dẫn

- Mặc dù dự báo LNTT cả năm 2025 chỉ đạt 93% KH, chúng tôi cho rằng NIM sẽ tạo đẩy trong nửa cuối 2025, tạo đà cho tăng trưởng lợi nhuận trong 2026.
- Chất lượng tài sản tiếp tục vượt trội so với toàn ngành với NPL dưới 1.25% giúp duy trì vị thế chi phí tín dụng.
- Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** nhờ nâng P/B mục tiêu lên 1.6x. Với ROE và chất lượng tài sản vượt trội, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng có mức P/B cao hơn toàn ngành hiện tại (1.5x).

Chúng tôi dự báo LNTT 2025 tăng nhẹ 2.3% svck

Lũy kế 9T25, ACB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 25,591 tỷ đồng (+2.5% svck) chủ yếu do NIM suy giảm mạnh xuống mức 2.9% trong khi TTTD vẫn khả quan (+15.2% so với đầu năm) và thu nhập ngoài lãi tăng 36.2% svck. CIR giảm 90 điểm cơ bản svck cùng với chi phí trích lập giảm nhẹ 5.5% giúp LNTT tăng nhẹ 4.9% svck, đạt 16,072 tỷ đồng, hoàn thành 70% KH cả năm và bằng với 98% dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo NIM ở mức 2.9% cho cả năm 2025, giảm 67 điểm cơ bản svck. TTTD cuối 2025 dự báo đạt ~20% (năm 2024: 19.1%), do đó thu nhập lãi thuần sẽ giảm nhẹ 3.8% svck. Thu nhập ngoài lãi dự báo tăng 23.9% svck chủ yếu vẫn nhờ thu nhập từ xử lý nợ và KD ngoại hối & vàng. Chi phí trích lập quý cuối năm sẽ tăng 2.2 lần svck đưa chi phí trích lập cả năm tăng 5.6% svck. LNTT cả năm 2025 dự báo đạt mức 21.5 nghìn tỷ, hoàn thành 93% KH cả năm.

KQKD 2026 phục hồi khả quan nhờ NIM

Chúng tôi dự báo NIM sẽ nhích nhẹ lên 3.1% cho cả năm 2026. TTTD trong năm tới được kỳ vọng sẽ có đóng góp lớn hơn từ nhóm KHDN SME và KHCN khiến mặt bằng lãi suất cho vay nhỉnh hơn so với 2025. ACB sẽ duy trì mục tiêu TTTD 18-20% trong trung hạn cùng với chính sách trích lập thận trọng nhằm tăng trưởng bền vững. Thay vào đó, các hoạt động kinh doanh ngoài lãi sẽ được tăng cường bên cạnh những mảng KD mới như vàng và bảo hiểm phi nhân thọ sẽ được giới thiệu vào năm sau. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LNTT 2026 sẽ tăng 25.8% so với 2025 với giả định chi phí trích lập sẽ tăng 22.8% svck.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** nhờ định giá vào vùng hấp dẫn

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu 12 tháng nhờ nâng mức P/B mục tiêu lên 1.6x lần cho trọng số điều chỉnh là 25%/75% BVPS của năm 2025/2026. Chúng tôi đánh giá rằng ACB xứng đáng có mức định giá cao hơn toàn ngành nhờ sự (i) duy trì ROE ở mức cao trong các ngân hàng bán lẻ; (ii) LN đang có dấu hiệu tạo đáy và hồi phục theo đà cải thiện NIM; (iii) có lợi thế trong việc mở rộng các mảng KD nhiều tiềm năng như giao dịch vàng.

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	33,515	33,833	42,166
Thu nhập lãi thuần	24,960	27,795	26,744	33,337
NIM	3.9%	3.6%	2.9%	3.1%
Chi phí dự phòng	1,804	1,606	1,697	2,073
LNST	16,045	16,790	17,168	21,598
Tăng trưởng LNST	17.2%	4.6%	2.3%	25.8%
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	19.1%	20.4%	19.0%
Tăng trưởng huy động	18.7%	20.2%	16.7%	19.0%
Giá trị sổ sách	13,814	16,248	18,692	22,867
P/B	1.8x	1.5x	1.3x	1.1x

Nguồn: ACB, MBS Research

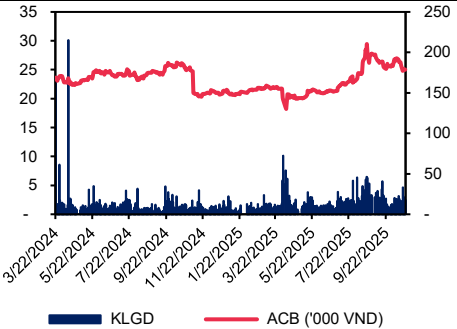
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 33,400 VND/CP
Tiềm năng tăng giá +34.0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Nâng P/B mục tiêu lên 1.6x áp dụng cho giá trị sổ sách 2025/2026 với tỷ trọng 25%/75%.

Information



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	25,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,213
Vốn hoá (tỷ đồng)	128,416
P/E (12 tháng)	7.4x
P/B (12 tháng)	1.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	4%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	29.98%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu cổ đông (23/05/2025)

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 Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

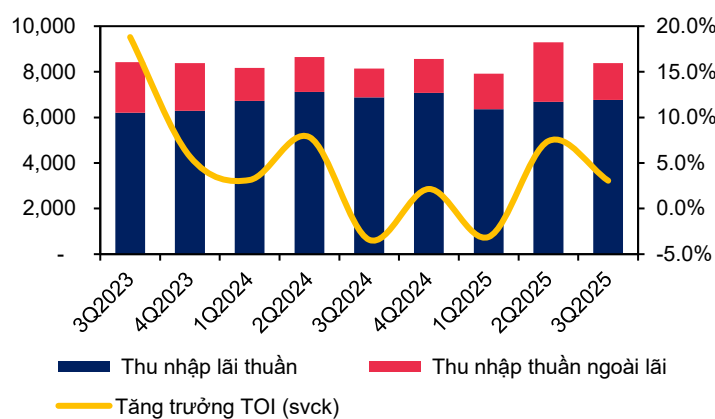
KQKD bắt đầu hồi phục

Hình 2: Cập nhật KQKD Q3/25 và 9T25

Các tiêu chí KQKD	3Q25	% svck	9T25	% svck	% dự báo MBS	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	8,385	3.1%	25,592	2.5%	75.8%	
Thu nhập lãi thuần	6,770	-1.6%	19,812	-4.4%	74.0%	NIM tiếp tục suy giảm là nguyên nhân chính khiến thu nhập lãi thuần giảm nhẹ svck dù TTTD tương đối khả quan.
Thu nhập thuần ngoài lãi	1,615	28.7%	5,779	36.2%	82.6%	Trong khi thu nhập từ phí trong 9T25 vẫn giảm nhẹ 5.0% svck, các hoạt động ngoài lãi khác đều có được mức tăng khả quan giúp thu nhập ngoài lãi phục hồi, góp phần duy trì đà tăng của thu nhập hoạt động. Cụ thể, HĐ KD vàng & ngoại hối tăng 92.9% svck, hoạt động ĐTCK tăng 88.1% svck và thu hồi nợ xấu cũng tăng hơn 80% svck.
Chi phí trích lập dự phòng	289	-19.3%	1,378	-5.5%	73.1%	
LNTT	5,382	11.1%	16,072	4.8%	75.6%	LNTT 9T25 hoàn thành 70% KH cả năm và đạt 75% dự báo cả năm của chúng tôi.
Tăng trưởng tín dụng (so với đầu năm)	15.3%	148 đcb				TTTD được hỗ trợ bởi nhóm KH MMLC và SME trong khi cho vay bán lẻ vẫn chưa thực sự hồi phục như kỳ vọng. Điều này cũng lý giải cho việc NIM chưa thể quay lại mức trên 3%.
Tăng trưởng huy động (so với đầu năm)	6.3%	18 đcb				Lãi suất thấp vẫn là thách thức lớn nhất đối với huy động của toàn hệ thống ngân hàng.
NIM	2.9%	-69 đcb	3.0%	-80 đcb		Sự sụt giảm của các mảng cho vay chủ lực khiến ngân hàng phải chủ động giảm lãi suất nhằm duy trì đà TTTD. Mảng cho vay bán lẻ yếu cũng kéo mặt bằng lãi suất cho vay xuống đáng kể.
CIR	32.4%	-369 đcb	31.8%	-90 đcb		Vẫn nằm trong nhóm tốt nhất toàn ngành.
CASA	22.4%	137 đcb				CASA mặc dù không quá cao nhưng so với các NH có quy mô cho vay bán lẻ lớn, mức CASA này là tương đối vượt trội.
NPL	1.1%	-40 đcb				Chất lượng tài sản phục hồi khả quan nhờ nỗ lực xử lý nợ xấu được đẩy mạnh trong 9T25. Tỷ lệ sử dụng trích lập cụ thể đạt 2.6 lần, cao hơn nhiều so với mức 78% của năm 2024.
LLR	84.0%	353 đcb				
ROE	20.4%	-189 đcb				ROE vẫn duy trì trên mức 20%, khá vượt trội so với các ngân hàng có cùng quy mô.
ROA	2.0%	-26 đcb				

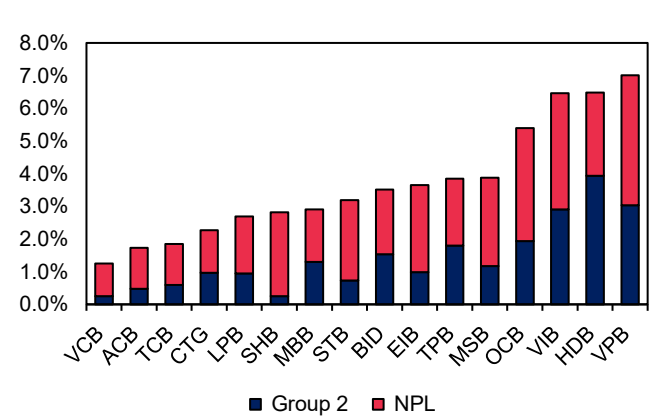
Nguồn: ACB, MBS Research.

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



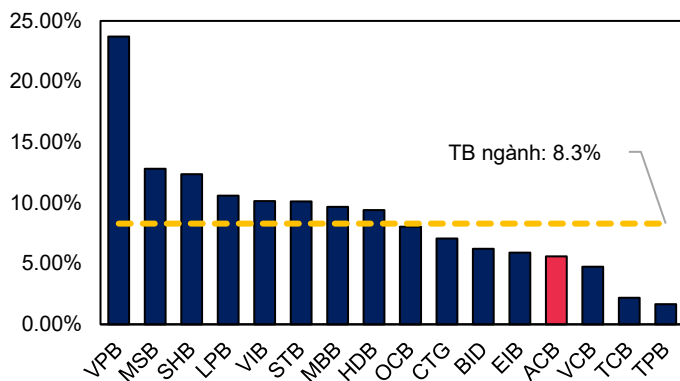
Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản của các NHNY cuối Q2/25 (% , tỷ đồng)



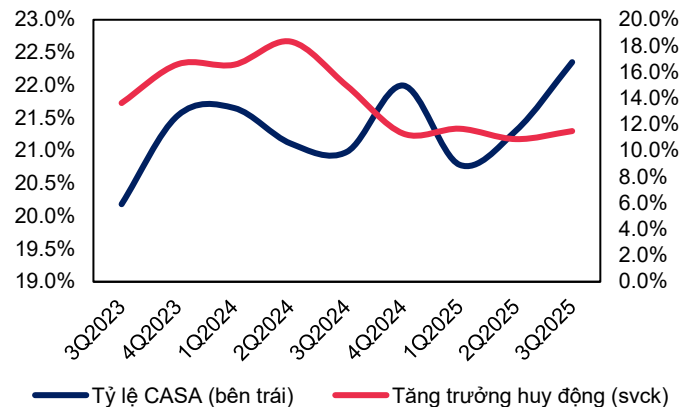
Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Hình 5: Tăng trưởng huy động của các NHNY cuối Q2/25 (%)



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 6: Tăng trưởng huy động và CASA của ACB theo quý (%)



Nguồn: ACB, MBS Research

KQKD 2026 phục hồi khả quan theo đà cải thiện của NIM.

TTTD đạt 20%/19% cho năm 2025/2026

Tăng trưởng tín dụng tại cuối Q3/25 đạt 15.2%, nhỉnh hơn so với mức 13.4% của toàn hệ thống. TTTD trong Q3/25 duy trì đà tăng trưởng tương đương trong Q2/25 ở mức ~6% so với quý trước. Động lực tăng trưởng chính của TTTD trong 9T25 vẫn chủ yếu đến từ nhóm MMLC (+38.3% so với đầu năm) và nhóm KHCHN (+16.9% so với đầu năm). Trong khi đó, nhóm DN vừa & nhỏ (SME) vẫn chưa thực sự phục hồi như kỳ vọng khi chỉ đạt mức tăng trưởng 6.7% so với đầu năm. Tín dụng của ACB có diễn biến khá tương đồng với toàn ngành khi tập trung chủ yếu vào nhóm KHDN, đối tượng được hưởng lợi nhiều từ thúc đẩy chi tiêu công, vốn là động lực chính giúp GDP đạt mức tăng xấp xỉ 8% trong 9T25. Sự phục hồi chậm chạp của dư nợ nhóm SME trong năm 2025, theo chúng tôi, đến từ việc các diễn biến phức tạp của thuế quan khiến nhu cầu mở rộng của nhóm này bị hạn chế đáng kể. Những DN này thường là một phần của những chuỗi cung ứng nhưng khả năng chống chịu với bất lợi thấp hơn nhiều so với những DN đầu ngành, do đó sẽ khá chần chừ trong việc mở rộng quy mô và gia tăng đòn bẩy trong điều kiện thuế quan hiện tại.

Chúng tôi dự báo ACB có thể đạt mức TTTD 20% trong năm 2025 với động lực chính vẫn sẽ đến từ nhóm KHDN khi mà chi tiêu công tiếp tục được đẩy mạnh trong quý cuối năm. Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng rằng môi trường lãi suất thấp sẽ được duy trì trong cả năm phục vụ mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Bên cạnh tín dụng duy trì đà tăng trưởng vào nhóm KHDN lớn, nhóm hưởng lợi từ chính sách chi tiêu công mạnh tay và môi trường lãi suất thấp, chúng tôi dự báo tín dụng cũng sẽ dần chảy qua nhóm KHDN SME và cá nhân nhiều hơn so với năm 2025.

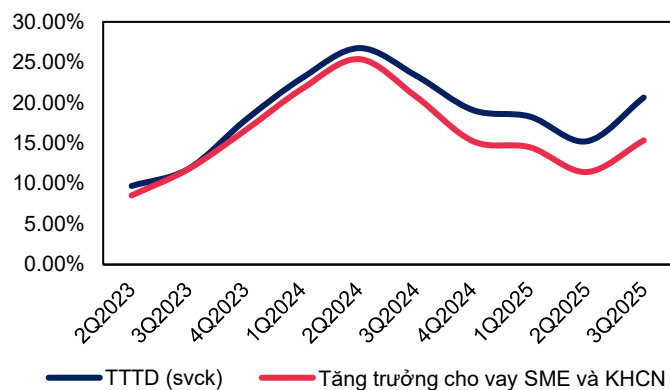
Tác động thuế quan dần trở nên dịu hơn khi bước sang năm 2026 cùng với những chính sách vĩ mô rõ ràng sẽ thúc đẩy nhóm KHDN SME đẩy mạnh hơn việc mở rộng sản xuất, từ đó gia tăng nhu cầu thuê của các KCN và xuất nhập khẩu cũng đẩy mạnh hơn. Chúng tôi cho rằng ACB có lợi thế trong việc cung cấp tín dụng cho nhóm KH này không chỉ nhờ tệp khách hàng chủ lực trong nhóm này mà còn có lợi thế trong việc cho vay ngoại tệ.

Đối với cho vay KHCHN trong năm 2026, chúng tôi duy trì quan điểm rằng cho vay mua nhà vẫn sẽ dẫn dắt và lợi thế cạnh tranh chính của các ngân hàng vẫn đến từ lãi suất. Nguồn cung BĐS hiện tại đã khả quan hơn nhiều so với 2 năm

gần nhất dù vẫn còn khiêm tốn so với giai đoạn sau dịch Covid-19 nhờ những chính sách tháo gỡ từ Chính phủ bên cạnh môi trường lãi suất thấp giúp dòng tiền hấp thụ tốt đầu ra và đưa tín dụng mua nhà tăng khả quan trên quy mô toàn ngành. ACB cũng cho ra mắt gói tín dụng “Ngôi nhà đầu tiên” và đạt dư nợ hơn 7 nghìn tỷ đồng tính đến cuối Q3/25.

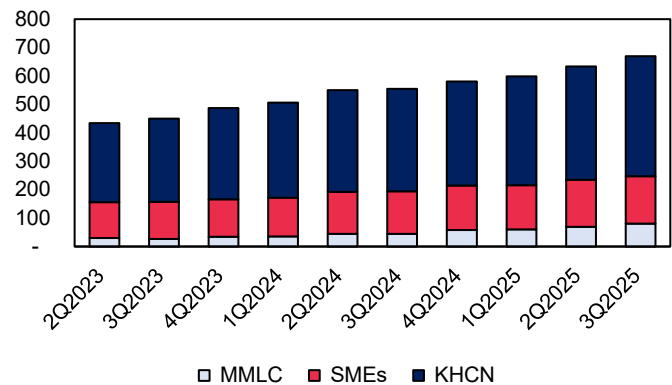
Cho vay margin là một động lực khác đối với tín dụng bán lẻ. Quy mô vốn điều lệ của các công ty chứng khoán đang lớn hơn nhiều so với trước, cùng với thanh khoản thị trường cao hơn (GTGD 3 tháng gần nhất tăng 107% so với 6T25). Hiện ACBS đang có vốn điều lệ đạt 11 nghìn tỷ, top 5 toàn ngành. Dư nợ cho vay margin của ACBS đạt hơn 16 nghìn tỷ, tăng gần 2 lần so với đầu năm.

Hình 7: Cho vay bán lẻ và SME thấp hơn đáng kể so với TTĐD



Nguồn: Các NHNNY, MBS Research

Hình 8: Cơ cấu cho vay của ACB theo nhóm KH



Nguồn: ACB, MBS Research

NIM kỳ vọng tạo đáy trong năm 2025

NIM trong Q3/25 đạt 2.9% giảm 69 điểm cơ bản svck và giảm 4 điểm cơ bản so với Q2/25. NIM trong 9T25 cũng giảm mạnh xuống mức 3.0%, -90 điểm cơ bản svck. Lãi suất cho vay trung bình trong 9T25 giảm mạnh 80 điểm cơ bản trong khi chi phí vốn tăng 48 điểm cơ bản svck khiến NIM suy giảm mạnh. ACB cũng nằm trong nhóm bị suy giảm NIM mạnh nhất toàn ngành.

Nỗ lực thúc đẩy tín dụng trên phạm vi toàn ngành ngân hàng nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng GDP trên 8% được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp khiến lãi suất cho vay toàn ngành giảm mạnh. Ngoài ra, tín dụng tập trung chủ yếu vào nhóm KHDN đặc biệt là KHDN lớn khiến mặt bằng lãi suất cho vay càng thấp hơn. Thống kê cho thấy những ngân hàng có tỷ lệ cho vay bán lẻ cao có mức suy giảm NIM đáng kể hơn so với toàn ngành. Cho vay bán lẻ trong 9T25 chủ yếu tập trung vào các khoản vay mua nhà khi nguồn cung BĐS hồi phục sau những nỗ lực tháo gỡ của Chính phủ. Các ngân hàng cạnh tranh khá khốc liệt trong mảng cho vay này với những chương trình cho vay ưu đãi không chỉ về mặt lãi suất. Những ngân hàng quốc doanh và các NHTMCP quy mô lớn (với COF thấp) vốn có lợi thế lớn trong mảng cho vay này, cũng khiến mặt bằng lãi suất cho vay bán lẻ thấp hơn thông thường.

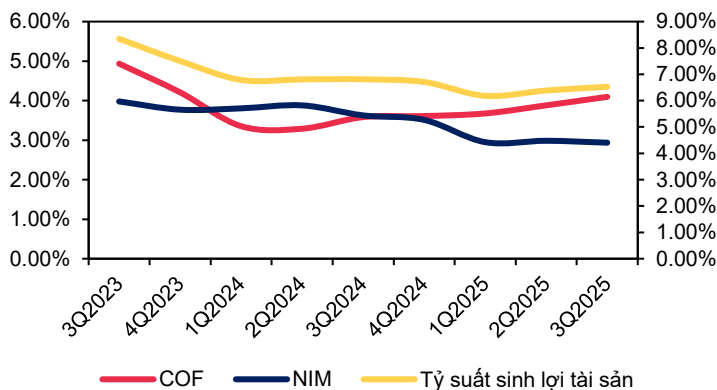
Chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được neo thấp như hiện tại ít nhất đến nửa đầu năm 2026 khi mục tiêu tăng trưởng GDP 2026 được xác định ở mức 10% hoặc chỉ ít là cao hơn so với 2025.

Tăng trưởng huy động của ACB vẫn yếu hơn nhiều so với TTĐD. Đến cuối Q3/25 huy động từ KH của ACB tăng 5.6% so với đầu năm, thấp hơn nhiều so với tín

dụng. Các NHTMCP, theo dự đoán của chúng tôi, sẽ không có nhiều động lực tăng lãi suất huy động trong bối cảnh NIM đang bị bào mòn khá nhiều, do đó bức tranh huy động của các ngân hàng sẽ không thay đổi quá nhiều đến cuối năm 2025. Do đó, COF của các ngân hàng nhìn chung sẽ không tăng lên nhiều so với 9T25. Một yếu tố có thể làm tăng COF của các ngân hàng có thể đến từ lãi suất liên ngân hàng đang ở mức khá cao so với đầu năm.

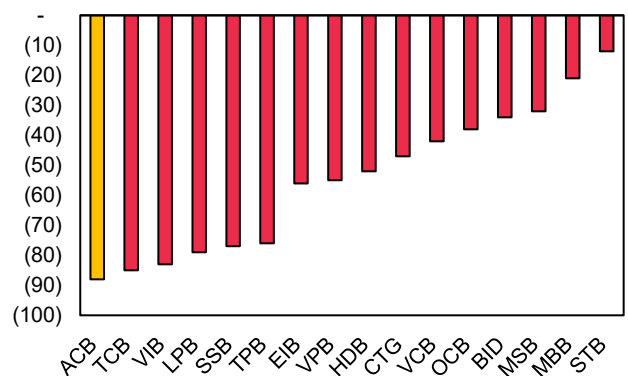
Tổng quan, chúng tôi ước tính NIM của ACB sẽ đạt mức 2.9% cho cả năm 2025 và có thể nhích nhẹ lên 3.1% trong năm 2026 với kỳ vọng lãi suất cho vay năm 2026 sẽ nhích nhẹ khi nhu cầu tín dụng của nhóm SME và KHCN cao hơn giúp hỗ trợ nâng mặt bằng lãi suất cho vay trung bình. Lãi suất huy động dự báo sẽ nhích nhẹ nhưng vẫn thấp hơn so với mức tăng của lãi suất cho vay do môi trường nói lỏng vẫn được tiếp tục và nhu cầu gửi tiền trong dân vẫn chưa thực sự vượt qua được dòng tiền chảy vào thị trường tài sản.

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



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 10: NIM của ACB giảm mạnh so với toàn ngành (Q2/25, đcb)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Thu ngoài lãi phục hồi khả quan dù nguồn thu phí vẫn phục hồi chậm

Thu nhập ngoài lãi thuần (Non-II) là điểm sáng trong bức tranh KQKD Q3/25 và 9T25 Thu nhập ngoài lãi thuần trong Q3/25 tăng 28.7% svck trong đó chủ yếu nhờ mức tăng tốt của hoạt động KD vàng & ngoại hối (+169.5% svck) và ĐTCK (+210.0% svck). Các mảng kinh doanh này sụt giảm nghiêm trọng trong năm 2024. Hoạt động thu phí chỉ tăng nhẹ 6.5% svck dù cùng kỳ giảm nhẹ 2.1%. Đây là quý thứ 3 liên tiếp Non-II ghi nhận mức tăng trưởng dương sau chuỗi tăng trưởng âm trong năm 2024 cho thấy đà phục hồi khá bền vững của các hoạt động ngoài cho vay của ACB. Lũy kế 9T25, Non-II tăng 36.2% svck (9T24: giảm 25.6% svck), trong đó thu phí vẫn giảm 5.0% svck. Tỷ lệ Non-II trong cơ cấu TOI đã phục hồi lên mức 22.6% so với 17.0% của cùng kỳ năm trước.

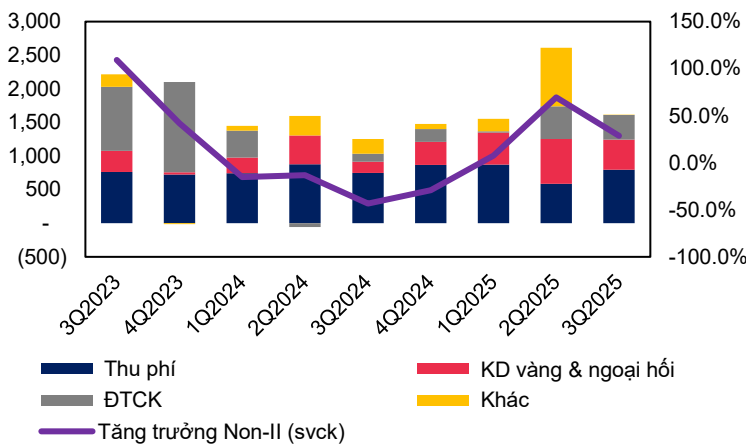
Trong 9T25, Chứng khoán ACB (ACBS) ghi nhận LNTT đạt 895 tỷ đồng (+34% svck) nhờ tăng trưởng tích cực của tất cả các mảng. Thu nhập từ cho vay margin tăng 36% svck nhờ dư nợ tăng 87% so với đầu năm, đạt hơn 16.3 nghìn tỷ đồng tại cuối Q3/25. Thu nhập từ hoạt động tự doanh cực kỳ khả quan khi ghi nhận tăng 93% 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 thu nhập ngoài lãi thuần toàn ngành. ACB dự kiến ra mắt công ty bảo hiểm phi nhân

thọ vào giữa năm 2026 nhằm hoàn thiện hệ sinh thái tài chính bên cạnh hợp tác độc quyền bảo hiểm nhân thọ với SunLife.

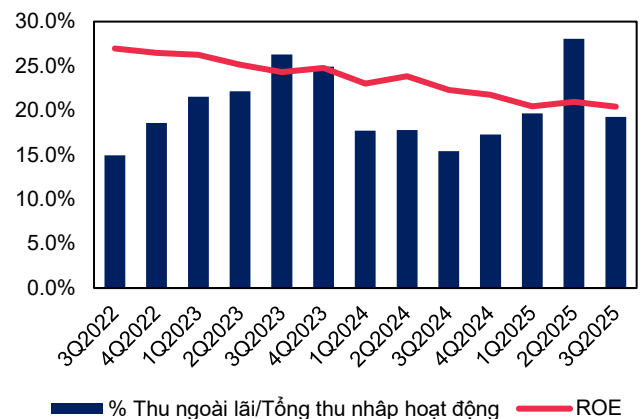
Hiện tại, hầu hết các ngân hàng được dự kiến sẽ chuyển động lực của họ sang phí thanh toán qua thẻ, quản lý tài sản, môi giới chứng khoán, giao dịch vàng và tài sản số... trong tương lai gần nhằm bổ sung nguồn thu ngoài lãi. Nghị định 232/2025/NĐ-CP được ban hành nhằm xóa bỏ cơ chế độc quyền vàng cũng và cho phép các NHTM có vốn điều lệ trên 5 nghìn tỷ có thể sản xuất vàng miếng được đánh giá là một hướng đi mới cho các nguồn thu ngoài lãi trong tương lai. Nhu cầu trữ vàng của người dân là rất lớn và ACB là một trong số những ngân hàng có nhiều kinh nghiệm trong việc quản lý giao dịch vàng trong quá khứ khi đã từng sở hữu 2 thương hiệu vàng miếng được KH tin tưởng. Hiện nay ACB cũng đã khôi phục hoàn toàn năng lực sản xuất cũng như triển khai thêm nền tảng giao dịch vàng online giúp KH mua bán thuận tiện hơn.

Hình 11: Thu phí vẫn còn gặp nhiều thách thức (tỷ đồng)



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 12: % thu ngoài lãi giảm kéo theo suy giảm của ROE (%)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

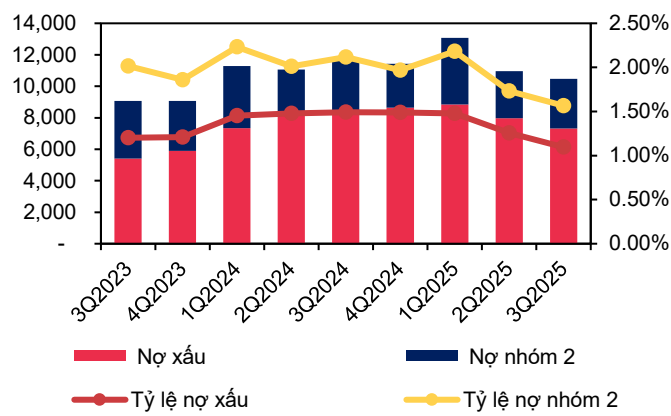
Duy trì chất lượng tài sản vượt trội so với ngành

Chất lượng tài sản tại cuối Q3/25 cải thiện mạnh mẽ nhờ nỗ lực trích lập và xử lý nợ chủ động. Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 đạt lần lượt 1.09% và 0.47%, giảm lần lượt 40 và 1 điểm cơ bản so với cuối năm 2024. Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 ghi nhận giảm quý thứ 3 liên tiếp kể từ năm 2024. Trong cơ cấu nợ xấu của ACB, tỷ lệ nợ xấu của nhóm KHDN và KHCN giảm lần lượt 0.7% và 0.2% so với cuối 2024 xuống mức 0.8% và 1.3%. Trong Q3/25, ACB ghi nhận chi phí trích lập dự phòng 289 tỷ đồng (-19.3% svck và -37.6% so với quý trước). Chi phí dự phòng/ tổng tỉ lệ tín dụng đạt 0.04%, thấp hơn so với 0.06% trong Q3/24 và 0.07% trong quý trước. Lũy kế 9T2024, chi phí trích lập dự phòng đạt 1,378 tỷ đồng (-5.5% svck). Trong 9T25, ACB đã sử dụng gấp 2.6 lần chi phí trích lập cụ thể cho việc xóa nợ xấu, cao hơn đáng kể so với mức chỉ 16.5% trong 9T24 và 98.5% trong 9T23. Điều này không chỉ giúp giảm tỷ lệ nợ xấu mà còn cải thiện LLR lên mức 84% vào cuối Q3/25.

Tại cuối 2025, chúng tôi cho rằng ACB hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu duy trì tỷ lệ nợ xấu dưới 1.25% khi mà room tăng trưởng tín dụng còn lại không quá nhiều (3-5%) và bộ đệm dự phòng còn khá lớn. Theo ước tính của chúng tôi, chi phí trích lập dự phòng cả năm của ACB sẽ đạt khoảng 1.7 nghìn tỷ đồng (+5.6% svck), tương đương với mức trích lập trong Q4/25 tăng 2.2 lần svck do

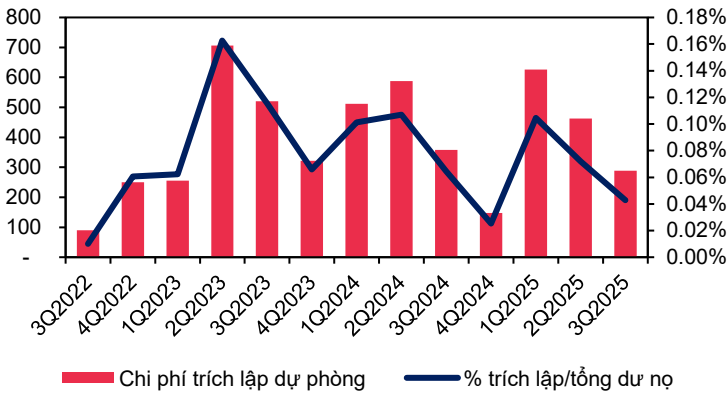
nền rất thấp của Q4/24. Mức trích lập này nhỉnh hơn 10% so với Q3/25. Tỷ lệ sử dụng trích lập cả năm sẽ đạt 200% và đưa LLR của ACB cuối 2025 đạt 80%.

Hình 13: Chất lượng tài sản ACB theo quý (%)



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 14: Tình hình trích lập và sử dụng trích lập (tỷ VND, %)



Nguồn: ACB, MBS Research

Dự phóng KQKD: LN phục hồi trong năm 2026 nhờ NIM cải thiện

Hình 15: Dự báo KQKD 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024F	2025F	% svck	2026F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	33,515	33,833	0.9%	42,166	24.6%	
Thu nhập lãi thuần	27,795	26,744	-3.8%	33,337	24.7%	NIM được duy trì quanh mức 2.9% trong Q4/25 và cả năm 2025.
Thu nhập thuần ngoài lãi	5,720	7,089	23.9%	8,830	24.6%	Thu nhập ngoài lãi tiếp đà tăng khả quan của 9T25 nhờ các khoản thu nhập từ KD vàng & ngoại hối cũng như xử lý nợ xấu.
Chi phí trích lập dự phòng	1,606	1,697	5.6%	2,073	22.2%	
LNTT	21,006	21,479	2.3%	27,022	25.8%	Chúng tôi ước tính ACB chỉ có thể đạt được 93% KH cả năm do NIM vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục trong quý cuối năm so với 9T25.
Tăng trưởng tín dụng	19.1%	20.4%	135 đcb	19.0%	-148 đcb	TTTD được hỗ trợ bởi nhu cầu lớn hơn của nhóm KHDN SME và KHCN khi bước vào giai đoạn tăng trưởng cao trong năm 2026.
Tăng trưởng huy động	20.2%	16.7%	-344 đcb	19.0%	227 đcb	
NIM	3.6%	2.9%	-67 đcb	3.1%	16 đcb	NIM dự báo sẽ nhích nhẹ trong năm 2026 do nền thấp của năm 2025 và mặt bằng lãi suất cho vay nhóm KHDN SME và KHCN cao hơn so với KHDN lớn.
CIR	32.5%	31.5%	-103 đcb	31.0%	-50 đcb	
CASA	22.0%	22.9%	87 đcb	23.9%	105 đcb	Sẽ không có nhiều chuyển biến trong cấu phần huy động CASA của ACB khi tín dụng được quản lý khá thận trọng.
NPL	1.5%	1.2%	-30 đcb	1.1%	-7 đcb	ACB không có kế hoạch tăng trưởng tín dụng nóng cho giai đoạn sắp tới dù mục tiêu chung của toàn ngành sẽ nâng lên đáng kể. Thay vào đó, ACB sẽ tập trung vào chất lượng tín dụng và tăng các nguồn thu ngoài lãi nhằm tối ưu ROE hàng đầu.
LLR	77.9%	78.5%	61 đcb	84.9%	637 đcb	LLR quanh 80% được xem là khá phù hợp với 1 ngân hàng bán lẻ nhằm cân bằng giữa chất lượng tài sản và dư địa trích lập khi tiến vào các mảng KD mới.
ROE	21.7%	19.1%	-261 đcb	20.2%	110 đcb	ROE giảm xuống dưới 20% trong năm 2025 do KQKD kém khả quan và phục hồi lên trên 20% từ sau 2026. Chúng tôi cho rằng mức ROE quanh 20% là phù hợp nhằm duy trì mức tăng trưởng LN kép 19-20% trong 5 năm tiếp theo.
ROA	2.1%	1.8%	-28 đcb	2.0%	12 đcb	

Nguồn: ACB, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng cho ACB lên **33,400 VND/cp** và nâng mức khuyến nghị lên **KHẢ QUAN**. Mặc dù KQKD trong Q3/25 và 9T25 chưa thực sự khởi sắc do NIM vẫn còn gặp nhiều thách thức phục hồi, mức định giá hiện tại của ACB lại tỏ ra hấp dẫn trong trung và dài hạn với P/B đạt 1.5x. Chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng có mức định giá cao hơn nhờ:

- TTTD ổn định và bền vững quanh mức 20%, dù không quá cao so với ngành nhưng hài hòa giữa việc duy trì chất lượng tín dụng cao và tăng trưởng.
- Chi phí tín dụng thấp giúp chống chịu tốt với điều kiện vĩ mô bất lợi.
- Sở hữu lợi thế cạnh tranh trong các mảng KD mới trong tương lai như vàng, tài sản số giúp duy trì ROE trên 20%, vượt trội so với ngành.
- Duy trì chính sách cổ tức ổn định cả tiền mặt lẫn cổ phiếu
- CAR vẫn đang nằm trong nhóm cao so với ngành và hoàn toàn đáp ứng được yêu cầu của Basel III cũng như báo cáo theo chuẩn IFRS.

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 1.6x để áp dụng cho BVPS trung bình có trọng số của năm 2025/2026 là 25%/75%. P/B này nhỉnh hơn so với mức định giá hiện tại của ngân hàng và tương đương với mức trung bình của các NHTMCP có quy mô lớn.
- 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

- NIM là yếu tố then chốt trong việc xác định điểm tạo đáy lợi nhuận của ACB khi các mảng cho vay chủ lực bị ảnh hưởng khá nhiều. Điều này khiến giá thị trường chưa phản ứng với những giá trị nội tại của ngân hàng.
- Cạnh tranh giữa các ngân hàng ở mảng cho vay KHDN và cho vay mua nhà là tương đối khốc liệt có thể khiến NIM phục hồi chậm hơn dự kiến.

Định giá

Hình 16: Tổng hợp định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
LS phí rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
Chi phí vốn cổ phần	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	4,784	6,869	10,526	11,358	13,097
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	4,784	6,036	8,128	7,707	7,809
VCSH đầu kỳ	83,462				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	34,463				
GTHT terminal value	51,439				
Giá trị VCSH cuối kỳ	169,364				
SLCP lưu hành (tr cp)	5,137				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	33,000				

Nguồn: MBS Research

Hình 17: Bảng so sánh các ngân hàng niêm yết (giá đóng cửa ngày 28/10/2025)

Ngân hàng	Khuyến nghị	P/B định giá	P/E		P/B		Tăng trưởng LNST		ROE		ROA	
			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	KHẢ QUAN	1.6x	7.1x	6.6x	1.4x	1.1x	2.3%	25.8%	19.0%	19.6%	1.8%	1.9%
BID	KHẢ QUAN	1.8x	9.3x	7.9x	1.5x	1.3x	9.5%	18.4%	17.6%	17.7%	1.0%	1.0%
CTG	KHẢ QUAN	1.9x	8.6x	6.8x	1.5x	1.3x	20.2%	26.8%	19.1%	20.6%	1.2%	1.3%
EIB	TRUNG LẬP	1.5x	12.2x	10.7x	1.5x	1.3x	5.1%	13.7%	13.0%	12.7%	1.4%	1.4%
HDB	KHẢ QUAN	1.7x	6.6x	4.9x	1.6x	1.2x	31.5%	34.3%	27.7%	28.2%	2.2%	2.3%
LPB	N/A	N/A	13.5x	11.5x	2.9x	2.3x	19.9%	17.8%	23.9%	22.6%	2.1%	2.2%
MBB	N/A	N/A	5.7x	4.3x	1.1x	0.9x	14.0%	31.5%	20.1%	21.5%	2.0%	2.2%
OCB	N/A	N/A	9.2x	7.4x	0.9x	0.8x	9.4%	24.7%	10.4%	11.6%	1.2%	1.3%
STB	N/A	N/A	9.9x	9.0x	1.6x	1.4x	12.7%	5.1%	18.8%	16.7%	1.5%	1.4%
TCB	KHẢ QUAN	1.7x	10.4x	8.6x	1.4x	1.2x	15.3%	18.4%	15.8%	15.9%	2.3%	2.3%
TPB	KHẢ QUAN	1.3x	6.6x	5.8x	1.1x	0.9x	18.3%	14.1%	18.0%	17.7%	1.7%	1.7%
VCB	KHẢ QUAN	2.8x	14.0x	12.6x	2.2x	1.9x	5.7%	10.8%	16.8%	16.0%	1.6%	1.6%
VIB	KHẢ QUAN	1.5x	7.9x	6.8x	1.4x	1.2x	14.2%	17.4%	18.4%	18.5%	1.5%	1.5%
VPB	KHẢ QUAN	1.8x	10.6x	8.1x	1.4x	1.2x	43.8%	31.8%	14.1%	15.7%	2.1%	2.2%
TB các NHTMCP Nhà nước		2.2x	10.6x	9.1x	1.7x	1.5x	11.2%	18.2%	17.8%	18.1%	1.3%	1.3%
TB các NHTMCP tư nhân		1.6x	9.1x	7.6x	1.5x	1.2x	18.3%	24.0%	18.1%	18.2%	1.8%	1.8%
Trung bình		1.8x	9.4x	7.9x	1.5x	1.3x	15.5%	21.8%	18.0%	18.2%	1.7%	1.7%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 18: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	33,000	50%	16,500
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.6x)	33,800	50%	16,900
Giá mục tiêu			33,400

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
Thu nhập lãi thuần	24,960	27,795	26,744	33,337	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	2,922	3,239	2,972	4,001	Tổng tài sản	18.2%	20.2%	16.1%	19.3%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	1,110	1,171	2,091	2,536	Cho vay và CK	15.9%	24.2%	16.0%	16.0%
Lãi thuần từ CKKD	168	200	156	101	Tiền gửi KH & GTCG	18.6%	21.4%	16.5%	18.8%
Lãi thuần từ CKĐT	2,647	450	596	555	LNTT	17.2%	4.6%	2.3%	25.8%
Lãi thuần từ HĐ khác	863	624	1,234	1,596					
Tổng thu nhập hoạt động	32,747	33,515	33,833	42,166	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	10,874	10,903	10,657	13,072	CAR	12.9%	0.0%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	1,804	1,606	1,697	2,073	VCSH/Tổng tài sản	9.8%	9.8%	9.6%	9.7%
LNTT	20,068	21,006	21,479	27,022	Đòn bẩy tài chính	10.25	10.25	10.40	10.31
Chi phí thuế TNDN	4,023	4,216	4,311	5,424					
LNST	16,045	16,790	17,168	21,598	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.5%	1.2%	1.1%
LNST cho Ngân hàng	16,045	16,790	17,168	21,598	Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	91.2%	77.9%	78.5%	84.9%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26					
Tiền và tương đương tiền	6,909	5,696	6,636	5,475	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	18,505	25,220	22,379	31,613	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	78.1%	77.4%	79.8%	79.8%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	114,874	117,882	146,784	199,173	TS thanh khoản/TTS	30.7%	31.7%	29.3%	29.5%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	7,177	3,881	7,693	8,319	TS thanh khoản/tiền gửi KH	38.6%	41.7%	37.7%	37.6%
Phái sinh và các CCTC khác	-	56	56	56					
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-	Khả năng sinh lời				
Cho vay khách hàng	487,602	580,686	699,353	831,921	ROA	2.4%	2.1%	1.8%	2.0%
Dự phòng cho vay	(5,367)	(6,740)	(6,516)	(7,900)	ROE	24.8%	21.7%	19.1%	20.2%
Chứng khoán đầu tư	73,463	121,090	109,971	107,850	NIM	3.9%	3.6%	2.9%	3.1%
Đầu tư dài hạn khác	140	125	279	280	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	76.2%	82.9%	79.0%	79.1%
Tài sản cố định	4,763	5,412	5,728	6,092	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	33.2%	32.5%	31.5%	31.0%
BĐS đầu tư	177	177	173	168					
Tài sản Có khác	10,552	10,519	10,818	13,723	Định giá				
TỔNG TÀI SẢN	718,795	864,006	1,003,352	1,196,771	EPS cơ bản (VND)	4,092	4,021	3,575	3,823
					Giá trị sổ sách (VND)	13,814	16,248	18,692	22,867
Nợ NHNN, Chính phủ	0	7,955	7,955	7,955	P/E	6.1x	6.2x	7.0x	6.5x
Tiền gửi, vay các TCTD khác	89,507	111,592	130,145	157,881	P/B	1.8x	1.5x	1.3x	1.1x
Tiền gửi của khách hàng	482,703	537,305	641,012	772,239					
Phái sinh và các CCTC khác	117	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	42	28	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	52,410	101,650	104,903	112,309					
Các khoản nợ khác	23,060	22,014	23,324	28,925					
NỢ PHẢI TRẢ	647,839	780,544	907,339	1,079,309					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	70,956	83,462	96,013	117,461					
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	14,790	17,322	20,531					
LN chưa phân phối	20,286	23,734	27,052	35,019					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	-	-	-					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	718,795	864,006	1,003,352	1,196,771					

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

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i>
	Công nghiệp – Năng Lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>