

## NH TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)

### KQKD khả quan hơn so với dự báo

- LNST Q4/2023 tăng 25.5% svck giúp LNST 2023 giảm 11.0% svck, hoàn thành kế hoạch cả năm, và cao hơn 7.1% so với dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu lên **44,800 đ/cp** do điều chỉnh tăng LNST 2024 thêm 7.5% so với dự báo gần nhất và tăng hệ số P/B lên 1.1x nhờ chất lượng tài sản được cải thiện tốt hơn dự báo.

### KQKD Q4/23 khả quan hơn so với dự báo

Trong Q4/2023, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 11,017 tỷ đồng (+16.9% svck), trong đó thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt 11.4% và 31.1% svck. Thu nhập ngoài lãi của TCB tăng trưởng chủ yếu đến từ lãi hoạt động đầu tư chứng khoán và kinh doanh vàng & ngoại hối, trong khi hoạt động thu phí giảm nhẹ 1.5% svck. TCB đã mạnh tay trích lập 1,634 tỷ đồng trong Q4/2023 (+136.4% svck, +72.9% so với quý trước), nhằm đưa tỷ lệ nợ xấu từ 1.4% cuối Q3 xuống 1.2% cuối Q4. LNST Q4/2023 tăng 25.5% svck. LNST 2023 đạt 18,191 tỷ đồng (-11.0% svck), cao hơn 7.1% so với dự báo gần nhất của chúng tôi và đạt 100% kế hoạch cả năm 2023.

### Chất lượng tài sản đã cải thiện so với các quý trước

Cuối năm 2023, tỷ lệ nợ xấu ở mức 1.2%, cao hơn so với mức 0.7% cuối năm 22, song khả quan hơn so với dự báo của chúng tôi trước đây. Nợ nhóm 2 giảm 49.2% và chiếm tỷ lệ 0.9%. Trong năm 2023, TCB đã sử dụng hơn 2,668 tỷ đồng để xử lý nợ xấu (+290.6% svck, chiếm 79.8% tổng dư nợ trích lập trong kỳ). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt mức 102.1% tại cuối năm 2023, cải thiện hơn so với các quý trước song thấp hơn so với mức 157.1% tại cuối năm 2022.

### Chúng tôi dự báo LNST tăng trưởng 18.8%/năm trong giai đoạn 2024-25

Dự báo của chúng tôi dựa trên cơ sở: (1) tăng trưởng tín dụng đạt hơn 20% trong năm 2024 và giảm xuống mức 17.5% trong 2025; (2) NIM sẽ được duy trì quanh mức 4.3-4.4%, tương đương với mức trước dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng mặc dù môi trường lãi suất thấp được duy trì nhưng lãi suất cho vay cũng sẽ giảm, đặc biệt các khoản vay liên quan đến BĐS nhằm kích cầu mảng cho vay này. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TCB và nâng giá mục tiêu 12 tháng lên **44,800 đ/cp**, tăng 25.8% so với dự báo gần nhất với việc điều chỉnh mức P/B mục tiêu lên 1.1x (báo cáo gần nhất 1.0x).

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tổng thu nhập hoạt động	40,902	40,061	51,938	60,333
Thu nhập lãi thuần	30,290	27,691	36,795	42,120
NIM	5.3%	4.0%	4.4%	4.3%
Chi phí dự phòng	1,936	3,921	5,910	6,344
LNST	20,436	18,191	22,960	27,565
Tăng trưởng LNST	11.0%	-11.0%	26.2%	20.1%
Tăng trưởng tín dụng	12.5%	21.6%	20.8%	17.5%
Tăng trưởng huy động	21.5%	23.7%	18.4%	15.0%
Giá trị sổ sách	31,304	36,326	42,236	49,429
P/B	1.1x	0.9x	0.8x	0.7x

Nguồn: TCB FS, MBS Research

MUA

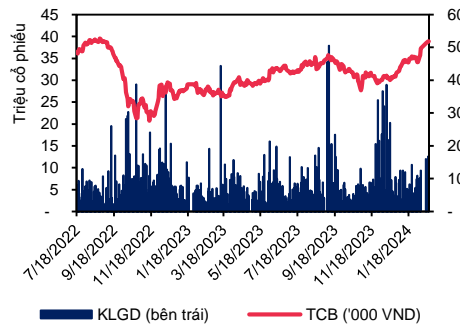
Giá mục tiêu **44,800 VND/cp**

Tiềm năng tăng giá 15.2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Tăng giá mục tiêu 25.8% do (i) tăng dự báo LNST 2024 7.5% so với báo cáo gần nhất và (ii) điều chỉnh tăng P/B mục tiêu lên 1.1x.

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	38,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	38,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26,200
Vốn hóa (tỷ VND)	137,026
P/E (TTM)	7.6x
P/B (TTM)	1.1x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.49%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập Đoàn Masan	14.91%
Nguyễn Thị Thanh Tâm	4.95%
Nguyễn Thị Thanh Thuý	4.95%
Hồ Anh Minh	3.92%
Nguyễn Phương Hoa	2.16%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

### Chuyên viên phân tích



**Đình Công Luyên**

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

## Kết quả kinh doanh khả quan hơn so với dự báo

### Cập nhật KQKD Q4 và cả năm 2023

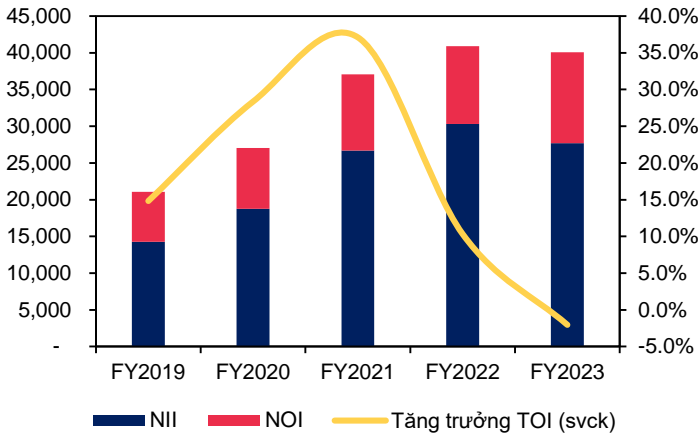
LNST cả năm 2023 giảm 11.0% svck nhưng vẫn đạt được kế hoạch đề ra.

Hình 2: So sánh KQKD Q4/2023 và cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2022	Q4/2023	Tăng trưởng (yoy)	2022	2023	Tăng trưởng (yoy)	So với dự báo gần nhất của MBS	Đánh giá
Thu nhập lãi thuần	6,819	7,597	11.4%	30,290	27,691	-8.6%	102.4%	NIM 2023 suy giảm nghiêm trọng (-140 bps svck) khiến thu nhập lãi thuần giảm mạnh dù tăng trưởng tín dụng cả năm 2023 vẫn cao hơn đáng kể so với toàn ngành.
Thu nhập thuần ngoài lãi	2,608	3,420	31.1%	10,612	12,370	16.6%	116.0%	Thu nhập ngoài lãi trong Q4/2023 tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ các hoạt động đầu tư chứng khoán và kinh doanh ngoại hối ghi nhận lãi lần lượt 312 và 279 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 304 và 118 tỷ đồng). NFI giảm 1.5% svck.
Tổng thu nhập hoạt động	9,427	11,017	16.9%	40,902	40,061	-2.1%	106.2%	
Chi phí hoạt động	3,990	3,610	-9.5%	13,398	13,252	-1.1%	100.4%	
LN trước dự phòng	5,437	7,407	36.2%	27,504	26,809	-2.5%	109.4%	
Chi phí trích lập dự phòng	691	1,634	136.4%	1,936	3,921	102.5%	110.4%	Chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh trở lại trong Q4/2023 sau khi hạ nhiệt trong Q2 và Q3. Tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ cả năm 2023 đạt 0.9%, cao hơn gấp đôi so với mức 0.4% của năm 2022.
LNST	3,572	4,482	25.5%	20,436	18,191	-11.0%	86.8%	LNST Q4/2023 tăng trưởng dương trở lại sau 4 quý liên tiếp ghi nhận tăng trưởng âm svck. Điều này giúp TCB đạt được kế hoạch cả năm 2023 đề ra.
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	12.5%	21.6%	905 đcb					Tăng trưởng tín dụng vẫn tiếp tục được dẫn dắt bởi nhóm KHDN lớn (+74.0% svck) và SME (+17.0% svck), trong khi dư nợ nhóm KHCN giảm 2.0% svck.
Tăng trưởng huy động (YTD)	21.9%	23.3%	137 đcb					
NIM	4.5%	4.2%	-33 đcb	5.5%	4.1%			
CIR	42.3%	32.8%	-956 đcb	32.8%	33.1%			
LDR	82.4%	81.0%	-139 đcb					
CASA	34.3%	38.0%	366 đcb					CASA quay trở lại vị thế dẫn đầu toàn ngành chủ yếu nhờ sự dẫn dắt từ tiền gửi của nhóm KHDN. Các DN gia tăng lượng tiền mặt do nhu cầu chi tiêu lớn mùa cuối năm là yếu tố thúc đẩy CASA Q4/2023 tăng đột biến.
NPL	0.7%	1.2%	44 đcb					
LLR	157.3%	102.1%	-5519 đcb					
ROE	19.7%	14.8%	-486 đcb					
ROA	3.2%	2.3%	-85 đcb					

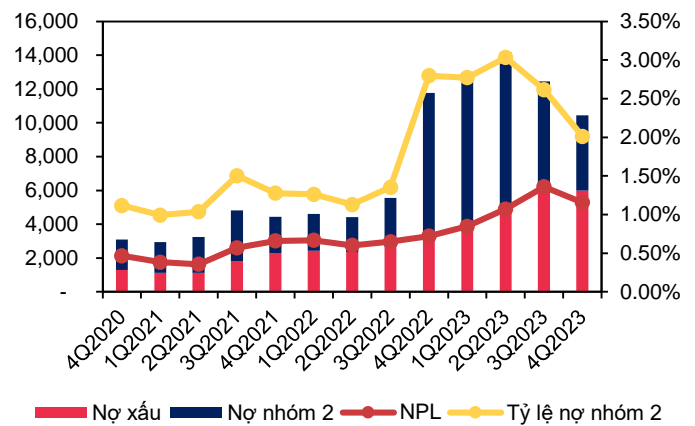
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng năm của TCB (Đơn vị: tỷ VND)



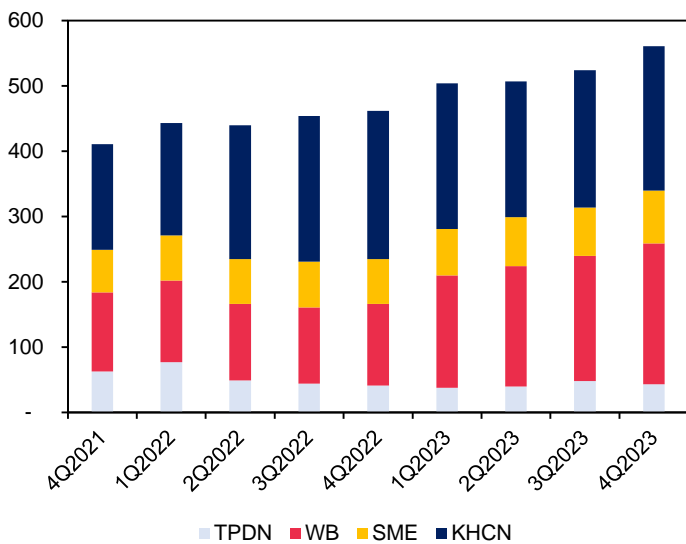
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 4: Chất lượng tài sản theo quý của TCB (%), (tỷ VND)



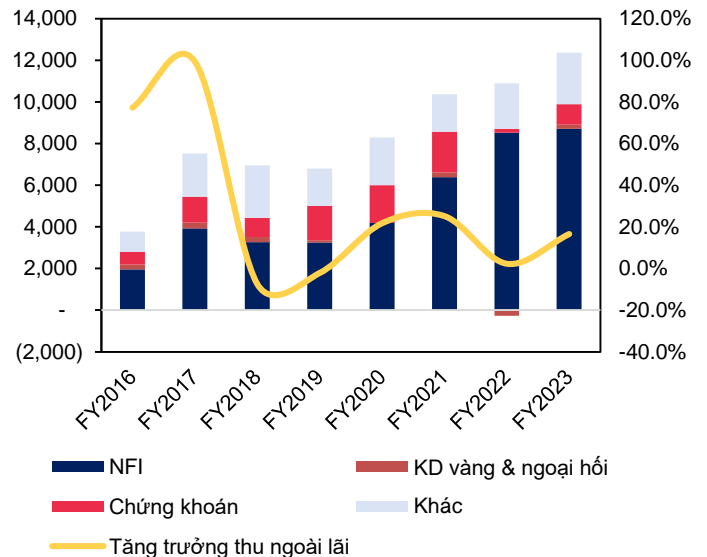
Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 5: Cơ cấu cho vay TCB theo quý (Đơn vị: nghìn tỷ VND)



Nguồn: TCB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi theo năm của TCB (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

## Triển vọng kinh doanh 2024

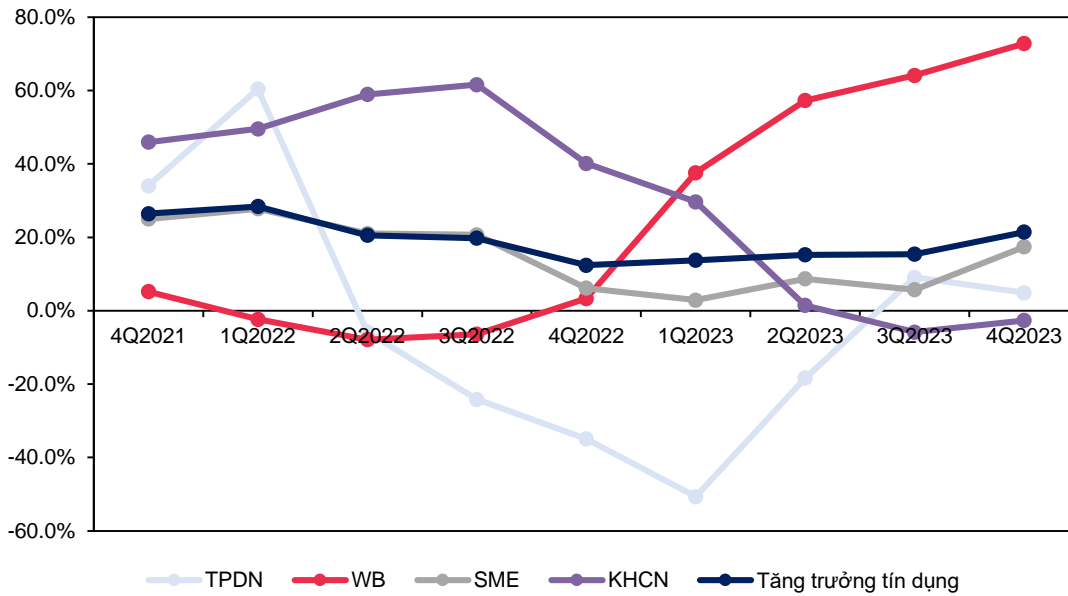
### Tăng trưởng tín dụng 2024 duy trì trên 20%

Tăng trưởng tín dụng (TTTD) đến cuối 2023 đạt 21.6% so với đầu năm, cao hơn đáng kể so với toàn hệ thống đạt 13.5%. Tăng trưởng tín dụng trong Q4/2023 đạt 7.1% so với quý liền trước và là quý có tốc độ TTTD cao nhất trong năm. Nhóm KHDN lớn (WB) đạt mức tăng trưởng ấn tượng 74% svck theo sau là SME với mức tăng 17% svck, vẫn tập trung chủ yếu vào nhóm ngành BĐS (chiếm 70% tổng dư nợ nhóm KHDN). Nhóm KHCN mặc dù có dư nợ giảm 2% svck nhưng lại tăng 5% so với quý trước (Q3/2023 tăng 1.0% so với Q2/2023). Trong cơ cấu cho vay nhóm KHCN, tỷ trọng dư nợ cho vay mua nhà vẫn áp đảo chiếm hơn 77% (tăng 4% so với quý trước và giảm 10% so với cùng kỳ). Tỷ lệ cho vay mua nhà trên thị trường sơ cấp giảm xuống còn 67%.

TTTD của TCB cao hơn đáng kể so với cả năm 2022 (chỉ đạt 12.5% so với 2021) khi mảng cho vay BĐS từ nhóm khách hàng WB tăng mạnh và bắt đầu có dấu hiệu hồi phục kể từ Q3/2023 khi tăng trưởng dương so với quý liền trước và kéo

dài đến hết năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng TCB có thể tiếp tục duy trì mức tăng trưởng trên 20% trong năm 2024 nhờ (i) cho vay BĐS từ nhóm KHDN được duy trì đà tăng theo sự phục hồi của thị trường BĐS khi lãi suất được duy trì ở mức thấp và các giải pháp tháo gỡ pháp lý từ Chính phủ được đẩy mạnh; (ii) cho vay mua nhà (mảng cho vay TCB có lợi thế lớn) được các ngân hàng thương mại tập trung đẩy mạnh nhằm gia tăng tỷ trọng cho vay mảng bán lẻ, vốn suy yếu trên toàn hệ thống trong cả năm 2023.

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng theo quý của TCB theo từng nhóm KH



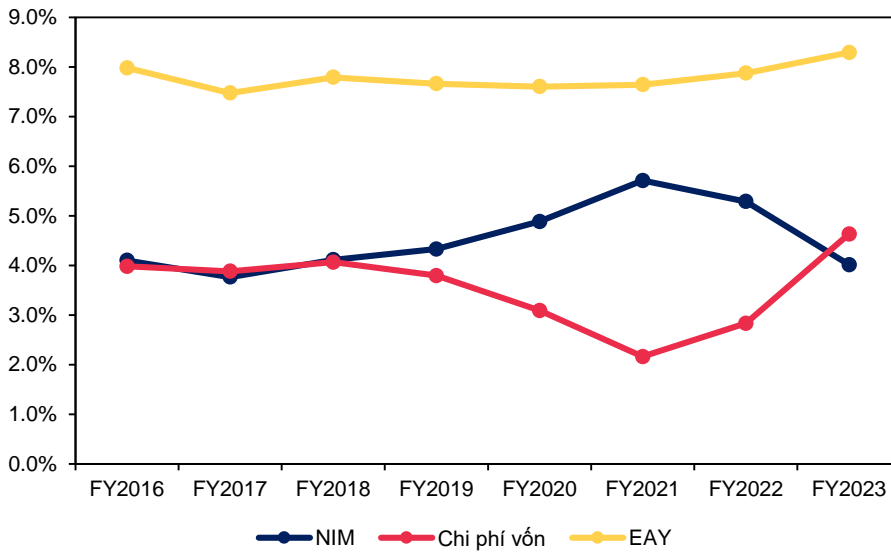
Nguồn: TCB, MBS Research

### NIM 2024 dự kiến sẽ đạt 4.4%, tăng 40 điểm cơ bản so với 2023

NIM trong Q4/2023 đạt 4.2%, giảm 10 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 30 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Cả năm 2023, NIM đạt 4.0%, giảm 130 điểm cơ bản so với cả năm 2022. Chúng tôi thấy rằng NIM suy giảm mạnh chủ yếu đến từ sự gia tăng đáng kể của chi phí vốn (COF) từ 2.8% trong năm 2022 lên 4.6% trong năm 2023 trong khi tỷ suất sinh lợi của tài sản vẫn tăng nhẹ từ 7.9% lên 8.3%. Lãi suất cho vay trung bình tăng 110 điểm cơ bản trong năm 2023.

Chúng tôi dự báo NIM cả năm 2024 của TCB sẽ đạt 4.4%, tăng 30 điểm cơ bản so với 2023 nhờ COF giảm 100 điểm cơ bản xuống còn 3.6% khi môi trường lãi suất thấp được duy trì trong khi đó lãi suất cho vay cũng sẽ giảm khoảng 60 điểm cơ bản. Mức NIM này thấp hơn 50 điểm cơ bản so với Q4/2023.

Hình 8: NIM, COF và Asset yield theo năm của TCB (%)



**Nợ xấu tăng đỉnh trong Q3/2023 và được kỳ vọng giảm trong năm 2024**

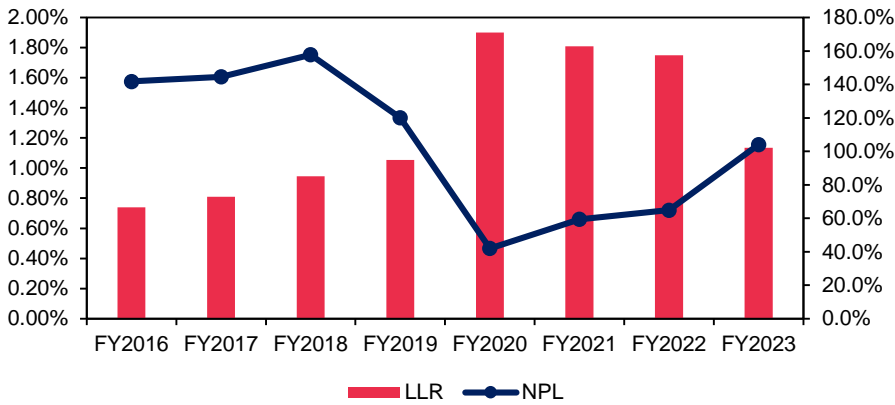
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tại cuối Q4/2023 đạt 1.2%, tăng 44 điểm cơ bản svck và giảm 20 điểm cơ bản so với quý trước. Nợ xấu mặc dù vẫn cao hơn so với 2022 nhưng đã cho thấy dấu hiệu tạo đỉnh trong Q3/2023, khả quan hơn so với dự báo gần nhất của chúng tôi. Nợ nhóm 2 có quý thứ 2 liên tiếp giảm so với quý trước khi đạt 0.9%, giảm 40 điểm cơ bản so với quý trước và 110 điểm cơ bản so với mức đỉnh trong Q2/2023. Một phần nợ nhóm 2 (khoảng 984 tỷ đồng) suy giảm do ảnh hưởng của CIC khiến các khoản nợ bị đẩy lên nhóm cao hơn.

Trong cơ cấu nợ xấu tại cuối năm 2023, nhóm khách hàng cá nhân (KHCCN) và KHDN vừa và nhỏ (SMEs) có tỷ lệ nợ xấu lần lượt là 2.3% và 1.7%, giảm mạnh so với mức 2.5% và 2.2% tại cuối Q3/2023. Trong khi đó, nhóm KHDN lớn (WB) vẫn tiếp tục ghi nhận mức nợ xấu 0%. Tỷ lệ nợ xấu các khoản vay BĐS của nhóm KHCCN và SME lần lượt là 1.5% và 1.3%, giảm đáng kể so với cùng kỳ.

Mặc dù nợ xấu của 2 nhóm KHCCN và SME có sự cải thiện so với Q3/2023 nhưng những rủi ro nợ xấu có thể tiếp tục gia tăng trong những quý tiếp theo là vẫn còn. Nguyên nhân đến từ việc tăng trưởng tín dụng cho 2 mảng này vẫn chưa khả quan trong Q4/2023 và TTTD của TCB vẫn phụ thuộc vào nhóm WB.

Mảng cho vay mua nhà của nhóm KHCCN được kỳ vọng sẽ khả quan hơn trong năm 2024, dòng tiền của người đi vay cũng sẽ được giải tỏa nhờ chính sách duy trì lãi suất thấp của NHNN sẽ giúp nợ xấu của nhóm KHCCN và SME suy giảm. Trong khi đó, nhóm WB vẫn sẽ duy trì được đà tăng trưởng khi mà hoạt động cho vay tài trợ dự án theo chúng tôi sẽ hồi phục sau gần 2 năm khó khăn. Do đó, chúng tôi hạ dự báo về tỷ lệ nợ xấu của TCB xuống còn 1.1%, giảm 30 điểm cơ bản so với dự báo gần nhất. Mức này cũng giảm 6 điểm cơ bản so với mức cuối năm 2023.

Hình 9: NPL và LLR của TCB theo năm (%)



Nguồn: TCB, MBS Research

### Chi phí trích lập dự phòng vẫn tăng mạnh trong 2024

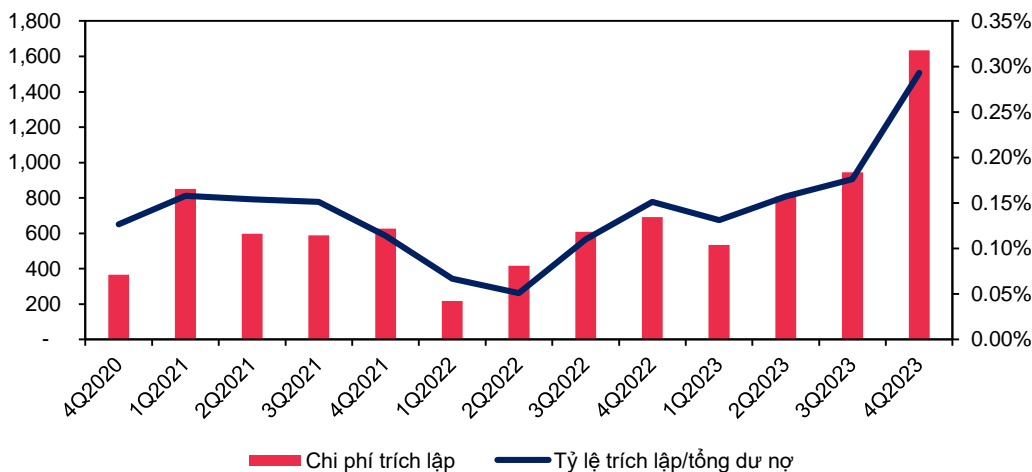
Trong Q4/2023, TCB trích lập 1,634 tỷ đồng, tăng 136.4% svck và tăng 72.9% so với quý trước. Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ đạt 0.3%, cao gấp đôi so với Q4/2022. Luỹ kế cả năm 2023, chi phí trích lập dự phòng của TCB đạt 3,921 tỷ đồng (+102.5% svck).

Mặc dù chi phí trích lập dự phòng gia tăng mạnh nhưng tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) của TCB vẫn thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ. LLR tại cuối năm 2023 đạt 102.1%, tăng nhẹ so với mức đáy 93.0% tại cuối Q3/2023.

Mặc dù chúng tôi kỳ vọng NPL sẽ giảm nhẹ trong năm 2024 nhưng thống kê cho thấy tốc độ gia tăng nợ xấu của TCB vẫn đang cao. Cần lưu ý rằng TCB đã tăng 72.9% chi phí trích lập và sử dụng hơn 93.3% chi phí trích lập cho việc xử lý nợ xấu trong Q4/2023 nhưng LLR chỉ tăng nhẹ so với quý trước. Do đó, chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tiếp tục trích lập nhiều trong 6 tháng tiếp theo và sẽ giảm việc trích lập lại trong nửa cuối năm 2023 (với điều kiện TT02 sẽ được gia hạn).

Chúng tôi dự báo chi phí trích lập của TCB trong năm 2024 sẽ tăng 50.7% svck. Tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ của TCB đạt 1.0%, tăng 20 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Tỷ lệ LLR được dự báo sẽ đạt 111.1% tại cuối năm 2024.

Hình 10: Chi phí trích lập dự phòng và tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ của TCB theo quý (tỷ đồng, %)



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

## Dự báo KQKD: Chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng 18.8%/năm trong giai đoạn 2024 - 25

Hình 11: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

Các tiêu chí KQKD	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	36,795	32.9%	42,120	14.5%	Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ duy trì trên mức 20% trong năm 2024 và sẽ giảm về mức 17.5% trong năm 2025 khi các dấu hiệu của nền kinh tế cải thiện.
Thu nhập thuần ngoài lãi	15,144	22.4%	18,213	20.3%	Thu nhập thuần ngoài lãi được kỳ vọng sẽ phục hồi chủ yếu nhờ mảng thu phí (NFI) được tăng cường. NFI đã có dấu hiệu phục hồi kể từ Q3/2023 khi tốc độ tăng trưởng so với quý trước tăng từ mức 3.9% trong Q2/2023 lên 11.7% và duy trì ở mức 10.6% trong Q4/2023. Ngoài ra, các khoản thu nhập khác cũng được dự báo tăng 22.2% trong năm 2024 nhờ các nỗ lực thu hồi nợ xấu được gia tăng.
Tổng thu nhập hoạt động	51,938	29.6%	60,333	16.2%	
Chi phí hoạt động	17,140	29.3%	19,307	12.6%	CIR được dự báo đi ngang so với 2023 đạt 33.0%
LN trước dự phòng	34,799	29.8%	41,026	17.9%	
Chi phí trích lập dự phòng	5,910	50.7%	6,344	7.3%	Mặc dù nợ xấu đã có dấu hiệu tạo đỉnh nhưng chúng tôi cho rằng TCB vẫn sẽ duy trì trích lập dự phòng cao trong nửa đầu năm 2024 nhằm giảm tỷ lệ nợ xấu ở các nhóm KHCN và SME, từ đó đưa mức NPL về mức dưới 1% trong 2025.
LNST	22,960	26.2%	27,565	20.1%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	20.8%	-83 đcb	17.5%	-321 đcb	
Tăng trưởng huy động (YTD)	18.4%	-532 đcb	15.0%	-339 đcb	
NIM	4.4%	39 đcb	4.3%	-10 đcb	
CIR	33.0%	-8 đcb	32.0%	-100 đcb	
LDR	82.7%	165 đcb	84.5%	186 đcb	
CASA	38.1%	6 đcb	37.9%	-14 đcb	Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ khôi phục và duy trì vị thế số 1 về CASA trong những năm tiếp theo nhờ lượng tiền gửi từ nhóm KHDN tăng trở lại cùng với nền kinh tế được phục hồi.
NPL	1.1%	-6 đcb	0.9%	-18 đcb	
LLR	111.1%	896 đcb	138.4%	2729 đcb	
ROE	16.3%	130 đcb	16.8%	47 đcb	
ROA	2.5%	14 đcb	2.6%	8 đcb	

Nguồn: TCB, MBS Research

## Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TCB và điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng lên mức 44,800 đ/cp dựa trên điều chỉnh tăng LNST trong 2024 lên 7.5% so với dự báo gần nhất và nâng mức P/B mục tiêu lên 1.1x (báo cáo gần nhất 1.0x).

- Tăng trưởng LNST kép trong giai đoạn từ 2024-2028 được dự báo sẽ đạt trung bình 18.8%/năm, cao hơn mức trung bình 5 năm gần nhất là 16.5%. TTTD sẽ được duy trì ở mức 20%/năm trong 5 năm tiếp theo và NIM sẽ duy trì quanh mức 5.0%.
- Định giá thấp hơn đáng kể so với các NHTMCP có quy mô lớn như VPB, MBB, STB hay ACB. TCB là ngân hàng duy nhất có P/B < 1 trong nhóm 5 các NHTMCP có quy mô lớn nhất.

## Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu TCB kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B:

- Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.1x lần cho áp dụng cho giá trị sổ sách tại cuối năm 2024 của TCB. Mức P/B này tương đương với mức P/B hiện tại của TCB. Chúng tôi cho rằng TCB xứng đáng với định giá P/B > 1 khi đã thể hiện được sức mạnh nội tại trong giai đoạn các mảng cho vay chủ lực bị ảnh hưởng nặng. Ngoài ra, một đề xuất liên quan đến việc chia cổ tức bằng tiền được dự kiến sẽ được thảo luận trong ĐHCĐ sắp tới sau hơn 10 năm không chia cổ tức cũng là chất xúc tác giúp định giá của TCB gia tăng.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, việc lợi nhuận trong nhiều năm được giữ lại khiến cấu phần thu nhập thặng dư được chiết khấu chỉ chiếm 16% tổng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, các dòng thặng dư không bị âm cho thấy rằng TCB vẫn duy trì được hiệu suất sinh lợi hàng đầu dù quy mô VCSH nằm trong top 3 toàn ngành. ROE trung bình trong 5 năm tiếp theo được dự báo đạt 18.3%.



## Định giá

Hình 12: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2024	2025	2026	2027	2028
LS phi rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Beta	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32
Chi phí vốn cổ phần	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%				
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	434	1,271	3,488	3,660	4,055
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	434	1,099	2,607	2,366	2,266
VCSH đầu kỳ	130,311				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	8,772				
GTHT terminal value	15,944				
Giá trị VCSH cuối kỳ	155,027				
SLCP lưu hành (tr cp)	3,587				
<b>Giá trị cổ phiếu (VND/cp)</b>	<b>43,200</b>				

Nguồn: MBS Research

Hình 13: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 20/02/2024)

	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	49,400	281,031	2,300,814	13.0x	10.8x	2.4x	1.7x	19.8%	18.1%	1.0%	1.0%
CTG	35,200	190,098	2,032,690	9.5x	9.0x	1.5x	1.4x	17.1%	16.2%	1.0%	1.0%
VCB	91,300	504,136	1,839,223	15.3x	12.4x	3.0x	2.5x	23.6%	19.0%	1.8%	1.8%
MBB	23,850	124,877	944,954	6.0x	5.2x	1.4x	1.1x	24.5%	22.8%	2.5%	2.6%
VPB	19,600	157,092	817,700	13.7x	9.5x	1.2x	1.0x	8.7%	12.3%	1.4%	2.0%
TCB	38,900	137,026	849,482	7.6x	6.0x	1.1x	0.9x	14.8%	16.3%	2.3%	2.5%
ACB	27,550	107,588	718,795	6.7x	6.9x	1.5x	1.2x	24.8%	20.3%	2.4%	2.4%
HDB	23,600	67,541	602,315	6.7x	5.8x	1.5x	1.0x	24.7%	23.9%	2.0%	1.8%
STB	30,700	57,876	674,390	7.5x	8.4x	1.3x	1.1x	18.3%	24.2%	1.2%	1.8%
HDB	23,600	67,541	602,315	6.7x	5.7x	1.5x	1.2x	24.7%	25.8%	2.0%	2.8%
VIB	22,200	55,810	409,881	6.5x	5.3x	1.5x	0.9x	24.3%	25.2%	2.3%	2.6%
TPB	18,750	41,391	356,637	9.3x	6.2x	1.3x	1.0x	13.7%	16.2%	1.3%	1.8%
<b>Trung bình loại trừ SOEs</b>		<b>90,749</b>	<b>664,052</b>	<b>7.9x</b>	<b>6.5x</b>	<b>1.3x</b>	<b>1.1x</b>	<b>19.8%</b>	<b>19.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.2%</b>
<i>Trung bình</i>		<i>149,334</i>	<i>1,012,433</i>	<i>9.0x</i>	<i>7.6x</i>	<i>1.6x</i>	<i>1.4x</i>	<i>19.8%</i>	<i>19.0%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.9%</i>

Nguồn: Fiiipro, MBS Research

Hình 14: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	43,200	50%	21,600
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.1x)	46,400	50%	23,200
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>44,800</b>

Nguồn: MBS Research

## Rủi ro đầu tư

- Việc tập trung danh mục cho vay vào một nhóm các nhà phát triển BĐS, đồng thời phát triển danh mục cho vay mua nhà dành cho KHCN trên các sản phẩm này có thể dẫn đến rủi ro nợ xấu liên đới trong trường hợp diễn biến ngành BĐS không thuận lợi.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Tỷ số tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	30,290	27,691	36,795	42,120	<b>Tăng trưởng</b>				
Lãi thuần từ Dịch vụ	8,527	8,715	10,414	12,663	Tổng tài sản	22.9%	21.5%	17.5%	15.1%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	(275)	196	253	265	Cho vay và CK	16.6%	19.5%	24.0%	15.6%
Lãi thuần từ CKKD	(242)	65	167	342	Tiền gửi KH & GTCG	21.9%	23.3%	18.4%	15.0%
Lãi thuần từ CKĐT	426	926	1,293	1,600	LNTT	11.0%	-11.0%	26.2%	20.1%
Lãi thuần từ HĐ khác	2,167	2,434	3,017	3,343	<b>An toàn vốn</b>				
<b>Tổng thu nhập hoạt động</b>	<b>40,902</b>	<b>40,061</b>	<b>51,938</b>	<b>60,333</b>	CAR	15.3%	N/A	N/A	N/A
Chi phí hoạt động	13,398	13,252	17,140	19,307	VCSH/Tổng tài sản	16.3%	15.8%	15.4%	15.5%
Chi phí DPRRTD	1,936	3,921	5,910	6,344	Đòn bẩy tài chính	6.14	6.32	6.49	6.46
<b>LNTT</b>	<b>25,568</b>	<b>22,888</b>	<b>28,888</b>	<b>34,683</b>	<b>Chất lượng tài sản</b>				
Chi phí thuế TNDN	5,131	4,697	5,929	7,118	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	0.7%	1.2%	1.1%	0.9%
LNST	20,436	18,191	22,960	27,565	Tỷ lệ nợ nhóm 2	2.1%	0.9%	0.7%	1.2%
LN cổ đông thiểu số	(286)	(187)	(236)	(283)	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	157.3%	102.1%	111.1%	138.4%
LNST cho Ngân hàng	20,150	18,004	22,724	27,281	<b>Thanh khoản</b>				
<b>Cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>31/12/25</b>	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	82.4%	81.0%	82.7%	84.5%
Tiền và tương đương tiền	4,216	3,621	3,554	3,670	TS thanh khoản/TTS	29.1%	28.8%	28.0%	26.5%
Tiền gửi tại NHNN	11,476	27,141	6,776	7,965	TS thanh khoản/tiền gửi KH	38.6%	40.2%	37.6%	35.1%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	82,874	104,072	123,477	136,867	<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	961	4,433	12,666	22,333	ROA	3.2%	2.3%	2.5%	2.6%
Phái sinh và các CCTC khác	-	144	144	144	ROE	20.0%	15.0%	16.3%	16.8%
Hoạt động mua nợ	108	82	-	-	NIM	5.3%	4.0%	4.4%	4.3%
Cho vay khách hàng	420,524	518,642	633,300	744,430	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	74.1%	69.1%	70.8%	69.8%
Dự phòng cho vay	(4,771)	(6,128)	(7,740)	(9,478)	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	32.8%	33.1%	33.0%	32.0%
Chứng khoán đầu tư	103,652	104,994	133,032	134,033	<b>Định giá</b>				
Đầu tư dài hạn khác	13	3,046	2,901	2,915	EPS cơ bản (VND)	5,734	5,115	6,451	7,745
Tài sản cố định	8,411	8,893	9,688	10,604	Giá trị sổ sách (VND)	31,304	36,326	42,236	49,429
BDS đầu tư	1,053	-	-	-	P/E	6.0x	6.7x	5.3x	4.4x
Tài sản Có khác	70,517	80,543	80,656	95,789	P/B	1.1x	0.9x	0.8x	0.7x
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>699,033</b>	<b>849,482</b>	<b>998,453</b>	<b>1,149,272</b>					
Nợ NHNN, Chính phủ	8	0	-	-					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	167,563	153,173	176,184	167,273					
Tiền gửi của khách hàng	358,404	454,661	567,454	700,581					
Phái sinh và các CCTC khác	1,851	-	-	-					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-					
Phát hành giấy tờ có giá	34,007	84,703	75,996	74,443					
Các khoản nợ khác	23,775	25,317	25,757	27,826					
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>585,608</b>	<b>717,854</b>	<b>845,391</b>	<b>970,124</b>					
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>113,425</b>	<b>131,628</b>	<b>153,062</b>	<b>179,149</b>					
Vốn điều lệ	35,172	35,225	35,225	35,225					
Thặng dư vốn cổ phần	476	476	476	476					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	556	556	556	556					
Quỹ của TCTD	11,609	45,726	47,562	49,767					
LN chưa phân phối	64,483	48,328	67,690	91,288					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,129	1,317	1,553	1,836					
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH</b>	<b>699,033</b>	<b>849,482</b>	<b>998,453</b>	<b>1,149,272</b>					

Nguồn: BCTC TCB, MBS Research

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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	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)