

Ngân hàng Tiên Phong (HSX: TPB)

Định giá hấp dẫn bù đắp rủi ro

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2025/2026 tăng trưởng 18.3%/14.1% svck, với mức tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt 19%/15%.
- Tỷ lệ nợ xấu năm 2024 giảm đáng kể, tuy nhiên chúng tôi dự tính tỷ lệ này năm 2025 tăng 37đcb svck do tình hình kinh tế còn nhiều biến động.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 18,200 VNĐ/cổ phiếu.

Lợi nhuận trước thuế Q1/2025 của TPB tăng 14.8% svck, đạt 23.3% kế hoạch đề ra, tuy nhiên chất lượng tài sản đang bị ảnh hưởng.

LNTT Q1/2025 đạt 2,100 tỷ đồng, tăng 14.8% svck chủ yếu tăng do giảm chi phí trích lập, và hoàn thành 23.3% kế hoạch đề ra. Đến hết Q1/2025, dư nợ tín dụng tăng 3.89% so với đầu năm (YTD) (Q1/2024: -3.35% YTD), do ngay từ đầu năm TPB đã tích cực đẩy mạnh tín dụng với gói cho vay mua nhà lãi suất hấp dẫn. Thu nhập lãi thuần (NII) đạt 3,384 tỷ đồng (-1.3% svck), trong khi đó thu nhập thuần từ dịch vụ (NFI) là động lực cho tổng thu nhập khi tăng 27% svck do TPB chủ động mở rộng các dịch vụ như ngân hàng số, thẻ tín dụng, thanh toán điện tử. Tỷ lệ nợ xấu đạt 2.27% (+0.75 điểm % YTD) và tỷ lệ LLR đạt 57.06% (-24.26 điểm % YTD).

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2025/2026 tăng 18.3%/14.1% svck

Với TTTD năm 2024 đạt 19.9% svck, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng năm 2025/2026 đạt 18.8%/15.2% nhờ (1) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp và sự hồi phục của tín dụng bán lẻ, (2) TPB tích cực tham gia các gói tín dụng cho các lĩnh vực được Chính Phủ ưu tiên như đầu tư hạ tầng và công nghệ số, cho vay nhà ở xã hội. Ngoài ra, TPB tiếp tục thúc đẩy các hoạt động phi tín dụng để dần giảm lệ thuộc vào hoạt động tín dụng và được kỳ vọng tiếp tục tiết giảm chi phí hoạt động để đảm bảo lợi nhuận của ngân hàng.

Kế hoạch 2025 khá tham vọng với lợi nhuận cao nhất từ trước đến nay

Năm 2025, TPB đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 9,000 tỷ đồng, tăng 18.4% so với năm 2024, và cũng là mức cao nhất từ trước đến nay. Tổng tài sản đạt 450,000 tỷ đồng, tăng 7.6% svck. Dư nợ cho vay và trái phiếu tổ chức kinh tế dự kiến đạt 313,750 tỷ đồng và tăng 20% svck, sẽ chờ được phê duyệt chính thức theo từng thời kỳ. Bên cạnh đó, tổng huy động dự kiến đạt 420,000 tỷ đồng, tăng 12.3% svck. Tỷ lệ nợ xấu theo TT31/2024 dưới ngưỡng 2.5%. Trả cổ tức bằng tiền tỷ lệ 10% và bằng cổ phiếu với tỷ lệ 5%.

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 18,200 VND (thấp hơn 13% sv trước)

Giá mục tiêu mới dựa trên cơ sở 1) TTTD năm 2025 đạt 18.8% và NIM dự kiến giảm nhẹ, 2) tỷ lệ nợ xấu tăng 50 đcb so với dự báo trước, 3) Mức P/B mục tiêu thấp hơn. Cổ phiếu TPB đã giảm mạnh 26% kể từ đỉnh 1 năm, trong khi cổ phiếu ngành ngân hàng chỉ giảm 9%. Hiện TPB giao dịch ở 0.8x P/B năm 2025, thấp hơn 33% so với mức trung bình 3 năm (1.2x). Có thể thấy, đây là mức P/B thấp nhất của TPB từ trước đến nay, và là mức định giá hấp dẫn đối với tiềm năng của TPB cũng như có thể bù đắp rủi ro về chất lượng tài sản. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với tiềm năng tăng giá là 30%.

Chỉ số tài chính	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Thu nhập lãi thuần	12,907	14,722	16,807	19,539
Tổng thu nhập hoạt động	18,038	20,863	23,797	26,869
Chi phí trích lập dự phòng	(4,159)	(5,002)	(5,704)	(6,570)
LNST	6,072	7,181	8,192	9,146
Biên lãi ròng (NIM)	3.51%	3.48%	3.56%	3.67%
Tăng trưởng huy động	16.59%	12.00%	14.00%	12.00%
Tăng trưởng tín dụng	19.88%	18.81%	15.22%	13.79%
Tăng trưởng LNST	36.03%	18.28%	14.07%	11.65%
BVPS	14,230	15,948	19,049	22,510
P/B	0.97	0.87	0.72	0.61

Nguồn: TPB, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

18,200 VND

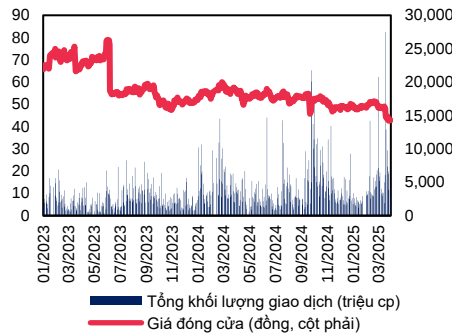
Tiềm năng tăng giá

30%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 12.6% so với dự báo trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	14,050
Cao nhất 52 tuần (VND)	17,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	11,700
Vốn hóa (tỷ VND)	37,119
P/E (TTM)	5.92
P/B	0.94
Tỷ suất cổ tức (%)	7.1
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.95

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Tỷ lệ sở hữu

CTCP FPT	6.77%
Tập đoàn Vàng bạc Đá quý DOJI	5.93%
SBI Ven Holding PTE. Ltd	4.51%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Hoàng

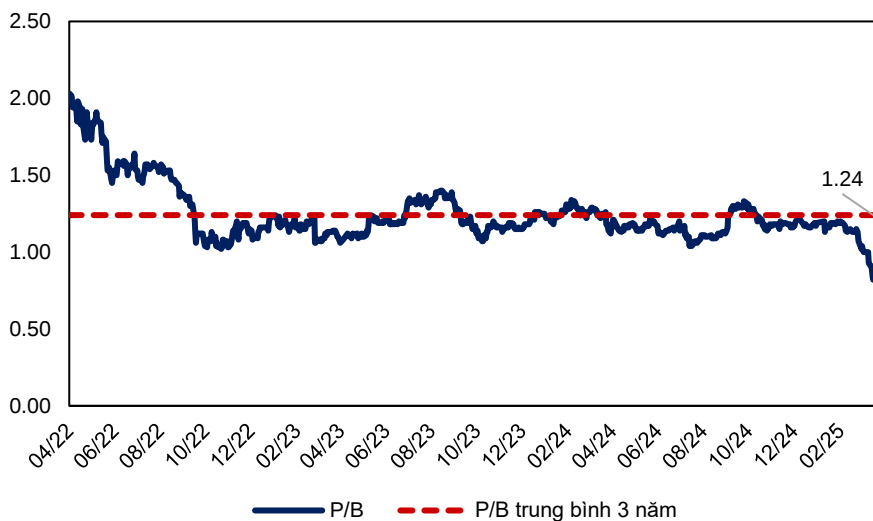
Huong.Phamthithanh@mbs.com.vn

Định giá hấp dẫn bù đắp rủi ro

Luận điểm đầu tư & Định giá

Chúng tôi ưa thích TPB nhờ 1) vị thế dẫn đầu trong mảng ngân hàng số, giúp ngân hàng tiếp cận khách hàng trẻ và nâng cao khả năng cho vay bán lẻ, 2) TTTD dự kiến đạt 18.8%/15.2% svck trong năm 2025/26 với mức biên lãi ròng cao do chủ yếu cho vay bán lẻ, 3) đẩy mạnh lãi thuần từ phí và dịch vụ nhờ lợi thế về nền tảng ngân hàng số, giúp TPB dần giảm lệ thuộc vào hoạt động tín dụng và 4) định giá hấp dẫn có thể bù đắp rủi ro chất lượng tài sản.

Hình 1: P/B của TPB đang thấp hơn trung bình 3 năm



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống còn 18,200 VNĐ/cp song duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** do định giá của TPB đã hấp dẫn so với rủi ro

Chúng tôi giảm giá mục tiêu của TPB 13% so với dự báo trước đó do 1) điều chỉnh tăng trưởng tín dụng năm 2025 lên mức 19% so với mức 16%, 2) tăng tỷ lệ nợ xấu lên 50 đcb và 3) hạ mức P/B mục tiêu từ 1.2x xuống 1.1x. Với mức định giá 18,200 VNĐ/cổ phiếu, dựa trên sự kết hợp giữa phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp P/B, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với TPB.

- **Phương pháp thu nhập thặng dư:** Chúng tôi cũng sử dụng phương pháp thu nhập thặng dư, do phần lớn giá trị của ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá. Do đó, định giá của ngân hàng sẽ phản ánh sát giá trị sổ sách thực tế và ít biến động hơn trước những thay đổi trong điều kiện dự báo.
- **Phương pháp định giá P/B:** Chúng tôi áp dụng mức P/B mục tiêu của TPB là 1.1x trên giá trị sổ sách năm 2025 của ngân hàng.

Cổ phiếu TPB đã giảm mạnh 18% so với tháng trước, trong khi cổ phiếu ngành ngân hàng chỉ giảm 2%. Hiện TPB đang giao dịch ở 0.8x P/B năm 2025, thấp hơn 33% so với mức trung bình 3 năm (1.2x). Có thể thấy, đây là mức P/B thấp nhất của TPB, và là mức định giá hấp dẫn đối với tiềm năng của TPB cũng như có thể bù đắp rủi ro về chất lượng tài sản.

Hình 2: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
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	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Chi phí vốn cổ phần	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					3.0%
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	1,711	2,061	1,824	1,812	1,391
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	1,494	1,571	1,213	1,053	705
VCSH đầu kỳ	37,594				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	6,036				
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	6,288				
Giá trị VCSH cuối kỳ	49,919				
SLCP lưu hành (tr cp)	2,642				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	18,900				

Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	18,900	50%	9,450
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.1x)	17,543	50%	8,771
Giá mục tiêu			18,200
			14,050
Upside			29.5%

Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

	Giá hiện tại	Vốn hoá	P/E		P/B		ROE		ROA		EPS		BVPS	
	(VND/cp)	(tỷ đồng)	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
BID	35,100	248,556	10.05x	7.95x	1.81x	1.40x	19.2%	16.9%	1.0%	0.9%	3,572	4,455	19,836	25,206
CTG	37,450	201,106	8.0x	6.1x	1.4x	1.1x	18.6%	17.3%	1.2%	1.8%	4,720	6,183	27,474	33,088
VCB	56,600	472,931	14.15x	12.64x	2.41x	1.95x	18.6%	17.1%	1.7%	1.7%	4,049	4,478	23,799	29,003
ACB	24,150	107,870	6.48x	5.33x	1.30x	1.06x	21.8%	21.6%	2.1%	2.3%	3,759	4,532	18,685	22,684
HDB	21,200	74,095	5.84x	9.21x	1.37x	1.41x	25.8%	23.3%	2.0%	1.9%	3,667	2,302	15,591	15,083
MBB	23,500	143,403	6.20x	4.84x	1.26x	1.15x	22.1%	22.2%	2.2%	2.4%	3,729	,191	18,378	20,511
STB	39,750	74,937	6.86x	6.88x	1.26x	1.15x	20.0%	16.2%	1.4%	1.2%	5,351	5,777	29,160	34,621
TCB	27,600	194,990	9.05x	6.88x	1.34x	1.12x	15.6%	16.6%	2.4%	2.5%	3,054	4,014	20,583	24,598
VIB	17,550	52,284	7.28x	5.64x	1.25x	1.03x	18.1%	23.4%	1.6%	2.2%	2,424	3,112	14,052	17,019
VPB	17,000	134,877	8.68x	6.92x	0.97x	0.84x	11.4%	11.7%	1.8%	1.8%	1,989	2,456	17,886	20,342
TPB	14,050	37,119	6.11x	5.17x	0.99x	0.88x	17.3%	14.5%	1.6%	1.5%	2,299	3,012	14,230	19,920
Trung bình		164,802	8.36x	7.27x	1.44x	1.23x	18.9%	18.3%	1.7%	1.8%	3,510	4,047	19,970	23,825
Trung bình loại trừ SOEs		111,278	7.47x	6.67x	1.28x	1.13x	19.0%	18.7%	1.9%	2.0%	3,284	3,675	18,571	21,847

Nguồn: TPB, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- (1) Nhu cầu tín dụng tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến, và lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp lâu hơn dự báo ảnh hưởng tiêu cực đến NIM.
- (2) Chi phí trích lập dự phòng cao hơn dự kiến do nợ xấu gia tăng hoặc thời gian xử lý nợ xấu kéo dài hơn do tính thanh khoản của tài sản thế chấp.

NGÂN HÀNG TMCP TIỀN PHONG

Kết quả kinh doanh Q1/2025: Lợi nhuận tăng trưởng trong bối cảnh chất lượng tài sản bị ảnh hưởng

	Q1/2025	Q1/2024	% svck	% Dự phòng của MBS	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	3,384	3,427	-1.3%	23.0%	TTTD Q1/25 khả quan hơn, đạt 3.9% so với đầu năm (trong khi cùng kỳ năm trước giảm 3.3%). Thu nhập lãi thuần giảm do mặc dù tài sản sinh lãi bình quân tăng 17% svck, NIM lại giảm 16% svck
Thu nhập ngoài lãi	1,099	1,258	-12.6%	17.9%	Lãi thuần hai mảng đóng góp lớn nhất trong Non-II là lãi thuần từ phí - dịch vụ và thu nhập khác, lần lượt tăng 27% và 737%, tuy nhiên mức tăng vẫn bị lấn át bởi mức giảm của các mảng còn lại
Tổng thu nhập hoạt động	4,482	4,685	-4.3%	22.5%	
Chi phí hoạt động	(1,884)	(1,676)	12.4%	27.4%	Tăng chủ yếu do tăng chi phí lương cho nhân viên
LN trước dự phòng	2,598	3,009	-13.7%	18.6%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(490)	(1,181)	-58.5%	9.8%	Chi phí dự phòng giảm mạnh chủ yếu do giảm dự phòng cho vay khách hàng 56%
LN trước thuế	2,109	1,829	15.3%	23.5%	Đạt 23.3% kế hoạch đề ra
LN ròng	1,687	1,463	15.3%	23.5%	
Tăng trưởng tín dụng	3.9%	-3.3%	7.24 điểm %		TTTD tăng do nền lãi suất cho vay thấp, cùng với các gói cho vay mua nhà triển khai từ đầu năm
Tăng trưởng huy động	-4.0%	-8.4%	4.38 điểm %		
NIM	3.5%	4.1%	-0.65 điểm %		Các ngân hàng được thúc đẩy giữ nguyên lãi suất huy động và nỗ lực giảm lãi suất cho vay hỗ trợ nền kinh tế. Lợi suất tài sản Q1/25 của TPB giảm 90đcb svck, trong khi chi phí vốn chỉ giảm được 10 đcb svck
CIR	42.0%	35.8%	6.26 điểm %		
CASA	20.3%	24.4%	-4.17 điểm %		
NPL	2.3%	2.2%	0.04 điểm %		Tỷ lệ nợ xấu Q1/25 tăng nhẹ svck, nhưng tăng 0.75 điểm % so với đầu năm
LLR	57.1%	60.3%	-3.2 điểm %		Mặc dù nợ xấu Q1/25 tăng 57% so với đầu năm nhưng dự phòng cho vay khách hàng chỉ tăng 10% khiến tỷ lệ LLR giảm mạnh 24.25 điểm % so với đầu năm và giảm 3.2 điểm % svck
ROE	17.1%	13.3%	3.79 điểm %		
ROA	1.7%	1.3%	0.40 điểm %		

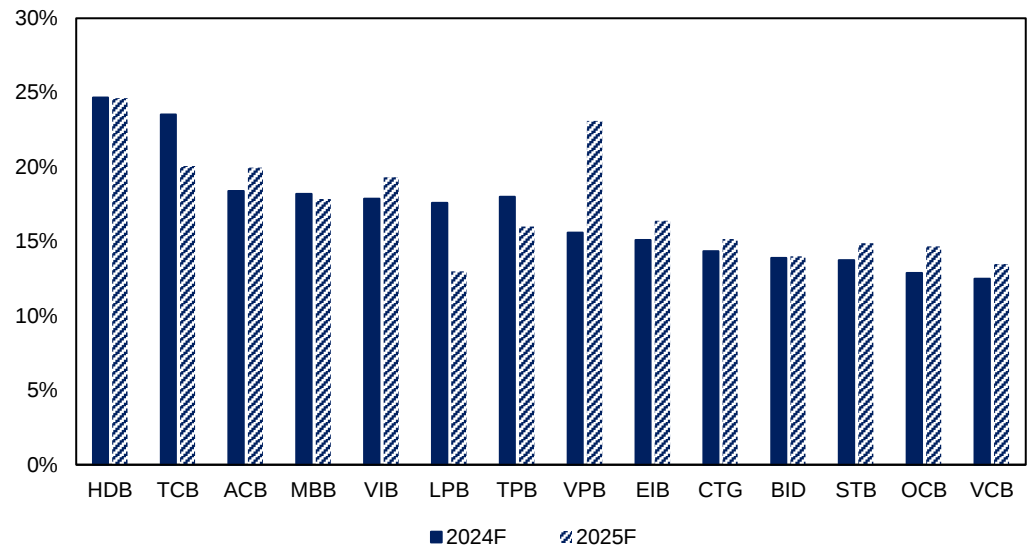
Nguồn: MBS Research

Triển vọng kinh doanh năm 2025-26

Chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tăng trưởng 19%/15% trong năm 2025/26 nhờ vào sự phục hồi của thị trường bất động sản và tiêu dùng bán lẻ

Tăng trưởng tín dụng Q1/2025 của TPB đạt 3.9% trong khi tín dụng cùng kỳ lại giảm 3.3%, chủ yếu do nền lãi suất thấp và việc đẩy mạnh hoạt động tín dụng bán lẻ từ đầu năm với gói cho vay mua nhà dành cho người trẻ với mức lãi suất gần như thấp nhất thị trường (chỉ từ 3.6%/năm). Năm 2024, tăng trưởng tín dụng của TPB đạt 19.9% svck, vượt trội so với mức trung bình ngành (15%), chủ yếu nhờ vào việc đẩy mạnh cho vay doanh nghiệp (+31.9% svck). Với số lượng chi nhánh

Hình 5: Tăng trưởng tín dụng của TPB năm 2024 đạt 19.9% svck, và dự kiến đạt 18% svck trong năm 2025.



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 19% svck nhờ:

- TPB tập trung vào phân khúc khách hàng thu nhập khá, thế hệ gen Y – gen Z và các hộ kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2025 với mục tiêu tăng trưởng GDP 8% sẽ đẩy mạnh của các hoạt động sản xuất và thương mại, và tiêu dùng cá nhân, bao gồm cả việc mua sắm ô tô. Ngoài ra, theo Nielsen, gen Z tại Việt Nam sẽ chiếm khoảng 30% tổng số người tiêu dùng và đóng góp 21% vào nguồn lao động trong năm 2025, trở thành nhóm có ảnh hưởng lớn đến thị trường tiêu dùng. Ngoài ra, theo YouNet ECI, xét theo độ tuổi, nhóm mua sắm hàng tuần có 53,4% thuộc Gen Z và 46,6% là Millennials. TPB triển khai theo mô hình ngân hàng số, nhắm tới nhóm khách hàng Gen Z nhanh nhạy, ưa thích công nghệ, có xu hướng chi tiêu nhiều hơn, với các sản phẩm cá nhân hóa.
- Chúng tôi thị trường bất động sản sẽ phục hồi vào năm 2025 nhờ 1) nguồn cung căn hộ và nhà đất tại Hà Nội và TP.HCM dự kiến sẽ tăng so với năm 2024. Cụ thể, nguồn cung mới căn hộ và nhà đất tại Hà Nội dự kiến tăng lần lượt 1% và 78.2% svck, trong khi tại TP.HCM con số này lần lượt là 14.3% và 769.6% svck, theo CBRE. Sự tăng trưởng này chủ yếu được hỗ trợ bởi việc thực thi ba luật bất động sản quan trọng từ tháng 8/2024 và việc nâng cấp hạ tầng, và 2) Với tỷ lệ hấp thụ trên

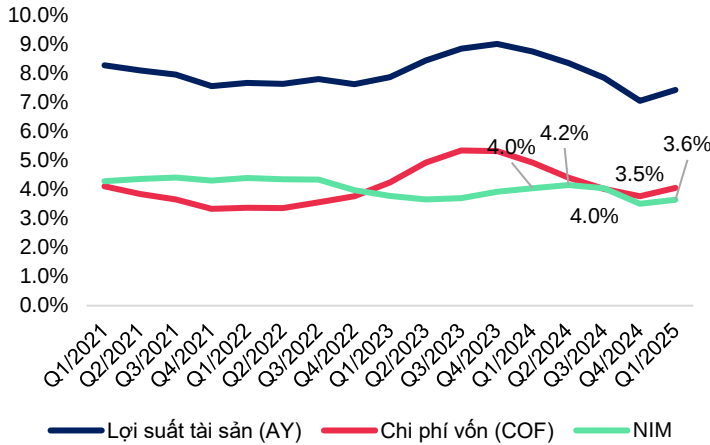
100% năm 2024 tại thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh do thiếu hụt nguồn cung, tỷ lệ hấp thụ dự kiến vẫn ở mức cao trong năm 2025, khi các dự án mới được phát triển bởi các chủ đầu tư uy tín với tình trạng pháp lý rõ ràng. Đầu T3/2025, TPB cũng không đứng ngoài cuộc đua cho vay mua nhà dành cho người trẻ, với mức lãi suất thấp nhất thị trường chỉ từ 3.6%/năm, dự kiến sẽ giúp TPB tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ ngay từ đầu năm.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng của TPB sẽ duy trì ở mức 15.2% trong năm 2026 do TPB vẫn tiếp tục thúc đẩy mảng cho vay bán lẻ nhờ nhu cầu tiêu dùng gia tăng và thu nhập cá nhân phục hồi, tuy nhiên mặt bằng lãi suất cho vay có thể tăng nhẹ lên.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm 2025/2026 tăng 18.3%/14.1% svck

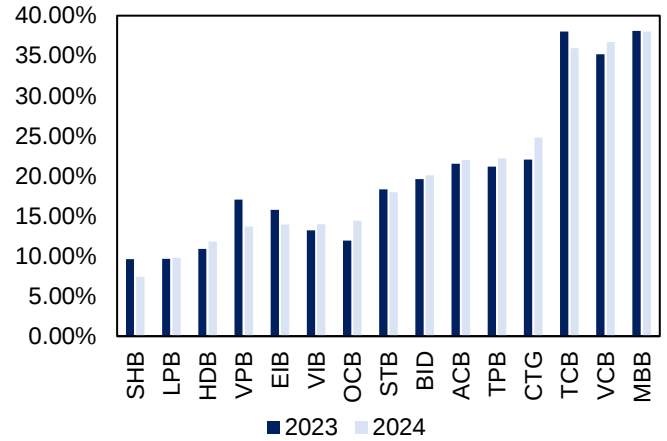
- Lợi nhuận ròng Q1/2025 của TPB đạt 1,687 tỷ đồng, tăng 15% svck và đạt 23.3% kế hoạch đề ra. Tổng thu nhập hoạt động đạt 4,482 tỷ đồng, giảm 4% svck do mức tổng thu nhập hoạt động quý 1 cao nhất từ trước đến nay của TPB. Thu nhập lãi thuần giảm 1% do NIM giảm 16% svck, mặc dù tăng trưởng tín dụng ở mức cao. Mặc dù NIM giảm so với Q1/2024, nhưng lại tăng 0.29 điểm % so với cuối năm 2024. Ngoài ra, lãi thuần từ phí và dịch vụ tiếp tục là điểm sáng khi đạt 910 tỷ đồng, tăng 27% svck, chủ yếu đến từ tăng trưởng nguồn thu nghiệp vụ thẻ và ebank.
- Lợi nhuận ròng giai đoạn 2025-26 dự kiến đạt mức tăng trưởng trên 14%/năm là nhờ 1) mức tăng trưởng tín dụng kỳ vọng năm 2025/2026 đạt 19%/15%, 2) kỳ vọng NIM duy trì ổn định trong năm 2025/2026, đạt 3.48%/3.56% (-3 đcb/+7 đcb svck) nhờ việc TPB đẩy mạnh tín dụng bán lẻ với lợi suất cao hơn, sẽ giúp bù đắp tác động từ mặt bằng lãi suất cho vay thấp trong năm 2025 so với năm 2024. Chúng tôi cho rằng chi phí vốn (COF) có thể tăng nhẹ trong năm 2025 để thu hút thêm lượng tiền gửi, tuy nhiên được bù đắp phần nào bởi nguồn vốn lớn với chi phí vốn thấp từ năm 2024 (tăng trưởng tiền gửi đạt 16.6% svck), giúp giảm nhẹ áp lực lên chi phí vốn trong năm 2025. Cụ thể, trong Q1/2025, lợi suất tài sản chỉ giảm nhẹ 0.1 điểm % so với cuối năm 2024, trong khi chi phí vốn giảm 0.4 điểm %, từ đó, NIM Q1/2025 tăng 0.29 điểm % so với cuối năm trước.
- Ngoài ra, cơ cấu tổng thu nhập hoạt động của TPB có sự chuyển dịch khi giảm lệ thuộc vào mảng tín dụng, với mức tăng trưởng từ hoạt động thu phí dịch vụ năm 2024 đạt 47.6% svck. Để đa dạng hóa nguồn thu nhập cũng như phù hợp với xu hướng thanh toán không dùng tiền mặt, TPB vẫn tiếp tục đẩy mạnh nghiệp vụ thẻ tín dụng và dự kiến sẽ đạt được mức tăng trưởng tốt về thu nhập trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng thu nhập hoạt động của TPB, đạt 21.6% trong năm 2025, với thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 19.7% svck.

Hình 6: NIM của TPB Q4/24 giảm 40 đcb so với quý trước



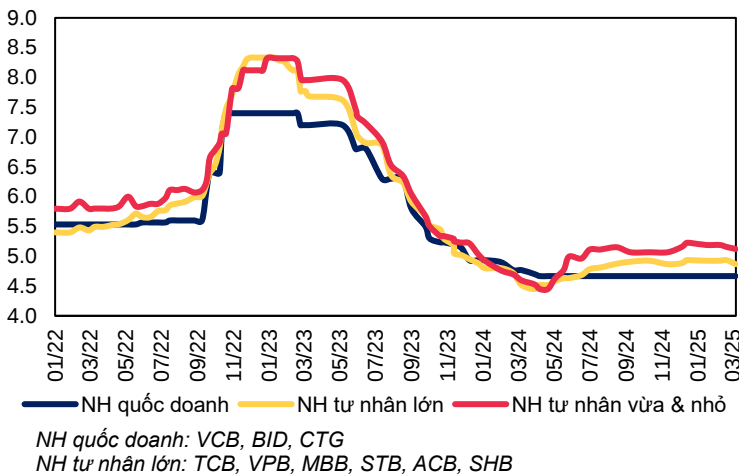
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 7: TPB đứng thứ 5 trong ngành về tỷ lệ CASA



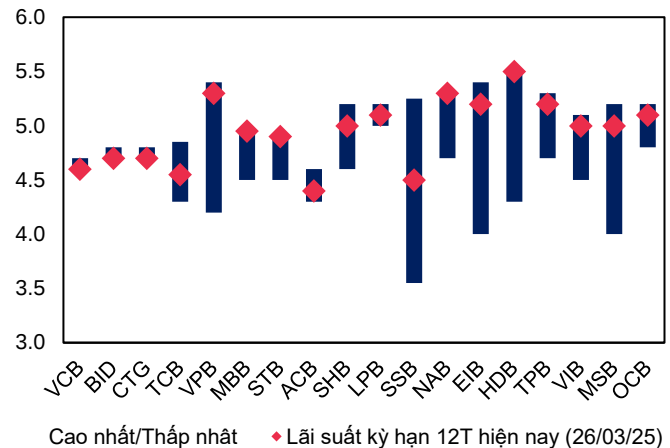
Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 8: Lãi suất các ngân hàng tư nhân từ đầu năm 2025 đã điều chỉnh giảm nhẹ, tuy nhiên có thể tăng dần về cuối năm



Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 9: Lãi suất tiền gửi 12T hiện tại và mức cao nhất/thấp nhất trong 1 năm



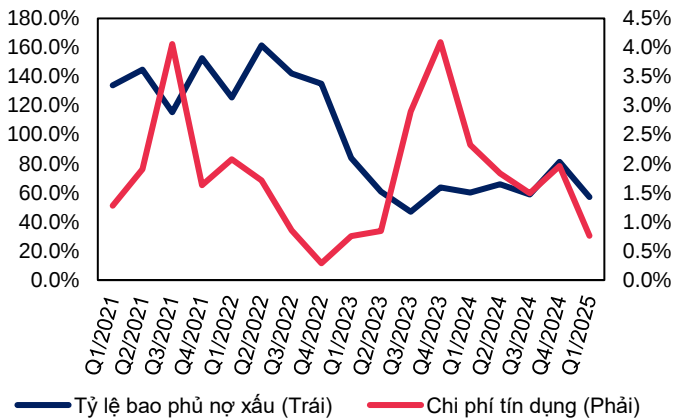
Nguồn: MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản có thể bị ảnh hưởng trong năm 2025/26

- Năm 2024, tỷ lệ nợ xấu của TPB cải thiện 53 đcb svck, đạt 1.52%. Đây là mức thấp nhất kể từ Q1/2023 và thấp hơn mức trung bình của ngành (1.91%). Tuy nhiên, tính đến hết Q1/2025, tỷ lệ nợ xấu của TPB đạt 2.27%, tăng mạnh 0.76 điểm % so với đầu năm; đồng thời tỷ lệ nợ nhóm 2 đạt 2.21%, tăng 0.44 điểm %. Trong đó, dư nợ xấu tăng nhiều nhất tại mảng cho vay khách hàng cá nhân với mức tăng 1.077 tỷ, tiếp theo là dư nợ xấu ngành xây dựng tăng 521 tỷ, ngành bán buôn bán lẻ/sửa chữa tăng 403 tỷ. Tuy nhiên nếu không tính ảnh hưởng do kéo theo nợ xấu tại các TCTD khác thì tỷ lệ nợ xấu cho vay quý 1.2025 tại TPBank chỉ ở mức 1,78%. Có thể thấy, chất lượng tài sản của TPB diễn biến không mấy khả quan trong quý đầu năm với tỷ lệ LLR giảm 24 điểm % so với đầu năm về 57.06%, tuy nhiên, thông qua việc tích cực xử lý nợ xấu tương tự như năm trước, chất lượng tài sản của TPB có thể cải thiện hơn. Ngoài ra, tổng dư nợ cho vay nhóm khách hàng liên quan đến xuất khẩu sang thị trường Mỹ trị giá 10.8 nghìn tỷ, ảnh hưởng không nhiều, còn các khách hàng FDI chủ yếu sử dụng dịch vụ thanh toán và các dịch vụ khác, không đi vay.
- Chúng tôi kỳ vọng TPB sẽ tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản đáng kể nhờ vào (1) nền kinh tế ấm lên và sự phục hồi trong các hoạt động sản

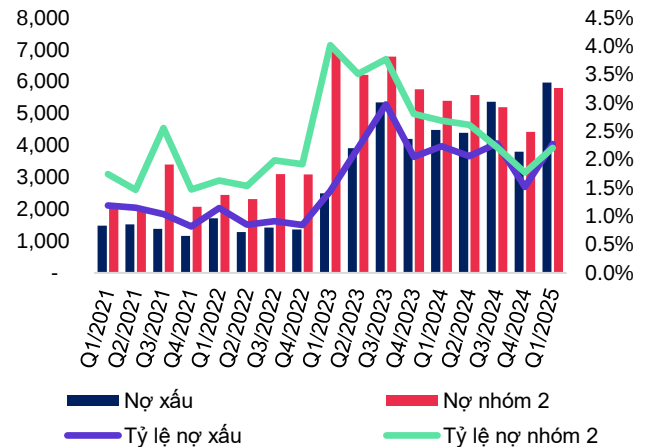
xuất kinh doanh, (2) TPB sẽ tiếp tục củng cố bảng cân đối kế toán thông qua xóa nợ và trích lập dự phòng trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng nhảy nhóm nợ đối với khoản cho vay Bamboo Capital (BCG), với tổng dư nợ đạt 1,166 tỷ đồng (chiếm 0.47% tổng dư nợ của TPB), và các biến động khó lường liên quan đến thuế quan của Mỹ và nền kinh tế nói chung. Như vậy, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của TPB sẽ đạt 1.89%/1.78% trong năm 2025/26 (+37 đcb /-12 đcb svck).

Hình 10: Chi phí tín dụng và tỷ lệ LLR giảm trong Q1/2025



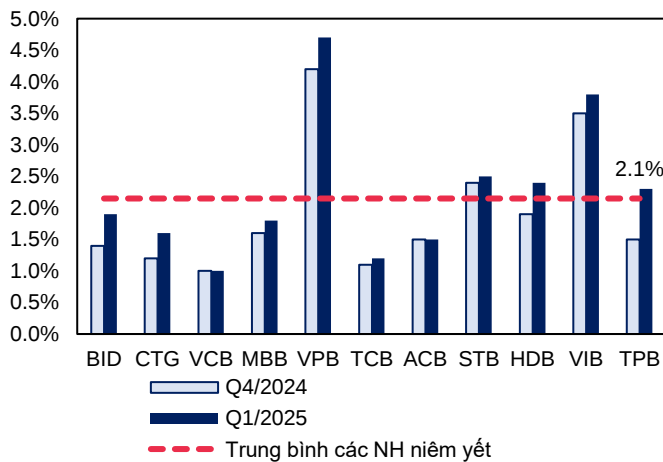
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 11: Tỷ lệ nợ nhóm 2 và tỷ lệ nợ xấu tăng trở lại trong Q1/2025



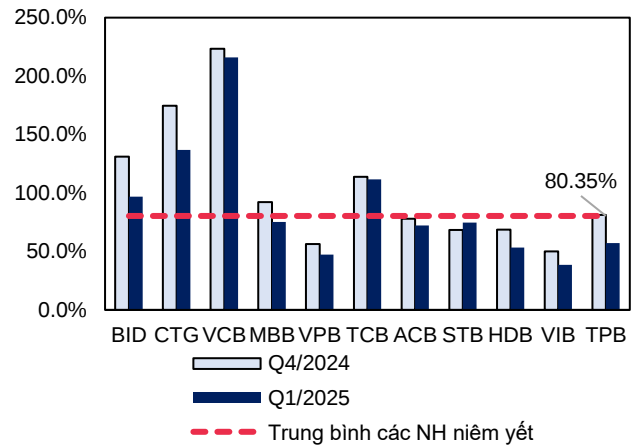
Nguồn: TPB, MBS Research

Hình 12: Tỷ lệ nợ xấu của hầu hết các ngân hàng đều giảm trong Q1/25



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 13: Tỷ lệ LLR của hầu hết các ngân hàng hàng đầu đều giảm trong Q1/25, nhưng LLR của TPB thấp hơn so với trung bình ngành



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Dự báo kết quả kinh doanh của TPB năm 2025-2026

Hình 14: Tóm tắt dự báo kết quả kinh doanh của TPB năm 2025-26

	2024	2025F	%svck	2026F	%svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	12,907	14,722	14.1%	16,807	14.2%	Thu nhập lãi thuần dự kiến tăng do TTTD năm 2025 kỳ vọng đạt 19%, NIM giảm nhẹ so với năm trước
Thu nhập ngoài lãi	5,132	6,142	19.7%	6,990	13.8%	Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng nhờ động lực từ thu nhập từ phí và dịch vụ, dự kiến tăng 20% svck
Tổng thu nhập hoạt động	18,038	20,863	15.7%	23,797	14.1%	
Chi phí hoạt động	(6,279)	(6,885)	9.7%	(7,853)	14.1%	Chúng tôi kỳ vọng TPB tiếp tục tối ưu vận hành để giảm chi phí hoạt động
LN trước dự phòng	11,759	13,978	18.9%	15,944	14.1%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(4,159)	(5,002)	20.3%	(5,704)	14.0%	Với tỷ lệ nợ xấu dự kiến tăng cao, chúng tôi kỳ vọng TPB cũng tăng cường trích lập để cải thiện bộ đệm dự phòng
LN trước thuế	7,600	8,977	18.1%	10,240	14.1%	Tương đương với kế hoạch của TPB
LN ròng	6,072	7,181	18.3%	8,192	14.1%	
Tăng trưởng tín dụng	19.9%	18.8%	-1.1%	15.2%	-3.6%	TPB tích cực tung ra các gói tín dụng cho vay mua nhà lãi suất hấp dẫn, cùng với sự phục hồi của thị trường tiêu dùng bán lẻ
Tăng trưởng huy động	16.6%	12.0%	-4.6%	14.0%	2.0%	
NIM	3.5%	3.5%	0.0%	3.6%	0.1%	NIM dự kiến giảm do lợi suất tài sản dự kiến tăng 0.1 điểm % do vẫn duy trì nền lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ nền kinh tế, chi phí vốn tăng 0.2 điểm % do nửa cuối năm 2025 lãi suất huy động có thể tăng nhẹ
CIR	34.8%	33.0%	-1.8%	33.0%	0.0%	
CASA	22.2%	22.4%	0.2%	22.3%	-0.1%	
NPL	1.52%	1.89%	0.4%	1.78%	-0.1%	Tỷ lệ nợ xấu dự kiến tăng cao do biến động kinh tế có thể ảnh hưởng đến chất lượng tài sản của TPB
LLR	81.3%	70.3%	-11.0%	83.4%	13.0%	
ROE	17.3%	18.0%	0.7%	17.7%	-0.3%	
ROA	1.6%	1.6%	0.1%	1.7%	0.0%	

Nguồn: TPB, 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

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 Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Bất động sản – KCN - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Nguyễn Phương Anh