

## Ngân hàng TMCP Á Châu (HSX: ACB)

### Lợi nhuận ròng được dự báo tiếp tục ổn định

- LNST Q4/2023 tăng 39.6% svck, giúp LNST 2023 tăng 17.2% svck, hoàn thành kế hoạch cả năm, và cao hơn 3.0% so với dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu lên **31,600đ/cp** do điều chỉnh tăng LNST 2024 thêm 9.9% so với dự báo gần nhất và giá trị sổ sách được dùng ở thời điểm cuối 2024 thay vì trung bình 23 và 24 như trước đó.

#### KQKD Q4/23 phù hợp với dự phóng.

Trong Q4/2023, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 8,378 tỷ đồng (+5.7% svck), trong đó thu nhập lãi thuần giảm 3% svck và thu nhập ngoài lãi tăng lần lượt 11.4% và 31.1% svck. Thu nhập lãi thuần của ACB giảm nhẹ svck với nguyên nhân chính đến từ việc NIM tiếp tục giảm. Thu nhập ngoài lãi của TCB tăng trưởng chủ yếu đến từ lãi hoạt động đầu tư chứng khoán, trong khi hoạt động thu phí giảm 22% svck. ACB tiếp tục trích lập 322 tỷ đồng trong Q4/2023 (+28% svck). LNST Q4/2023 tăng 39.6% svck. LNST 2023 đạt 16,075 tỷ đồng (+17% svck), cao hơn 3% so với dự báo gần nhất của chúng tôi và đạt 100% kế hoạch cả năm 2023.

#### Chất lượng tài sản tiếp tục đi đầu toàn ngành.

Cuối năm 2023, tỷ lệ nợ xấu ở mức 1.21%, cao hơn so với mức 0.74% cuối năm 22, song vẫn là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất toàn ngành. Nợ nhóm 2 tiếp tục giảm 13.3% sv quý liền trước và chiếm tỷ lệ 0.65%. Trong năm 2023, ACB đã sử dụng hơn 1,287 tỷ đồng để xử lý nợ xấu (+24.6% svck, chiếm 71% tổng dư nợ trích lập trong kỳ). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt mức 91.2% tại cuối năm 2023.

#### Chúng tôi dự báo LNST tăng trưởng 19.5%/năm trong giai đoạn 2024-25

Dự báo của chúng tôi dựa trên cơ sở: (1) tăng trưởng tín dụng đạt 16% trong năm 2024 và 15% trong 2025; (2) NIM sẽ được duy trì quanh mức 4.0-4.1%, tương đương cao hơn so với 2023 và thấp hơn mức đỉnh 2022. Chúng tôi cho rằng mặc dù môi trường lãi suất thấp được duy trì nhưng lãi suất cho vay cũng sẽ giảm để hỗ trợ nền kinh tế. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với ACB và nâng giá mục tiêu 12 tháng lên **31,600 đ/cp** (tăng 9% so với dự báo gần nhất), tiềm năng tăng giá 14.7%, tỷ suất cổ tức 3.6%.

#### Hình 1: Một số chỉ tiêu tài chính

| Chỉ tiêu tài chính                | 12-22  | 12-23   | 12-24   | 12-25   |
|-----------------------------------|--------|---------|---------|---------|
| Thu nhập lãi thuần                | 23.534 | 24.960  | 29.786  | 35.419  |
| Tổng lợi nhuận hoạt động          | 28.790 | 32.747  | 38.170  | 44.335  |
| Tổng trích lập dự phòng           | (71)   | (1.804) | (1.540) | (1.822) |
| LN ròng                           | 13.688 | 16.045  | 19.384  | 22.905  |
| Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) | 4,26%  | 3,86%   | 4,04%   | 4,29%   |
| Tăng trưởng tiền gửi              | 8,96%  | 16,61%  | 14,94%  | 12,02%  |
| Tăng trưởng cho vay KH            | 14,31% | 17,86%  | 16,00%  | 15,00%  |
| Tăng trưởng LN ròng               | 24,22% | 6,06%   | 19,34%  | 18,91%  |
| Giá trị sổ sách/cp                | 17.303 | 18.269  | 22.259  | 28.157  |
| P/B                               | 1,60   | 1,51    | 1,24    | 0,98    |

Nguồn: ACB, MBS Research

MUA

Giá mục tiêu

VND31,600

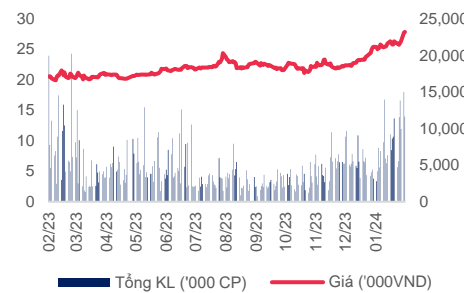
Tiềm năng tăng giá

18.3%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- LNST tăng 9.9% so với dự báo gần nhất

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Giá thị trường (VND)    | 27,550  |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 28,000  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 20,032  |
| Vốn hóa (tỷ VND)        | 107,006 |
| P/E (TTM)               | 6.7x    |
| P/B                     | 1.5x    |
| Tỷ suất cổ tức (%)      | 3.6     |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 30.0    |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

|                                     |      |
|-------------------------------------|------|
| Vietnam Enterprise Investments Ltd. | 6.3% |
| Sather Gate Investments Ltd.        | 5.0% |
| Whistler Investment Ltd.            | 5.0% |
| Estes Investment Ltd.               | 5.0% |
| Dragon Financial Holdings Ltd.      | 3.8% |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích

Đỗ Lan Phương

Phuong.dolan@mbs.com.vn

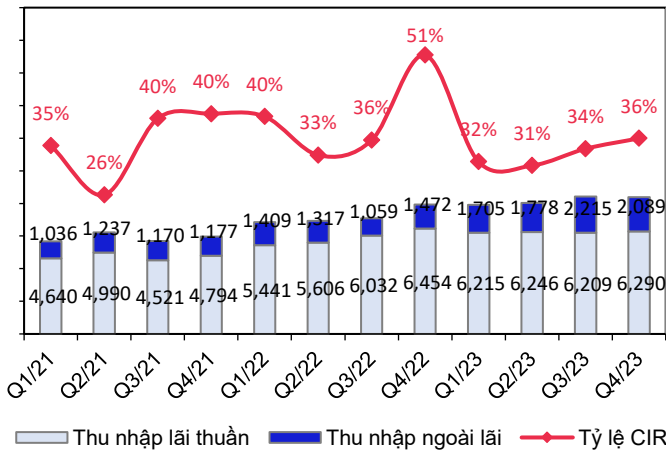
## Ngân hàng TMCP Á Châu

### KQKD 2023: Phù hợp với dự phóng của MBS Research

| Các tiêu chí KQKD                | Q4/23        | Q4/22        | % svck     | 2023          | 2022          | % svck     | % dự báo 2023 của MBS | Nhận xét  |
|----------------------------------|--------------|--------------|------------|---------------|---------------|------------|-----------------------|---|
| Thu nhập lãi                     | 6,290        | 6,454        | -3%        | 24,960        | 23,534        | 6%         | 94%                   | Nguyên nhân chính đến từ việc NIM giảm mạnh trong năm 2023, khiến dù tín dụng tăng trưởng tốt nhưng thu nhập lãi thuần chỉ tăng nhẹ.                            |
| Thu nhập ngoài lãi               | 2,089        | 1,472        | 42%        | 7,787         | 5,257         | 48%        | 130%                  | Thu nhập ngoài lãi 2023 tăng mạnh svck, chủ yếu đến từ hoạt động mua bán chứng khoán đầu tư (+128 lần).   |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>   | <b>8,378</b> | <b>7,926</b> | <b>6%</b>  | <b>32,747</b> | <b>28,790</b> | <b>14%</b> | <b>100%</b>           |   |
| Chi phí hoạt động                | 3,013        | 4,064        | -26%       | 10,874        | 11,605        | -6%        | 90%                   | Nguyên nhân chính đến từ việc giảm chi phí trong mảng hoạt động quản lý công vụ (-29% svck)   |
| <b>LN trước dự phòng</b>         | <b>5,365</b> | <b>3,862</b> | <b>39%</b> | <b>21,872</b> | <b>17,185</b> | <b>27%</b> | <b>106%</b>           |   |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | 322          | 251          | 28%        | 1,804         | 71            | 2448%      | 64%                   | Chi phí DPRRTD tăng mạnh svck, đến từ 2 yếu tố chính (1) nền thấp của năm 2022 khi năm 2022 ngân hàng hoàn nhập gần 400 tỷ đồng; (2) nợ xấu 2023 tăng 93% svck. |
| <b>LNST</b>                      | <b>4,006</b> | <b>2,871</b> | <b>40%</b> | <b>16,045</b> | <b>13,688</b> | <b>17%</b> | <b>103%</b>           |   |
| Tăng trưởng tín dụng (YTD)       | 17.9%        | 14.3%        |            |               |               |            |                       | Tín dụng tăng trưởng mạnh trong Q4/23 (+9.1% sv quý trước), với sự tăng trưởng đồng đều đến từ các KHCN và KHDN (bao gồm SMEs và KHDN lớn)                      |
| Tăng trưởng huy động (YTD)       | 16.6%        | 9.0%         |            |               |               |            |                       | Tiền gửi khách hàng tăng trưởng mạnh nhất ở mảng KHDN lớn (+26% svck), tuy nhiên đóng góp chính của mảng huy động vẫn đến từ KHCN                               |
| NIM                              | 3.9%         | 4.3%         |            |               |               |            |                       | NIM tiếp tục giảm 21 đcb sv quý liền trước, và 0.4% svck, là mức thấp nhất kể từ năm 2021.  |
| CIR                              | 36.0%        | 51.3%        |            | 33.2%         | 40.3%         |            |                       |   |
| CASA                             | 21.9%        | 22.2%        |            |               |               |            |                       | CASA có sự phục hồi trở lại so với đầu năm (Q1/24: 20.1%)   |
| NPL                              | 1.2%         | 0.7%         |            |               |               |            |                       | Tỷ lệ nợ xấu đã bao gồm CIC. NPL riêng lẻ (ngân hàng mẹ đạt 1.11% cuối Q4/23.   |
| LLR                              | 91.2%        | 159.3%       |            |               |               |            |                       |   |
| ROE                              | 24.8%        | 26.5%        |            |               |               |            |                       |   |
| ROA                              | 2.4%         | 2.4%         |            |               |               |            |                       |   |

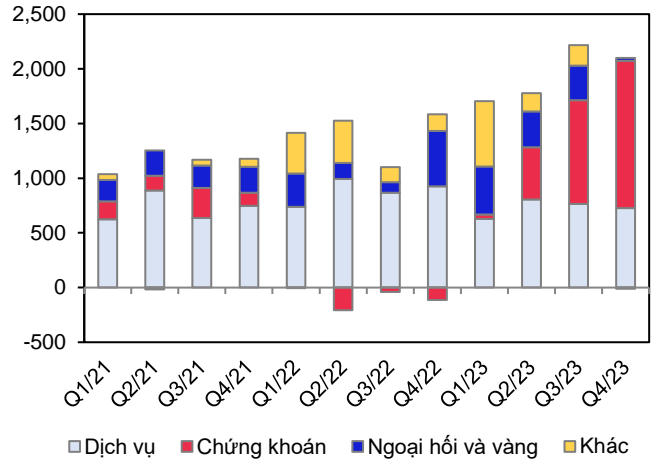
Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 2: Cơ cấu thu nhập của ACB



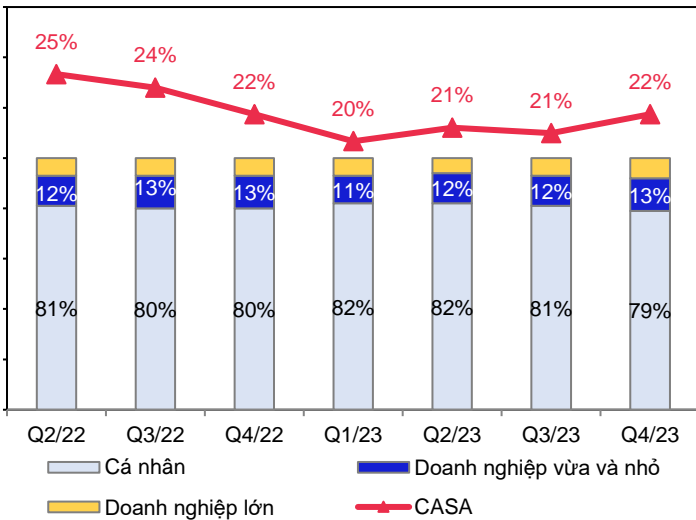
Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 3: Cơ cấu thu nhập ngoài lãi



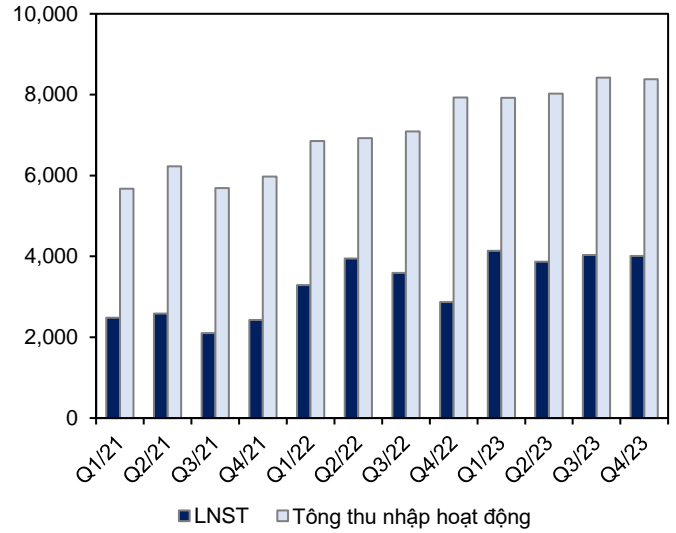
Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 4: Cơ cấu tiền gửi của ACB



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 5: Tổng thu nhập và LNST của ACB theo quý



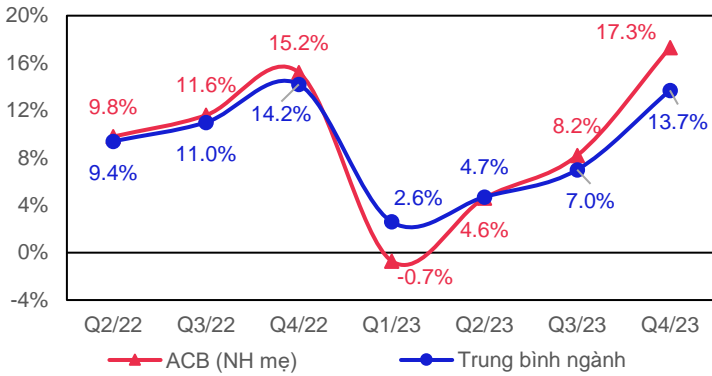
Nguồn: ACB, MBS Research

## Triển vọng kinh doanh 2024

Tín dụng tiếp tục tăng trưởng ổn định với mức 16% trong năm 2024

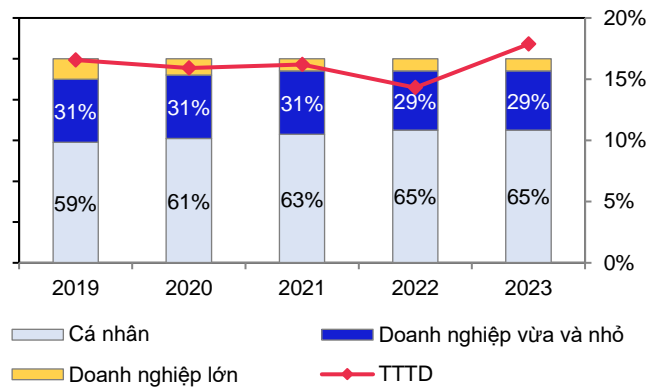
Năm 2023, tín dụng của ACB tăng 16.7% svck. Q4/23, tín dụng tăng mạnh 9.1% sv quý liền trước (Q3/23: 8.7%). Tín dụng theo nhóm các khách hàng của ACB tăng trưởng tương đối đồng đều trong năm 2023, với dẫn đầu đến từ mảng khách hàng doanh nghiệp lớn. Là ngân hàng có thể mạnh về bản lẻ, nên mảng khách hàng cá nhân (KHCHN) vẫn đóng góp 65% tổng dư nợ.

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng ngân hàng mẹ ACB so với trung bình ngành



Nguồn: ACB, MBS Research

Hình 7: Cơ cấu tín dụng của ACB



Nguồn: ACB, MBS Research

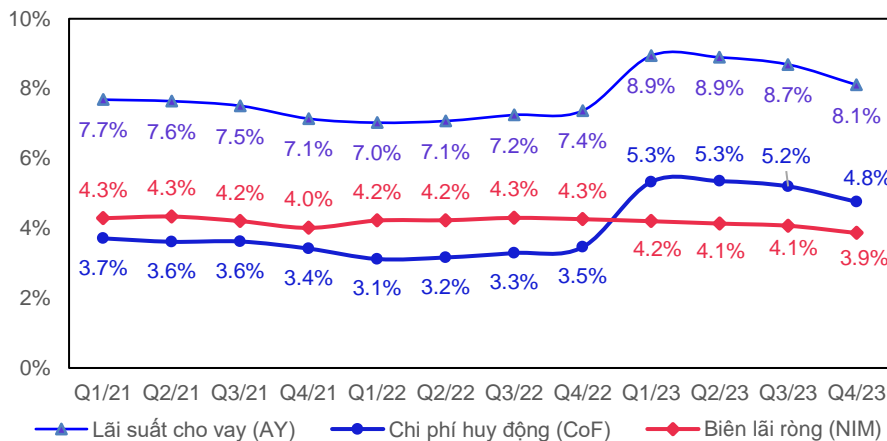
Chúng tôi kì vọng tín dụng trong 2024 sẽ tăng trưởng 16% sv 2023, nhờ:

- ACB là ngân hàng có thế mạnh ở mảng cho vay cá nhân. Mảng tín dụng này tăng trưởng tương đối chậm trong 2023, và được kì vọng sẽ được hồi phục tốt hơn trong năm 2024, trong bối cảnh lãi suất cho vay thấp sẽ kích cầu tín dụng mảng này trở lại mạnh mẽ hơn.
- Mảng khách hàng doanh nghiệp (KHDN) được tập trung phát triển trong năm 2023. Khách hàng doanh nghiệp lớn và SMEs lần lượt tăng 19%/16% svck. Mảng cho vay doanh nghiệp được kì vọng sẽ tiếp tục phát triển hơn. trong năm 2024

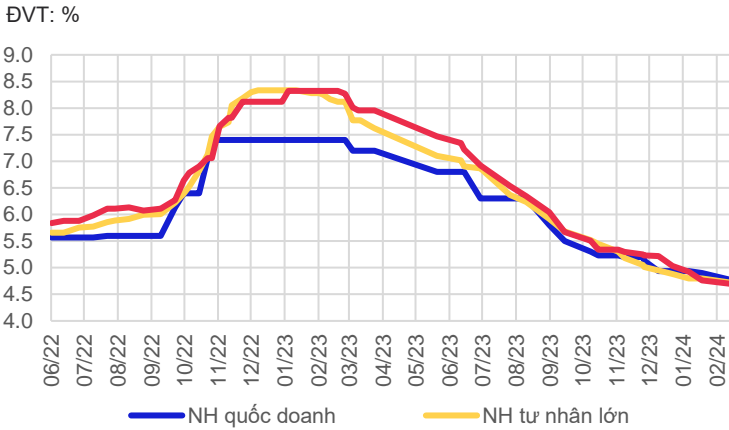
**Biên lãi ròng (NIM) được kỳ vọng đã tạo đáy trong 2023 và cải thiện trong 2024**

Biên lãi ròng (NIM) của ACB tiếp tục giảm trong Q4/23, ghi nhận 3.86%, giảm 0.21%/ 0.4% sv quý liền trước/ svck. Tuy nhiên, sang 2024, chúng tôi cho rằng NIM của ngân hàng sẽ được cải thiện, về quanh mức 4% (tăng nhẹ 0.17 điểm % so với 2023). Nguyên nhân chính đến từ việc chi phí huy động được dự báo giảm 73 điểm cơ bản khi môi trường lãi suất huy động thấp được duy trì, trong khi đó lãi suất cho vay cũng sẽ giảm 41 điểm cơ bản.

Hình 8: Biến động NIM của ACB theo quý



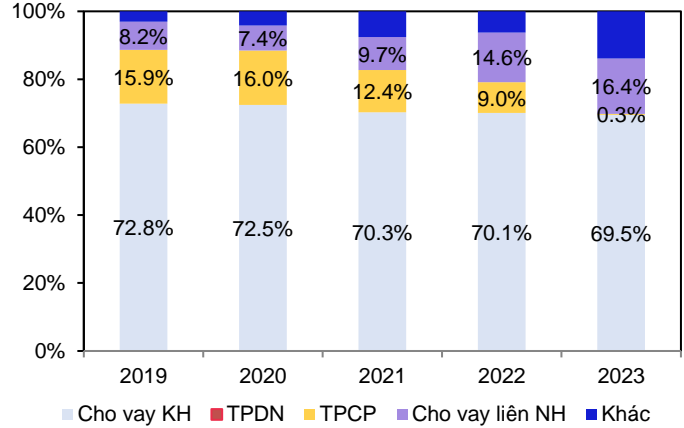
Hình 9: Lãi suất huy động 12 tháng của các nhóm ngân hàng



Ngân hàng quốc doanh bao gồm: VCB, BID, CTG  
 Ngân hàng tư nhân lớn bao gồm: TCB, VPB, MBB, STB, ACB, SHB  
 Ngân hàng tư nhân vừa và nhỏ bao gồm: LPB, SSB, NAB, EIB,

Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 10: Cơ cấu tài sản sinh lời của ACB



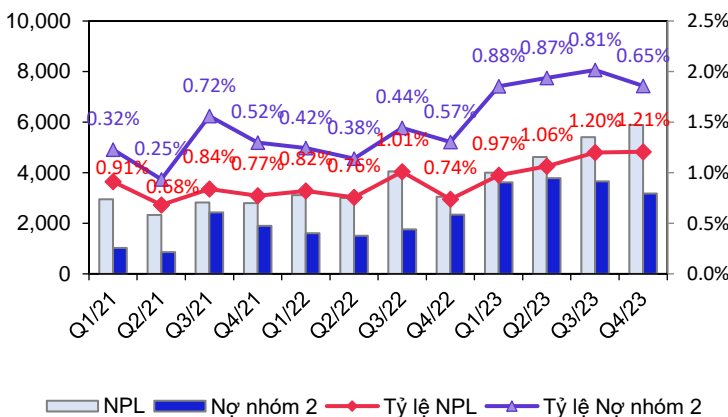
Nguồn: ACB, MBS Research

## Chất lượng tài sản đứng đầu toàn ngành luôn là sự ưu tiên trong năm 2024

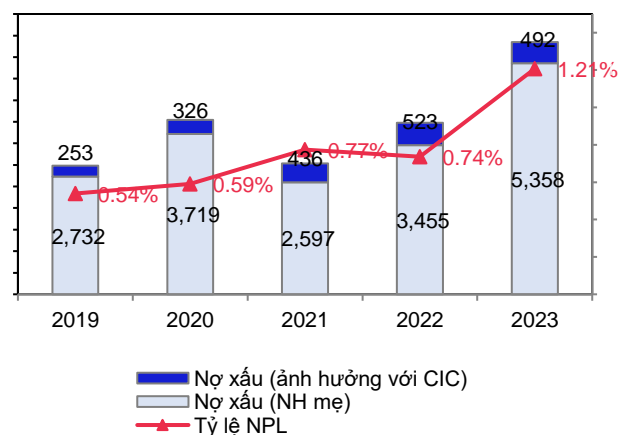
Tỷ lệ nợ xấu Q4/23 của ngân hàng đạt 1.21% (+0.47 điểm % svck). Nợ xấu chịu ảnh hưởng của CIC của ACB đạt 492 tỷ đồng, nếu không tính khoản nợ xấu này, tỷ lệ nợ xấu của ACB đạt 01.1%. Tuy nhiên, tổng nợ xấu của ACB tăng 93% so với Q4/22, đạt trên 5,887 tỷ đồng. Nợ cần chú ý cũng tăng 35% svck, đạt 3,175 tỷ đồng.

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm chất lượng tài sản là yếu tố quan trọng đối với các ngân hàng trong năm nay. Q4/23, chất lượng tài sản của ACB có phần sụt giảm, tuy nhiên, ở mặt tích cực, chúng tôi cho rằng nợ xấu của ACB đã tạo đỉnh. Nợ nhóm 2 đã tạo đỉnh trong Q2/23, Q4/23 ghi nhận 3,175 tỷ đồng (tỷ lệ nợ nhóm 2/tổng dư nợ đạt 0.7%, giảm 0.2 điểm % sv đầu năm). ACB tiếp tục có chất lượng tài sản nổi bật so với phần lớn các NHTM khác, nhờ có (1) danh mục cho vay an toàn, với 0% trái phiếu doanh nghiệp; (2) Tỷ lệ LLR dù suy giảm nhưng tốc độ có dấu hiệu chậm lại; (3) Nợ xấu hình thành mới có xu hướng giảm và ACB vẫn là một trong những ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất toàn ngành.

Hình 11: Chất lượng nợ của ngân hàng



Nguồn: ACB, MBS Research



Nguồn: ACB, MBS Research

## Dự báo KQKD: Chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng 19%/năm trong giai đoạn 2024-2025

Hình 12: Bảng tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

| Các tiêu chí KQKD                | 2023          | 2024F         | % svck       | 2025F         | % svck       | Nhận xét  |
|----------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---|
| Thu nhập lãi                     | 24,960        | 29,786        | 19.3%        | 35,419        | 18.9%        | Dự phóng dựa trên giả định tăng trưởng tín dụng 2024 đạt 16% và NIM đã tạo đáy trong năm 2023.  |
| Thu nhập ngoài lãi               | 7,787         | 8,384         | 7.7%         | 8,916         | 6.3%         | Năm 2023, mảng banca của ACB sụt giảm khoảng 20% svck và mảng banca là mảng đóng góp lớn cho thu nhập ngoài lãi của ACB. Chúng tôi kì vọng với vị thế là ngân hàng có mảng banca đứng đầu ngành, mảng banca sẽ là động lực tăng trưởng trong 2024 ở mảng này. |
| <b>Tổng thu nhập hoạt động</b>   | <b>32,747</b> | <b>38,170</b> | <b>16.6%</b> | <b>44,335</b> | <b>16.2%</b> |   |
| Chi phí hoạt động                | 10,874        | 12,400        | 14.0%        | 13,882        | 11.9%        |   |
| <b>LN trước dự phòng</b>         | <b>21,872</b> | <b>25,770</b> | <b>17.8%</b> | <b>30,454</b> | <b>18.2%</b> |   |
| Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng | (1,804)       | (1,540)       | -14.7%       | (1,822)       | 18.3%        | Nợ xấu được kì vọng đã tạo đỉnh trong 2023, kết hợp với việc ngân hàng thận trọng trong các khoản cho vay và chất lượng tài sản nên CPDPRRD được kì vọng giảm trong 2024.   |
| <b>LNST</b>                      | <b>16,045</b> | <b>19,384</b> | <b>20.8%</b> | <b>22,905</b> | <b>18.2%</b> |   |
| Tăng trưởng tín dụng             | 18%           | 16%           |              | 15%           |              |   |
| Tăng trưởng huy động             | 17%           | 15%           |              | 12%           |              |   |
| NIM                              | 3.9%          | 4.0%          |              | 4.3%          |              |   |
| CIR                              | 33.2%         | 32.5%         |              | 31.3%         |              |   |
| CASA                             | 21.9%         | 22.7%         |              | 23.0%         |              |   |
| NPL                              | 1.2%          | 1.0%          |              | 0.9%          |              |   |
| LLR                              | 91.2%         | 100.8%        |              | 102.4%        |              |   |
| ROE                              | 22.6%         | 22.4%         |              | 20.9%         |              |   |
| ROA                              | 2.2%          | 2.4%          |              | 2.5%          |              |   |

Nguồn: ACB, MBS Research

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 31,600 đồng/CP

Chúng tôi ưa thích ACB vì 1) vị thế là một trong những NHTM tư nhân hàng đầu, 2) chất lượng tài sản ổn định và vững chắc trong nhiều năm, 3) tăng trưởng tín dụng tiếp tục duy trì ổn định ở mức cao trong 2024, qua đó hỗ trợ tăng trưởng thu nhập.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu của ACB là 31,600 đồng/cổ phiếu dựa trên việc sử dụng kết hợp giữa hai phương pháp thu nhập thặng dư và P/B.

- Phương pháp thu nhập thặng dư: Chúng tôi đồng thời 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 vì vậy giá trị của ngân hàng được định giá sẽ phản ánh gần chính xác nhất giá trị sổ sách thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng
- Phương pháp định giá hệ số so sánh P/B: Chúng tôi áp dụng mức P/B mục tiêu trung bình 1 năm của ACB là 1.3x với giá trị sổ sách 2024
- Đồng thời, Tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp được chúng tôi dự báo lên tới 3.6%, đưa tỷ lệ sinh lời tiềm năng lên mức 18.3%.

Hình 13: Định giá thu nhập thặng dư

| Phương pháp định giá RI                                     | 2023F      | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F |
|---|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Lãi suất phi rủi ro   | 3.0%       | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  |
| Phần bù rủi ro  | 9.6%       | 9.6%  | 9.6%  | 9.6%  | 9.6%  | 9.6%  | 9.6%  |
| Beta  | 1.0        | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| Chi phí VCSH  | 12.8%      | 12.8% | 12.8% | 12.8% | 12.8% | 12.8% | 12.8% |
| Tăng trưởng dài hạn   |            |       |       |       |       |       | 3.0%  |
| Giá trị sổ sách đầu kỳ (tỷ đồng)                            | 70,955.96  |       |       |       |       |       |       |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (7 năm) (tỷ đồng)    | 30,812.75  |       |       |       |       |       |       |
| Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối) (tỷ đồng) | 22,595.59  |       |       |       |       |       |       |
| Giá trị VCSH (tỷ đồng)                                      | 124,364.30 |       |       |       |       |       |       |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)                     | 3,884.05   |       |       |       |       |       |       |
| Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)                          | 32,019     |       |       |       |       |       |       |

Hình 14: Tổng hợp các phương pháp định giá

| Tổng hợp định giá  | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Đóng góp      |
|--|--------------|----------|---------------|
| P/B (Với BVPS 2024 và P/B trung bình 5y của ACB là 1.3x) | 31,163       | 50%      | 15,581        |
| Thu nhập thặng dư  | 32,020       | 50%      | 16,010        |
| Giá mục tiêu   |              |          | 31,591        |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>                           |              |          | <b>31,600</b> |

Hình 15: Bảng so sánh giữa các ngân hàng Việt Nam (giá đóng cửa ngày 20/02/2024)

|                                 | Giá hiện tại<br>(VND đồng) | Vốn hoá<br>(tỷ đồng) | P/E         |             | P/B         |             | ROE          |              | ROA         |             |
|---------------------------------|----------------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                                 |                            |                      | TTM         | 2024F       | TTM         | 2024F       | TTM          | 2024F        | TTM         | 2024F       |
| BID                             | 49,400                     | 281,602              | 13.1x       | 9.5x        | 2.4x        | 1.7x        | 19.0%        | 18.1%        | 1.0%        | 1.0%        |
| CTG                             | 35,200                     | 189,024              | 9.5x        | 9.0x        | 1.5x        | 1.4x        | 15.8%        | 16.4%        | 1.0%        | 1.1%        |
| VCB                             | 91,300                     | 510,284              | 15.4x       | 13.1x       | 3.0x        | 2.5x        | 23.0%        | 19.0%        | 1.8%        | 0.6%        |
| MBB                             | 23,850                     | 124,356              | 6.0x        | 5.2x        | 1.3x        | 1.1x        | 22.3%        | 22.9%        | 2.5%        | 2.7%        |
| VPB                             | 19,600                     | 155,505              | 13.6x       | 9.5x        | 1.2x        | 1.0x        | 11.1%        | 12.3%        | 1.8%        | 2.0%        |
| TCB                             | 38,900                     | 137,026              | 7.6x        | 6.0x        | 1.1x        | 0.9x        | 15.3%        | 15.4%        | 2.5%        | 2.5%        |
| ACB                             | 27,550                     | 107,006              | 6.7x        | 5.5x        | 1.5x        | 1.2x        | 24.1%        | 20.3%        | 2.4%        | 2.4%        |
| STB                             | 30,700                     | 57,876               | 7.5x        | 4.6x        | 1.3x        | 1.0x        | 17.2%        | 23.9%        | 1.1%        | 1.8%        |
| HDB                             | 23,600                     | 68,264               | 6.8x        | 6.2x        | 1.5x        | 1.1x        | 20.3%        | 18.4%        | 1.8%        | 1.7%        |
| VIB                             | 22,200                     | 56,317               | 6.6x        | 5.3x        | 1.5x        | 1.2x        | 27.7%        | 25.8%        | 2.5%        | 2.8%        |
| OCB                             | 15,550                     | 31,953               | 7.7x        | 5.1x        | 1.1x        | 0.9x        | 16.3%        | 18.9%        | 2.1%        | 2.5%        |
| TPB                             | 18,750                     | 41,281               | 9.2x        | 6.2x        | 1.3x        | 1.0x        | 18.6%        | 16.2%        | 1.8%        | 1.8%        |
| <b>Trung bình loại trừ SOEs</b> |                            |                      | <b>8.0x</b> | <b>6.0x</b> | <b>1.3x</b> | <b>1.1x</b> | <b>19.2%</b> | <b>19.4%</b> | <b>2.1%</b> | <b>2.3%</b> |
| <i>Trung bình</i>               |                            |                      | <i>9.1x</i> | <i>7.1x</i> | <i>1.5x</i> | <i>1.3x</i> | <i>19.2%</i> | <i>19.0%</i> | <i>1.9%</i> | <i>1.9%</i> |

### Rủi ro đầu tư

(1) Nhu cầu tín dụng tiêu dùng phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng, tác động đến mức tăng trưởng tín dụng không được như kỳ vọng và mức lãi suất cho vay tiếp tục duy trì thấp lâu hơn so với dự phóng.

(2) Chi phí trích lập dự phòng ở mức cao hơn chúng tôi dự phóng do nợ xấu tiềm ẩn tăng cao hoặc thời gian xử lý nợ xấu kéo dài hơn dự kiến do tính thanh khoản của tài sản đảm bảo.

(3) Ngân hàng có thể hạ lãi suất cho vay thấp hơn dự kiến nhằm hỗ trợ khách hàng, tác động tiêu cực đến NIM



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| KQKD                                | Dec-22         | Dec-23         | Dec-24         | Dec-25         | Các chỉ số chính                  | Dec-22 | Dec-23 | Dec-24 | Dec-25 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi                        | 40,699         | 52,347         | 56,615         | 64,668         | Tăng trưởng tiền gửi              | 9%     | 17%    | 15%    | 12%    |
| Chi phí lãi                         | (17,165)       | (27,387)       | (26,829)       | (29,249)       | Tăng trưởng cho vay KH            | 14%    | 18%    | 16%    | 15%    |
| <b>Thu nhập lãi thuần</b>           | <b>23,534</b>  | <b>24,960</b>  | <b>29,786</b>  | <b>35,419</b>  | Tăng trưởng tổng tài sản          | 15%    | 18%    | 12%    | 14%    |
| <b>Thu nhập ngoài lãi</b>           | <b>5,257</b>   | <b>7,787</b>   | <b>8,384</b>   | <b>8,916</b>   | Tăng trưởng thu nhập lãi ròng     | 24%    | 6%     | 19%    | 19%    |
| <b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>     | <b>28,790</b>  | <b>32,747</b>  | <b>38,170</b>  | <b>44,335</b>  | Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi    | 14%    | 48%    | 8%     | 6%     |
| <b>Tổng chi phí hoạt động</b>       | <b>11,605</b>  | <b>10,874</b>  | <b>12,400</b>  | <b>13,882</b>  | Tăng trưởng LN ròng               | 43%    | 17%    | 21%    | 18%    |
| <b>LN trước dự phòng</b>            | <b>17,185</b>  | <b>21,872</b>  | <b>25,770</b>  | <b>30,454</b>  | Cấp tín dụng/ nguồn vốn           | 78.6%  | 78.1%  | 81.6%  | 83.7%  |
| Tổng trích lập dự phòng             | (71)           | (1,804)        | (1,540)        | (1,822)        | Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên (NIM) | 4.3%   | 3.9%   | 4.0%   | 4.3%   |
| <b>LN hoạt động sau trích lập</b>   | <b>17,114</b>  | <b>20,068</b>  | <b>24,230</b>  | <b>28,632</b>  | Chi phí hoạt động/thu nhập (CIR)  | 40.3%  | 33.2%  | 32.5%  | 31.3%  |
| Lợi nhuận sau thuế                  | 13,688         | 16,045         | 19,384         | 22,905         | Chi phí dự phòng/cho vay KH       | 0.0%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.3%   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | -              | -              | -              | -              | Tỷ lệ nợ xấu (NPL)                | 0.7%   | 1.2%   | 1.0%   | 0.9%   |
| <b>LN chia cho cổ đông hiện hữu</b> | <b>13,688</b>  | <b>16,045</b>  | <b>19,384</b>  | <b>22,905</b>  | Tổng dự phòng/nợ xấu (LLR)        | 159.3% | 91.2%  | 100.8% | 102.4% |
|                                     |                |                |                |                | Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)           | 12.8%  | 12.5%  |        |        |
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>         | <b>Dec-22</b>  | <b>Dec-23</b>  | <b>Dec-24</b>  | <b>Dec-25</b>  | ROAA                              | 2.3%   | 2.2%   | 2.4%   | 2.5%   |
| <b>Tổng cho vay khách hàng</b>      | <b>499,678</b> | <b>602,476</b> | <b>664,837</b> | <b>750,247</b> | ROAE                              | 23.4%  | 22.6%  | 22.4%  | 20.9%  |
| Tổng các khoản mục chứng khoán      | 90,424         | 99,145         | 109,108        | 127,962        | EPS pha loãng                     | 4,053  | 4,131  | 4,991  | 5,897  |
| Tổng dự phòng                       | (4,850)        | (5,367)        | (5,716)        | (6,144)        | Giá trị sổ sách/cp                | 17,303 | 18,269 | 22,259 | 28,157 |
| <b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>   | <b>585,252</b> | <b>696,254</b> | <b>768,228</b> | <b>872,064</b> | Cổ tức / cp (VND)                 | 1,000  | 1,000  |        |        |
| Tổng tài sản không sinh lãi         | 22,624         | 22,541         | 40,358         | 46,528         | P/B                               | 1.59   | 1.51   | 1.24   | 0.98   |
| <b>Tổng tài sản</b>                 | <b>607,875</b> | <b>718,795</b> | <b>808,586</b> | <b>918,592</b> |                                   |        |        |        |        |
| Tiền gửi của khách hàng             | 458,763        | 535,113        | 622,672        | 694,212        |                                   |        |        |        |        |
| Tiền gửi và vay các TCTD khác       | <b>67,901</b>  | <b>89,665</b>  | <b>70,516</b>  | <b>82,995</b>  |                                   |        |        |        |        |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>             | <b>549,437</b> | <b>647,839</b> | <b>722,131</b> | <b>809,231</b> |                                   |        |        |        |        |
| Vốn điều lệ                         | 33,774         | 38,841         | 38,841         | 38,841         |                                   |        |        |        |        |
| Lợi nhuận chưa phân phối            | 15,172         | 20,286         | 32,917         | 52,434         |                                   |        |        |        |        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>               | <b>58,439</b>  | <b>70,956</b>  | <b>86,456</b>  | <b>109,361</b> |                                   |        |        |        |        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | -              | -              | -              | -              |                                   |        |        |        |        |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>    | <b>607,875</b> | <b>718,795</b> | <b>808,586</b> | <b>918,592</b> |                                   |        |        |        |        |

Nguồn: BCTC công ty, 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.

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

NĂM 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 QUANCác cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬPCác cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Năm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUANCác 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 CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

### Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

### Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

### Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

### Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền