

NH TMCP Công Thương Việt Nam (HSX: CTG)

- LNTT hợp nhất Q1/2024 tăng nhẹ 3.5% svck do thu nhập hoạt động chỉ tăng 12.0% trong khi chi phí trích lập tăng 19.7% svck;
- Chúng tôi dự báo LNST 2024-2025 sẽ tăng lần lượt 12.6% và 26.7% svck;
- Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu 12 tháng là **33,800 VND/cp**

LNST Q1/2024 tăng nhẹ 3.5% svck

Trong quý đầu năm 2024, CTG ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 19,067 tỷ đồng (+12.0% svck), trong đó thu nhập lãi thuần tăng 19.8% và thu nhập ngoài lãi giảm 10.6% svck. Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập hoạt động đạt 20.4%. Tỷ lệ CIR trong kỳ đạt 25.2%, tương đương cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chi phí trích lập dự phòng đạt 8,049 tỷ đồng, tăng 19.7% svck và 80.0% so với quý liền trước khiến LNST chỉ đạt 5,003 tỷ đồng, tăng nhẹ 3.5% svck và giảm 17.4% so với Q4/2023.

Mức LNST này đạt 22.2% dự báo LNST cả năm 2024 của chúng tôi và thấp hơn 6% so với kế hoạch của ngân hàng. Chúng tôi dự báo LNST 2024 sẽ tăng 12.6% và tăng tốc lên mức 26.7% trong năm 2025 nhờ NIM tăng và chi phí trích lập giảm tốc so với 2024.

Tỷ lệ NPL quay về mức đỉnh Q3/2023

Tỷ lệ NPL cuối Q1/2024 đạt 1.35%, tăng 22 điểm cơ bản so với đầu năm. CTG có tỷ lệ NPL thấp thứ 3 (sau TCB và VCB) trong nhóm các NHTM có vốn hóa lớn. Mặc dù vậy, tỷ lệ NPL này lại tương đương với mức đỉnh tại cuối Q3/2023 cho thấy áp lực gia tăng nợ xấu đối với CTG vẫn còn lớn. Nợ xấu gia tăng khiến CTG mạnh tay trích lập đưa tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dự nợ trong quý lên mức 0.53%, cao gấp đôi so với mức của Q4/2023. Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) của CTG đạt 150.8% tại cuối Q1/2024, giảm đáng kể so với cuối năm 2023 (đạt 167.2%) và so với cùng kỳ (đạt 173.0%). NPL được dự báo duy trì ở mức 1.35% tại cuối 2024 và tăng nhẹ lên 1.4% cuối 2025.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 12 tháng là 33,800 VND/cp.

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với CTG với giá mục tiêu là 33,800 VND/cp dựa trên (1) triển vọng tăng trưởng lợi nhuận 2024 đạt 12.6%, thấp hơn so với trung bình các ngân hàng theo dõi (+21.8% svck) (2) mặc dù NPL vẫn ở mức dưới 2% nhưng tỷ lệ trích lập của CTG là tương đối lớn, đặc biệt khi so sánh với 2 NHTM khác là VCB và BID. Điều này theo chúng tôi là lý do khiến định giá của CTG thấp hơn đáng kể so với 2 ngân hàng trên.

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

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tổng thu nhập hoạt động	64,117	70,548	80,850	92,179
Thu nhập lãi thuần	47,792	52,957	61,671	71,183
NIM	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%
Chi phí dự phòng	23,791	25,115	27,415	28,763
LNST	16,984	20,045	22,570	28,600
Tăng trưởng LNST	19.5%	18.0%	12.6%	26.7%
Tăng trưởng tín dụng	12.7%	15.6%	14.3%	12.7%
Tăng trưởng huy động	15.5%	17.9%	15.0%	16.7%
Giá trị sổ sách	22,354	23,596	27,144	31,690
P/B	1.5x	1.4x	1.2x	1.0x

Nguồn: CTG, MBS Research

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

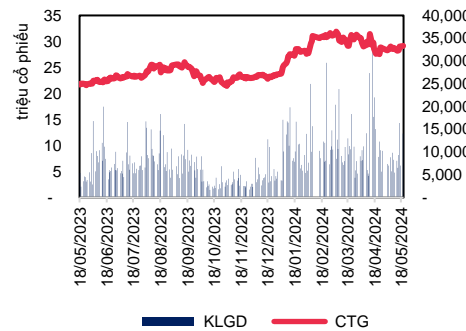
33,800 VND/cp

Tiềm năng tăng giá

+4.9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	32,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	36,450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24,520
Vốn hóa (tỷ VND)	179,089
P/E (TTM)	8.9x
P/B (TTM)	1.3x
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	26.97%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (31/12/2023)

NHNN Việt Nam	64.46%
Tokyo Mitsubishi UFJ	19.73%
Quý IFC	3.35%
PYN Elite Fund	2.22%
Cty Tài Chính Quốc tế	1.64%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyến

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

NGÂN HÀNG TMCP CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1/2024

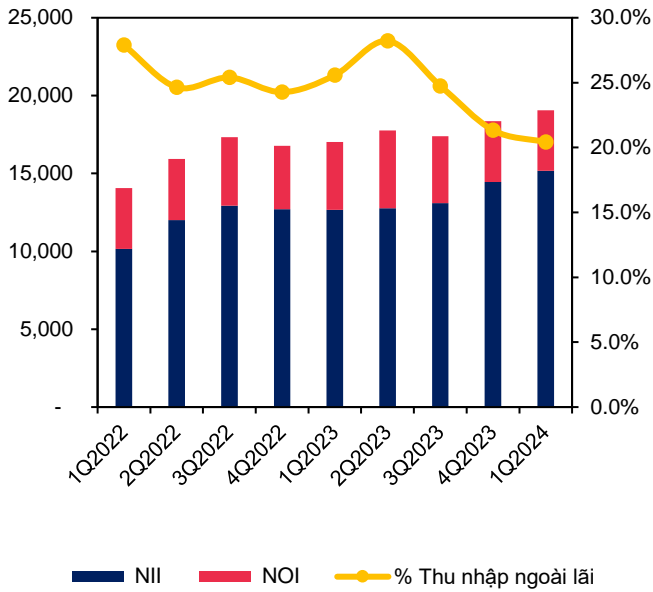
LNST Q1/2024 tăng 3.5% svck và chi phí trích lập dự phòng tăng 80.0% so với quý trước.

Hình 2: So sánh KQKD Q1/2024 so với Q1/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2023	Q1/2024	Tăng trưởng (yoy)	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	17,018	19,067	12.0%	
Thu nhập lãi thuần	12,666	15,174	19.8%	NIM được duy trì ở mức 3.0%, tương đương Q4/2023 và tăng nhẹ 13 điểm cơ bản svck. TTTD mặc dù chỉ đạt 2.7% so với đầu năm (Q1/2023: tăng 4.5% so với đầu năm 2022) nhưng cũng giúp thu nhập lãi thuần tăng trưởng khả quan.
Thu nhập thuần ngoài lãi	4,352	3,893	-10.6%	Thu nhập ngoài lãi giảm chủ yếu do sự suy giảm của hoạt động thu phí (-11.1% svck) và hoạt động khác (-26.2% svck) trong khi hoạt động kinh doanh vàng và ngoại hối tăng 14.6% svck. Tỷ lệ % thu nhập ngoài lãi/tổng thu nhập cũng giảm xuống mức 20.4% trong Q1/2024 so với mức trung bình 25.2% trong 2 năm gần nhất.
Chi phí trích lập dự phòng	6,724	8,049	19.7%	Chi phí trích lập dự phòng tăng 19.7% svck và tăng 80.0% so với quý trước khi NPL tăng trở lại cho thấy áp lực suy giảm tài sản trong phần còn lại của năm 2024 là lớn. Tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ đạt 0.53%, tương đương với Q3/2023 và gần gấp đôi so với quý liền trước.
Chi phí hoạt động	4,314	4,807	11.4%	CIR cuối Q1/2024 giảm mạnh. Theo quan sát của chúng tôi CIR của CTG có xu hướng đạt mức thấp nhất vào quý đầu năm và cao nhất trong quý cuối năm.
LNST	4,831	5,003	3.5%	LNST Q1/2024 đạt 21.6% dự báo 2024 của chúng tôi.
NIM	2.9%	3.0%	13 đcb	NIM tăng nhẹ chủ yếu do COF giảm mạnh 174 điểm cơ bản trong khi tỷ suất sinh lợi tài sản giảm 131 điểm cơ bản svck.
CIR	25.3%	25.2%	-14 đcb	
ROE	16.0%	16.5%	50 đcb	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	4.5%	2.7%	-178 đcb	Mức tăng này chỉ nhỉnh hơn trung bình các NHNY (1.9% so với cuối 2023) nhưng cao nhất trong nhóm các NHTMNN (VCB: -0.3% và BID: +0.9% so với cuối 2023).
Tăng trưởng huy động (YTD)	6.7%	9.0%	229 đcb	
CASA	17.5%	21.5%	397 đcb	
NPL	1.3%	1.3%	7 đcb	NPL tăng 22 điểm cơ bản so với cuối 2023 và tăng 7 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Nợ nhóm 2 giảm 108 điểm cơ bản svck và tăng nhẹ 4 điểm cơ bản so với cuối 2023.
LLR	173.0%	150.8%	-2215 đcb	LLR Q1/2024 giảm 16.4% so với cuối năm 2023 nhưng vẫn nằm trong top 3 toàn ngành (sau VCB và BID).

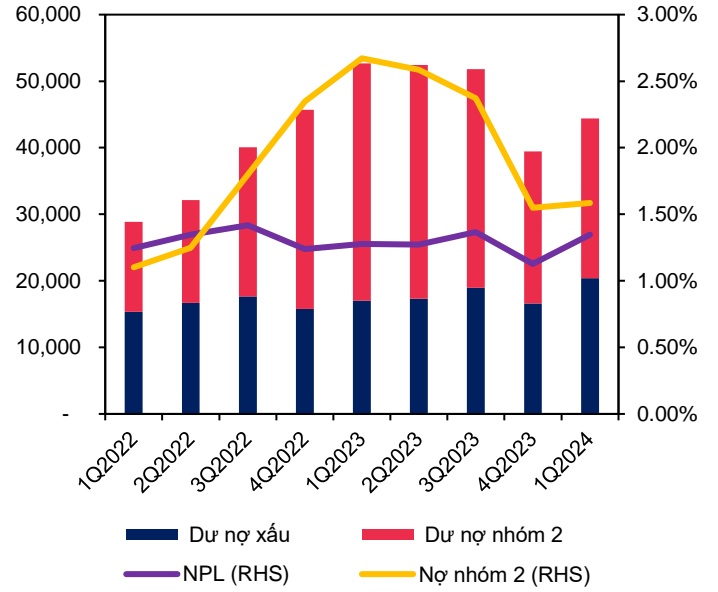
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng quý CTG (tỷ đồng)



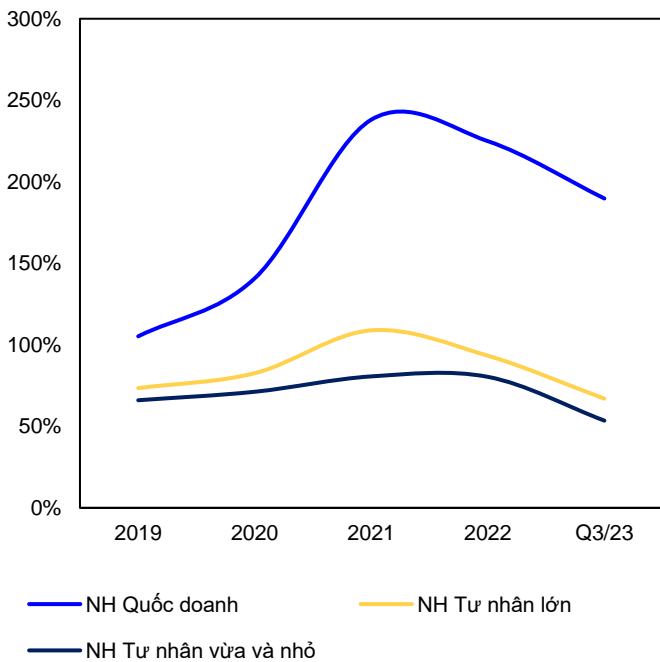
Nguồn: CTG, MBS Research

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



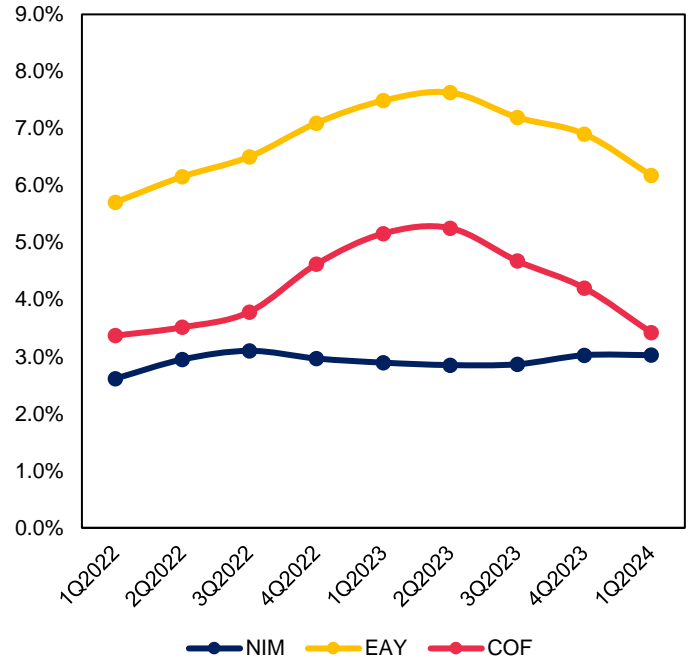
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 5: Tỷ lệ bao nợ xấu các nhóm NHNY (%)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS Research

Hình 6: NIM và tỷ suất sinh lợi tài sản của CTG theo quý (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

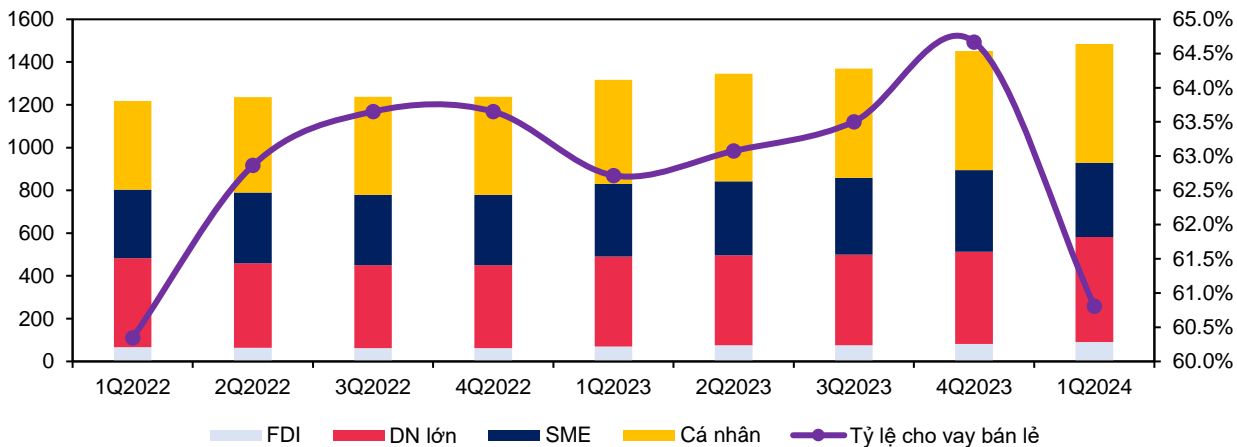
Tăng trưởng tín dụng đạt chỉ tiêu 14% trong năm 2024 cùng với NIM được duy trì ở mức 3% giúp LNST tăng nhẹ 12.6% svck.

Q1/2024: TTTD đạt 2.7% chủ yếu nhờ nhóm KHDN lớn tăng 13.9% svck

Tăng trưởng tín dụng (TTTD) của CTG đạt 2.7% trong 3 tháng đầu năm 2024 được thúc đẩy bởi nhóm KHDN lớn (tăng 13.9% so với cuối năm 2023) và nhóm doanh nghiệp FDI (tăng 11.1% so với cuối 2023) trong khi dư nợ nhóm KHDN vừa và nhỏ (SME) và KHCN giảm lần lượt 9.2% và 0.2% so với đầu năm.

Theo thống kê trong 3 năm gần nhất, TTTD của CTG thường đạt mức cao nhất trong quý đầu và quý cuối mỗi năm. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tín dụng yếu sẽ tiếp diễn ít nhất trong 3 tháng tới, do đó nhóm KHDN lớn vẫn sẽ dẫn dắt tín dụng trong quý tiếp theo. Những quý cuối năm 2024, dư nợ nhóm KHCN và SME được dự báo sẽ khả quan hơn nhờ (i) các hoạt động cho vay mua nhà được dự báo sẽ phục hồi theo sự phục hồi của thị trường BĐS sau giai đoạn khó khăn nhất; (ii) các DN SME sẽ gia tăng các khoản vay gia tăng hàng tồn kho và đầu tư dự án mới đón đầu sự phục hồi; (iii) hoạt động cho vay tài chính khởi sắc hơn khi có dấu hiệu phục hồi rõ rệt từ Q4/2023.

Hình 7: Cơ cấu danh mục cho vay của CTG theo quý (tỷ đồng, %)



Nguồn: FiinPro, MBS Research

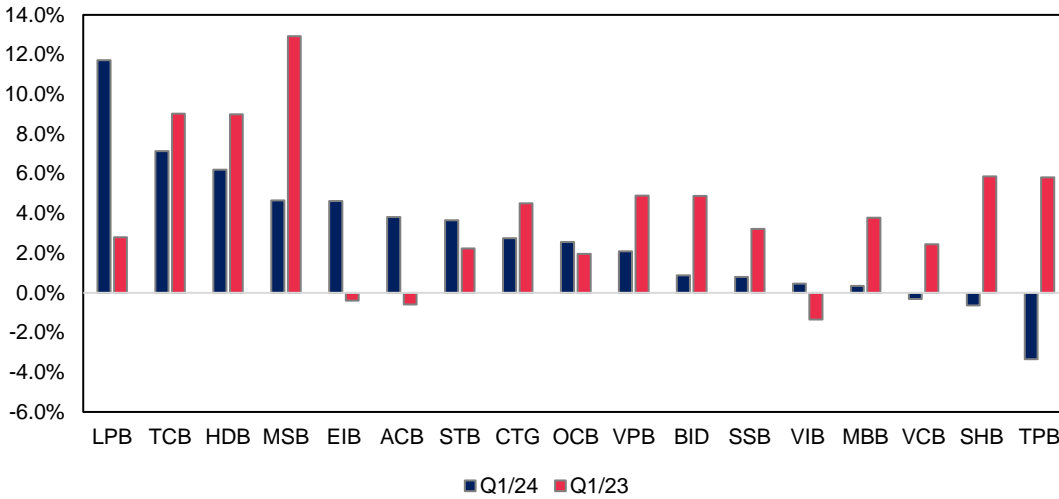
NIM 2024 của CTG được kỳ vọng duy trì ở mức 3.0%

Dư nợ cho vay bán lẻ giảm tốc kể từ đầu năm 2023 đến nay khiến tỷ suất sinh lợi tài sản (EAY) của CTG giảm mạnh từ mức 7.5% trong Q1/2023 xuống 6.2% trong Q1/2024. Tuy nhiên, môi trường lãi suất huy động thấp giúp COF cũng giảm tương ứng 174 điểm cơ bản trong cùng thời gian. Nhờ đó, NIM được duy trì quanh mức 3% trong cả năm 2023 và quý đầu năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi quan sát thấy rằng lãi suất cho vay trung bình của CTG cũng giảm mạnh từ mức 9.0% trong Q1/2023 xuống 7.2% trong Q1/2024. Điều này được lý giải bởi dư nợ tăng chủ yếu nhờ nhóm KHDN, vốn được hỗ trợ giảm lãi suất nhằm thúc đẩy phục hồi kinh tế; kèm theo đó nhu cầu tín dụng bán lẻ thấp cũng khiến các ngân hàng giảm lãi suất cho vay nhằm cạnh tranh tăng trưởng tín dụng.

Trong phần còn lại của năm 2024, chúng tôi cho rằng hoạt động giảm lãi suất cho vay sẽ tiếp tục diễn ra nhằm kích thích nhu cầu tín dụng của nền kinh tế. Ngoài ra, việc neo cao tỷ giá cũng gây áp lực nhẹ lên lãi suất huy động trong những quý tiếp theo. Tuy nhiên, xu hướng chung vẫn là duy trì môi trường lãi

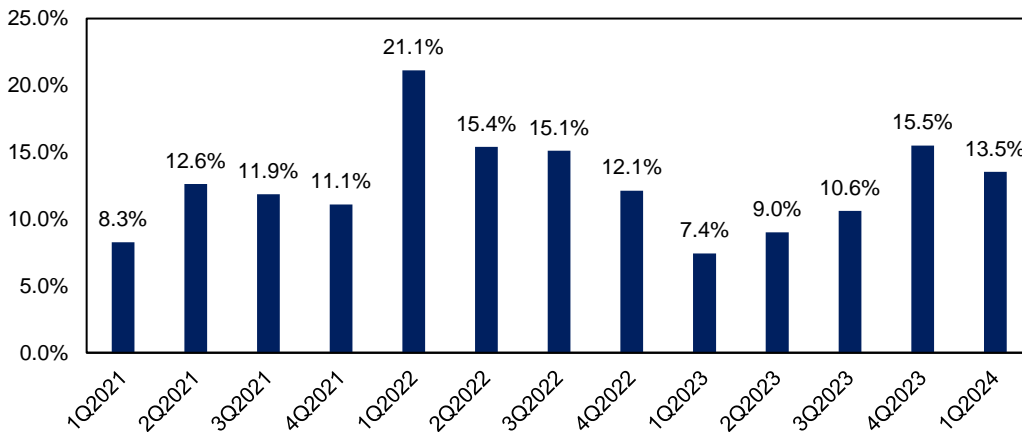
suất thấp nhằm kích thích dòng vốn chảy vào nền kinh tế. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM của CTG sẽ được duy trì tương đương với quý đầu năm 2024 cho cả năm, đạt khoảng 3.0%.

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng Q1/2024 của các NHTM (%)



Nguồn: CTG, BCTC các ngân hàng, MBS Research

Hình 9: TTTD theo quý của CTG (svck, %)



Nguồn: CTG, MBS Research

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 được dự báo lần lượt tăng 10 và 20 điểm cơ bản so với cuối 2023

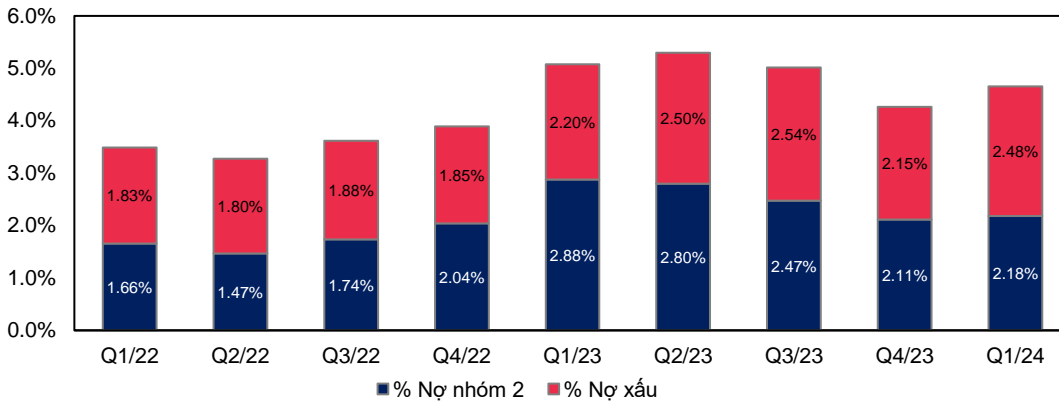
NPL quay lại mức đỉnh cuối Q3/2023

Dư nợ nhóm 3-5 tăng 22.8% trong khi nợ nhóm 2 tăng 5.2% so với cuối năm 2023 khiến tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 cuối Q1/2024 đạt lần lượt 1.35% và 1.59%. Tỷ lệ NPL cuối Q1/2024 tương đương với mức 1.37% tại cuối Q3/2023 trong khi tín dụng vẫn chỉ tập trung vào nhóm KHDN lớn cho thấy chất lượng tài sản nhóm bán lẻ vẫn là nguyên nhân chính khiến nợ xấu gia tăng.

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ NPL sẽ phần nào giảm bớt áp lực khi TTTD được thúc đẩy mạnh mẽ hơn, đặc biệt dư nợ nhóm KHDN lớn tăng cao hơn hoặc bằng so với tốc độ gia tăng nợ xấu của nhóm bán lẻ sẽ khiến tỷ lệ NPL tổng thể đi ngang trong 2 quý tiếp theo. Ngoài ra, khi dư nợ nhóm KHCN được thúc đẩy (dự báo

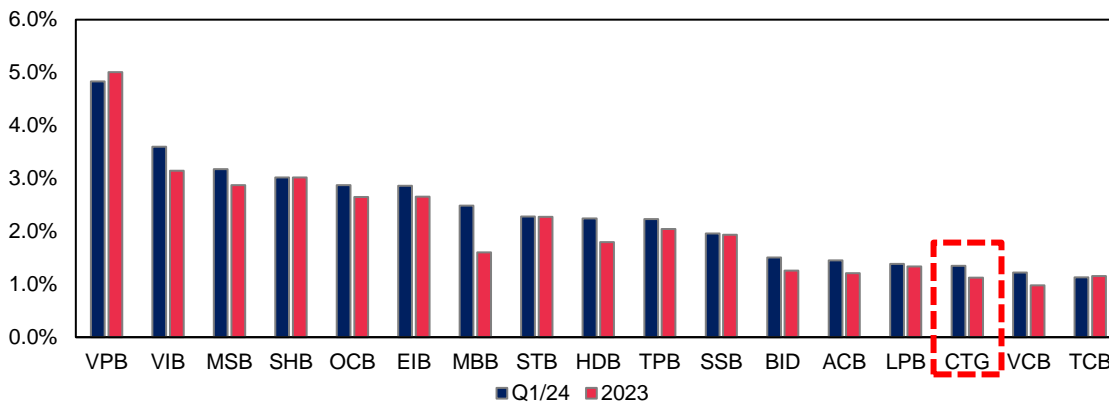
diễn ra quý cuối năm nhờ hoạt động tiêu dùng và mua nhà khởi sắc hơn) sẽ giúp NPL tại cuối 2024 giảm nhẹ.

Hình 10: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của toàn ngành cuối Q1/2024



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS Research

Hình 11: Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của các NHNY cuối Q1/2024



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS Research

Chi phí trích lập Q1/2024 tăng 19.7% svck giúp LLR duy trì top 3

Nợ xấu và nợ nhóm 2 đều tăng khiến CTG thúc đẩy trích lập dự phòng trong quý đầu năm 2024. Chi phí trích lập trong Q1/2024 đạt 8,049 tỷ đồng, tăng 19.7% svck và tăng 80.0% so với quý trước. Chi phí trích lập chiếm 42.2% tổng thu nhập hoạt động trong kỳ. Trích lập dự phòng tăng trở lại sau khi ghi nhận chứng lại ở Q4/2023 dưới tác động của nợ xấu gia tăng cho thấy rủi ro gia tăng nợ xấu trong những quý tiếp theo là còn cao.

Mặc dù trích lập dự phòng gia tăng mạnh so với cuối năm 2023 nhưng nợ xấu đồng thời cũng gia tăng đáng kể khiến LLR của CTG tại cuối Q1/2024 giảm nhẹ. LLR giảm từ mức 167.2% cuối năm 2023 xuống còn 150.8% cuối Q1/2024. Tuy vậy, đây vẫn là mức LLR cao thứ 3 toàn ngành, sau VCB và BID.

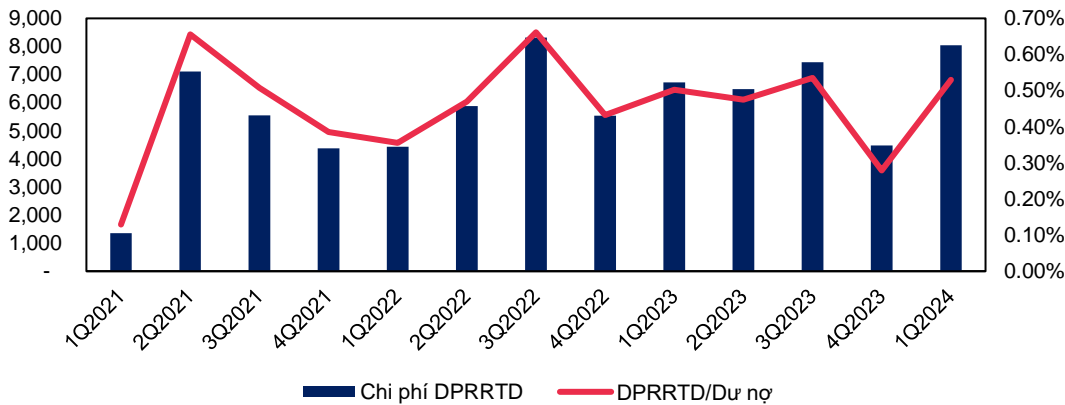
Chi phí trích lập dự phòng/tổng dư nợ trung bình mỗi quý đạt 0.48% trong 12 quý gần nhất, cao hơn 3 lần so với mức 0.16%/quý trong giai đoạn từ 2017-2020. Điều này cho thấy CTG đã rất chủ động trích lập dự phòng trong giai đoạn trong và sau dịch Covid-19, dưới sự hỗ trợ của TT02 nhằm duy trì NPL luôn ở

mức dưới 2% và nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành. Bên cạnh đó, việc trích lập dự phòng cao cũng giúp LLR của CTG luôn trên mức 100% kể từ Q4/2020.

Chúng tôi đánh giá cao chính sách trích lập chủ động và xử lý nợ xấu của CTG trong 3 năm trở lại đây nhằm duy trì chất lượng tài sản hàng đầu đi cùng với KQKD tăng trưởng ổn định. Tốc độ tăng trưởng CAGR hàng năm của LNST đạt 16.2% trong giai đoạn 2019-2023, trong khi con số này của chi phí trích lập là 14.1%. Bên cạnh đó, CTG cũng chủ động xử lý nợ xấu khi tỷ lệ xử dụng trích lập dự phòng trong 5 năm gần nhất đạt 89.9% và đạt 65.4% trong Q1/2024.

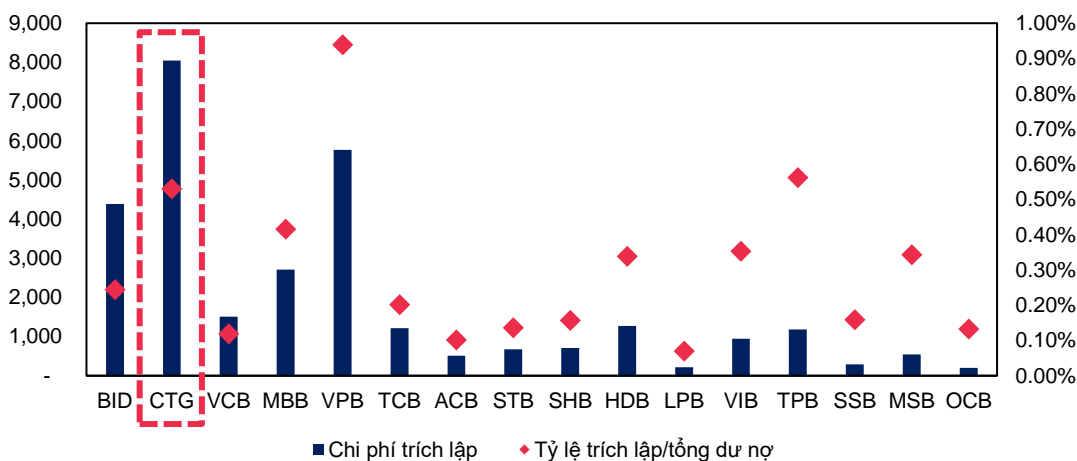
Chúng tôi ước tính chi phí trích lập cả năm 2024 đạt hơn 27 nghìn tỷ, tăng 9.2% so với 2023 dựa trên cơ sở rằng CTG tiếp tục duy trì tỷ lệ trích lập đạt trung bình 0.45%/tổng dư nợ cho các quý tiếp theo của năm 2024. Điều này dựa trên giả thiết rằng NPL sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ so với 2023. LLR cũng được dự báo sẽ đạt 128.3% tại cuối 2024 với kỳ vọng ngân hàng sẽ sử dụng khoảng 26 nghìn tỷ chi phí trích lập nhằm xử lý nợ xấu trong năm (tương đương năm 2023).

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



Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Hình 13: Tỷ lệ trích lập/tổng dư nợ các NHNY Q1/2024 (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Dự báo KQKD 2024-2025

Hình 14: Tóm tắt dự báo KQKD 2024-2025

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	% svck	2025F	% svck	Nhận xét
Thu nhập lãi thuần	52,957	61,671	16.5%	71,183	15.4%	Dư nợ tín dụng được dự báo giảm nhẹ xuống 14.3% so với mức 15.6% của năm 2023 đi cùng với NIM tăng nhẹ 12 điểm cơ bản.
Thu nhập thuần ngoài lãi	17,591	19,179	9.0%	20,997	9.5%	Thu nhập ngoài lãi 2024 được dự báo vẫn chủ yếu đến từ 2 hoạt động thu phí và ngoại hối. Hoạt động thu phí được dự báo tăng trưởng 21.4% nhờ các hoạt động thu phí thanh toán được gia tăng khi tín dụng nhóm KHDN vẫn được duy trì ổn định.
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	80,850	14.6%	92,179	14.0%	
Chi phí hoạt động	20,443	25,063	22.6%	27,654	10.3%	
LN trước dự phòng	50,105	55,786	11.3%	64,526	15.7%	
Chi phí DPRRTD	25,115	27,415	9.2%	28,763	4.9%	Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 1.7% và 1.6% (2022 và 2023 lần lượt là 2.0% và 1.8%).
LNST	20,045	22,570	12.6%	28,600	26.7%	
Tăng trưởng tín dụng	15.6%	14.3%	-126 đcb	12.7%	-159 đcb	
Tăng trưởng huy động	17.9%	15.0%	-297 đcb	16.7%	171 đcb	
NIM	2.9%	3.0%	12 đcb	3.1%	10 đcb	Chi phí vốn được dự báo sẽ giảm 37 điểm cơ bản trong năm 2024 và đi ngang trong năm 2025.
CIR	29.0%	31.0%	202 đcb	30.0%	-100 đcb	
LDR	80.6%	86.3%	566 đcb	86.6%	29 đcb	
CASA	22.5%	22.3%	-28 đcb	23.2%	97 đcb	
NPL	1.3%	1.4%	10 đcb	1.4%	5 đcb	
LLR	167.2%	128.3%	-3893 đcb	137.1%	880 đcb	
ROE	17.0%	16.5%	-55 đcb	18.0%	154 đcb	
ROA	1.0%	1.1%	2 đcb	1.2%	15 đcb	

Nguồn: CTG, MBS Research

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với CTG với giá mục tiêu là **33,800 đồng/cp** dựa trên:

- LNST 2024 chỉ tăng trưởng 12.6% so với 2023, thấp hơn mức trung bình kép 5 năm gần nhất là 16.2%.
- Việc duy trì chất lượng tài sản cao của CTG đi cùng với việc gia tăng trích lập ở mức cao so với các ngân hàng quốc doanh khác như VCB hay BID khiến cho lợi nhuận của CTG gặp áp lực tăng trưởng lớn hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này cũng khiến mức định giá của CTG thường thấp hơn so với 2 ngân hàng quốc doanh niêm yết còn lại.

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu CTG 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 1.3x lần cho áp dụng cho giá trị sổ sách của CTG tại cuối năm 2024. Mức P/B này tương đương với P/B hiện tại của CTG.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, cấu phần thu nhập thặng dư chiếm 38.4% tổng mức định giá doanh nghiệp cho thấy được triển vọng tương đối khả quan về tăng trưởng lợi nhuận của CTG trong các năm tới.

Rủi ro đầu tư

- TTTD cả năm 2023 được thúc đẩy kỹ thuật chủ yếu bởi quý cuối năm và điều này có thể sẽ không lặp lại trong năm 2024. Do đó, TTTD của CTG có thể sẽ thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Điều này có thể khiến thu nhập lãi thuần và thu nhập từ phí thấp hơn dự báo, đồng thời khiến tỷ lệ NPL cao hơn ước tính của chúng tôi kéo theo chi phí trích lập lớn hơn.
- Mặc dù hiện tại các NHTMNN chưa có những biện pháp nâng lãi suất huy động mạnh mẽ như các NHTMCP, nhưng rủi ro NIM bị co hẹp do lãi suất huy động tăng được đánh giá là vẫn còn. Ngoài ra, lãi suất liên ngân hàng vẫn đang ở mức cao có thể phản ánh vào chi phí vốn của CTG trong những quý tới khiến NIM không đạt được mức kỳ vọng.

Định giá

Hình 15: 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	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Beta	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39
Chi phí vốn cổ phần	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	1,217	3,844	7,316	6,479	6,284
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	1,054	3,328	6,334	5,609	5,440
VCSH đầu kỳ	126,709				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	21,765				
GTHT terminal value	25,159				
Giá trị VCSH cuối kỳ	173,633				
SLCP lưu hành (tr cp)	5,370				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	32,300				

Nguồn: MBS Research

Hình 16: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 28/05/2023)

	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	49,100	230,415	2,124,803	12.8x	9.4x	2.3x	1.7x	18.8%	18.3%	1.0%	1.0%
CTG	32,200	150,420	1,860,105	8.6x	8.3x	1.3x	1.3x	0.0%	15.9%	1.0%	1.0%
VCB	90,700	482,339	1,704,273	15.9x	13.0x	3.0x	2.5x	20.0%	20.8%	1.9%	1.8%
MBB	22,600	93,853	806,238	5.8x	4.9x	1.2x	1.0x	22.4%	22.0%	2.3%	2.4%
VPB	18,050	135,942	739,762	12.1x	8.7x	1.1x	0.9x	9.2%	6.2%	1.4%	10.9%
TCB	46,900	116,772	732,470	8.6x	7.3x	1.2x	1.1x	15.4%	14.9%	2.4%	2.4%
ACB	29,650	84,867	630,893	6.8x	5.9x	1.4x	1.3x	23.0%	22.6%	2.3%	2.4%
STB	28,850	58,253	622,178	6.6x	4.3x	1.1x	1.4x	25.8%	22.6%	2.0%	2.4%
HDB	24,150	46,570	483,936	6.4x	6.3x	1.5x	0.8x	17.7%	18.5%	1.2%	1.3%
VIB	22,300	50,101	378,663	6.4x	7.3x	1.4x	1.3x	23.0%	27.8%	2.1%	2.7%
TPB	17,850	40,730	343,407	8.5x	5.9x	1.1x	1.0x	13.9%	22.7%	1.3%	1.7%
Trung bình SOEs		287,725	1,896,394	12.4x	10.2x	2.2x	1.8x	12.9%	18.3%	1.3%	1.3%
<i>Trung bình</i>		<i>135,478</i>	<i>947,884</i>	<i>8.9x</i>	<i>7.4x</i>	<i>1.5x</i>	<i>1.3x</i>	<i>17.2%</i>	<i>19.3%</i>	<i>1.7%</i>	<i>2.7%</i>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 17: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	32,700	50%	16,350
So sánh P/B (P/B mục tiêu = 1.3x)	35,000	50%	17,500
Giá mục tiêu			33,800

Nguồn: MBS Research

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
Thu nhập lãi thuần	47,792	52,957	61,671	71,183	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	5,862	7,114	9,030	10,582	Tổng tài sản	18.1%	12.4%	9.6%	13.0%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	3,556	4,248	4,163	3,756	Cho vay và CK	11.1%	13.8%	13.3%	13.0%
Lãi thuần từ CKKD (112)	293	253	253	376	Tiền gửi KH & GTCG	9.3%	13.9%	16.0%	12.6%
Lãi thuần từ CKĐT (30)	(154)	(36)	(36)	(44)	LNST	19.5%	18.0%	12.6%	26.7%
Lãi thuần từ HĐ khác	7,050	6,090	5,768	6,327	An toàn vốn				
Tổng thu nhập hoạt động	64,117	70,548	80,850	92,179	CAR	9.8%	9.3%	N/A	N/A
Chi phí hoạt động	19,195	20,443	25,063	27,654	VCSH/Tổng tài sản	6.0%	6.3%	6.6%	6.8%
LN trước dự phòng	44,922	50,105	55,786	64,526	Đòn bẩy tài chính	106.4%	106.7%	107.1%	107.3%
Chi phí DPRRTD	23,791	25,115	27,415	28,763	Chất lượng tài sản				
LNTT	21,132	24,990	28,371	35,762	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%
Chi phí thuế TNDN	4,148	4,945	5,801	7,163	Tỷ lệ nợ nhóm 2	2.4%	2.0%	2.2%	2.0%
LNST	16,984	20,045	22,570	28,600	LLR	188.4%	167.2%	128.3%	137.1%
LN cổ đông thiểu số	60	141	85	110	Thanh khoản				
LNST cho Ngân hàng	16,924	19,904	22,485	28,489	LDR	82.4%	80.6%	86.3%	86.6%
					TS thanh khoản/TTS	96.4%	97.8%	97.8%	98.1%
					TS thanh khoản/tiền gửi KH	139.5%	140.9%	132.4%	132.8%
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Khả năng sinh lợi				
Tiền và tương đương tiền	11,067	9,760	9,743	9,754	ROA	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
Tiền gửi tại NHNN	29,727	40,597	45,551	50,195	ROE	16.8%	17.0%	16.5%	18.0%
Tiền gửi và cho vay TCTD	242,432	279,842	245,094	288,905	NIM	3.0%	2.9%	3.0%	3.1%
Chứng khoán kinh doanh	1,406	2,488	3,165	5,523	NII/TOI	74.5%	75.1%	76.3%	77.2%
Phái sinh và các CCTC khác	3,059	-	-	-	CIR	29.9%	29.0%	31.0%	30.0%
Cho vay khách hàng	1,274,822	1,473,345	1,684,216	1,898,497	Định giá				
Dự phòng cho vay	(29,764)	(27,773)	(29,170)	(36,437)	EPS cơ bản (VND)	3,522	3,912	4,187	5,305
Chứng khoán đầu tư	180,313	181,311	190,060	216,884	Giá trị sổ sách (VND)	22,354	23,596	27,144	31,690
Đầu tư dài hạn khác	3,519	3,427	3,505	3,581	P/E	9.5x	8.5x	8.0x	6.3x
Tài sản cố định	10,202	10,126	10,089	10,005	P/B	1.5x	1.4x	1.2x	1.1x
BDS đầu tư	-	-	-	-					
Tài sản Có khác	81,646	59,570	64,801	70,746					
TỔNG TÀI SẢN	1,808,430	2,032,690	2,227,052	2,517,653					
Nợ NHNN, Chính phủ	104,779	21,814	71,566	89,147					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	209,430	304,424	184,054	201,773					
Tiền gửi của khách hàng	1,249,176	1,410,899	1,644,749	1,860,427					
Phái sinh và các CCTC khác	-	556	556	556					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,392	2,238	3,368	3,797					
Phát hành giấy tờ có giá	91,370	115,376	126,316	134,659					
Các khoản nợ khác	43,114	49,813	49,773	56,161					
NỢ PHẢI TRẢ	1,700,262	1,905,119	2,080,384	2,346,519					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	108,168	127,571	146,668	171,134					
Vốn điều lệ	48,058	53,700	53,700	53,700					
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-					
Vốn khác	836	836	836	836					
Quỹ của TCTD	16,075	19,057	22,437	26,710					
Chênh lệch tỷ giá	121	87	125	172					
LN chưa phân phối	33,364	44,055	59,692	79,783					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	739	861	904	959					
TỔNG NỢ VÀ VCSH	1,808,430	2,032,690	2,227,052	2,517,653					

Nguồn: BCTC CTG, 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

Lê Minh Anh

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền