

Vietinbank (HSX: CTG)

Xứng đáng với mức P/B mục tiêu cao hơn

- Việc giảm nhẹ trích lập dự phòng và phục hồi mạnh hơn của thu nhập ngoài lãi trong sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025.
- Mặc dù chi phí trích lập dự báo không tang mạnh trong giai đoạn 2025/2026, chất lượng tài sản vẫn sẽ được cải thiện nhờ đẩy mạnh thu hồi nợ xấu.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với CTG với giá mục tiêu mới là 52,100 VND/cp, nhờ điều chỉnh tăng P/B mục tiêu lên 1.5x nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong 2 năm tới.

Giảm tỷ lệ trích lập dự phòng giúp LNST tăng trưởng lần lượt 30.8%/17.9% trong năm 2025 và 2026

Đối với năm 2025 và 2026, chúng tôi ước tính tổng thu nhập hoạt động (TOI) của CTG sẽ tăng trưởng lần lượt 18.7%/13.4% svck chủ yếu nhờ (i) NIM duy trì trên 3.0%; (ii) tăng trưởng tín dụng (TTTD) đạt trên 15%; và (iii) chi phí tín dụng có xu hướng về mức 1.0% trong trung hạn. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí dự phòng tín dụng trong năm 2025 và 2026 lần lượt tăng nhẹ 1.2% và 6.9% svck với giả định chi phí tín dụng tương ứng giảm xuống mức 1.12% và 1.05%. Do đó, LNST tăng trưởng lần lượt 30.8% và 17.9% svck.

Chất lượng tài sản dự báo tiếp tục được cải thiện trong 2 năm tới

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 lần lượt đạt 1.25% và 1.32% vào cuối năm 2024, tăng +12 và -23 đcb (điểm cơ bản) svck. Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) giảm nhẹ 11 đcb svck. Trong năm tài chính 2024, CTG ghi nhận chi trích lập dự phòng là 27,599 tỷ đồng (+9.9% svck) nhờ mức giảm đáng kể 44.9% svck của Q4/2024. Chi phí tín dụng năm 2024 đạt 1.27%, -8 đcb so với 1.35% của năm 2023. Nhờ tăng cường trích lập dự phòng trong vài năm trở lại đây, chất lượng tài sản của CTG vượt trội so với toàn ngành và vượt kế hoạch đề ra. Mặc dù chi phí tín dụng được dự báo sẽ giảm, chúng tôi dự báo chất lượng tài sản sẽ liên tục cải thiện trong 2 năm tới. Dự kiến NPL sẽ giảm xuống còn 1.1% và 1.0%, đưa LLR lên mức 205% và 213% vào cuối năm 2025 và 2026.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với CTG với giá mục tiêu mới là 52.100 VND/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng cho CTG lên 52.100 đồng/cp nhờ (i) tăng dự báo LNST trong năm 2025/2026 thêm 16.5%/8.2% và (ii) điều chỉnh tăng P/B mục tiêu lên 1.5x lần nhờ giảm áp lực dự phòng trong trung hạn và chất lượng tài sản được cải thiện. Rủi ro giảm giá cp bao gồm (i) TTTD thấp hơn dự kiến do nền kinh tế và tiêu dùng phục hồi chậm và (ii) trích lập dự phòng cao hơn do NPL tăng nhanh hơn làm chậm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng.

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

	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Thu nhập hoạt động	70,548	81,909	96,637	109,565
Thu nhập lãi ròng	50,105	59,363	69,579	78,887
NIM	11.5%	18.5%	17.2%	13.4%
Chi phí dự phòng	25,115	27,599	27,921	29,853
Lợi nhuận ròng	20,045	25,483	33,340	39,314
% svck	18.0%	27.1%	30.8%	17.9%
Tăng trưởng tín dụng	15.5%	16.8%	15.2%	14.9%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	12.9%	13.9%	15.4%	16.0%
BVPS	23,596	27,474	32,732	38,954
P/B	1.8x	1.5x	1.3x	1.1x

Nguồn: CTG, MBS Research

KHẢ QUAN

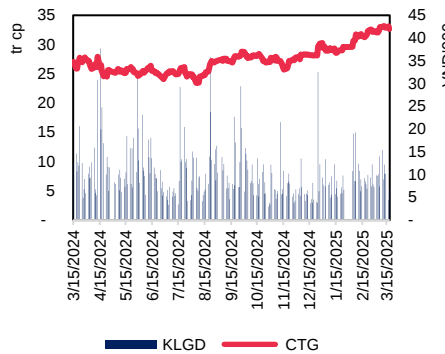
Giá mục tiêu 52,100 VND/cp

Tiềm năng tăng giá +25.1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Nâng giá mục tiêu thêm 14.8% nhờ tăng dự phóng LNST 2025/2026 thêm 16.5%/8.2% so với dự báo gần nhất.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	41,650
Cao nhất 52 tuần (VND)	42,650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	30,150
Vốn hóa (tỷ VND)	225,540
P/E (TTM)	8.9x
P/B (TTM)	1.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	26.83%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (31/12/2024)

NHNN Việt Nam	64.49%
Tokyo Mitsubishi UFJ (MUFG)	19.73%
Công đoàn CTG	1.15%
Prudential Việt Nam	1.07%
ETF SSIAM VNFIN LEAD	0.11%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích



Đinh Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

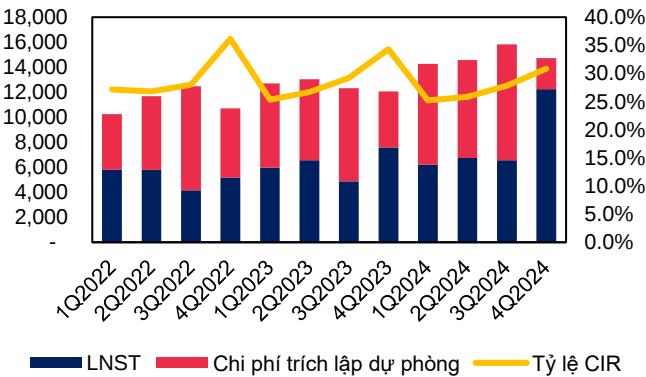
Hiệu quả kinh doanh vượt trội trong Q4/2024 nhờ chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh

Hình 2: Cập nhật KQKD Q4/2024 và cả năm 2024 (Đơn vị: tỷ VND)

	Q4/2024	% svck	FY2024	% svck	% dự báo MBS	Bình luận
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	21,285	15.9%	81,909	16.1%	101.3%	
Thu nhập lãi ròng (NII)	16,312	12.9%	62,403	17.8%	101.2%	Mặc dù NIM giữ nguyên ở mức 2.9% trong năm 2024, nhưng mức TTTD cao hơn dự kiến đạt 16.8% giúp NII tăng 17.8% svck.
Thu nhập ngoài lãi (Non-II)	4,973	26.9%	19,506	10.9%	101.7%	Nhờ thu nhập từ thu hồi nợ xấu đạt gần gấp đôi svck nên thu nhập ngoài lãi ghi nhận mức tăng trưởng dương mặc dù NFI giảm nhẹ 5.9% svck.
Chi phí dự phòng	2,464	-44.9%	27,599	9.9%	109.9%	Chi phí trích lập dự phòng trong Q4/2024 giảm mạnh do tăng cường trích lập dự phòng trong 9T2024 cùng với chất lượng tài sản được cải thiện đáng kể qua từng quý.
LNST	9,871	63.0%	25,475	27.1%	112.9%	Lợi nhuận ròng trong năm tài chính 2024 đạt 115% kế hoạch cả năm và 112% dự báo của chúng tôi.
Tăng trưởng tín dụng	16.8%	134 đcb				
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13.8%	89 đcb				
NIM	2.9%	-16 đcb	2.9%	2 đcb		
CIR	30.9%	-344 đcb	27.5%	-145 đcb		Hiệu quả hoạt động tốt hơn đã đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh trong năm tài chính 2024.
CASA	23.9%	182 đcb				
NPL	1.2%	12 đcb				Mặc dù tỷ lệ nợ xấu vào cuối năm 2024 vẫn tăng so với cuối năm 2023 nhưng vẫn tốt hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi (1.5%).
LLR	170.7%	352 đcb				Top 2 ngân hàng có tỷ lệ LLR cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết, sau VCB.
ROE	28.6%	795 đcb	18.5%	145 đcb		Nhờ kết quả kinh doanh vượt trội trong quý 4/2024. ROE của CTG năm 2024 được cải thiện đáng kể lên 18.5% (năm 2023: 17.1%). tương đương với VCB và BID.
ROA	1.8%	53 đcb	1.2%	11 đcb		

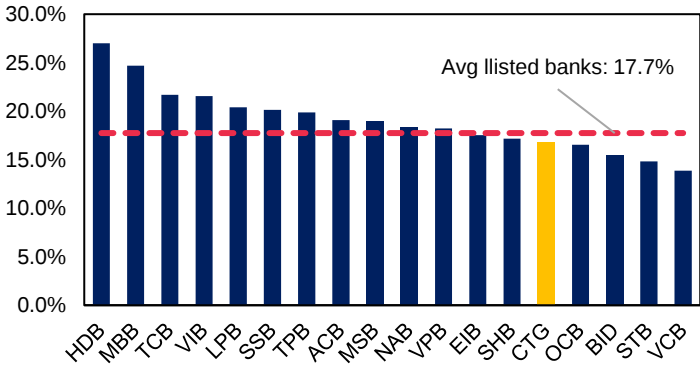
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng quý CTG (tỷ đồng)



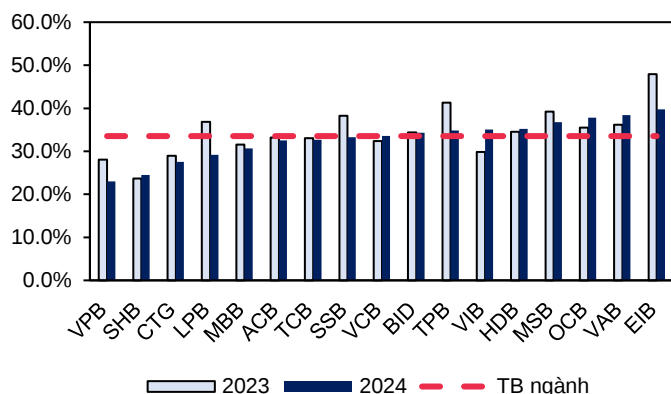
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 4: TTTD của các ngân hàng niêm yết (NHNY) cuối năm 2024 (%)



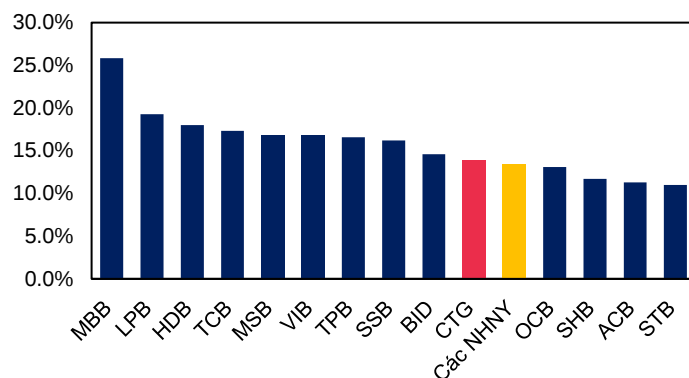
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 5: CIR của các ngân hàng niêm yết trong năm 2024 (%)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS Research

Hình 6: Tăng trưởng tiền gửi của các NHNY đến cuối năm 2024 (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

LNST 2025 dự báo tăng tốc 30.8% svck nhờ chi phí tín dụng thấp hơn và giảm tốc vào năm 2026 do nền so sánh cao năm trước đó

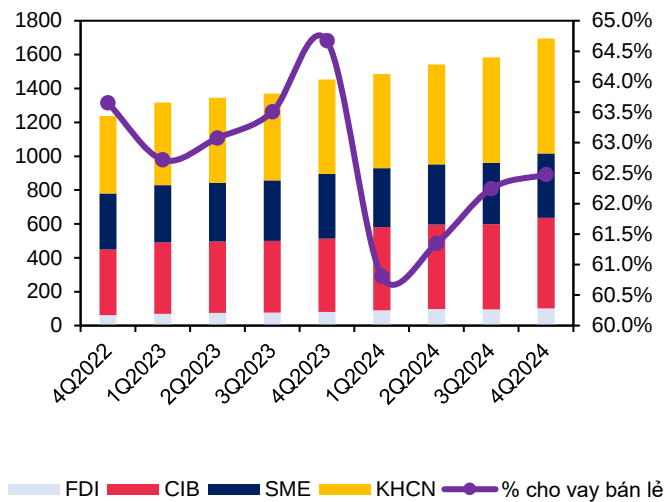
Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức khoảng 15% trong 2 năm tới

Đến cuối năm 2024, TTTD của CTG đạt 16.9% svck, cao hơn một chút so với toàn hệ thống (15.0% svck) và thấp hơn một chút so với các ngân hàng niêm yết (17.7% svck). Với quy mô khổng lồ, TTTD của các NHTM nhà nước (SOCB) khó có thể vượt xa các NHTM tư nhân.

Không giống như diễn biến chung của toàn ngành ngân hàng, TTTD của CTG chủ yếu được thúc đẩy bởi nhóm khách hàng cá nhân (KHCB) với dư nợ cho vay tăng 21.9% svck vào cuối năm 2024. Ngân hàng bán lẻ chiếm 62.5% tổng tín dụng của CTG tính đến ngày 31/12/2024. Trong khi đó, nhóm khách hàng doanh nghiệp (KHCB) tăng trưởng 13.5% svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi nhóm khách hàng doanh nghiệp lớn (CIB) và FDI. Dư nợ cho vay của 2 nhóm khách hàng này tăng vọt lần lượt 23.6% và 25.9% svck trong năm 2024. Khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ (SME) ghi nhận tín dụng giảm nhẹ 0.5% svck do nhu cầu tín dụng thấp. Nền kinh tế phục hồi chậm, đặc biệt là đối với ngành sản xuất và thương mại, đã khiến các doanh nghiệp SME ngần ngại mở rộng quy mô trong năm 2024 qua đó giảm nhu cầu tín dụng của nhóm này.

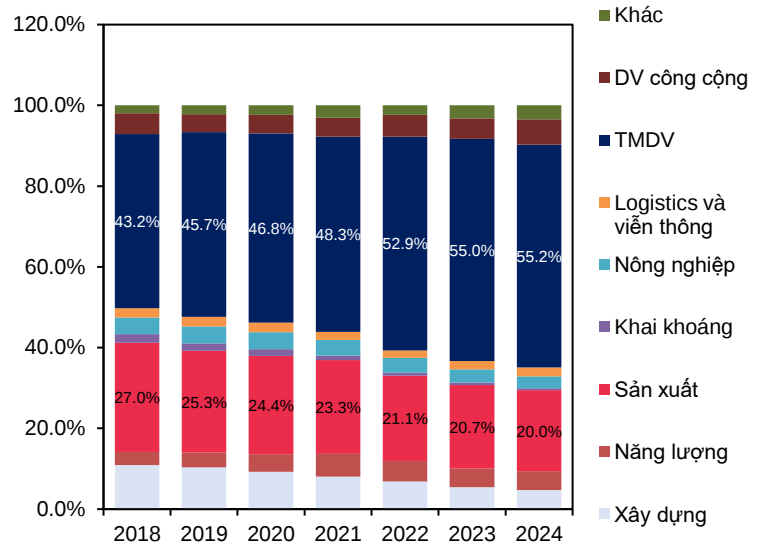
Theo cách này hay cách khác, TTTD của các NHTM quốc doanh (SOCBs) thường sẽ theo sát tín dụng toàn ngành do dư nợ chiếm 43.5% tổng tín dụng của các NHNY theo số liệu cuối năm 2024. Do đó, để đạt được mức 17-18% mục tiêu TTTD, chúng tôi ước tính TTTD của các NHTM quốc doanh phải đạt 15-16% trong năm 2025. Tín dụng của CTG dự kiến sẽ tiếp tục tập trung vào ngân hàng bán lẻ nhờ sự phục hồi mạnh mẽ hơn của tín dụng vay bán lẻ toàn ngành. Với thị phần lớn và lợi thế COF thấp, các khoản cho vay bán lẻ của CTG dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng 20% svck trong các năm 2025 và 2026, chủ yếu nhờ vào thương mại, sản xuất nông nghiệp và cho vay mua nhà. Đối với tín dụng DN, chúng tôi tin rằng nhóm KH CIB và FDI vẫn sẽ là động lực chính thúc đẩy TTTD của CTG trong các năm 2025 và 2026. Xét về ngành, tín dụng DN của CTG có xu hướng tập trung vào bất động sản khu công nghiệp, năng lượng, logistics, dệt may.... là những động lực chính thúc đẩy nền kinh tế phục hồi. Trong khi đó, khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ không được kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao trong năm 2025 do biến động mạnh của môi trường vĩ mô khiến họ ngần ngại mở rộng quy mô kinh doanh.

Hình 7: TTTD của CTG theo phân khúc khách hàng (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 8: Cơ cấu TTTD theo ngành (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

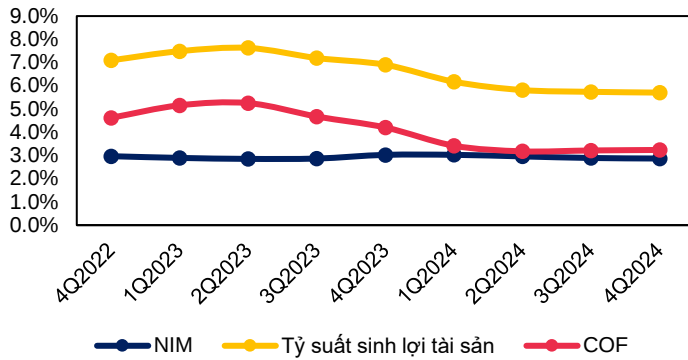
NIM tăng nhẹ trong năm 2025 và 2026

Biên lãi ròng (NIM) trong năm 2024 đạt 2.9%, tăng 2 đcb svck nhờ chi phí vốn (COF) giảm mạnh 140 đcb svck. Chúng tôi đánh giá cao sự ổn định của NIM được duy trì kể từ năm 2019. Nhờ COF được kiểm soát tốt nhờ liên hệ chặt chẽ đến chính sách tiền tệ của NHNN, NIM của các NHTM quốc doanh tương đối ổn định hơn so với các ngân hàng tư nhân, do đó có hiệu suất sinh lời vượt trội trong điều kiện vĩ mô khó khăn.

Chúng tôi dự báo lãi suất tiền gửi sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong nửa đầu năm 2025 do tăng trưởng tiền gửi năm 2024 thấp hơn nhiều so với TTTD, thắt chặt thanh khoản của hệ thống. Trong khi đó, lãi suất cho vay dự kiến sẽ vẫn ở mức thấp để thu hút tín dụng. Do đó, chúng tôi tin rằng NIM của hầu hết các ngân hàng sẽ không tăng trong nửa đầu năm 2025. Đối với nửa cuối năm 2025 và năm 2026, chúng tôi dự báo lãi suất cho vay sẽ tăng nhẹ theo nhu cầu tín dụng phục hồi. Thị trường bất động sản ấm lên và hoạt động sản xuất tiêu dùng phục hồi sẽ dần khuyến khích khách hàng tăng cường vay vốn. Các KH có chất lượng thấp hơn nhiều khả năng sẽ chấp nhận lãi suất cho vay cao hơn, giúp NIM của các ngân hàng nhích nhẹ vào cuối năm 2025 và 2026. Nhìn chung, chúng tôi ước tính NIM của CTG sẽ đạt 3.0% vào năm 2025 và 3.1% vào năm 2026.

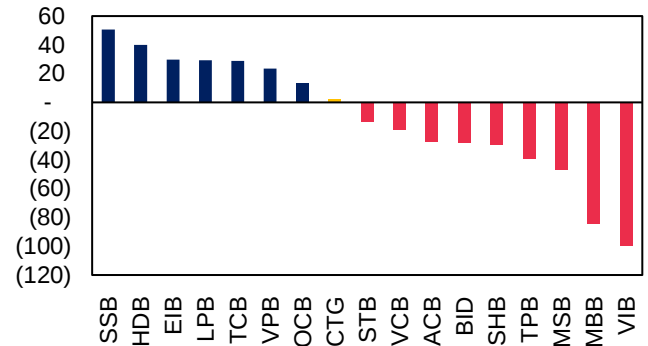
CASA đóng góp đáng kể vào nỗ lực kiểm soát tốt COF của CTG. Đến cuối năm 2024, CASA đạt 23.9% (+1.9% svck), top 5 trong số các NHNY. Tỷ lệ KHDN trong cơ cấu CASA đạt 57.5% vào cuối năm 2024. Nhờ tỷ trọng lớn của ngân hàng doanh nghiệp trong cơ cấu tiền gửi (~50% vào cuối năm 2024). CASA của CTG sẽ được đảm bảo trong dài hạn, qua đó tiếp tục góp phần ổn định COF.

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



Nguồn: CTG. MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM của các NHNY trong năm 2024 (đcb)



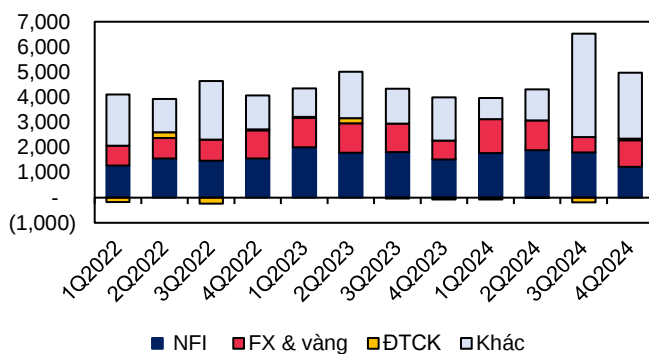
Nguồn: Ngân hàng niêm yết. MBS Research

Tăng trưởng Non-II tăng tốc trong 2025 nhờ thu nhập phí (NFI) cao hơn

Non-II đạt 19,506 tỷ đồng trong năm 2024, tăng 10.9% svck chủ yếu nhờ thu nhập khác (+44.6% svck) trong khi các hoạt động khác ghi nhận sự sụt giảm. Nhờ tăng cường thu hồi nợ xấu, đạt 8,480 tỷ đồng (+81.5% svck) trong 2024. NFI chỉ đạt 6,695 tỷ đồng (-5.9% svck) do chi phí dịch vụ tăng cao. Phí bảo lãnh là điểm sáng trong cơ cấu NFI của CTG, tăng 35.1% svck trong khi phí thanh toán tăng nhẹ 7.1% svck.

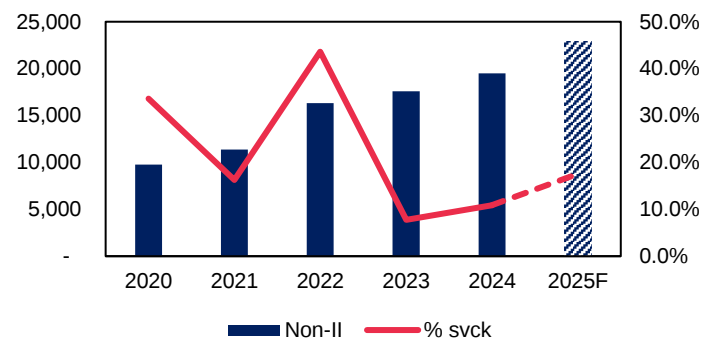
Chúng tôi dự đoán rằng các động lực chính của thu nhập ngoài lãi (Non-II) của ngành ngân hàng trong 2 năm tới vẫn là thu nhập từ phí và tăng tốc thu hồi nợ xấu do những trở ngại liên quan đến hoạt động banca và sự biến động của thị trường ngoại hối và chứng khoán do môi trường vĩ mô toàn cầu khó lường.

Hình 11: Cơ cấu của Non-II theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: CTG. MBS Research

Hình 12: Dự báo tăng trưởng của Non-II (tỷ đồng. %)



Nguồn: CTG. MBS Research

Chất lượng tài sản được cải thiện được dự báo sẽ hỗ trợ việc trích lập dự phòng thấp hơn trong năm 2025 và 2026

Tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 lần lượt là 1.25% và 1.32% vào cuối năm 2024, tăng +12 đcb và -23 đcb svck. Nhìn chung, tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) giảm nhẹ 11 đcb svck. Trong năm 2024, CTG ghi nhận chi phí trích lập dự phòng là 27,599 tỷ đồng (+9.9% svck) nhờ mức giảm đáng kể 44.9% svck của Q4/2024. Chi phí tín dụng của năm 2024 đạt 1.27%, -8 đcb so với mức 1.35% của năm 2023. Nhờ tăng cường trích lập dự phòng trong vài năm trở lại đây, LLR của CTG đã duy

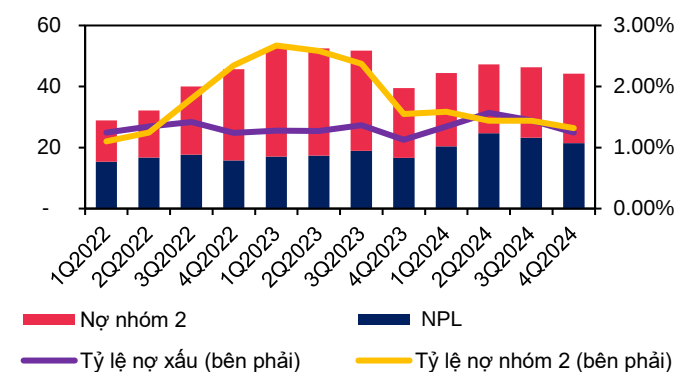
trì vị trí top 5 trong số các ngân hàng niêm yết kể từ năm 2021. Tính đến ngày 31/12/2024, LLR đạt 170.7%, +3.5% svck.

Theo nhóm KH, NPL của KHCN và KHCN đạt lần lượt là 1.4% và 1.0%. Nợ nhóm 5 cuối năm 2024 tăng mạnh 47.5% so với cùng kỳ do tái cấu trúc nợ cho một số khách hàng, dẫn đến việc chuyển những khách hàng này sang nhóm nợ cao hơn trong thời gian thử thách.

Hoạt động xóa nợ xấu được đẩy nhanh trong năm 2024 với số tiền là 18.4 nghìn tỷ đồng, giảm 31.1% svck tương đương 8.3 nghìn tỷ đồng. Dư nợ được cơ cấu lại theo Thông tư 02/06 là 1.8 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024, rất thấp so với tổng tín dụng và đã trích lập dự phòng 100%. Các khoản vay này tập trung vào các ngành như xây dựng, dịch vụ lưu trú và dịch vụ ăn uống. CTG không ghi nhận khoản vay được cơ cấu lại theo Thông tư 53 đối với các khách hàng bị ảnh hưởng bởi cơn bão Yagi.

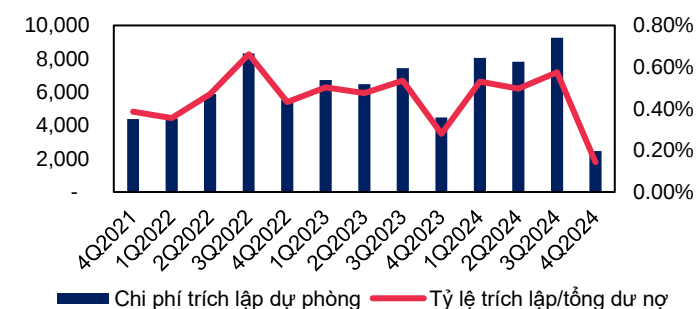
Với kỳ vọng ngân hàng bán lẻ sẽ đóng góp nhiều hơn vào TTTD trong năm 2025 và 2026, chúng tôi cho rằng áp lực NPL tăng mạnh của các ngân hàng sẽ lớn hơn. Nhờ tăng cường trích lập dự phòng trong vài năm trở lại đây, chất lượng tài sản của CTG vượt trội so với toàn ngành và vượt kế hoạch. Mặc dù ngành ngân hàng được dự báo sẽ phải đối mặt với những thách thức về bất ổn vĩ mô toàn cầu và áp lực tăng mạnh của tỷ giá, dẫn đến khả năng làm tăng NPL, chúng tôi kỳ vọng CTG có thể kiểm soát NPL dưới 1.2% dù giảm chi phí tín dụng. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng tín dụng trong năm 2025/2026 sẽ tăng nhẹ 1.2% và 6.9% svck với giả định chi phí tín dụng giảm xuống lần lượt là 1.12% và 1.05%. Nợ xấu được thu hồi trong năm 2025 dự kiến sẽ đạt khoảng 9.0 nghìn tỷ đồng, dẫn đến tỷ lệ NPL và nợ nhóm 2 giảm xuống còn 1.08% và 1.0% vào cuối năm. LLR cũng được nâng cao lên hơn 200% vào cuối năm 2025.

Hình 13: Chất lượng tài sản của CTG theo quý (nghìn tỷ, %)



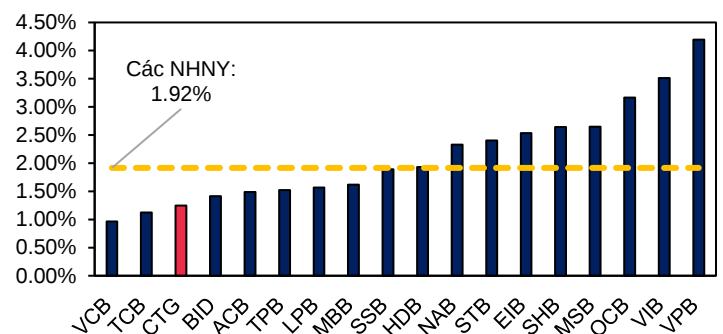
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 15: Dự phòng CTG theo quý (%)



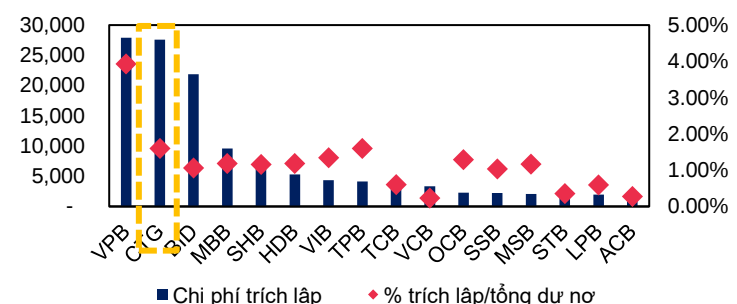
Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 14: của các NHNY cuối năm 2024 (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Hình 16: Dự phòng cho các NHNY trong năm 2024 (%)



Nguồn: CTG, MBS Research

Dự báo kết quả kinh doanh: Sự phục hồi của Non-IL cùng với chi phí
tín dụng giảm thúc đẩy tăng trưởng LNST trong năm 2025

Hình 17: Dự báo kết quả kinh doanh 2025-2026

	2024	2025F	% svck	2026F	% svck	Bình luận
Tổng thu nhập hoạt động	81,909	96,637	18.0%	109,565	13.4%	
Thu nhập lãi ròng	62,403	73,708	18.1%	85,890	16.5%	
Thu nhập ngoài lãi	19,506	22,929	17.6%	23,676	3.3%	
Chi phí dự phòng	27,599	27,921	1.2%	29,853	6.9%	
Lợi nhuận ròng	25,483	33,340	30.8%	39,314	17.9%	
Tăng trưởng tín dụng	16.8%	15.2%	-160 đcb	14.9%	-22 đcb	
Tăng trưởng tiền gửi KH	13.9%	15.4%	157 đcb	16.0%	62 đcb	Tăng trưởng tiền gửi dự kiến sẽ vượt tăng trưởng tín dụng trong 2 năm tới chủ yếu nhờ lãi suất vẫn ở mức thấp.
NIM	2.9%	3.0%	7 đcb	3.1%	8 đcb	
CIR	27.5%	28.0%	47 đcb	28.0%	0 đcb	Việc tăng cường hoạt động thu ngoài lãi nhiều khả năng làm tăng chi phí hoạt động; do đó, chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ ít có khả năng giảm trong 2 năm tới.
LDR	84.7%	85.8%	106 đcb	85.3%	-45 đcb	
CASA	24.8%	24.8%	-5 đcb	24.8%	3 đcb	
NPL	1.2%	1.1%	-17 đcb	1.0%	-10 đcb	
LLR	170.7%	205.4%	3464 đcb	212.7%	727 đcb	Mặc dù chi phí tín dụng dự kiến sẽ giảm xuống gần 1.0%, LLR vẫn có thể lọt vào top 5 của ngành.
ROE	18.5%	20.5%	204 đcb	20.3%	-19 đcb	

Nguồn: CTG, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 12 tháng cho CTG lên 52,100 đồng/cổ phiếu nhờ (i) tăng dự báo lợi nhuận ròng trong năm 2025/2026 thêm 16,5%/8,2% và (ii) điều chỉnh tăng P/B mục tiêu lên 1,5x lần do dự báo giảm trích lập dự phòng trong trung hạn và chất lượng tài sản được cải thiện. Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** cho CTG trong dài hạn dựa trên:

- Tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của lợi nhuận ròng trong 5 năm tới là 18.3%, cao hơn nhiều so với mức 13.1% của 5 năm trước.
- P/B thấp hơn tương đối so với các ngân hàng tương đương như VCB và BID.
- Chất lượng tài sản vững chắc hơn dù với quy mô lớn hơn nhiều so với các ngân hàng tư nhân.

Tóm tắt các giả định trong phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu CTG bằng cách kết hợp 2 phương pháp định giá: Thu nhập còn lại (RI) và P/B

- P/B: Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.5x lần áp dụng cho giá trị sổ sách (BVPS) vào cuối năm 2025. Mức P/B này được chiết khấu 20% so với P/B trung bình hiện tại của VCB và BID và cao hơn 10% so với P/B trung bình của các ngân hàng thương mại lớn bao gồm TCB, VPB, MBB và ACB.
- Về phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư, tỷ lệ giá trị sổ sách trong thành phần định giá là 47.5% cho thấy tiềm năng cao về tăng trưởng thu nhập trong dài hạn.

Rủi ro đầu tư

- Ngân hàng bán lẻ vẫn gặp nhiều thách thức do nhu cầu tín dụng thấp.
- Chúng tôi lo ngại rằng sự phục hồi chậm của ngân hàng bán lẻ sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến tăng trưởng của toàn ngành trong 12-18 tháng tới.

Định giá

Hình 18: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2025	2026	2027	2028	2029
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	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16
Chi phí vốn cổ phần	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
(ĐVT: tỷ đồng)					
Thu nhập thặng dư (RI)	10,890	12,597	13,561	14,715	15,564
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	9,576	11,077	11,925	12,940	13,687
VCSH đầu kỳ	147,534				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	59,205				
GTHT terminal value	74,341				
Giá trị VCSH cuối kỳ	281,079				
SLCP lưu hành (tr cp)	5,370				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	52,300				

Nguồn: MBS Research

Hình 19: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 21/03/2025)

	Giá hiện tại (VND/cp)	Khuyến nghị	Tổng tài sản (tỷ VND)	P/E		P/B		ROE		ROA	
				2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
ACB	26,100	KHẢ QUAN	864,006	7.0x	5.8x	1.4x	1.2x	21.8%	21.6%	2.1%	2.3%
BID	39,450	KHẢ QUAN	2,760,693	11.2x	8.9x	2.0x	1.6x	19.2%	16.9%	1.0%	0.9%
CTG	41,650	KHẢ QUAN	2,385,388	8.9x	6.7x	1.5x	1.3x	18.6%	17.3%	1.2%	1.8%
HDB	23,000	TRUNG LẬP	697,281	6.3x	10.0x	1.5x	1.5x	25.8%	23.3%	2.0%	1.9%
LPB	34,800	KHẢ QUAN	508,330	10.9x	7.2x	2.4x	1.7x	25.1%	21.6%	2.2%	2.0%
MBB	24,300	KHẢ QUAN	1,128,801	6.4x	5.8x	1.3x	1.2x	22.1%	22.2%	2.2%	2.4%
STB	41,600	TRUNG LẬP	748,095	7.2x	7.2x	1.3x	1.2x	20.0%	16.2%	1.4%	1.2%
TCB	27,350	KHẢ QUAN	978,799	9.0x	6.8x	1.3x	1.1x	15.6%	16.6%	2.4%	2.5%
TPB	14,750	TRUNG LẬP	418,028	7.1x	4.9x	1.1x	0.7x	17.3%	14.5%	1.6%	1.5%
VCB	66,000	KHẢ QUAN	2,085,397	16.5x	14.7x	2.8x	2.3x	18.6%	17.1%	1.7%	1.7%
OCB	11,000	TRUNG LẬP	280,712	8.8x	6.8x	0.9x	0.8x	10.5%	15.9%	1.2%	1.9%
VIB	20,300	KHẢ QUAN	493,158	8.4x	6.5x	1.5x	1.2x	18.1%	23.4%	1.6%	2.2%
VPB	19,500	KHẢ QUAN	923,848	10.0x	7.9x	1.1x	1.0x	11.4%	11.7%	1.8%	1.8%
Trung bình SOCBs			1,947,787	8.8x	8.5x	1.7x	1.4x	21.2%	19.2%	1.4%	1.5%
Trung bình			1,097,887	9.0x	7.6x	1.6x	1.3x	18.8%	18.3%	1.7%	1.8%

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 20: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	52,300	50%	26,150
So sánh P/B (P/B mục tiêu 1.5x)	52,000	50%	26,000
Giá mục tiêu			52,100

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2023A	2024A	2025F	2026F	Tỷ số tài chính	2023A	2024A	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	52,957	62,403	73,708	85,890	Tăng trưởng				
Thu nhập thuần từ HDDV	7,114	6,696	8,125	9,155	Tổng tài sản	12.4%	17.4%	11.9%	15.0%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	4,248	4,197	4,029	4,421	Cho vay và đầu tư	13.7%	17.1%	13.9%	15.4%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	293	92	322	442	Tiền gửi và giấy tờ có giá	13.9%	15.2%	13.8%	16.4%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	(154)	(288)	(48)	(20)	LNTT và DPRRTD	11.5%	18.5%	17.2%	13.4%
Lãi thuần từ HĐKD khác	6,090	8,809	10,501	9,677	LNTT	18.3%	27.1%	31.1%	17.7%
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	81,909	96,637	109,565					
Chi phí hoạt động	20,443	22,546	27,058	30,678	An toàn vốn				
LNTT và trước DPRRTD	50,105	59,363	69,579	78,887	CAR	9.3%	9.0%	N/A	N/A
Chi phí DPRRTD	25,115	27,599	27,921	29,853	VCSH/Tổng tài sản	6.3%	6.2%	6.6%	6.8%
LNTT	24,990	31,764	41,658	49,034	Đòn bẩy tài chính	15.9	16.1	15.1	14.6
Chi phí thuế TNDN	4,945	6,281	8,318	9,719					
LNST	20,045	25,483	33,340	39,314	Chất lượng tài sản				
LN cổ đông thiểu số	141	134	133	162	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.1%	1.2%	1.1%	1.0%
LNST cho Ngân hàng	19,904	25,348	33,207	39,152	Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.5%	1.3%	1.0%	0.8%
					Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	167.2%	170.7%	205.4%	212.7%
Cân Đối Kế Toán	2023A	2024A	2025F	2026F					
Tiền và tương đương tiền	9,760	11,148	11,074	10,265	Thanh khoản				
Tiền gửi tại NHNN	40,597	34,432	51,191	58,982	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	80.6%	84.7%	85.8%	85.3%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	279,842	378,483	377,614	423,759	TS thanh khoản cao/Tổng TS	25.3%	26.9%	25.1%	25.1%
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	2,488	2,799	5,738	7,829	TS thanh khoản/tiền gửi KH	29.6%	31.5%	29.4%	29.5%
Phái sinh và các TSTC khác	-	-	-	-					
Cho vay khách hàng	1,473,345	1,721,955	1,980,062	2,275,653	Khả năng sinh lợi				
Dự phòng cho vay	(27,773)	(36,664)	(43,833)	(47,206)	ROA	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%
Chứng khoán đầu tư	181,311	214,607	225,392	270,109	ROE	17.0%	18.5%	20.5%	20.3%
Đầu tư dài hạn khác	3,427	3,934	4,017	4,121	NIM	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%
Tài sản cố định	10,126	10,002	9,726	9,466	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	75.1%	76.2%	76.3%	78.4%
BDS đầu tư	-	-	-	-	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	29.0%	27.5%	28.0%	28.0%
Tài sản Có khác	59,570	44,693	48,926	58,307					
TỔNG TÀI SẢN	2,032,690	2,385,388	2,669,909	3,071,284	Định giá				
NỢ PHẢI TRẢ	1,905,119	2,236,883	2,493,103	2,860,983	EPS cơ bản (VND)	3,912	4,720	6,184	7,291
Nợ NHNN, Chính phủ	21,814	154,284	117,259	118,779	Giá trị sổ sách (VND)	23,596	27,474	32,732	38,954
Tiền gửi, vay các TCTD khác	304,424	276,141	311,903	342,485	P/E	10.7x	8.9x	6.8x	5.8x
Tiền gửi của khách hàng	1,410,899	1,606,317	1,854,092	2,151,506	P/B	1.8x	1.5x	1.3x	1.1x
Phái sinh và các công cụ TC khác	556	391	391	391					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	2,238	2,180	3,960	4,551					
Phát hành giấy tờ có giá	115,376	151,678	146,084	177,412					
Các khoản nợ khác	49,813	45,892	59,414	65,859					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	127,571	148,505	176,806	210,300					
Vốn điều lệ	53,700	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	909	909	909					
Quỹ của TCTD	19,057	25,317	30,298	36,171					
Chênh lệch tỷ giá	87	243	310	371					
LN chưa phân phối	44,055	58,390	81,577	109,056					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	861	971	1,037	1,118					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	2,032,690	2,385,388	2,669,909	3,071,284					

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
 Nghiêm Phú Cường
 Đinh Hà Anh
 Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức
 Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng Lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng
 Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly
 Nguyễn Phương Anh