

NGỌC TRONG ĐÁ

23/05/2024

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	14,400
Giá hiện tại	10,300
Tiềm năng tăng/giảm	39.8%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	760.6
Free float (%)	95.84%
Vốn hóa (tỷ VND)	7,834
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	10,419,163
Sở hữu nước ngoài (%)	0.21%
Ngày niêm yết đầu tiên	07/08/2018

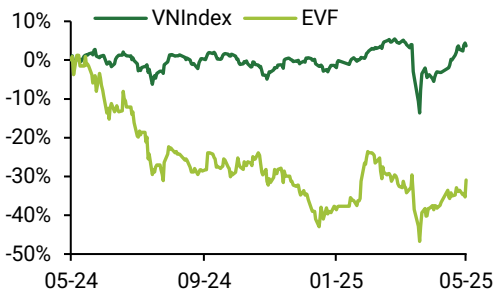
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

VIX Securities JSC (HSX: VIX)	4.16%
- Ngày 15/01/2025	
Khác	95.84%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (LTM)

TTM EPS (VND)	881
BVPS (VND)	12,159
ROA (%)	1.25%
ROE (%)	7.26%
P/E	11.69
P/B	0.85
Cổ tức (%)	-

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

CTCP Tài Chính Điện Lực (HSX: EVF) được thành lập vào tháng 07/2008 và trở thành công ty đại chúng từ tháng 09/2008 với các hoạt động trong việc thu xếp và quản trị vốn cho các dự án điện thuộc Tập đoàn Điện Lực Việt Nam và các đơn vị thành viên; đồng thời cung cấp các sản phẩm dịch vụ tài chính trên thị trường. Ngày 12/01/2022, EVF được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE)

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Nam Sơn
Phó Phòng
sonnguyennam@phs.vn

- Doanh nghiệp tài chính/ ngân hàng duy nhất duy trì liên tục được tốc độ tăng trưởng tín dụng khoảng 40% trong 4 năm gần nhất.
- Kết quả kinh doanh ấn tượng:** Thu nhập lãi thuần (NII) tăng trưởng mạnh (+103,7% YoY), lợi nhuận trước thuế (PBT) tăng trưởng tương ứng (+71,9% YoY), nhờ biên lãi ròng (NIM) phục hồi. Dự báo LNST năm 2025 đạt khoảng 955 tỷ đồng (+70% YoY) và tiếp tục duy trì khả năng tăng trưởng tín dụng mạnh (dự phóng +20% năm 2025).
- Bảng cân đối được quản trị tốt:** tại cuối 2024, tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp nhất ngành ở mức **0,79%**, với tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu (LLR) cao nhất với mức **134,9%** (chỉ sau VCB và CTG).
- Định hướng chiến lược rõ ràng:** tập trung tăng trưởng danh mục cho vay vào các lĩnh vực tiềm năng, có tốc độ tăng trưởng cao như bán buôn/bán lẻ, điện lực và xây dựng.
- Định giá chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng:** Giá cổ phiếu hiện tại chưa phản ánh đúng nền tảng cơ bản đang cải thiện, chất lượng tài sản tốt, cũng như triển vọng tăng trưởng vượt trội của doanh nghiệp.

L luận điểm đầu tư:

(1) Hiệu quả kinh doanh vượt trội: Mức tăng trưởng NII lớn chủ yếu đến từ việc cải thiện đáng kể NIM của EVF – từ 1,71% năm 2023 lên 2,9% trong năm 2024 đi cùng với tăng trưởng tín dụng tiếp tục rất mạnh trong năm 2024, đạt 46,8 nghìn tỷ đồng (+40% YoY) – năm thứ 04 liên tiếp có mức tăng khoảng 40%.

Trong quý 1/2025, EVF ghi nhận lợi nhuận trước thuế đạt 306 tỷ đồng (+83% YoY). Kết quả này phản ánh rõ nét sự cải thiện về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Đồng thời, lợi nhuận quý 1 cũng hoàn thành 31,8% kế hoạch lợi nhuận năm 2025 (960 tỷ đồng, theo kế hoạch của ĐHCĐ). NIM trong quý 1/2025 tiếp tục cải thiện lên mức 3,2%.

(2) Bảng cân đối được quản trị tốt: tính đến năm 2024, EVF ghi nhận tỷ lệ NPL thấp nhất thị trường, ở mức 0,8%, so với mức trung bình 2,3% của nhóm ngân hàng thương mại lớn và 2,2% của các ngân hàng thương mại vừa và nhỏ khác. EVF cũng duy trì tỷ lệ (LLR) cao nhất trong cả hai nhóm so sánh, cho thấy khả năng kiểm soát rủi ro tín dụng và chất lượng tài sản ổn định.

Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi dự phóng NII và LNST của EVF trong năm 2025 sẽ đạt lần lượt 2.034 tỷ đồng (+40,9% YoY) và 955 tỷ đồng (+70,3% YoY).

Về mặt định giá, chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh P/B tương ứng theo ROE để ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu EVF ở mức 14.400 đồng/cổ phiếu. Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA**, với tiềm năng tăng giá ước tính khoảng 39,8% so với mức giá đóng cửa ngày 22/05/2024

Rủi ro: (1) Rủi ro tập trung danh mục cho vay và (2) rủi ro quản trị.

Tổng quan dự phóng	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
NII (tỷ đồng)	709	1,444	2,034	2,318	2,776
NFI (tỷ đồng)	3	40	44	49	53
TOI (tỷ đồng)	1,094	1,502	2,022	2,299	2,750
NP (tỷ đồng)	328	561	955	1,026	1,297
EPS (VND)	849	704	1,256	1,349	1,706
ROE (%)	5.13%	6.42%	10.07%	9.80%	11.16%
Giá trị sổ sách (VND)	12,007	11,843	13,098	14,436	16,128

NỘI DUNG

Tổng quan doanh nghiệp	3
<i>Phân khúc kinh doanh</i>	<i>3</i>
<i>Cấu trúc cổ đông.....</i>	<i>3</i>
<i>Tăng trưởng vốn vốn điều lệ</i>	<i>4</i>
<i>Cơ cấu doanh thu theo các mảng kinh doanh cốt lõi</i>	<i>5</i>
<i>Tác động đến môi trường và xã hội (ESG).....</i>	<i>6</i>
Phân tích và dự phóng	6
<i>Hiệu quả kinh doanh: trên đà tăng trưởng.....</i>	<i>6</i>
<i>Chất lượng tài sản: duy trì tốt trong bối cảnh phát triển nhanh</i>	<i>10</i>
Định giá và So sánh với các Công ty Cùng ngành	14
Báo cáo tài chính	18

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Tài chính Điện lực (HOSE: EVNFinance, EVF, “EVF”) được thành lập vào năm 2008 với tầm nhìn chiến lược cung cấp các giải pháp tài chính phù hợp cho ngành Điện Việt Nam. Ngay từ khi thành lập, EVF đã đóng vai trò là đơn vị điều phối tài chính và quản lý vốn chủ chốt cho nhiều dự án điện thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) và các đơn vị liên kết.

Bên cạnh sứ mệnh hỗ trợ xây dựng cơ sở hạ tầng năng lượng quốc gia, EVF cũng đã không ngừng mở rộng danh mục cho vay và hiện đang cung cấp các sản phẩm tài chính cho nhiều tổ chức và doanh nghiệp thuộc nhiều lĩnh vực kinh tế. Tại thời điểm thành lập, với vốn điều lệ 2.500 tỷ đồng, EVF trở thành công ty tài chính có quy mô vốn lớn nhất Việt Nam lúc bấy giờ.

Ngày 12 tháng 01 năm 2022, EVF chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Điểm khác biệt nhất của EVF so với các công ty tài chính khác chính là khả năng cung cấp các dịch vụ tài chính với quy mô thường thấy ở một ngân hàng thương mại.

Phân khúc kinh doanh

Hiện tại, EVF cung cấp một danh mục sản phẩm và dịch vụ tài chính đa dạng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của các doanh nghiệp và tổ chức kinh tế, bao gồm:

Dịch vụ huy động vốn:

- Huy động tiền gửi từ các tổ chức kinh tế và cá nhân.
- Phát hành giấy tờ có giá.

Dịch vụ cho vay:

- Cung cấp các khoản vay ngắn hạn, trung hạn và dài hạn để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động và phát triển dự án.
- Cung cấp hỗ trợ tài chính cho các đơn vị trong lĩnh vực điện cũng như các doanh nghiệp thuộc nhiều ngành khác.

Dịch vụ chiết khấu:

- Chiết khấu thương phiếu, trái phiếu và các công cụ có giá khác giúp doanh nghiệp nhanh chóng thu hồi vốn và tối ưu hóa dòng tiền.

Các dịch vụ khác: Hoạt động cấp tín dụng, Bảo lãnh ngân hàng, Kinh doanh ngoại hối, Bao thanh toán, Hoạt động tư vấn ngân hàng, Cho thuê tài chính, Phát hành thẻ tín dụng, Đại lý bảo hiểm Hoạt động và các hoạt động kinh doanh khác được quy định trong giấy phép

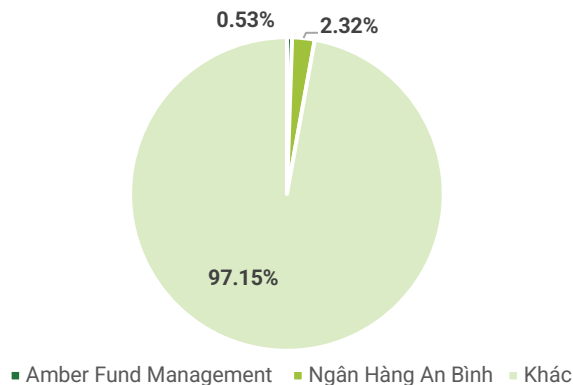
Cấu trúc cổ đông

Tính đến thời điểm cuối 2024, EVF có tổng cộng 68 cổ đông tổ chức, chiếm 7,98% tổng quyền sở hữu. Trong số đó, Ngân hàng TMCP An Bình nắm giữ 2,32%, tiếp theo là Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Amber với 0,53%.

Phần lớn cổ đông của EVF là các nhà đầu tư (NĐT) cá nhân, với ông Nguyễn Văn Cảnh nắm giữ 4,62% cổ phần. Đáng chú ý, ông Cảnh là bố của ông Nguyễn Hoàng Hải, Tổng Giám đốc hiện tại của EVNFinance.

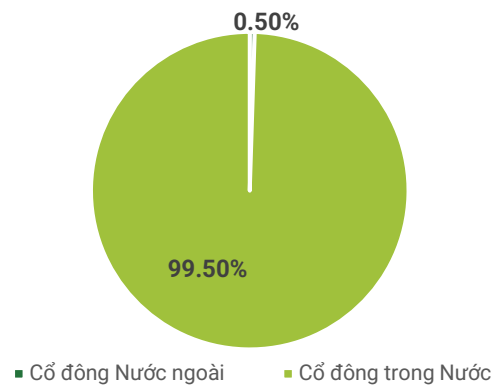
EVF không có sở hữu nhà nước trong cơ cấu cổ đông, và không có cổ đông nào nắm giữ hơn 5% cổ phần của công ty. Điều này cho thấy một cơ cấu sở hữu theo định hướng thị trường, phản ánh sự cởi mở trong cơ cấu sở hữu vốn.

Hình 1: Cơ cấu sở hữu (Phân loại theo cổ đông)



Nguồn: Fiinpro, EVF, PHS tổng hợp

Hình 2: Cơ cấu sở hữu (Phân loại theo loại hình NĐT)



Nguồn: Fiinpro, EVF, PHS tổng hợp

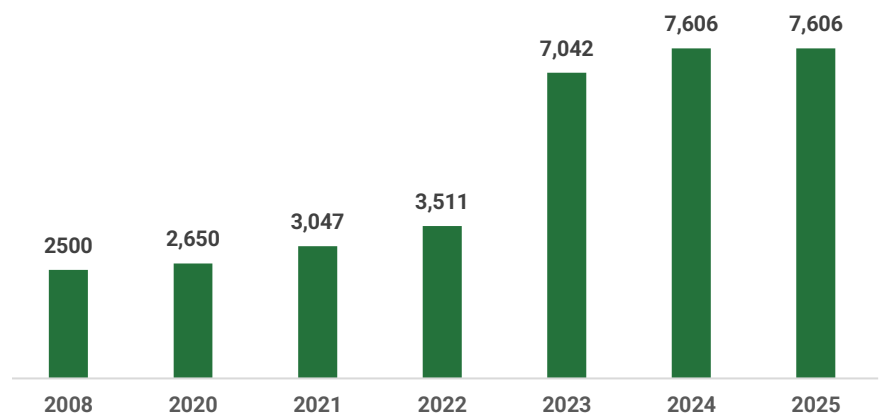
Tăng trưởng vốn điều lệ

Tại thời điểm thành lập, vốn điều lệ của công ty đạt 2.500 đồng, đưa EVF trở thành công ty tài chính có quy mô vốn lớn nhất Việt Nam lúc bấy giờ.

Kể từ đó, EVF đã thực hiện năm đợt tăng vốn nhằm mở rộng quy mô hoạt động và nâng cao sức mạnh tài chính. Tính đến năm 2025, vốn điều lệ của công ty đạt 7.606 tỷ đồng, +116,6% so với thời điểm niêm yết trên HOSE (2022).

Việc liên tục tăng vốn điều lệ này thể hiện cam kết của EVF đối với chiến lược tăng trưởng bền vững, tập trung vào việc mở rộng hoạt động kinh doanh và củng cố sức mạnh tài chính để đáp ứng hiệu quả nhu cầu thị trường.

Hình 3: Tăng trưởng vốn điều lệ của EVF giai đoạn 2008 – 2025 (tỷ VNĐ)



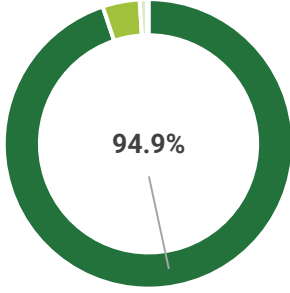
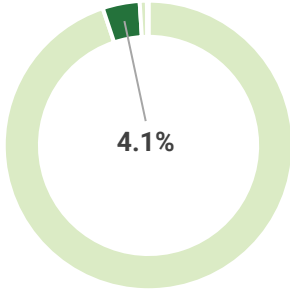
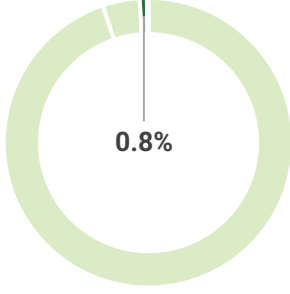
Nguồn: EVF BCTC kiểm toán, PHS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo các mảng kinh doanh cốt lõi

Doanh thu của EVF đến từ cả thu nhập lãi (Net Interest Income, NII) và thu nhập phí và hoa hồng (Net Fee & Commission Income, NFI). Trong năm 2024, NII và NFI đóng góp lần lượt 97,3% và 2,7% vào tổng thu nhập.

Trong cơ cấu thu nhập lãi, cho vay khách hàng và các ngân hàng khác đóng góp lớn nhất, khoảng 95%.

Bảng 1: Cơ cấu thu nhập lãi của EVF năm 2024

Thu nhập lãi	Đóng góp vào doanh thu năm 2024	Mô tả
Các khoản cho vay khách hàng và các ngân hàng khác	 94.9%	EVF cung cấp một dải sản phẩm cho vay toàn diện từ ngắn hạn, trung hạn đến dài hạn, được thiết kế để đáp ứng các nhu cầu vốn đa dạng của khách hàng, bao gồm tài trợ vốn lưu động và hỗ trợ phát triển dự án. Tính đến năm 2024, phần lớn danh mục cho vay của EVF được phân bổ cho cho vay doanh nghiệp trên các lĩnh vực chính lần lượt: Bán buôn và Bán lẻ, bao gồm Sửa chữa Ô tô, chiếm 25,8%, tiếp theo là Sản xuất và Phân phối Điện, Khí đốt và Hơi nước ở mức 15,6%, và lĩnh vực Xây dựng ở mức 12,2%. Sự phân bổ này phản ánh một sự thay đổi chiến lược từ việc tập trung chủ yếu vào ngành năng lượng sang việc phân bổ đa dạng ngành nghề hơn, đáp ứng các mục tiêu tăng trưởng và quản trị rủi ro của EVF. Lợi suất gộp cho phân khúc này dao động từ 10,7% đến 12,08% trong ba năm qua.
Tiền gửi tại các ngân hàng khác	 4.1%	Hoạt động tiền gửi ngân hàng đóng góp 4,15% vào tổng doanh thu của EVF. Mặc dù đây là một tỷ trọng khiêm tốn trong tổng doanh thu, nhưng nó vẫn là một nguồn thu nhập ổn định và quan trọng, giúp công ty tối ưu hóa dòng tiền và sử dụng hiệu quả nguồn vốn nhân rồi. Phân khúc này đóng vai trò then chốt trong việc đảm bảo thanh khoản và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Trong bối cảnh thị trường tài chính biến động, việc tối ưu hóa các hoạt động tiền gửi có thể hỗ trợ EVF cải thiện lợi nhuận và duy trì sự ổn định hoạt động. Lợi suất gộp cho phân khúc này dao động từ 1,88% đến 3,93% trong ba năm qua.
Nợ và chứng khoán	 0.8%	Hoạt động kinh doanh và đầu tư chứng khoán nợ đóng góp 0,8% vào tổng doanh thu của EVF. Tỷ trọng tương đối thấp này cho thấy EVF vẫn chưa đặt trọng tâm chiến lược đáng kể vào phân khúc này, công ty tiếp tục tập trung chủ yếu vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi của mình là cho vay. Đáng chú ý, tính đến năm 2024, EVF không còn bất kỳ rủi ro nào liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp. EVF đã giảm thành công số dư nợ trái phiếu từ 3.555 tỷ VNĐ vào năm 2020 xuống gần 13 tỷ VNĐ vào năm 2023 trước khi về mức 0 vào năm 2024. Lợi suất gộp cho phân khúc này dao động từ 1,83% đến 5,01% trong ba năm qua.

Tác động đến môi trường và xã hội (ESG)

Kể từ năm 2020, EVNFinance đã tích cực thúc đẩy các sáng kiến tín dụng xanh theo các nguyên tắc hiệu quả, an toàn và tuân thủ quy định pháp luật. Tính đến năm 2024, công ty đã tài trợ cho:

- 231 dự án năng lượng tái tạo
- 53 khách hàng cá nhân trong việc lắp đặt hệ thống điện mặt trời áp mái
- 3.000 xe điện xanh (SM EVs)
- Tổng sản lượng điện hàng năm từ các dự án điện tái tạo (mà EVF đã hỗ trợ cho vay vốn) ước tính: từ 376 MWh đến 242.171 MWh.

EVF ước tính rằng các hoạt động tài chính xanh của mình đã góp phần giảm khoảng 2.000.000 tấn khí thải CO₂. Những con số này nhấn mạnh cam kết mạnh mẽ của EVF đối với bền vững môi trường và vai trò của công ty trong việc thúc đẩy phát triển năng lượng sạch ở Việt Nam.

Phân tích và dự phóng

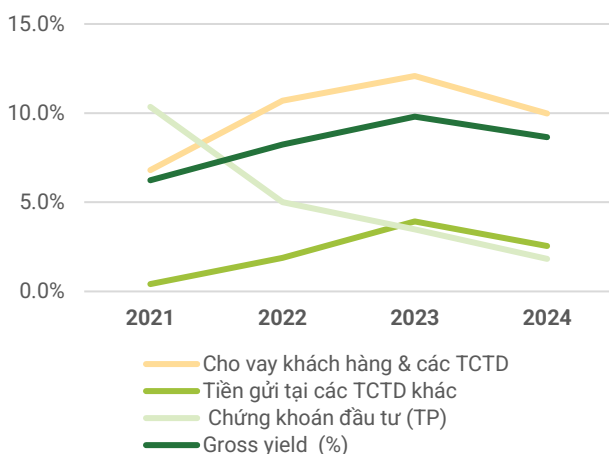
Hiệu quả kinh doanh: trên đà tăng trưởng

Một lần nữa, chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng EVF là một công ty tài chính đặc biệt với các khả năng cho vay tiêu dùng, cho thuê tài chính và các dịch vụ cho vay khác như một ngân hàng thương mại cổ phần.

Cuối năm 2024, EVF công bố NII đạt 1.444 tỷ VNĐ, tăng mạnh 103,7% so với cùng kỳ năm trước và chiếm 97,3% Tổng thu nhập hoạt động (TOI). Sự tăng trưởng mạnh về NII chủ yếu là do NIM của EVF cải thiện đáng kể (từ 1,71% năm 2023 lên 2,9% năm 2024) bên cạnh tăng trưởng tín dụng vượt bậc của công ty trong năm 2024 (46,8 nghìn tỷ VNĐ, +40% so với cùng kỳ năm trước, một phần nhờ vào việc huy động vốn thành công trong năm 2023).

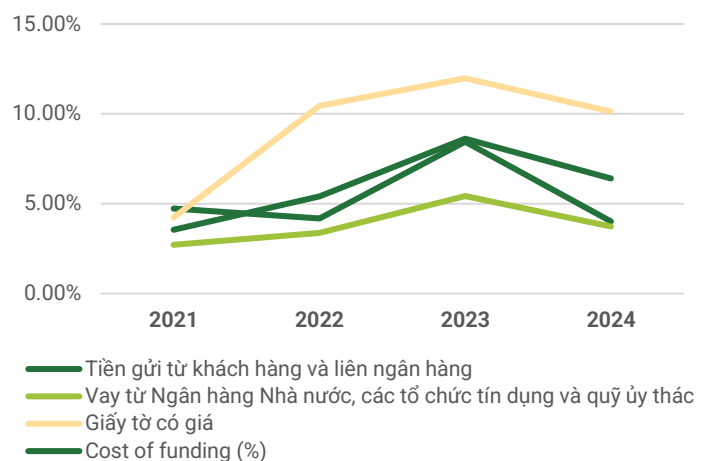
Sự cải thiện NIM chủ yếu là do chi phí vốn (Cost of Funding) giảm (trung bình từ 8,62% xuống 6,41%) mạnh hơn nhiều so với mức giảm của biên thu nhập lãi (Gross Yield, trung bình từ 9,80% xuống 8,64%).

Hình 4: Lợi suất gộp 2021 – 2024 (%)



Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

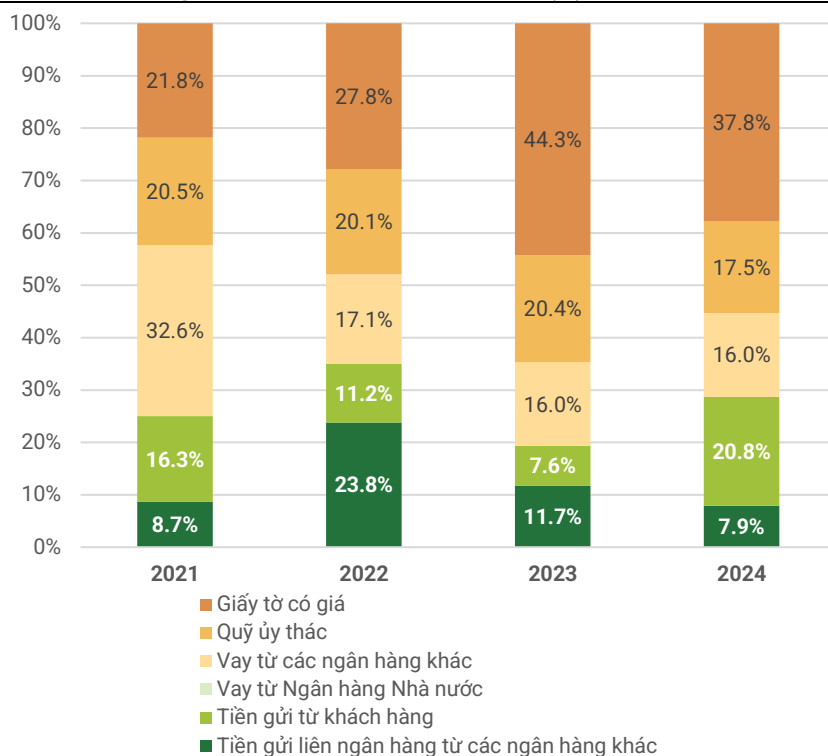
Hình 5: Chi phí huy động vốn 2021 – 2024 (%)



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Cùng với sự sụt giảm chung của lãi suất tiền gửi tại Việt Nam trong giai đoạn 2023 – 2024, việc EVF cơ cấu lại các nguồn vốn cũng đã góp phần cải thiện chi phí vốn. Trong năm 2024, tỷ lệ tiền gửi khách hàng đã tăng đáng kể từ 7,6% lên 20,8%, trong khi các nguồn vốn chi phí cao, như quỹ ủy thác và chứng khoán, đã giảm lần lượt từ 20,4% xuống 17,5% và 44,3% xuống 37,8%.

Hình 6: Cơ cấu nguồn vốn của EVF 2021 – 2024 (%)

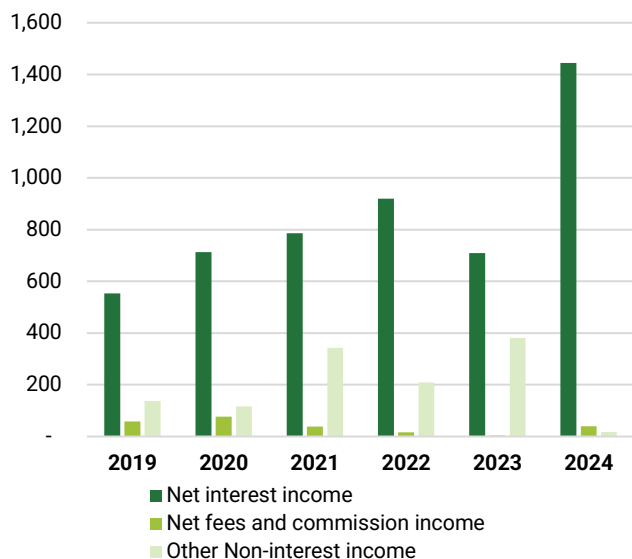


Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Đáng chú ý, hiện nay đã có Thông tư 02/2025/TT-NHNN, hiệu lực từ ngày 16/6/2025, quy định về việc phát hành chứng chỉ tiền gửi trong nước của các tổ chức tín dụng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam. Thông tư này là một bước tiến quan trọng hướng tới việc củng cố khuôn khổ pháp lý cho các hoạt động huy động vốn, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất tiền gửi đang giảm (dẫn đến nhu cầu các nhà đầu tư tích cực tìm kiếm các sản phẩm tiền gửi có lãi suất cao hơn).

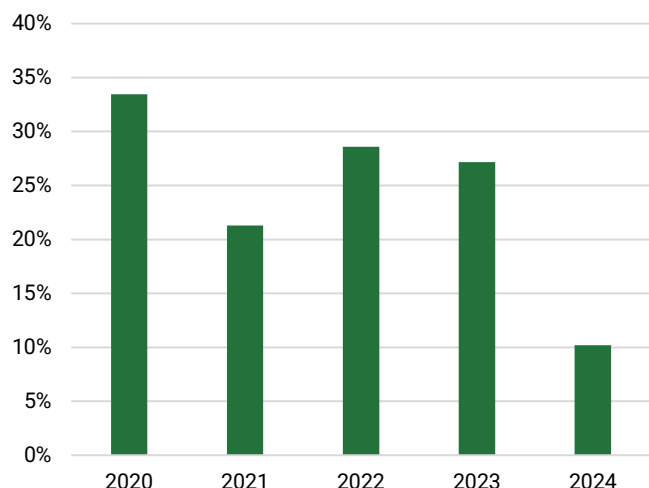
Trong bối cảnh EVF tiếp tục mở rộng danh mục cho vay của mình, chúng tôi dự phóng rằng đóng góp của cả tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá vào tổng nguồn vốn sẽ vẫn tăng mạnh trong những năm tới. Do đó, chi phí vốn dự kiến sẽ tăng nhẹ, do lãi suất huy động được dự báo sẽ tăng nhẹ để phù hợp với xu hướng lạm phát dự kiến.

Hình 7: Kết quả hoạt động kinh doanh của EVF (tỷ VND)



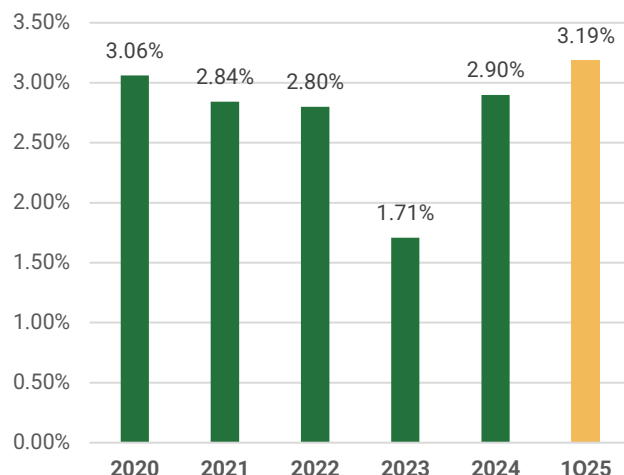
Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Hình 9: Tỷ lệ CIR (Cost to Income Ratio - Chi phí trên Thu nhập) của EVF đã cải thiện đáng kể trong năm 2024.



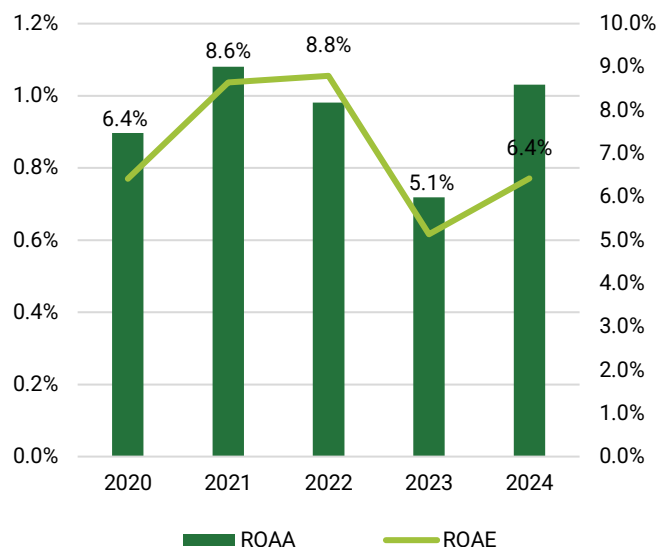
Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Hình 8: NIM của EVF đã cải thiện tiếp tục trong 1Q25



Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Hình 10: ROE và ROA của EVF đã có sự phục hồi đáng kể từ mức thấp của năm 2023



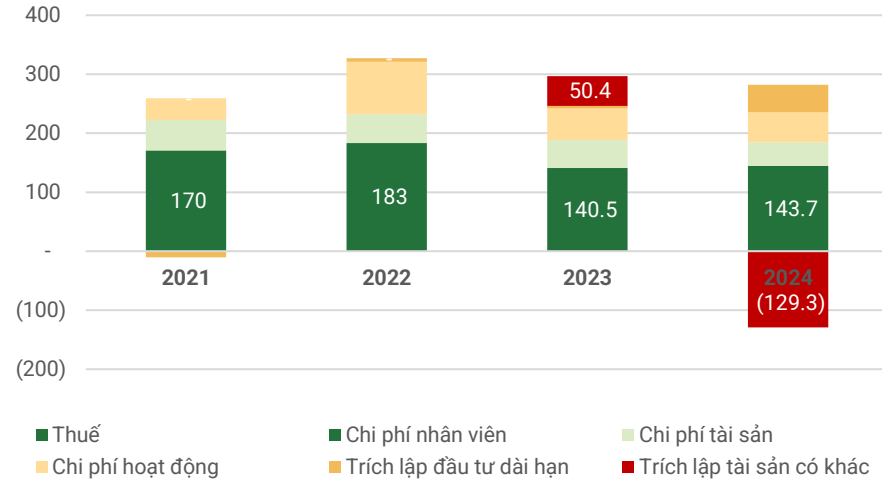
Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Ngoài việc cải thiện NIM, một trong những điểm đáng chú ý nhất của EVF trong năm 2024 chính là việc giảm đáng kể chi phí hoạt động. Tổng chi phí hoạt động năm 2024 đạt 153 tỷ VNĐ, giảm đáng kể so với quá khứ - từ 213 tỷ VNĐ (năm 2018) đến 327 tỷ VNĐ (năm 2022).

Việc giảm chi tỷ lệ chi phí hoạt động (CIR) năm 2024 chủ yếu đến từ việc hoàn nhập dự phòng liên quan đến tài sản dài hạn. Khi phân tích kỹ hơn, chúng tôi cũng nhận thấy EVF đã quản lý hiệu quả ngân sách chi phí nhân sự của mình từ năm 2023 và duy trì thành công mức đó trong suốt năm 2024, bất chấp sự mở rộng đáng kể trong danh mục cho vay. Điều này cho thấy khả năng quản trị chi phí tốt trong bối cảnh tăng trưởng rất nhanh.

Tỷ lệ CIR tăng nhẹ trong 1Q25 (12,5%) nhưng vẫn ở mức thấp nhờ việc giảm trích lập dự phòng cho đầu tư dài hạn và các tài sản liên quan.

Hình 11: Cơ cấu chi phí hoạt động của EVF giai đoạn 2021 – 2024 (tỷ VNĐ)



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

Một yếu tố khác đóng góp quan trọng vào hiệu quả hoạt động của EVF trong năm 2024 là thu nhập ròng từ các hoạt động khác, chủ yếu đến từ việc thu hồi các khoản nợ (đã xóa) trước đây và hoàn nhập các khoản dự phòng rủi ro của công ty, cũng như thu nhập phí và hoa hồng ròng cũng tăng trưởng, đạt 40 tỷ VNĐ (cao hơn gấp 12 lần so với năm 2023).

EVF cũng báo cáo lợi nhuận 15 tỷ VNĐ từ hoạt động kinh doanh chứng khoán, so với việc không có lợi nhuận ghi nhận từ hoạt động này trong năm trước. Tuy nhiên, NII vẫn chiếm 97,3% tổng thu nhập hoạt động (TOI).

Cập nhật Q1.2025:

Trong 1Q25, EVF ghi nhận LNTT đạt 306 tỷ VNĐ, tăng đáng kể so với 164,3 tỷ VNĐ trong 1Q24. Kết quả này đang phản ánh sự cải thiện rõ rệt về hiệu quả kinh doanh của EVF. Với mức LNTT này đã giúp EVF đạt 31,8% kế hoạch năm 2025 (960 tỷ VNĐ). Với đà tăng trưởng này, EVF đang có sự khởi đầu tốt để đạt hoặc vượt xa mục tiêu lợi nhuận năm 2025.

Về hiệu quả hoạt động, NII vẫn là động lực tăng trưởng chính, tăng hơn 14% YOY, đạt 429 tỷ VNĐ trong 1Q25. Sự tăng trưởng này thể hiện việc tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh cốt lõi của EVF.

Bảng 2: Kết quả hoạt động kinh doanh quý 1 năm 2025 của EVF

Đơn vị: tỷ đồng	1Q25	1Q24	% YoY	Kế hoạch AGM	% Kế hoạch AGM
NII	429	376	14.2%		
NFI	7	23	-71.1%		
TOI	426	423	0.7%		
Tổng chi phí hoạt động	(53)	(109)	-50.8%		
Trích lập	(67)	(150)	-55.3%		
LNTT	306	164	85.9%	960	31.8%
LNST	241	131	83.4%		

Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp

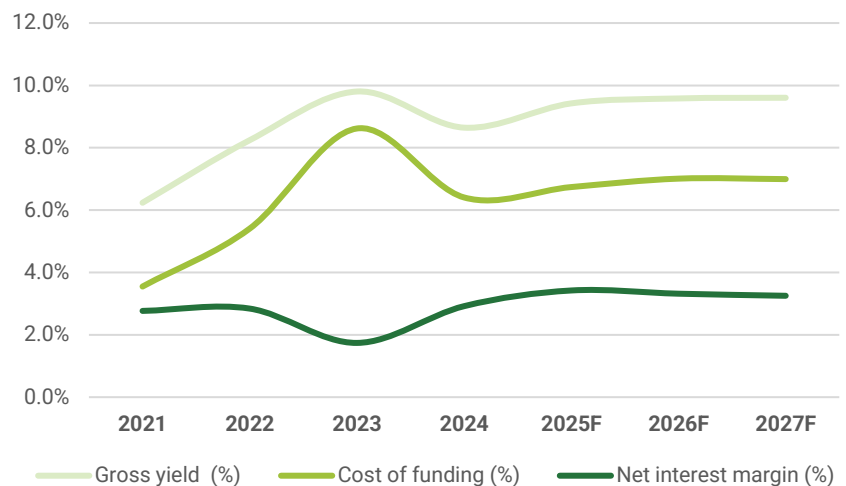
Triển vọng NIM:

Trong năm 2025, NIM của EVF dự kiến sẽ cải thiện hơn nữa do được hỗ trợ bởi sự đóng góp tỉ trọng ngày càng tăng của các khoản cho vay mới vào các lĩnh vực có lãi suất cho vay cao hơn – như Bán buôn & Bán lẻ, Sửa chữa Ô tô, Dịch vụ Tài chính, Bảo hiểm và Bất động sản – chiếm tổng cộng khoảng 56% tổng danh mục cho vay. Vì vậy, chúng tôi dự báo NIM của EVF sẽ tăng nhẹ thêm từ mức 3,2% của quý 1 năm 2025 lên khoảng 3,4% cho cả năm.

Nhìn về giai đoạn 2026–2027, chúng tôi kỳ vọng NIM của EVF sẽ ổn định quanh các mức hiện tại, khi Công ty tiếp tục phụ thuộc vào việc huy động giấy tờ có giá – một nguồn vốn có chi phí cao. Trong khi đó, lãi suất cho vay khó có thể tăng cao hơn trong bối cảnh thanh khoản thị trường hiện rất dồi dào và chính phủ cũng thể hiện rõ việc ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng GDP hơn là kiểm soát lạm phát.

Theo quan điểm của chúng tôi, điều này dẫn đến một giai đoạn ổn định, với tiềm năng cải thiện NIM hạn chế trong bối cảnh vĩ mô và cơ cấu nguồn vốn như hiện tại.

Hình 11: Lợi suất gộp, chi phí vốn & NIM của EVF quá khứ và dự báo (%)



Nguồn: BCTC đã kiểm toán của EVF, PHS dự báo

Chất lượng tài sản: duy trì tốt trong bối cảnh phát triển nhanh

Danh mục cho vay mở rộng nhanh chóng

Bảng 3: các chỉ số tăng trưởng chính của EVF trong quá khứ

(%)	2020	2021	2022	2023	2024
Tăng trưởng tín dụng	22.27%	39.93%	44.06%	38.14%	39.93%
Tăng trưởng Tiền gửi khách hàng	45.89%	-33.00%	-8.85%	-27.43%	240.18%
Tăng trưởng NII	28.95%	10.22%	16.93%	-22.87%	103.71%
Tăng trưởng NFI	32.00%	97.48%	-41.12%	71.06%	-84.99%
Tăng trưởng TOI	21.19%	28.84%	-2.05%	-4.40%	37.34%
Tăng trưởng lợi nhuận trước trích lập	55.99%	52.37%	-11.16%	-2.47%	69.34%
Tăng trưởng Tổng tài sản	30.20%	12.44%	30.29%	16.64%	21.08%
Tăng trưởng tài sản sinh lãi	34.05%	7.28%	29.28%	24.33%	16.44%
Tăng trưởng tài sản chịu lãi	35.43%	12.11%	32.80%	6.72%	24.75%

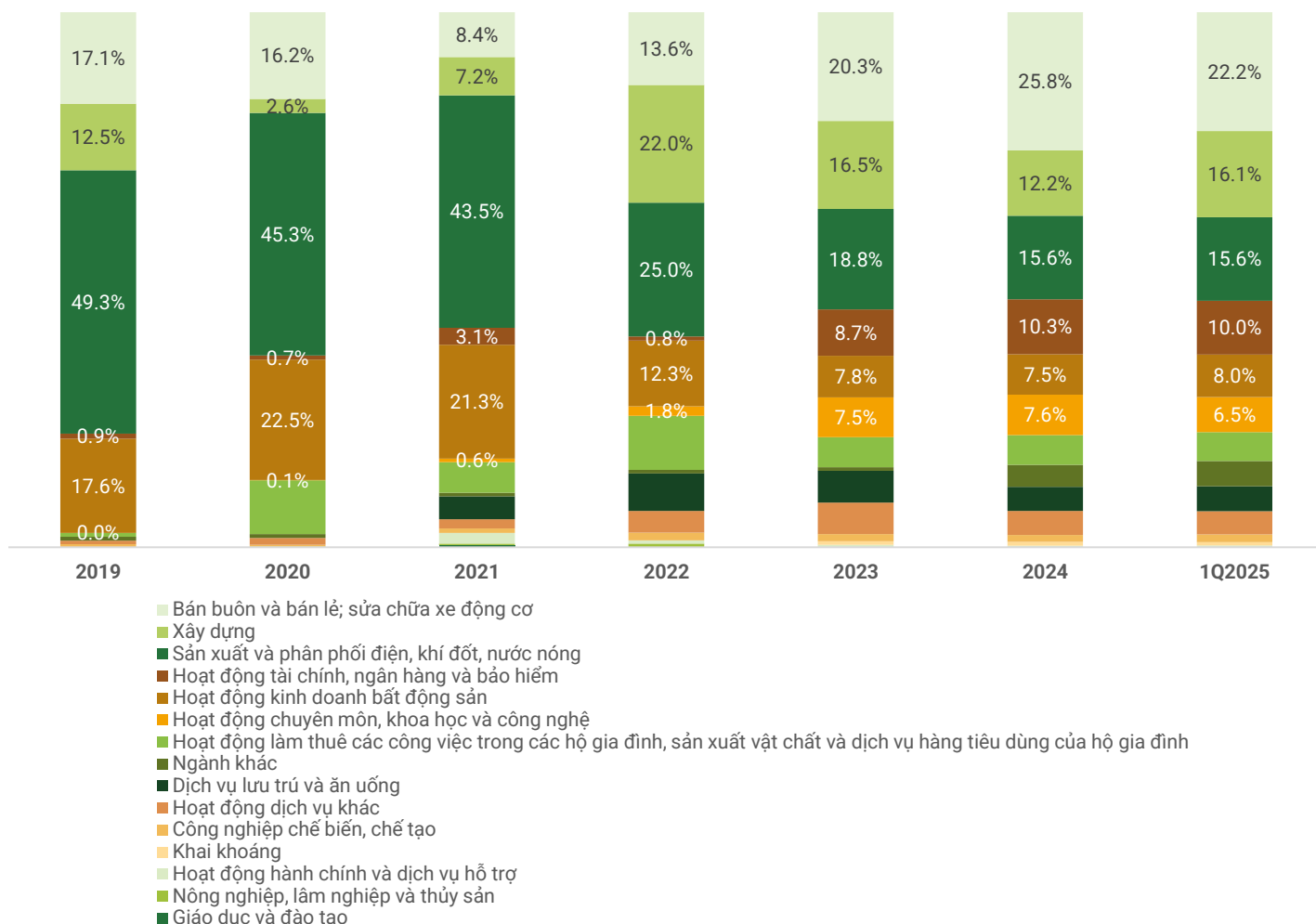
Nguồn: Fiinpro X, Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF, PHS tổng hợp.

Đến cuối năm 2024, Tổng tài sản của EVF đạt 59.599 tỷ VNĐ (+21,1% YoY). Tăng trưởng tín dụng vẫn duy trì mức tăng mạnh (+39,93%) đánh dấu năm thứ tư liên tiếp tăng trưởng tín dụng quanh 40% kể từ năm 2021.

Đáng chú ý, tỷ lệ LDR (Dự nợ tín dụng/Tổng tiền gửi và giấy tờ có giá) của EVF vẫn ở mức cao khoảng 143% tính đến cuối năm 2024 và luôn ở mức cao trên 130% kể từ năm 2020. Mặc dù những con số trên cho thấy khả năng mở rộng danh mục cho vay của EVF, nhưng chúng cũng hàm ý khẩu vị rủi ro, phản ánh việc có một sự đánh đổi nhỏ giữa tăng trưởng nhanh và sự thận trọng trong quản trị bảng cân đối kế toán.

Những tỉ lệ trên cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành, làm nổi bật khả năng tăng trưởng mạnh mẽ của EVF và vị thế khác biệt của công ty trên so với các công ty cùng ngành.

Hình 12: Cơ cấu danh mục cho vay của EVF theo ngành



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF

Trong 1Q25, Tổng tài sản của EVF tiếp tục tăng lên 61,2 nghìn tỷ VNĐ (+2,7% YTD) trong khi danh mục cho vay của EVF giảm 4,1% YTD xuống còn 44,4 nghìn tỷ VNĐ. Chúng tôi tin rằng đây là yếu tố mùa vụ (vì chúng tôi thấy chỉ sự sụt giảm lớn, 2,1 nghìn tỷ VNĐ, trong ngành Bán buôn & Bán lẻ, Sửa chữa Ô tô) và vẫn kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của EVF sẽ đạt ít nhất 20% vào năm 2025 và 15% – xấp xỉ mục tiêu của NHNN – trong 2 năm tới. Chúng tôi

cũng lưu ý, tỉ lệ CAR của EVF cuối 2024 là 12.47%, cao hơn rất nhiều so với mức 9% của SBV. Triển vọng này được hỗ trợ bởi các kế hoạch đầu tư đầy tham vọng của EVN được nêu trong Quy hoạch Điện VIII của Việt Nam, dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu tài chính đáng kể trong lĩnh vực năng lượng.

Cụ thể, theo Quy hoạch Điện lực VIII của Việt Nam, tổng vốn đầu tư ước tính cho cơ sở hạ tầng phát điện và truyền tải là khoảng 136,3 tỷ USD trong giai đoạn 2026 – 2030, và thêm khoảng 130 tỷ USD cần thiết cho giai đoạn 2031–2035.

Chất lượng tài sản

Bảng 4: Chất lượng tài sản của EVF

(%)	2020	2021	2022	2023	2024
(3-5) NPL	2.50%	2.63%	2.26%	1.32%	0.79%
(2-5) NPL	4.22%	4.94%	3.42%	2.14%	2.56%
LLR	49.31%	50.53%	73.08%	105.84%	134.90%

Nguồn: Báo cáo tài chính của EVF, PHS tổng hợp

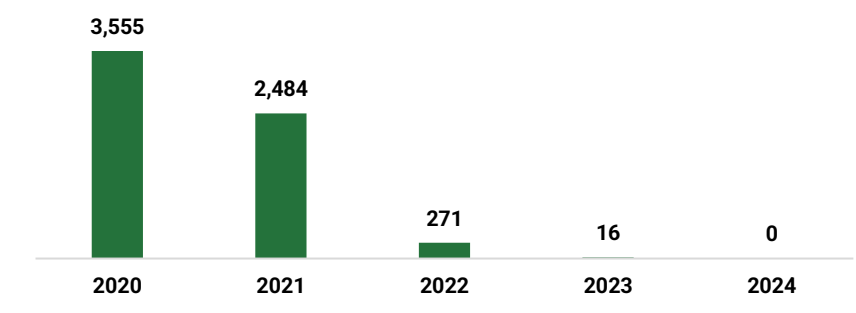
Để chủ động quản lý rủi ro tín dụng, EVF đã tăng đáng kể dự phòng rủi ro tín dụng (LLR) cho vay thêm 66,6% so với cùng kỳ năm trước, đạt 645 tỷ VNĐ vào năm 2024. Kết quả là, tỷ lệ nợ xấu (NPL) đã giảm mạnh xuống 0,79%, từ mức 1,32% vào năm 2023, đánh dấu năm thứ ba liên tiếp cải thiện kể từ năm 2022.

Về số tuyệt đối, nợ xấu (nhóm 3-5) giảm 15,7% so với cùng kỳ xuống còn 372 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, tổng nợ có vấn đề (nhóm 2-5) tăng 67,2%, trong đó nợ nhóm 2 tăng 200% so với cùng kỳ lên 827 tỷ VNĐ. Điều này cho thấy nợ xấu có thể tăng trở lại trong những năm tới – qua đó nhấn mạnh sự cần thiết phải tiếp tục trích lập mạnh trong các năm tới.

Tuy nhiên, về mặt tích cực, Tỷ lệ LLR của EVF đã cải thiện đáng kể từ 105,8% vào năm 2023 lên 134,9% vào năm 2024, phản ánh việc tăng cường bộ đệm dự phòng rủi ro; và so với các đối thủ, chất lượng tài sản của EVF đã cải thiện rõ rệt:

- Tỷ lệ NPL (0,79%) thấp hơn mức trung bình ngành, vốn ở mức 1,12% đối với các ngân hàng quốc doanh, 2,32% đối với các ngân hàng thương mại lớn và 2,30% đối với các tổ chức cho vay thương mại khác.
- LLR ở mức 134,9% cũng cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 66,8%, không bao gồm các ngân hàng quốc doanh.

Hình 13: EVF hiện gần như không có rủi ro liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp (tỷ VNĐ).



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF

Dựa trên báo cáo tài chính năm 2024 và 1Q25, EVF gần như không có rủi ro liên quan trực tiếp đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Đây là một điểm mạnh đáng chú ý trong bối cảnh nhiều ngân hàng đang chịu áp lực phải tái cấu trúc hoặc phân loại lại các khoản trái phiếu doanh nghiệp gặp khó khăn – đặc biệt là những trái phiếu liên quan đến lĩnh vực bất động sản và xây dựng.

Tình hình bảng cân đối kế toán "sạch" này giúp EVF có một vị thế thuận lợi để đẩy mạnh cho vay vào các ngành trên, đặc biệt khi điều kiện thị trường đã tốt hơn rất nhiều vào năm 2025. Không có rủi ro đến từ trái phiếu tồn đọng sẽ giúp EVF triển khai vốn hiệu quả hơn và tận dụng các cơ hội phát sinh từ sự phục hồi của ngành bất động sản.

Tính 1Q25, các khoản cho vay đối với ngành bất động sản và xây dựng chiếm lần lượt 8,0% và 16,1% tổng dư nợ gộp – một bước nhảy đáng kể so với mức đóng góp 7,5% và 12,2% trong năm 2024.

Nhìn chung, cách tiếp cận của EVF phản ánh một chiến lược tăng trưởng cân bằng: theo đuổi mở rộng cho vay nhanh chóng đồng thời duy trì trích lập dự phòng mạnh để duy trì chất lượng tài sản. Với mục tiêu đầy tham vọng của Việt Nam là đạt tăng trưởng GDP trên 8% vào năm 2025 và duy trì tốc độ tăng trưởng cao đến năm 2030, chiến lược của EVF có vẻ rất phù hợp với các ưu tiên tăng trưởng kinh tế vĩ mô của chính phủ, qua đó cũng giúp EVF khẳng định được vị thế trong ngành và phát triển một cách bền vững.

Định giá và So sánh với các Công ty Cùng ngành

So với công ty cùng ngành

Dựa trên triển vọng và kỳ vọng của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng, NIM (biên lãi ròng) và dự phòng nợ xấu như đã đề cập ở trên, chúng tôi đưa ra báo cáo dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của EVF như sau:

Bảng 5: Bảng dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của EVF

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	1,772	2,667	3,994	4,277	5,600	6,694	7,857
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(985)	(1,748)	(3,285)	(2,832)	(3,566)	(4,376)	(5,081)
Thu nhập lãi thuần	786	919	709	1,444	2,034	2,318	2,776
% tăng trưởng	10%	17%	-23%	104%	41%	14%	20%
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	138	130	53	75	82	90	99
Chi phí hoạt động dịch vụ	(99)	(114)	(50)	(35)	(38)	(42)	(46)
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	39	16	3	40	44	49	53
Lãi/(lỗ) thuần từ HĐKD ngoại hối và vàng	(2)	(39)	(87)	(43)	(56)	(68)	(79)
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán	-	-	-	15	-	-	-
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	93	(79)	316	(50)	-	-	-
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	242	223	50	80	-	-	-
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	10	103	102	15	-	-	-
Tổng thu nhập hoạt động	1,168	1,144	1,094	1,502	2,022	2,299	2,750
Chi phí hoạt động	(249)	(327)	(297)	(153)	(288)	(295)	(303)
LN thuần từ hoạt động kinh doanh	919	817	797	1,349	1,734	2,005	2,447
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(508)	(361)	(387)	(645)	(540)	(722)	(825)
Tổng lợi nhuận trước thuế	412	455	409	704	1,194	1,283	1,621
% tăng trưởng	44%	11%	-10%	72%	70%	7%	26%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(81)	(90)	(81)	(143)	(239)	(257)	(324)
Lợi nhuận sau thuế	331	366	328	561	955	1,026	1,297
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Cổ đông của Công ty mẹ	331	366	328	561	955	1,026	1,297
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	1,027	995	849	704	1,256	1,349	1,706

Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF và PHS dự phóng

Bảng 6: Các giả định chính về khả năng sinh lời của EVF & Tóm tắt

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ROA		0.98%	0.72%	1.03%	1.5%	1.4%	1.5%
ROE		8.79%	5.13%	6.42%	10.1%	9.8%	11.2%
Tăng trưởng tín dụng		44.5%	37.8%	39.5%	20.0%	15.0%	15.0%
Chi phí huy động trung bình		5.41%	8.62%	6.41%	6.74%	7.01%	6.99%
Lợi suất gộp trung bình		8.24%	9.80%	8.64%	9.42%	9.58%	9.82%
Lợi suất ròng		2.84%	1.19%	2.24%	2.68%	2.57%	2.83%
NIM		2.84%	1.74%	2.92%	3.42%	3.32%	3.47%
Tổng chi phí HĐ/ TB tài sản sinh lãi		3.54%	2.68%	3.04%	3.40%	3.29%	3.44%
NII/ TOI		80.3%	64.8%	96.2%	100.6%	100.8%	100.9%
CIR		28.6%	27.2%	10.2%	14.2%	12.8%	11.0%
Trích lập/ TOI		31.6%	35.4%	43.0%	26.7%	31.4%	30.0%

Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của EVF và PHS dự phóng

Bảng 7: Bảng so sánh các chỉ số tài chính chính của EVF vs. ngành ngân hàng (Tính đến năm 2024)

Mã	Vốn hóa Tỷ đồng	EPS LTM	LLR (%)	NPL	NIM	ROE	ROA	D/E	P/B	P/E
Ngân Hàng Quốc Doanh										
VCB	477,109	3,726	223.3	1.0	2.9	17.9	1.7	10.9	2.3	14.1
BID	254,173	3,204	131.0	1.4	2.3	18.3	1.0	19.7	1.7	10.0
CTG	212,115	4,720	171.7	1.2	2.8	18.3	1.1	16.2	1.4	8.2
Trung bình		3,883	175.3	1.2	2.7	18.2	1.3	15.6	1.8	10.7
NHTM Hàng đầu										
TCB	218,657	3,049	113.9	1.1	3.9	14.8	2.3	6.6	1.4	10.3
MBB	151,641	3,709	92.2	1.6	4.4	22.9	2.4	10.1	1.3	6.1
VPB	144,397	1,989	56.2	4.2	5.9	11.3	1.8	6.3	1.0	9.0
ACB	114,346	3,669	77.9	1.5	3.5	20.5	2.0	10.3	1.3	6.9
HDB	77,940	3,671	68.7	1.9	5.4	26.1	2.1	13.1	1.3	5.6
STB	74,466	5,351	68.4	2.4	3.7	20.6	1.5	14.1	1.3	4.0
VIB	54,220	2,385	50.9	3.5	3.7	17.4	1.6	11.3	1.2	7.7
Trung bình		3,403	75.5	2.3	4.4	19.1	2.0	10.3	1.3	7.1
Các NHTM vừa và nhỏ khác										
LPB	98,431	3,254	83.3	1.6	3.1	24.2	2.2	11.5	2.1	9.9
SHB	54,271	2,077	58.4	2.9	3.5	17.2	1.4	12.7	0.9	5.6
SSB	53,628	1,648	82.9	1.9	3.6	14.5	1.6	9.1	1.5	7.7
EIB	37,068	1,786	42.3	2.5	2.8	14.2	1.5	9.3	1.4	10.7
TPB	35,666	2,298	81.3	1.5	3.8	17.1	1.7	11.0	0.9	5.7
MSB	30,810	2,123	64.1	2.7	3.1	15.9	1.9	8.6	0.8	5.5
OCB	26,877	1,277	47.1	3.2	3.4	9.5	1.1	8.7	0.8	9.2
BAB	10,730	1,056	97.4	1.2	2.0	8.9	0.6	14.0	0.9	10.6
ABB	7,866	566	46.4	2.9	2.1	3.4	0.3	11.0	0.6	13.4
BVB	7,698	474	43.6	3.2	2.6	5.2	0.3	16.0	1.3	26.2
EVF	7,438	704	134.9	0.8	2.9	6.1	1.0	6.2	0.8	11.7
VBB	7,139	1,262	44.4	2.8	2.0	11.6	0.6	19.3	0.8	7.9
VAB	6,642	1,606	69.5	1.4	2.0	10.3	0.7	13.8	0.7	7.7
PGB	5,880	673	40.1	2.6	2.7	6.8	0.5	12.8	1.4	20.8
KLB	4,735	2,455	79.0	2.0	4.2	14.4	1.0	14.5	0.7	5.3
SGB	4,235	234	36.3	2.7	2.5	1.9	0.2	7.9	1.0	53.4
Trung bình		1,468.3	65.7	2.2	2.9	11.3	1.0	11.7	1.1	13.2

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp tại 05/20/2025

Định giá

Chúng tôi hiểu rằng EVF không thể so sánh trực tiếp với các ngân hàng hàng đầu do sự khác biệt lớn về quy mô – đặc biệt là về quy mô danh mục cho vay, mạng lưới chi nhánh và lực lượng lao động. Do đó, chúng tôi tin rằng EVF nên được so sánh với các ngân hàng thương mại nhỏ ở Việt Nam.

Với quy mô danh mục cho vay hiện tại khoảng 45 nghìn tỷ VNĐ – xấp xỉ tương đương với Ngân hàng Bảo Việt, và cao hơn SGB, Indovina Bank & PGB – EVF đang có nhiều sự thuận lợi với lịch sử tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ và triển vọng kinh tế vĩ mô tập trung thúc đẩy tăng trưởng. Với đà tăng trưởng này, EVF sẽ sớm tiệm cận các đối thủ nhỏ cùng ngành như BAB, ABB, và BVB trong tương lai gần.

Vì vậy, chúng tôi tin rằng việc áp dụng các hệ số định giá như P/B và P/E của nhóm công ty cùng ngành này là hợp lý khi định giá giá trị hợp lý của EVF.

Bảng 8: Tăng trưởng tín dụng trong lịch sử của EVF và các công ty cùng ngành

Mã	Vốn hóa Tỷ đồng	EPS LTM	2024				Tăng trưởng tín dụng			
			LLR (%)	NPL	NIM	ROE	2021	2022	2023	2024
Ngân Hàng Quốc Doanh										
VCB	477,109	3,726	223.3	1.0	2.9	17.9	14.0%	19.8%	10.8%	14.2%
BID	254,173	3,204	131.0	1.4	2.3	18.3	10.9%	12.0%	17.1%	16.2%
CTG	212,115	4,720	171.7	1.2	2.8	18.3	10.2%	12.7%	16.1%	16.6%
Avg.		3,883	175.3	1.2	2.7	18.2	11.7%	14.8%	14.7%	15.7%
NHTM Hàng đầu										
TCB	218,657	3,049	113.9	1.1	3.9	14.8	24.8%	21.0%	23.3%	21.7%
MBB	151,641	3,709	92.2	1.6	4.4	22.9	20.7%	26.4%	33.7%	27.6%
VPB	144,397	1,989	56.2	4.2	5.9	11.3	20.6%	23.0%	29.9%	22.7%
ACB	114,346	3,669	77.9	1.5	3.5	20.5	15.4%	14.8%	18.0%	19.0%
HDB	77,940	3,671	68.7	1.9	5.4	26.1	13.8%	29.9%	30.1%	28.7%
STB	74,466	5,351	68.4	2.4	3.7	20.6	13.8%	13.6%	9.7%	11.6%
VIB	54,220	2,385	50.9	3.5	3.7	17.4	18.7%	15.0%	14.5%	21.5%
Avg.		3,403	75.5	2.3	4.4	19.1	18.3%	20.5%	22.7%	21.8%
Các NHTM vừa và nhỏ khác										
LPB	98,431	3,254	83.3	1.6	3.1	24.2	18.0%	12.1%	17.9%	20.3%
SHB	54,271	2,077	58.4	2.9	3.5	17.2	18.4%	5.8%	13.4%	19.1%
SSB	53,628	1,648	82.9	1.9	3.6	14.5	16.8%	20.4%	16.7%	16.6%
EIB	37,068	1,786	42.3	2.5	2.8	14.2	13.9%	14.0%	7.5%	17.6%
TPB	35,666	2,298	81.3	1.5	3.8	17.1	18.1%	14.1%	27.3%	22.0%
MSB	30,810	2,123	64.1	2.7	3.1	15.9	27.2%	19.4%	23.1%	18.2%
OCB	26,877	1,277	47.1	3.2	3.4	9.5	14.3%	17.1%	22.4%	16.3%
BAB	10,730	1,056	97.4	1.2	2.0	8.9	6.3%	11.4%	6.0%	9.7%
ABB	7,866	566	46.4	2.9	2.1	3.4	8.9%	18.8%	19.5%	0.3%
BVB	7,698	474	43.6	3.2	2.6	5.2	16.4%	9.7%	13.7%	18.0%
EVF	7,438	704	134.9	0.8	2.8	6.1	39.9%	44.1%	38.1%	39.9%
VBB	7,139	1,262	44.4	2.8	2.0	11.6	11.9%	27.0%	26.9%	15.7%
VAB	6,642	1,606	69.5	1.4	2.0	10.3	12.7%	14.8%	10.5%	15.9%
PGB	5,880	673	40.1	2.6	2.7	6.8	7.1%	5.6%	21.6%	16.7%
KLB	4,735	2,455	79.0	2.0	4.2	14.4	10.5%	16.1%	16.0%	18.2%
SGB	4,235	234	36.3	2.7	2.5	1.9	6.6%	13.4%	6.8%	9.3%
Avg.		1,468.3	65.7	2.2	2.9	11.3	15.4%	16.5%	18.0%	17.1%

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp tại 05/20/2025

Hơn nữa, trong khi ROE của EVF năm 2024 vẫn còn khiêm tốn, phần lớn là do tăng mạnh trích lập dự phòng để giảm nợ xấu, thì triển vọng cải thiện ROE của năm 2025 tốt hơn rất nhiều. Chúng tôi dự báo rằng EVF đang có vị

thể tốt để đạt được ROE khoảng 10,1%, phù hợp với mức trung bình của các ngân hàng nhỏ cùng phân khúc, đồng thời duy trì một bảng cân đối kế toán tương đối ổn định và an toàn hơn rất nhiều.

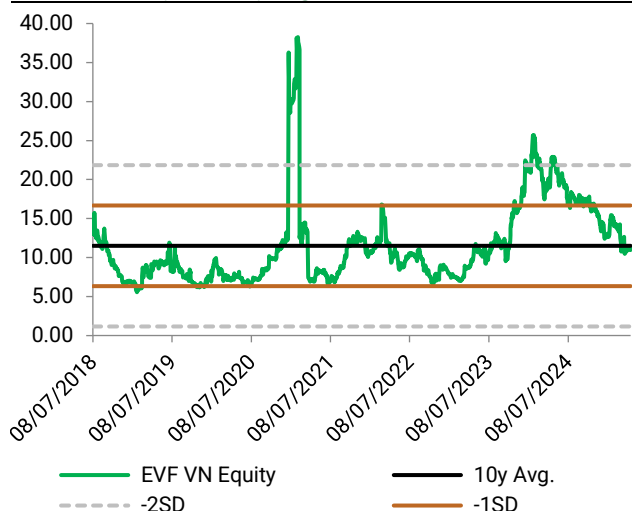
Như trong bảng trên, EVF báo cáo tỷ lệ nợ xấu (NPL) 2024 thấp nhất ngành ở mức 0,8%, so với mức trung bình 2,3% của các ngân hàng hàng đầu và 2,2% của các ngân hàng thương mại khác. Đồng thời, EVF duy trì tỷ lệ dự phòng tổn thất cho vay (LLR) cao nhất ngành chỉ sau VCB và CTG.

Do đó, PHS tin rằng thị trường đang có sự định giá sai đối với cổ phiếu EVF, vì mức giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ các yếu tố cơ bản đang cải thiện của EVF – chất lượng tài sản tốt và tiềm năng tăng trưởng mạnh.

Sau khi loại bỏ các giá trị ngoại lai (outliers) khỏi nhóm so sánh và áp dụng ROE dự phóng năm 2025 là 10,1%, chúng tôi đưa ra mức định giá là 1,1 lần P/B và 10,3 lần P/E để áp dụng trong định giá EVF, phản ánh một sự so sánh phù hợp hơn dựa trên quy mô hoạt động, khả năng sinh lời và chất lượng tài sản.

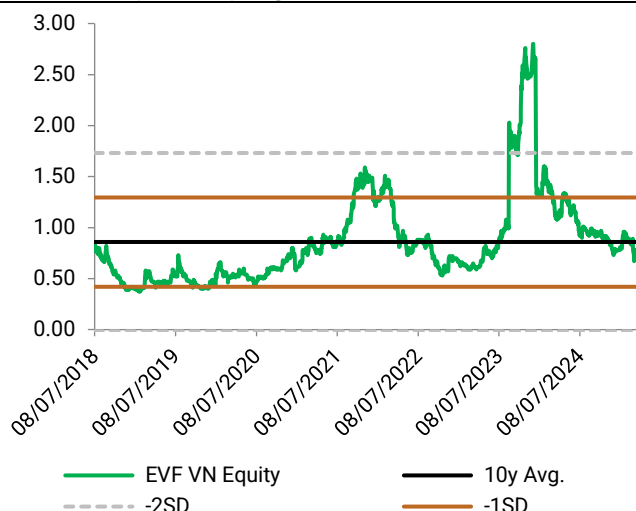
Đối với định giá các cổ phiếu ngành tài chính nói chung, PHS ưa thích sử dụng phương pháp P/B kết hợp với ROE hơn là P/E. Do đó, với giá trị sổ sách dự phóng năm 2025 là 13.098 VNĐ/cổ phiếu và ROE 2025F là 10.1%, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý của EVF vào cuối năm 2025 là 14.400 VNĐ/cổ phiếu (ngụ ý P/E dự phóng năm 2025 là 11,46 lần), cho thấy **tiềm năng tăng giá (+39,8%)**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA**.

Biểu đồ 14: Lịch sử định giá PE của EVF



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Biểu đồ 15: Lịch sử định giá PB của EVF



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Rủi ro: 1) Rủi ro tập trung: Tính đến 2024, tổng dư nợ cho vay của EVF đạt 46,8 nghìn tỷ, với mức độ tập trung cao cho vay kinh doanh (94,4%) và chỉ 5,6% dành cho các khoản vay tiêu dùng. Về cơ cấu, các khoản vay ngắn hạn chiếm 45%, trong khi các khoản vay trung và dài hạn lần lượt chiếm 40% và 15%. Điều này cho thấy tài sản thế chấp của EVF có khả năng liên quan đến tài sản lưu động hoặc các công cụ tài chính có tính thanh khoản cao, điều này có thể gây lo ngại về chất lượng tài sản. **2) Rủi ro quản lý:** Đội ngũ lãnh đạo cấp cao của EVF bao gồm các nhân vật chủ chốt từ hệ sinh thái của Amber Holdings, những người có khả năng tác động lớn đến định hướng chiến lược của công ty.

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng

Báo cáo kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	2,667	3,994	4,277	5,600	6,694	7,857
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(1,748)	(3,285)	(2,832)	(3,566)	(4,376)	(5,081)
NII	919	709	1,444	2,034	2,318	2,776
NFI	16	3	40	44	49	53
TOI	1,144	1,094	1,502	2,022	2,299	2,750
Chi phí hoạt động	(327)	(297)	(153)	(288)	(295)	(303)
Lợi nhuận ròng trước trích lập	817	797	1,349	1,734	2,005	2,447
Trích lập dự phòng	(361)	(387)	(645)	(540)	(722)	(825)
LNTT	455	409	704	1,194	1,283	1,621
Thuế	(90)	(81)	(143)	(239)	(257)	(324)
LNST	366	328	561	955	1,026	1,297
Bảng cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	3	2	4	8	10	10
Tiền gửi tại SBV	1,178	1,305	497	1,558	1,947	1,958
Tiền gửi và cho vay các TCTD khác	9,884	9,956	4,892	5,577	6,078	6,626
Chứng khoán kinh doanh	0	117	714	0	0	0
Cho vay khách hàng	24,353	33,553	46,803	55,689	64,037	73,643
<i>Dự phòng rủi ro cho vay khách hàng</i>	<i>-396</i>	<i>-461</i>	<i>-496</i>	<i>-475</i>	<i>-551</i>	<i>-634</i>
Hoạt động mua nợ	2,005	1,560	1,902	3,169	3,789	4,290
Góp vốn, đầu tư dài hạn	450	998	1,826	1,826	1,826	1,826
Tài sản cố định	82	76	65	76	84	90
Tài sản có khác	4,639	2,115	3,390	115	2,875	2,804
Tổng tài sản	42,198	49,221	59,599	68,018	80,646	91,247
Tổng nợ phải trả	37,863	40,765	50,591	58,056	69,667	78,980
Các khoản nợ chính phủ và SBV	0	0	0	0	0	0
Tiền gửi và vay các TCTD khác	15,063	10,912	11,734	13,095	15,714	17,815
Tiền gửi của khách hàng	4,136	3,002	10,211	12,253	14,703	17,644
Phát hành giấy tờ có giá	10,254	17,421	18,556	24,123	28,947	31,842
Các khoản nợ khác	8,410	9,431	10,090	8,585	10,302	11,679
Vốn chủ sở hữu	4,335	8,456	9,007	9,962	10,979	12,267
Tổng nguồn vốn	42,198	49,221	59,599	68,018	80,646	91,247

Tỉ lệ tăng trưởng	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng tín dụng	44.06%	38.14%	39.93%	20.00%	15.0%	15.0%
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	-8.85%	-27.43%	240.18%	20.0%	20.0%	20.0%
NII	16.93%	-22.87%	103.71%	40.8%	14.0%	19.7%
NFI	-58.4%	-80.0%	1149.1%	9.9%	9.9%	9.9%
TOI	-2.1%	-4.4%	37.3%	34.6%	13.7%	19.6%
LNTT	10.6%	-10.1%	71.9%	69.6%	7.4%	26.4%
Tăng trưởng tổng tài sản	30.3%	16.6%	21.1%	14.1%	18.6%	13.1%
Tăng trưởng tài sản sinh lãi	27.78%	24.45%	19.04%	21.03%	14.67%	14.39%
Tăng trưởng tài sản chịu lãi	32.80%	6.72%	24.75%	15.60%	20.00%	13.37%
Các chỉ số tài chính khác	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Khả năng sinh lời						
NII/ TOI	80.3%	64.8%	96.2%	100.6%	100.8%	100.9%
NNII/ TOI	1.4%	0.3%	2.7%	2.2%	2.1%	1.9%
ROAA	0.98%	0.72%	1.03%	1.5%	1.4%	1.5%
ROAE	8.79%	5.13%	6.42%	10.1%	9.8%	11.2%
Chất lượng tài sản						
(3-5) NPL	2.22%	1.30%	0.79%	1.21%	1.19%	1.20%
(2-5) NPL	3.42%	2.14%	2.56%	2.22%	2.19%	2.19%
LLR	73.08%	105.84%	134.90%	70.46%	71.12%	71.10%
Thanh khoản						
Tài sản thanh khoản cao/ tiền gửi khách hàng	316.0%	427.2%	78.4%	84.2%	80.4%	73.0%
Vay/ tiền gửi khách hàng	588.7%	1117.9%	458.4%	458.4%	439.3%	421.0%
Vay/ tổng huy động (LDR)	82.7%	107.1%	115.6%	113.5%	108.8%	110.4%
Vay liên ngân hàng/ Tổng huy động	21.4%	20.1%	19.4%	10.6%	10.6%	10.6%

Nguồn: PHS dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Nam Sơn, Phó Phòng** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của PHS có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của PHS, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: 1900 25 23 58

Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,
Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận
Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung
Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,
Hải Phòng

Điện thoại: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801