

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

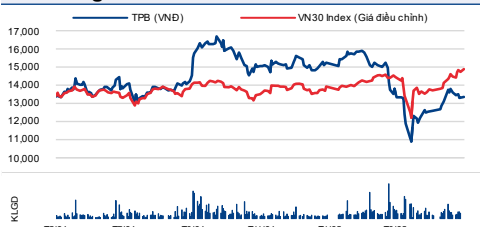
Giá mục tiêu: VNĐ15,900 (từ VNĐ19,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/5/2025)	13,350
Mã Bloomberg	TPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,907-16,686
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	13,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	35,271
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,361
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,642
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	793
Slg CP NN được mua (tr.đv)	16.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.4%
Tỷ lệ freefloat	54.3%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Doji (6.97%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	6.87	(15.5)	(0.49)
So với chỉ số	(1.13)	(19.3)	(10.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,473	2,693	(8.2)
2026F	2,821	3,184	(11.4)
2027F	3,216	3,462	(7.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2008, TPB được thừa hưởng thế mạnh một cơ cấu cổ đông đặc biệt, bao gồm nhiều tập đoàn, công ty hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Lê Khánh Tùng

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.lkhanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4844

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng khiêm tốn nhưng định giá rẻ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho TPB nhưng giảm 16% giá mục tiêu xuống 15.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) sau khi hạ dự báo lợi nhuận, nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần & hạ dự báo chi phí dự phòng cho năm 2025 trong khi nâng dự báo cho năm 2026. Theo dự báo mới, LNTT tăng trưởng trung bình 11,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,3%.
- TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần, thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 0,98 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng sau KQKD Q1/2025 & sự kiện BCG

TPB đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 2.109 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với quý trước, chủ yếu nhờ chi phí dự phòng thấp (giảm 59% so với cùng kỳ) trong khi thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi giảm lần lượt 1% và 13% so với cùng kỳ. LNTT Q1 đã hoàn thành 24% dự báo cả năm, trong khi thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi hoàn thành 22% dự báo năm 2025 của chúng tôi.

Thời gian tới, sức ép lên tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ gia tăng do tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ trên toàn ngành (gây sức ép lên lợi suất gộp) và chi phí huy động biến động mạnh hơn sau sự kiện BCG.

Tác động: Giảm bình quân 10% dự báo năm 2025-2026

HSC giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và hạ dự báo chi phí dự phòng năm 2025 trong khi nâng dự báo cho năm 2026.

Theo dự báo mới, LNTT sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,3% trong giai đoạn 2025-2027. Dự báo của chúng tôi thấp hơn so với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân (tăng 5%), TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần, thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,05 lần.

Chiết khấu định giá của TPB đã tăng đáng kể sau sự kiện BCG/ORS vào tháng 3/2025 và vẫn chưa có xu hướng thu hẹp. Tâm lý thị trường vẫn kém tích cực với những lo ngại về rủi ro của BCG. Thời gian tới, chúng tôi cho rằng TPB sẽ khó có khả năng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn do nền tảng cơ bản chỉ cải thiện khiêm tốn cùng những lo ngại xung quanh BCG. Về mặt tích cực, định giá chiết khấu sâu như hiện tại là cơ hội tốt cho các nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá cổ phiếu TPB sẽ tương tự diễn biến chung của ngành ngân hàng.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 0,98 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,24 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	12,425	12,905	14,427 ▼	16,954 ▼	19,643
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	16,234	18,037	19,523 ▼	22,726 ▼	26,071
LN thuần (tỷ đồng)	4,463	6,074	6,534 ▼	7,454 ▼	8,498
EPS (đồng)	1,689	2,299	2,473 ▼	2,821 ▼	3,216
DPS (đồng)	3,900	500	1,000 ▲	700 ▼	500
BVPS (đồng)	14,872	14,230	14,948 ▼	17,186 ▼	19,986
P/E (lần)	7.90	5.81	5.40	4.73	4.15
Lợi suất cổ tức (%)	29.2	3.75	7.49	5.24	3.75
P/B (lần)	0.90	0.94	0.89	0.78	0.67
Tăng trưởng EPS (%)	(28.7)	36.1	7.57	14.1	14.0
ROAE (%)	13.7	17.3	17.0	17.6	17.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Sức ép gia tăng lên đà tăng trưởng doanh thu

Do sức ép lên tỷ lệ NIM nhiều khả năng sẽ gia tăng trong thời gian tới, HSC giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 chủ yếu sau khi hạ dự báo thu nhập lãi thuần và hạ dự báo chi phí dự phòng cho năm 2025 trong khi nâng dự báo chi phí dự phòng cho năm 2026. Theo dự báo mới, lợi nhuận sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,3% trong giai đoạn 2025-2027. Mặc dù sự kiện BCG/ORS có khả năng sẽ không gây sức ép lên chất lượng tài sản của TPB nhưng thu nhập lãi thuần của Ngân hàng có thể sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực do lãi dự thu gia tăng và chi phí tiền gửi/vay liên ngân hàng tăng lên sau sự kiện này.

Phân tích triển vọng sau kế hoạch ĐHCĐ năm 2025 & KQKD Q1/2025

TPB đã công bố LNTT Q1/2025 đạt 2.109 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với quý trước. Tăng trưởng chủ yếu nhờ chi phí dự phòng giảm mạnh 59% so với cùng kỳ bù đắp cho lợi nhuận HDKD cốt lõi khiêm tốn. Thu nhập lãi thuần giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ và thu nhập ngoài lãi giảm 13% so với cùng kỳ.

LNTT Q1 đã hoàn thành 24% dự báo cả năm 2025 và sát với dự báo Q1 của chúng tôi, trong đó các khoản mục cốt lõi bao gồm thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi hoàn thành 22% dự báo cả năm 2025 và thấp hơn một chút so với dự báo Q1 của chúng tôi.

Tăng trưởng tín dụng và cơ cấu danh mục cho vay: Tín dụng chung tăng trưởng vững chắc 3,9% kể từ đầu năm đạt 271 nghìn tỷ đồng. Tổng dư nợ tín dụng tăng 4,9% kể từ đầu năm đạt 262 nghìn tỷ đồng, bù đắp cho sự sụt giảm mạnh của danh mục TPDN (giảm 19% kể từ đầu năm). Phân khúc bán buôn dẫn đầu tăng trưởng (tăng 7% kể từ đầu năm) trong khi phân khúc bán lẻ tăng trưởng khiêm tốn (tăng 2% kể từ đầu năm). Tỷ trọng phân khúc bán lẻ giảm nhẹ xuống 47% từ 49% tại thời điểm cuối năm 2024.

Tỷ lệ NIM: Tỷ lệ NIM cải thiện 22 điểm cơ bản so với quý trước lên 3,66% nhờ chi phí huy động giảm và lợi suất tài sản tăng so với quý trước. Tuy nhiên, tỷ lệ NIM vẫn thấp hơn bình quân năm 2024 ở mức 3,78%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ NIM sẽ tiếp tục chịu sức ép trong các quý tới do (1) tín dụng toàn ngành tăng trưởng mạnh mẽ (làm giảm lợi suất tài sản) và (2) cơ sở tiền gửi khiêm tốn của TPB sẽ chịu áp lực lớn hơn sau sự kiện BCG/ORS (làm tăng chi phí huy động).

Thu nhập ngoài lãi: Lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối (so với lãi trước đó), lãi mua bán trái phiếu giảm mạnh, trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ tăng mạnh 27% so với cùng kỳ, hoàn thành 25% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi. Thu nhập khác cũng đóng góp tích cực nhờ thu nhập từ thanh lý tài sản thế chấp.

Chất lượng tài sản và chi phí dự phòng: Chất lượng tài sản suy yếu với tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh lên 2,21% (từ 1,52% vào Q4/2024) do nợ xấu mới hình thành tăng lên nhưng chi phí dự phòng và chi phí xử lý nợ xấu giảm xuống. Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên và làm gia tăng rủi ro tài sản. Chi phí dự phòng giảm mạnh 59% so với mức nền cao Q1/2024. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR giảm xuống 57% từ 81% tại thời điểm cuối Q4/2024.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2025, TPB

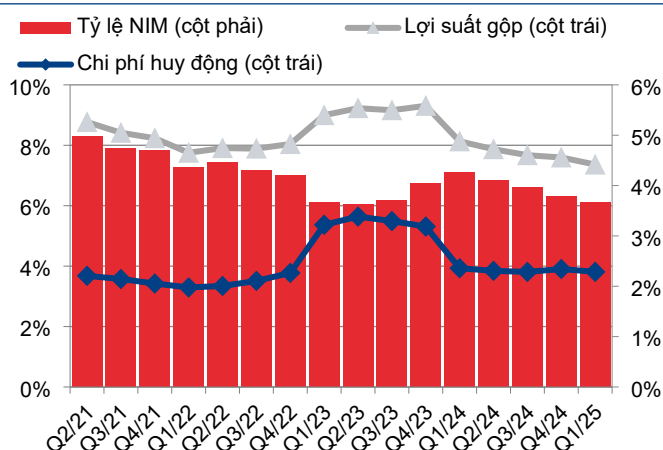
LNTT Q1/25 của TPB bằng 24% dự báo cả năm của HSC, thấp hơn kỳ vọng một chút

(Tỷ đồng)	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	% dự báo của HSC	2025F
Thu nhập lãi thuần	3,427	3,384	-1%	15,639	22%
Thu nhập ngoài lãi	1,258	1,099	-13%	4,928	22%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	715	910	27%	3,678	25%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	83	-17	-121%	250	-7%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	475	102	-79%	700	15%
Thu nhập khác	-16	105		300	35%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	0	0		0	
Tổng thu nhập HĐ	4,685	4,482	-4%	20,567	22%
Chi phí HĐ	(1,676)	(1,884)	12%	(7,405)	25%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	3,009	2,598	-14%	13,162	20%
Chi phí dự phòng	(1,181)	(490)	-59%	(4,353)	11%
LNTT	1,829	2,109	15%	8,809	24%
Lợi nhuận thuần	1,463	1,687	15%	7,047	24%

Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ NIM theo quý, TPB

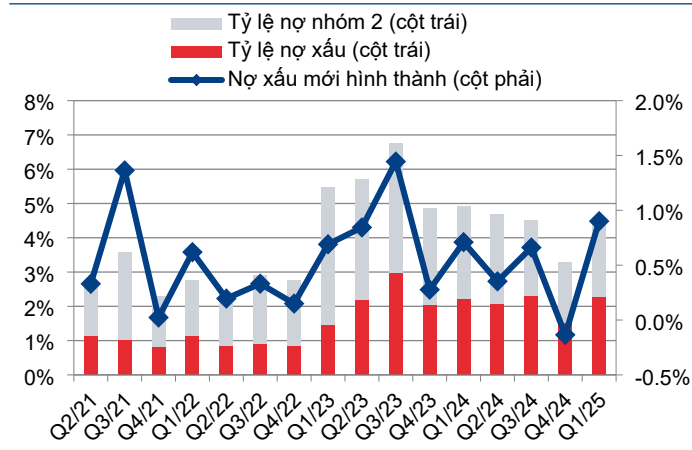
Tỷ lệ NIM giảm còn 3,66% trong Q1/2025



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 3: Các chỉ số chất lượng tài sản, TPB

Tỷ lệ nợ xấu tăng trở lại mức 2,22% trong Q1/2025



Nguồn: TPB, HSC

Đánh giá về sự kiện BCG/ORS

Sự kiện liên quan đến BCG đã cho thấy những rủi ro đáng chú ý của TPB, chủ yếu thông qua mối quan hệ tín dụng trực tiếp của Ngân hàng và thông qua mối quan hệ công ty liên kết ORS với BCG. TPB, nắm giữ 9% cổ phần của ORS, đã cung cấp các khoản vay trực tiếp cho BCG và gián tiếp tham gia vào hoạt động tư vấn phát hành trái phiếu thông qua ORS. Vào tháng 2/2025, các cáo buộc chống lại cựu chủ tịch BCG, ông Nguyễn Hồ Nam, đã làm nhiều trái phiếu BCG do ORS tư vấn phải dừng giao dịch, từ đó làm gia tăng lo ngại về rủi ro lan tỏa tiềm ẩn cho TPB.

Chúng tôi đánh giá mức độ liên quan của TPB như sau:

- **Giá trị cho vay trực tiếp** đạt 1.167 tỷ đồng, chủ yếu phục vụ vốn lưu động. Đối với nhiều dự án của BCG do TPB tài trợ vẫn đang hoạt động và có thể tạo ra tiền mặt, các khoản vay trực tiếp này có vẻ tương đối an toàn và có thể kiểm soát ở giai đoạn này.
- **Sự tham gia gián tiếp:** Tuy nhiên, yếu tố lớn hơn và rủi ro hơn có liên quan đến vai trò tư vấn phát hành của ORS, bao gồm 6.941 tỷ đồng TPDN do các đơn vị liên quan đến BCG phát hành, bao gồm khoảng 3.000 tỷ đồng trái phiếu hiện đang bị đóng băng. Đáng chú ý, những đơn vị phát hành trái phiếu này thiếu thông tin công bố minh bạch về nền tảng cơ bản của doanh nghiệp, tình hình tài chính & lợi nhuận, từ đó khiến các khoản vay này trở nên không chắc chắn và phải đối mặt với nhiều rủi ro tiềm ẩn.

Theo kịch bản xấu nhất, toàn bộ rủi ro trái phiếu (tương đương khoảng 3,8% tổng tài sản của TPB) được phân bổ lại cho Ngân hàng. Chúng tôi cho rằng, mặc dù có quy mô lớn, nhưng những trái phiếu này sẽ không làm tăng quy mô nợ xấu của TPB ngay lập tức. Tuy nhiên, gánh nặng lãi dự thu sẽ gia tăng cùng chi phí huy động tăng lên thông qua việc tăng lãi suất tiền gửi hoặc lãi suất vay liên ngân hàng, từ đó gây sức ép lên thu nhập lãi thuần của TPB.

Nhìn chung, mặc dù sự kiện BCG rõ ràng là tiêu cực nhưng rủi ro đối với TPB vẫn có thể kiểm soát. Rủi ro chính trong ngắn hạn đối với TPB có vẻ đến từ áp lực lợi nhuận thay vì chất lượng tài sản có thể suy yếu ngay lập tức. Việc kiểm soát hiệu quả & minh bạch xung quanh hoạt động phân bổ trái phiếu sẽ rất quan trọng để giảm thiểu tác động tài chính dài hạn và giữ vững niềm tin của thị trường đối với cổ phiếu TPB.

Giá cổ phiếu TPB đã giảm 15% trong 30 ngày sau khi BLĐ của BCG bị cáo buộc và giá cổ phiếu hiện vẫn đang ở mức thấp. Giá cổ phiếu có vẻ đã phản ánh sự kiện BCG nhưng vẫn chưa thể phục hồi trong ngắn hạn vì rủi ro này nhiều khả năng sẽ không nhanh chóng cải thiện.

Bảng 4: Tỷ trọng cho vay liên quan đến tập đoàn BCG, cuối năm 2024

TPB, CTG và ORS là những tổ chức tài chính đóng vai trò chủ chốt đối với các dự án của BCG

Ngân hàng	Vai trò	Q4/2024	% tài sản	Tài sản đảm bảo
TPB	Cấp vốn	1,167	0.3%	1 dự án điện mặt trời đang hoạt động & vốn lưu động
CTG	Cấp vốn	2,434	0.1%	3 dự án điện mặt trời, trong đó 2 dự án đang hoạt động trong điều kiện bình thường (2/3 công suất)
VPB	Cấp vốn	258	0.0%	
NAB	Cấp vốn	578	0.2%	
BID	Cấp vốn	121	0.0%	
MSB	Cấp vốn	27	0.0%	1 dự án điện mặt trời (đang được kiểm tra)
DBS (nước ngoài)	Cấp vốn	1,770		
Sembcorp (nước ngoài)	Cấp vốn	710		
ORS	Tư vấn phát hành trái phiếu	6,941	62.3%	Được đảm bảo một phần bằng các dự án BĐS Không có thông tin chi tiết thêm
HISCH2124001 (hoãn)		3,000		
HELIOS.BOND.01.2019.1000 (1)		1,000		
HELIOS.BOND.01.2019.1000 (2)		500		
BCLCH2124001 (hoãn)		2,500		
Trái phiếu khác	Cấp vốn	1,500		Không có tài sản đảm bảo
Tổ chức khác	Cấp vốn	112		
Agribank	Cấp vốn	1		
Leader Energy	Cấp vốn	33		
Tổng		15,652		

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Kế hoạch tham vọng cho năm 2025

Tại ĐHCĐ năm 2025, TPB đã công bố kế hoạch tài chính cho năm 2025 như sau:

- LNTT đạt 9.000 tỷ đồng, tăng trưởng 18%.
- Tổng dư nợ tín dụng đạt 313,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 20%.
- Tổng vốn huy động đạt 420 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 12%.
- Tỷ lệ nợ xấu dưới 2,5%.
- Kế hoạch cổ tức: 1.000đ/cp so với 500đ/cp trong năm 2024 và 3.910đ/cp vào năm 2023.

Chúng tôi nhận thấy kế hoạch lợi nhuận của TPB rất tham vọng và đầy thách thức do (1) sức ép lên tỷ lệ NIM trong các quý tới sẽ rất lớn, (2) tác động từ chính sách thuế quan của ông Trump (được công bố sau khi kế hoạch được thông qua với tổng dư nợ tín dụng chịu ảnh hưởng của chính sách thuế quan là 10,8 nghìn tỷ đồng, tương đương 4% tổng dư nợ cho vay) có thể hạn chế khả năng hoàn thành kế hoạch ban đầu và (3) tác động bất ngờ từ sự kiện BCG.

Về mặt tích cực, Ngân hàng có thể giảm chi phí hoạt động & chi phí dự phòng để nâng cao lợi nhuận thuần trong bối cảnh triển vọng doanh thu vẫn khiêm tốn.

Bảng 5: Kế hoạch kinh doanh năm 2025 của TPB, tỷ đồng

Các chỉ tiêu trong kế hoạch kinh doanh của Ngân hàng nhìn chung cao hơn so với dự báo cũ của chúng tôi

	2024	Kế hoạch 2025	Tăng trưởng	2025 HSCF	Tăng trưởng	Kế hoạch so với dự báo
Tổng tài sản	418,028	450,000	7.6%	454,255	8.7%	Giảm 0,9 điểm %
Tổng tín dụng	260,686	313,750	20.4%	276,839	6.2%	Tăng 14,2 điểm %
Tổng vốn huy động	373,952	420,000	12.3%	402,838	7.7%	Tăng 4,6 điểm %
LNTT	7,600	9,000	18.4%	8,809	15.9%	Tăng 2,5 điểm %
Tỷ lệ nợ xấu	1.5%	<2.5%		1.8%		

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Do triển vọng lợi nhuận chịu áp lực, HSC giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027. Một số giả định chính như sau:

- **Nâng dự báo tăng trưởng tín dụng** lên 18% và 17% cho năm 2025-2026 (từ lần lượt 16% và 15% trước đó) và 16% cho năm 2027, điều chỉnh này phù hợp với xu hướng của ngành ngân hàng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- **Hạ dự báo tỷ lệ NIM** xuống lần lượt 3,65% (từ 3,99%) và 3,75% (từ 4,12%) cho năm 2025 và 2026 và 3,8% cho năm 2027. Tỷ lệ NIM cải thiện chậm theo xu hướng toàn ngành nói chung và chi phí huy động của TPB nói riêng biến động hơn sau sự kiện BCG.

Do đó, HSC giảm bình quân 7,5% dự báo thu nhập lãi thuần cho năm 2025-2026.

- **Nâng giả định tỷ lệ nợ xấu** lên lần lượt 2% (từ 1,8%) và 1,9% (từ 1,6%) cho năm 2025 và 2026 và 1,7% cho năm 2027.

Hạ dự báo chi phí tín dụng xuống 1,5% (từ 1,69%) cho năm 2025 nhưng nâng dự báo lên 1,57% (từ 1,56%) cho năm 2026 và 1,55% cho năm 2027, dựa trên kế hoạch & lợi nhuận tham vọng của Ngân hàng. Điều này có thể giúp Ngân hàng giảm giá trị nợ cần xử lý so với năm 2023-2024 (chi phí tín dụng ở mức cao lần lượt 2,15% và 1,83%). Đối với năm 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng sẽ đẩy mạnh xử lý nợ xấu để nâng cao chất lượng tài sản và giải quyết tác động tiềm ẩn đến từ các sự kiện BCG.

Tỷ lệ NIM điều chỉnh rủi ro của TPB trong giai đoạn 2025-2027 dự báo cải thiện nhẹ lên lần lượt 2,04%, 2,06% và 2,14%.

Nhìn chung, theo dự báo mới, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng trung bình 11,8% với hệ số ROE bình quân đạt 17,3%, khiêm tốn so với bình quân nhóm NHTM tư nhân lần lượt ở mức 16,5% và 18%.

Bảng 6: Các giả định chủ chốt, TPB

HSC điều chỉnh tăng giả định tăng trưởng tín dụng nhưng giảm giả định tỷ lệ NIM & giữ nguyên giả định tỷ lệ nợ xấu

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng cho vay	19.9%	16.0%	16.0%	15.0%	18.0%	17.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	16.6%	18.0%	19.0%	18.0%	19.0%	18.0%	18.0%
Tỷ lệ NIM	3.66%	3.96%	3.99%	4.12%	3.54%	3.62%	3.69%
Tỷ lệ nợ xấu	1.52%	2.00%	1.80%	1.60%	2.00%	1.90%	1.70%
Chi phí tín dụng	1.83%	1.78%	1.69%	1.56%	1.50%	1.57%	1.55%
Nợ xấu mới hình thành	1.34%	1.74%	1.48%	1.38%	1.56%	1.39%	1.31%

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, TPB

HSC điều chỉnh giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho năm 2025-26, chủ yếu do hạ giả định thu nhập lãi thuần & giảm nhẹ giả định chi phí dự phòng

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	12,905	13,666	15,639	18,284	14,452	16,912	19,659
Tăng trưởng	3.9%	10.0%	14.4%	16.9%	12.0%	17.2%	16.1%
Điều chỉnh					-7.6%	-7.4%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,364	3,106	3,678	4,412	3,676	4,252	4,909
Tăng trưởng	47.6%	36.3%	18.4%	20.0%	9.3%	15.7%	15.4%
Điều chỉnh					0.0%	-3.6%	
Thu nhập ngoài lãi	5,132	4,106	4,928	5,662	5,097	5,794	6,427
Tăng trưởng	34.7%	7.8%	20.0%	14.9%	-0.7%	13.7%	10.9%
Điều chỉnh					3.4%	2.3%	
Tổng thu nhập HĐ	18,037	17,772	20,567	23,946	19,549	22,706	26,086
Tăng trưởng	11.1%	9.5%	15.7%	16.4%	8.4%	16.1%	14.9%
Điều chỉnh					-5.0%	-5.2%	
Chi phí HĐ	(6,278)	(6,454)	(7,405)	(8,520)	(7,266)	(8,390)	(9,677)
Tăng trưởng	-6.3%	-3.7%	14.7%	15.1%	15.7%	15.5%	15.3%
Điều chỉnh					-1.9%	-1.5%	
Chi phí dự phòng	(4,159)	(3,942)	(4,353)	(4,636)	(4,089)	(5,018)	(5,772)
Tăng trưởng	5.4%	-0.1%	10.4%	6.5%	-1.7%	22.7%	15.0%
Điều chỉnh					-6.1%	8.2%	
LNTT	7,600	7,377	8,809	10,790	8,194	9,298	10,637
Tăng trưởng	36.0%	32.0%	19.4%	22.5%	7.8%	13.5%	14.4%
Điều chỉnh					-7.0%	-13.8%	
Lợi nhuận thuần	6,074	5,902	7,047	8,632	6,555	7,438	8,509
Tăng trưởng	36.1%	32.2%	19.4%	22.5%	7.9%	13.5%	14.4%
Điều chỉnh					-7.0%	-13.8%	

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 16% giá mục tiêu xuống 15.900đ (tiềm năng tăng giá 19%) chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận, nâng giá định phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng cho TPB dựa trên định giá rẻ. TPB đang giao dịch với là 0,75 lần, thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,08 lần; chênh lệch định giá đã tăng từ 10% tại thời điểm đầu năm 2025 sau khi xảy ra sự kiện BCG/ORS. Chúng tôi nhận thấy rằng Ngân hàng sẽ không thể sớm xử lý các khoản vay với BCG nên cổ phiếu TPB nhiều khả năng sẽ chưa thể được định giá lại ở mặt bằng mới trong thời gian tới. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 của TPB là 0,98 lần, thấp hơn 21% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,24 lần.

Phương pháp định giá

HSC giảm 16% giá mục tiêu theo phương pháp thu nhập thặng dư xuống 15.900đ, tương đương tiềm năng tăng giá 19%, sau khi điều chỉnh định giá như sau:

- Chúng tôi giảm 10% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Nâng định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 8,5% (từ 10%) để phản ánh tác động từ chính sách thuế quan lên TPB.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 8: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TPB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	6,554	7,454	8,498	8,556	9,650	10,739	10,963
- Chi phí vốn CSH	5,865	6,161	7,083	8,210	9,732	11,306	11,758
Lợi nhuận thặng dư	669	1,293	1,414	346	(82)	(567)	(795)
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư							(6,040)
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.15	1.33	1.55	1.80	2.11	2.48	2.48
Giá trị hiện tại	582	973	920	194	(39)	(232)	(2,477)
Giá trị hợp lý cuối năm	14,930	16,895					
Giá mục tiêu		15,913					

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, TPB

Định giá của chúng tôi 15.900 đồng/cổ phiếu dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
	3.0%	19,850	18,637	17,549	16,567	15,675
	3.5%	18,796	17,692	16,697	15,793	14,969
	4.0%	17,838	16,828	15,913	15,078	14,314
	4.5%	16,961	16,034	15,189	14,416	13,705
	5.0%	16,157	15,301	14,519	13,800	13,137

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

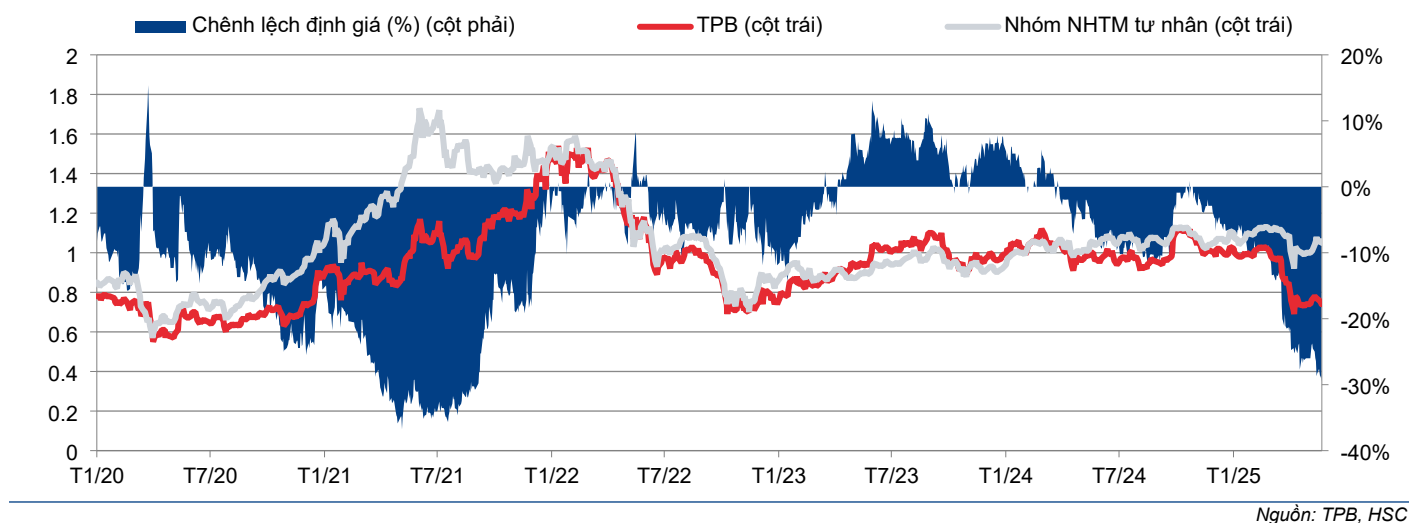
Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 1 tháng qua, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân (5%). Tuy nhiên, P/B trượt dự phóng 1 năm của TPB vẫn là 0,74 lần, thấp hơn 30% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,08 lần.

Chiết khấu định giá của TPB đã tăng đáng kể sau sự kiện BCG/ORS vào tháng 3/2025 và vẫn chưa giảm xuống. Tâm lý thị trường vẫn kém tích cực với những lo ngại về rủi ro từ BCG. Thời gian tới, khả năng TPB được định giá lại ở mặt bằng mới có vẻ hạn chế do nền tảng cơ bản chỉ cải thiện khiêm tốn cùng những lo ngại xung quanh BCG. Về mặt tích cực, định giá chiết khấu sâu như hiện tại là cơ hội tốt cho nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá cổ phiếu TPB sẽ tương đương với diễn biến ngành ngân hàng nói chung.

Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2025 là 0,98 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,24 lần.

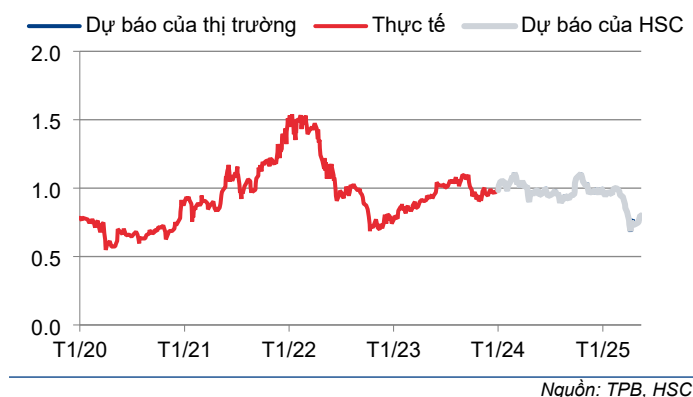
Biểu đồ 10: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Mức chiết khấu định giá của TPB đã tăng mạnh lên 30% từ 10% hồi đầu năm 2025



Biểu đồ 11: P/B trượt dự phóng 1 năm, TPB

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,75 lần...



Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TPB

...thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 0,95 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi	28,559	25,948	29,237	35,813	41,937
Chi phí lãi	(16,135)	(13,042)	(14,809)	(18,859)	(22,294)
Thu nhập lãi thuần	12,425	12,905	14,427	16,954	19,643
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,279	3,364	3,676	4,252	4,909
Lãi thuần HĐ KDNH	779	319	319	319	319
Lãi/lỗ từ mua bán CK	856	1,096	700	700	500
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0.04	0	0	0
Thu nhập khác	(105)	354	400	500	700
Tổng thu nhập HĐ	16,234	18,037	19,523	22,726	26,071
Chi phí HĐ	(6,699)	(6,278)	(7,266)	(8,390)	(9,677)
LN trước dự phòng	9,535	11,759	12,257	14,335	16,394
Chi phí dự phòng	(3,946)	(4,159)	(4,089)	(5,018)	(5,772)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,589	7,600	8,168	9,318	10,622
Chi phí thuế TNDN	(1,126)	(1,526)	(1,634)	(1,864)	(2,124)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,463	6,074	6,534	7,454	8,498
EPS (đồng)	1,689	2,299	2,473	2,821	3,216
DPS (đồng)	3,900	500	1,000	700	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,642	2,642	2,642	2,642	2,642
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,202	2,642	2,642	2,642	2,642
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,202	2,642	2,642	2,642	2,642

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2,339	1,293	1,547	559	1,231
Tiền gửi tại NHNN	9,212	22,708	12,424	11,592	13,679
Tiền gửi tại các TCTD khác	52,352	70,521	74,047	77,749	81,637
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	202,678	248,005	290,675	340,030	394,574
Tổng dư nợ cho vay	205,355	251,104	296,171	346,396	401,701
Dự phòng rủi ro	(2,677)	(3,098)	(5,496)	(6,366)	(7,126)
Chứng khoán đầu tư	65,336	59,472	66,888	75,244	84,722
CK đầu tư sẵn sàng để bán	65,392	59,549	66,921	75,277	84,755
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	44.7	44.7	44.7	44.7	44.7
Dự phòng rủi ro	(100)	(122)	(77.7)	(77.7)	(77.7)
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1,059	1,222	1,283	1,347	1,414
Tài sản khác	23,662	14,807	15,695	17,579	19,688
Tổng tài sản	356,637	418,028	462,560	524,101	596,946
Nợ phải trả	323,894	380,432	423,067	478,695	544,143
Tiền gửi của NHNN	338	238	286	343	412
Tiền gửi của các TCTD khác	83,966	94,514	83,733	82,896	82,067
Tổng tiền gửi KH	208,262	242,806	288,939	340,948	402,319
Trái phiếu và CCTG	24,216	36,633	43,959	48,355	53,191
Nợ khác	6,972	6,016	6,016	6,016	6,016
Vốn chủ sở hữu	32,743	37,596	39,493	45,406	52,802
Vốn điều lệ	22,016	26,420	22,016	22,016	22,016
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	7,674	7,455	12,802	17,597	23,719
Quỹ & vốn khác của CSH	3,052	3,722	4,674	5,792	7,067
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	356,637	418,028	462,560	524,101	596,946
BVPS (đồng)	14,872	14,230	14,948	17,186	19,986

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	8.52	17.2	10.7	13.3	13.9
Tăng trưởng cho vay KH (%)	27.4	22.3	17.9	17.0	16.0
Tăng trưởng huy động KH (%)	6.82	16.6	19.0	18.0	18.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	7.93	20.2	19.1	16.9	17.0
Tăng trưởng VCSH (%)	1.56	14.8	5.04	15.0	16.3
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	9.12	3.87	11.8	17.5	15.9
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	12.7	(6.28)	15.7	15.5	15.3
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(1.42)	23.3	4.23	17.0	14.4
Tăng trưởng LNTT (%)	(28.6)	36.0	7.46	14.1	14.0
Tăng trưởng LN thuần (%)	(28.7)	36.1	7.57	14.1	14.0
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.74	4.66	4.43	4.61	4.65
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.96)	(1.62)	(1.65)	(1.70)	(1.73)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	89.3	89.3	89.7	91.6	92.2
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.12	2.33	2.50	2.88	3.27
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	36.9	50.2	54.0	61.6	70.2
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.90	5.81	5.40	4.73	4.15
P/B (lần)	0.90	0.94	0.89	0.78	0.67
Lợi suất cổ tức (%)	29.2	3.75	7.49	5.24	3.75

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	27.5	33.7	33.5	32.8	32.6
ROAA (%)	1.30	1.57	1.48	1.51	1.52
ROAE (%)	13.7	17.3	17.0	17.6	17.3
Chi phí huy động BQ (%)	5.32	3.78	3.74	4.24	4.41
Lợi suất góp BQ (%)	9.34	7.50	7.40	7.92	8.11
Lợi suất thuần (%)	4.01	3.73	3.66	3.68	3.70
Tỷ lệ NIM (%)	4.06	3.73	3.65	3.75	3.80
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	14.0	18.6	18.8	18.7	18.8
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.5	71.5	73.9	74.6	75.3
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	9.42	9.80	7.27	6.68	5.83
Tỷ lệ CIR (%)	41.3	34.8	37.2	36.9	37.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	231	21.7	40.4	24.8	15.5
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.7	11.4	9.74	9.13	8.70
VCSH/Tổng TS (%)	9.18	8.99	8.54	8.66	8.85
Đòn bẩy vốn (lần)	10.9	11.1	11.7	11.5	11.3
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.05	1.51	1.99	1.90	1.70
Hệ số LLR (%)	63.7	81.5	93.0	96.9	105
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	98.6	103	103	102	99.8
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	26.5	25.3	20.1	17.6	15.3
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	57.6	60.1	64.0	66.1	67.3
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	121	121	121	121	121
Số lượng nhân viên	7,656	7,732	7,810	7,888	7,967

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn