

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ19,000 (từ VNĐ17,714)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025) 17,300

Mã Bloomberg	TPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,388-21,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	47,990
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,821
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,774
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	832
Slg CP NN được mua (tr.đv)	153
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.5%
Tỷ lệ freefloat	54.3%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Doi (6.97%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.20	(12.7)	19.9
So với chỉ số	2.53	(15.5)	(18.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,473	2,499	(1.0)
2026F	2,823	2,808	0.5
2027F	3,216	3,192	0.8

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 Cấp Cao, Ngành Dịch Vụ Tài
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng dựa trên định giá

- HSC tăng 7% giá mục tiêu cho TPB lên 19.000đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 10%, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ).
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần; tương đương tăng trưởng trung bình 12,9% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân ở mức 17,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, STB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,09 lần, thấp hơn 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,3 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/B dự phóng năm 2026 là 1,09 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng sau KQKD Q3/2025

TPB đã công bố LNTT Q3/2025 đạt 1.902 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ, nhờ thu nhập ngoài lãi tăng 30% so với cùng kỳ và chi phí dự phòng tăng nhẹ 8% so với cùng kỳ, trong khi thu nhập lãi thuần chỉ tăng 2% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, LNTT đạt 6.048 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ, hoàn thành 74% kết dự báo cả năm 2025 trước đó và sát với dự báo 9 tháng của chúng tôi.

Đối với BCG/ORS, TPB đã hoàn tất các bước để tích hợp ORS vào hệ sinh thái. Điều này sẽ giúp kiểm soát tác động tiềm ẩn và giảm thiểu rủi ro danh tiếng từ sự kiện này trong tương lai. Mặt khác, TPB sẽ cần dành thời gian và nguồn lực để xử lý các vấn đề tồn đọng của ORS trước khi CTCK này có thể trở lại xu hướng lành mạnh.

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, tương đương tăng trưởng trung bình 12,9% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân ở mức 17,1%. Dự báo của chúng tôi sát với dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân (giảm 11%) do KQKD Q3/2025 khiêm tốn, TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,3 lần, mức chiết khấu đi ngang tháng 7/2025 do nền tảng cơ bản ổn định cùng những lo ngại liên quan đến tình hình của Bamboo Capital (BCG; Chưa khuyến nghị) và ORS (Chưa khuyến nghị). Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2026 là 1,09 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,39 lần.

Mặc dù vấn đề BCG/ORS tiến triển tốt đã khôi phục niềm tin của NĐT nhưng nền tảng cơ bản của TPB vẫn còn khiêm tốn so với ngành. Do đó, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tiếp tục định giá lại của TPB là hạn chế.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/12.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	12,425	12,905	13,671 ▼	15,782 ▼	18,302 ▼
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	16,234	18,037	18,784 ▼	22,039	25,121
LN thuần (tỷ đồng)	4,463	6,074	6,534	7,458	8,497
EPS (đồng)	1,689	2,299	2,473	2,823 ▲	3,216
DPS (đồng)	3,900	500	1,000	400	500
BVPS (đồng)	14,872	14,230	14,948	17,438 ▲	20,237 ▲
P/E (lần)	10.2	7.52	7.00	6.13	5.38
Lợi suất cổ tức (%)	22.5	2.89	5.78	2.31	2.89
P/B (lần)	1.16	1.22	1.16	0.99	0.85
Tăng trưởng EPS (%)	(28.7)	36.1	7.57	14.1	13.9
ROAE (%)	13.7	17.3	17.0	17.4	17.1

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

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá; giữ nguyên dự báo

HSC tăng 7% giá mục tiêu lên 19.000đ sau khi chuyển thời điểm định giá 6 tháng sang cuối năm 2026 và nâng khuyến nghị từ Nắm giữ lên Tăng tỷ trọng. Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo, tương đương LNTT tăng trưởng trung bình là 12,9% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,1%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân (giảm 11%) do KQKD Q3/2025 khiêm tốn, TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,3 lần, mức chiết khấu đi ngang tháng 7/2025 do nền tảng cơ bản ổn định cùng những lo ngại xung quanh Bamboo Capital và ORS. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 10% và P/B dự phóng năm là 1,09 lần, thấp hơn khoảng 22% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,39 lần.

Tăng 7% giá mục tiêu sau khi chuyển thời điểm định giá

HSC tăng 7% giá mục tiêu cho TPB lên 19.000đ/cp sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 từ giữa năm 2026; chúng tôi chỉ điều chỉnh nhẹ dự báo. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ). Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 10% và P/B dự phóng năm 2026 là 1,09 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,39 lần.

Bảng 1: Mô hình định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, TPB

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	6,534	7,458	8,497	9,720	9,721	10,109
- Chi phí vốn CSH	5,395	5,667	6,789	8,001	9,649	10,035
Lợi nhuận thặng dư	1,139	1,791	1,708	1,719	71	74
Giá trị dài hạn của lợi nhuận thặng dư						602
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.15	1.32	1.51	1.74	2.03	2.03
Giá trị hiện tại	990	1,362	1,132	986	297	35
Giá trị hợp lý cuối năm	16,766	19,088				
Giá mục tiêu		19,088				

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 2: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định lãi suất phi rủi ro và phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh, TPB

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 19.000đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 9%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phân bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
	3.0%	23,801	22,315	20,997	19,819	18,759
	3.5%	22,543	21,199	20,000	18,922	17,947
	4.0%	21,406	20,184	19,088	18,097	17,197
	4.5%	20,372	19,257	18,250	17,336	16,501
	5.0%	19,428	18,405	17,476	16,629	15,853

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân (giảm 11%) do KQKD Q3/2025 khiêm tốn, TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần, thấp hơn 23% so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,3 lần, mức chiết khấu đi ngang tháng 7/2025 do nền tảng cơ bản ổn định cùng những lo ngại xung quanh Bamboo Capital và ORS.

TPB đã triển khai các hành động để khắc phục thiệt hại từ sự kiện ORS: (1) Các thành viên HĐQT của TPB đã tham gia vào HĐQT của ORS và (2) TPB sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại ORS lên 51% từ 9% hiện tại thông qua chào bán riêng lẻ, đã được NHNN chấp thuận vào tháng 10/2025. Chúng tôi cho rằng thương vụ này sẽ hoàn tất vào đầu năm 2026. Mặt khác, TPB sẽ cần dành thời gian và nguồn lực để xử lý các vấn đề tồn đọng của ORS trước khi CTCK này có thể quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng lành mạnh.

Tuy nhiên, ngay cả khi vấn đề ORS được giải quyết hoàn toàn, các yếu tố cơ bản của TPB vẫn còn khiếm tốn so với các công ty cùng ngành. Do đó, chúng tôi nhận thấy tiềm năng TPB tiếp tục định giá lại cổ phiếu là hạn chế.

Biểu đồ 3: P/B trượt dự phóng 1 năm, TPB

TPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,01 lần...



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 4: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TPB

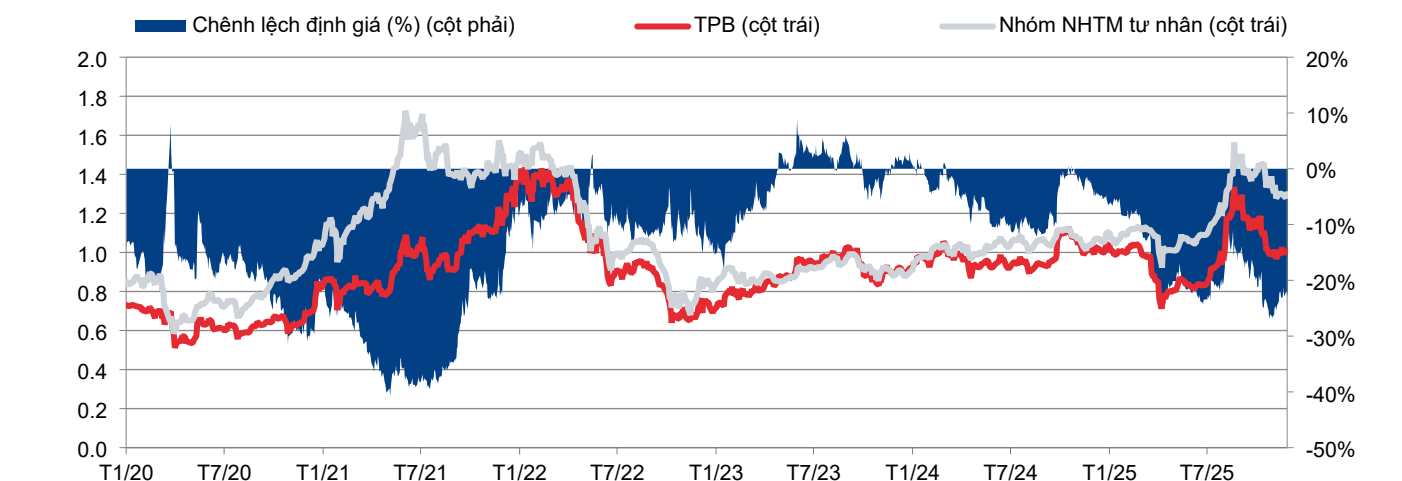
...cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 0,91 lần



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 5: So sánh P/B trượt dự phóng 1 năm

Chiết khấu định giá của TPB duy trì trên mức 20% kể từ Q2/2025



Nguồn: TPB, HSC

Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận

KQKD 9 tháng đầu năm 2025 của TPB nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi (Biểu đồ 6), trong đó chi phí dự phòng giảm 25% so với cùng kỳ bù đắp cho thu nhập lãi thuần giảm 1% so với cùng kỳ. Cụ thể như sau:

- **Tỷ lệ NIM** giảm 62 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 3,33% do lợi suất gộp giảm 19 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 7,48%, trong khi chi phí huy động tăng 49 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên 4,30%. Tỷ lệ NIM giảm do Ngân hàng đã nhanh chóng mở rộng dư nợ tín dụng, điều này đã hạn chế sự gia tăng lợi suất cho vay, trong khi cơ sở tiền gửi khiếm tốn của Ngân hàng vẫn duy trì nền chi phí huy động ở mức cao. Biến động tỷ lệ NIM của TPB tương tự như các NHTM tư nhân khác.
- **Tỷ lệ nợ xấu** tăng lên 2,23% từ 2,05% tại thời điểm cuối Q2/2025, vẫn ở mức cao. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 gần như ổn định so với quý trước ở mức 1,78%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR đạt 61% so với 63% trong Q2/2025.

Ngân hàng đã xử lý 535 tỷ đồng nợ xấu trong Q3/2025 (thấp hơn một chút so với 579 tỷ đồng trong Q2/2025 và 581 tỷ đồng trong Q3/2024), nâng tỷ lệ nợ xấu mới hình thành lên 0,44% từ 0,16% trong Q2/2025.

Chi phí dự phòng tăng 8% so với cùng kỳ lên 909 tỷ đồng trong Q3/2025, tương đương chi phí tín dụng ở mức 1,37%, so với 1,32% trong Q2/2025. Tính đến hết tháng 9/2025, chi phí dự phòng đã giảm 25% so với cùng kỳ xuống 2.224 tỷ đồng, hoàn thành 54% dự báo cả năm của chúng tôi. Mặc dù nợ xấu được xử lý/chi phí dự phòng Q4/2025 có thể tăng so với quý trước nhưng chi phí dự phòng cả năm nhiều khả năng sẽ thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Bảng 6: Tóm tắt KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, TPB

LNTT 9 tháng đầu năm 2025 của TPB hoàn thành 74% dự báo cả năm và sát với dự báo 9 tháng của chúng tôi

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo 2025 của HSC (cũ)
Thu nhập lãi thuần	3,173	3,238	2%	9,837	9,773	-1%	68%
Thu nhập ngoài lãi	822	1,287	57%	3,079	3,851	25%	76%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	795	1,035	30%	2,455	2,934	20%	80%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	(47)	(46)	-3%	37	306	728%	96%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	(61)	69	-213%	371	171	-54%	24%
Thu nhập khác	135	229	70%	217	440	103%	110%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	-	0		0	0		
Tổng thu nhập HĐ	3,995	4,525	13%	12,916	13,623	5%	70%
Chi phí HĐ	(1,425)	(1,714)	20%	(4,484)	(5,352)	19%	74%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	2,569	2,811	9%	8,432	8,272	-2%	67%
Chi phí dự phòng	(838)	(909)	8%	(2,968)	(2,224)	-25%	54%
LNTT	1,731	1,902	10%	5,464	6,048	11%	74%
Lợi nhuận thuần	1,384	1,521	10%	4,369	4,837	11%	74%

Nguồn: TPB, HSC

Từ đó, chúng tôi hạ giả định tỷ lệ NIM xuống lần lượt 3,33%, 3,38% và 3,44% từ lần lượt 3,65%, 3,75% và 3,8% trong giai đoạn 2025-2027. Đồng thời, chúng tôi hạ giả định chi phí tín dụng xuống lần lượt 1,23%, 1,35% và 1,33%. Từ đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo trước đó do những điều chỉnh này bù đắp lẫn nhau. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 12,9% trong 3 năm tới với hệ số ROE bình quân đạt 17,1%.

Theo dự báo năm 2025 của chúng tôi, LNTT Q4/2025 ước tính đạt 2.119 tỷ đồng (tăng 11% so với quý trước và đi ngang so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng kết quả ổn định này phản ánh tăng trưởng tín dụng và sự phục hồi của tỷ lệ NIM, trong khi chi phí dự phòng sẽ tăng nhẹ do Ngân hàng xử lý nợ xấu trong giai đoạn cuối năm.

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, TPB

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 12,9% trong giai đoạn 2024-2027

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập lãi thuần	13,666	14,427	16,954	19,643	13,678	15,805	18,324
Tăng trưởng	10.0%	11.8%	17.5%	15.9%	6.0%	15.5%	15.9%
Điều chỉnh					-5.2%	-6.8%	-6.7%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	3,106	3,676	4,252	4,909	4,027	4,766	5,398
Tăng trưởng	36.3%	9.3%	15.7%	15.4%	19.7%	18.3%	13.3%
Điều chỉnh					9.5%	12.1%	10.0%
Thu nhập ngoài lãi	4,106	5,095	5,771	6,428	5,106	6,235	6,797
Tăng trưởng	7.8%	-0.7%	13.3%	11.4%	-0.5%	22.1%	9.0%
Điều chỉnh					0.2%	8.0%	5.7%
Tổng thu nhập HĐ (tỷ đồng)	17,772	19,523	22,726	26,071	18,784	22,039	25,121
Tăng trưởng	9.5%	8.2%	16.4%	14.7%	4.1%	17.3%	14.0%
Điều chỉnh					-3.8%	-3.0%	-3.6%
Chi phí HĐ	(6,454)	(7,266)	(8,390)	(9,677)	(7,266)	(8,390)	(9,530)
Tăng trưởng	-3.7%	15.7%	15.5%	15.3%	15.7%	15.5%	13.6%
Điều chỉnh					0.0%	0.0%	-1.5%
Chi phí dự phòng	(3,942)	(4,089)	(5,018)	(5,772)	(3,351)	(4,326)	(4,970)
Tăng trưởng	-0.1%	-1.7%	22.7%	15.0%	-19.4%	29.1%	14.9%
Điều chỉnh					-18.1%	-13.8%	-13.9%
LNTT	7,377	8,168	9,318	10,622	8,167	9,323	10,621
Tăng trưởng	32.0%	7.5%	14.1%	14.0%	7.5%	14.1%	13.9%
Điều chỉnh					0.0%	0.1%	0.0%
Lợi nhuận thuần	5,902	6,534	7,454	8,498	6,534	7,458	8,497
Tăng trưởng	32.2%	7.6%	14.1%	14.0%	7.6%	14.1%	13.9%
Điều chỉnh					0.0%	0.1%	0.0%

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Bảng 8: Các giả định quan trọng, TPB

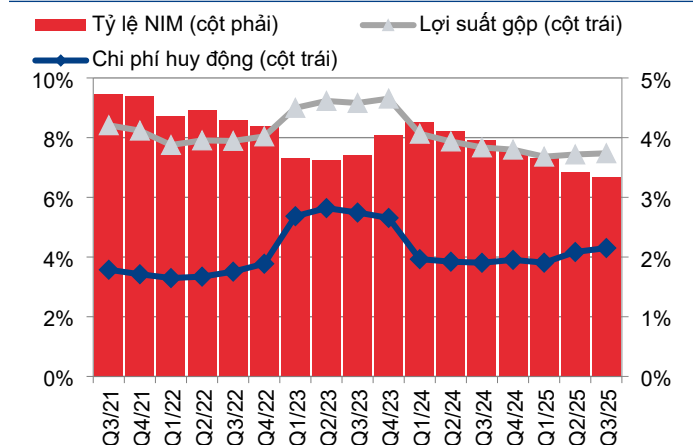
Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng nhưng điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ NIM và chi phí tín dụng

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng cho vay	22.0%	18.0%	17.0%	16.0%	18.0%	17.0%	16.0%
Tăng trưởng tiền gửi	16.6%	19.0%	18.0%	18.0%	19.0%	18.0%	18.0%
Tỷ lệ NIM	3.73%	3.65%	3.75%	3.80%	3.35%	3.38%	3.44%
Tỷ lệ nợ xấu	1.52%	2.00%	1.90%	1.70%	2.00%	1.90%	1.70%
Chi phí tín dụng	1.83%	1.50%	1.57%	1.55%	1.23%	1.35%	1.33%
Nợ xấu mới hình thành	1.34%	1.56%	1.39%	1.31%	1.31%	1.19%	1.11%

Nguồn: TPB, HSC dự báo

Biểu đồ 9: Tỷ lệ NIM so với đầu năm, TPB

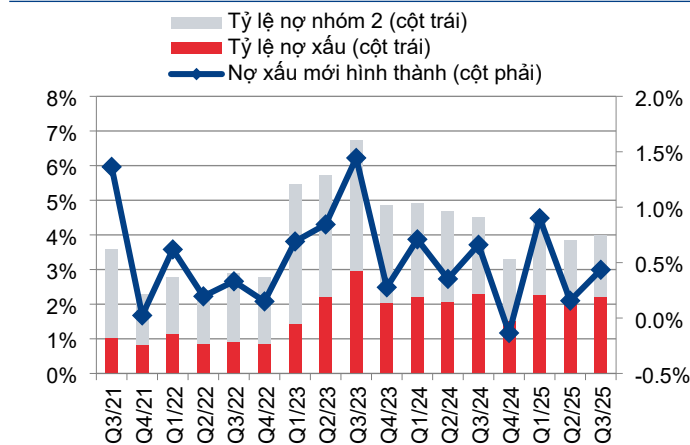
Tỷ lệ NIM giảm còn 3,33% trong Q3/2025



Nguồn: TPB, HSC

Biểu đồ 10: Các chỉ số chất lượng tài sản, TPB

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ lên 2,23% trong Q3



Nguồn: TPB, HSC

Cập nhật thương vụ mua ORS

Đối với Bamboo Capital và ORS, những tiến triển gần đây như sau:

- Kể từ giữa năm 2025, các thành viên HĐQT của TPB đã tham gia HĐQT của ORS.
- Trong tháng 10/2025, TPB đã được NHNN chấp thuận đăng ký mua cổ phần phát hành riêng lẻ của ORS, nâng tỷ lệ sở hữu tại ORS lên 51% (từ 9% hiện tại).
- Trong khi đó, ORS sẽ tổ chức ĐHCĐ bất thường vào ngày 2/12/2025 để xin ý kiến cổ đông về việc phát hành 288 triệu cổ phiếu cho TPB với giá 12.500đ/cp. Sau khi được thông qua và hoàn tất giao dịch, TPB dự kiến sẽ trở thành Ngân hàng mẹ của ORS kể từ năm 2026.

Việc tích hợp ORS vào hệ sinh thái của TPB sẽ vừa giúp củng cố nền tảng tích hợp ngân hàng-chứng khoán, vừa giúp giảm thiểu rủi ro danh tiếng phát sinh từ vụ bê bối BCG. Tuy nhiên, TPB sẽ cần dành thời gian và nguồn lực để giải quyết các vấn đề tồn đọng của ORS trước khi CTCK này có thể quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng lành mạnh.

Các khoản phải thu: Khoản mục lớn đáng chú ý có thể rủi ro

Dựa trên cơ cấu tài sản của ORS trong 4 quý gần nhất, chúng tôi lưu ý những thông tin như sau:

- TPB đã thanh lý các chứng chỉ tiền gửi (trong danh mục FVTPL), tiền gửi tiết kiệm (trong danh mục HTM) và cổ phiếu niêm yết (trong danh mục FVTPL) trong hơn 4 quý. Dư nợ cho vay ký quỹ cũng giảm 1,8 nghìn tỷ đồng xuống 1 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2025.
- Danh mục trái phiếu giảm nhẹ xuống 1,8 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2025 từ 2,1 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2024. Chúng tôi tin rằng số dư còn lại chủ yếu bao gồm các trái phiếu do BCG phát hành, mà ORS trước đây đã tư vấn và bảo lãnh phát hành. Mặc dù chưa có thông tin cập nhật chính thức về các trái phiếu này hoặc BCTC của BCG, chúng tôi hiện cho rằng rủi ro thanh khoản đã được kiểm soát do HĐKD cốt lõi của BCG - chủ yếu là các dự án năng lượng tái tạo - vẫn tiếp tục hoạt động bình thường sau vụ bê bối quản lý vào tháng 2/2025.
- Đáng chú ý, khoản phải thu từ dịch vụ của công ty đã tăng mạnh lên 6,7 nghìn tỷ đồng từ 1,3 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối Q4/2024, tương đương 58% tổng tài sản tại thời điểm cuối Q3/2025. Đặc biệt, khoản phải thu này đã tăng 3,8 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025 sau khi sự kiện BCG xảy ra.

BCTC kiểm toán Q2/2025 cho thấy số dư này là khoản phải thu từ 14 công ty chưa niêm yết và dường như không liên quan đến nghiệp vụ môi giới cốt lõi của ORS.

- Hệ số LCR của ORS đạt 212% tại thời điểm cuối Q2/2025, không cao hơn đáng kể so với mức tối thiểu theo quy định là 180% theo Thông tư 102/2025/TT-BTC, điều này cho thấy nhu cầu bổ sung vốn để củng cố bộ đệm này.

Mặc dù thông tin về các đơn vị này vẫn chưa rõ ràng nhưng giá trị các khoản phải thu quá lớn và hệ số LCR quá thấp gây ra những lo ngại đáng kể về rủi ro thanh toán của ORS và việc đi lệch hướng của công ty khỏi nghiệp vụ môi giới cốt lõi. Do thiếu thông tin về các khoản nợ của ORS, chúng tôi chưa phản ánh thương vụ mua lại này vào mô hình dự báo của TPB; tuy nhiên, khoản phải thu giá trị lớn này có thể cần phải trích lập dự phòng bổ sung ở cấp độ hợp nhất trong tương lai.

Bảng 11: Tóm tắt bảng cân đối kế toán của ORS hàng quý

Toàn bộ tài sản đầu tư của ORS đều giảm trong khi khoản phải thu tăng mạnh, chiếm tỷ trọng 58% tổng tài sản tính tới cuối Q3/2025

Tỷ đồng	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Nhận định
Tiền mặt	533	994	485	908	
Các tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi/lỗ	3,772	3,117	2,889	1,797	Giảm
- Chứng chỉ tiền gửi	1,210	590	240	-	
- Cổ phiếu niêm yết	478	452	-	8	
- Trái phiếu niêm yết	1,294	559	262	350	
- Cổ phiếu chưa niêm yết	-	-	6	6	
- Trái phiếu chưa niêm yết	789	1,530	2,404	1,440	
Tài sản nắm giữ đến ngày đáo hạn	2,265	1,173	713	953	Giảm
Cho vay ký quỹ	2,880	1,880	879	1,046	Giảm
Các khoản phải thu từ hoạt động dịch vụ của công ty	1,290	4,993	5,742	6,672	Tăng mạnh. Khoản mục này bao gồm các khoản phải thu liên quan đến 14 doanh nghiệp chưa niêm yết
Tài sản ngắn hạn khác	941	287	112	305	
Tài sản dài hạn	53	47	48	41	
Tổng nợ	7,278	8,578	7,218	7,781	
Vốn chủ sở hữu	3,920	3,913	3,807	3,941	

Nguồn: TPB, HSC

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	29,620	35,613	41,277
Chi phí lãi	(16,135)	(13,042)	(15,950)	(19,831)	(22,975)
Thu nhập lãi thuần	12,425	12,905	13,671	15,782	18,302
Lãi thuần HĐ dịch vụ	2,279	3,364	4,027	4,766	5,398
Lãi thuần HĐ KDNH	779	319	319	319	319
Lãi/lỗ từ mua bán CK	856	1,096	280	650	480
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0	0.04	7.08	22.5	22.0
Thu nhập khác	(105)	354	480	500	600
Tổng thu nhập HĐ	16,234	18,037	18,784	22,039	25,121
Chi phí HĐ	(6,699)	(6,278)	(7,266)	(8,390)	(9,530)
LN trước dự phòng	9,535	11,759	11,518	13,649	15,591
Chi phí dự phòng	(3,946)	(4,159)	(3,351)	(4,326)	(4,970)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	5,589	7,600	8,167	9,323	10,621
Chi phí thuế TNDN	(1,126)	(1,526)	(1,633)	(1,865)	(2,124)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,463	6,074	6,534	7,458	8,497
EPS (đồng)	1,689	2,299	2,473	2,823	3,216
DPS (đồng)	3,900	500	1,000	400	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	1,223	1,895
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	524,765	597,610
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	46,070	53,466
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	18,261	24,383
Quỹ & vốn khác của CSH	3,052	3,722	4,674	5,793	7,067
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	356,637	418,028	462,560	524,765	597,610
BVPS (đồng)	14,872	14,230	14,948	17,438	20,237

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	13.4	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	16.7	16.1
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	9.12	3.87	5.93	15.4	16.0
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	12.7	(6.28)	15.7	15.5	13.6
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	(1.42)	23.3	(2.06)	18.5	14.2
Tăng trưởng LNTT (%)	(28.6)	36.0	7.46	14.1	13.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	(28.7)	36.1	7.57	14.1	13.9
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	4.74	4.66	4.27	4.46	4.48
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(1.96)	(1.62)	(1.65)	(1.70)	(1.70)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	89.3	90.8	92.7	94.7	94.9
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.12	2.33	2.41	2.79	3.15
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	36.9	50.2	54.0	61.6	70.2
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	10.2	7.52	7.00	6.13	5.38
P/B (lần)	1.16	1.22	1.16	0.99	0.85
Lợi suất cổ tức (%)	22.5	2.89	5.78	2.31	2.89

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	34.8	33.8	33.8
ROAA (%)	1.30	1.57	1.48	1.51	1.51
ROAE (%)	13.7	17.3	17.0	17.4	17.1
Chi phí huy động BQ (%)	5.32	3.78	4.03	4.46	4.55
Lợi suất góp BQ (%)	9.34	7.38	7.26	7.62	7.75
Lợi suất thuần (%)	4.01	3.61	3.22	3.16	3.20
Tỷ lệ NIM (%)	4.06	3.67	3.35	3.38	3.44
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	14.0	18.6	21.4	21.6	21.5
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	76.5	71.5	72.8	71.6	72.9
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	9.42	9.80	5.78	6.77	5.66
Tỷ lệ CIR (%)	41.3	34.8	38.7	38.1	37.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	231	21.7	40.4	14.2	15.5
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	12.4	13.2	12.9	12.7	12.4
VCSH/Tổng TS (%)	9.18	8.99	8.54	8.78	8.95
Đòn bẩy vốn (lần)	10.9	11.1	11.7	11.4	11.2
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	66.0	67.2
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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