

NH TM CP QUÂN ĐỘI (MBB) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND17.700

Giá mục tiêu

VND30.600

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 08/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

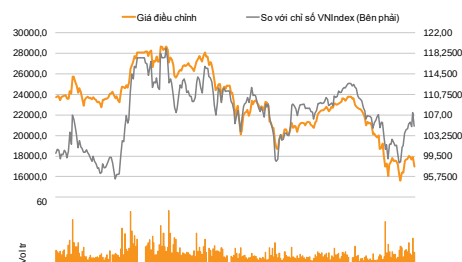
Consensus*: Mua:14 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -8,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm giá mục tiêu 8%.
- Nâng LN ròng lên 15%/12,4%/13,3% giai đoạn 2022-2024.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	28.666
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	187.290
Thị giá vốn (tỷ VND)	81.158
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	5,05
P/B hiện tại (x)	1,07

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Viettel	14,6%
SCIC	9,8%
Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam	7,8%
Khác	67,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

Duy trì đà tăng trưởng ổn định

- Q3/22 lợi nhuận (LN) ròng tăng vọt 61,4% svck đạt 4.879 tỷ đồng nhờ cho vay tăng trưởng mạnh và NIM mở rộng.
- Trong bối cảnh khó khăn của ngành ngày càng gia tăng, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN ròng đạt 14,9%/18,1% svck giai đoạn 2023-2024
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 30.600 đ/cp do chúng tôi giảm P/B mục tiêu từ 2,0 lần về 1,4 lần.

MBB đạt hạn mức tăng trưởng tín dụng cao thứ 3 toàn ngành năm 2022

Nhờ tỷ lệ an toàn vốn (CAR) ở mức 12%, LDR ở mức 78% vào cuối Q3/22, theo ước tính của chúng tôi, và tham gia vào việc xử lý tổ chức tín dụng yếu kém, MBB đã được tăng thêm 5% hạn mức tín dụng vào tháng 10 vừa qua. Tương đương, hạn mức tín dụng cả năm 2022 của MBB được nâng lên 23% svck, cao thứ 3 trong toàn ngành ngân hàng, sau VPB và HDB. Cho vay của MBB tăng trưởng 17,2% so với đầu năm vào cuối Q3/22, chúng tôi ước tính ngân hàng còn khoảng 23,5 nghìn tỷ hạn mức tín dụng trong Q4/22.

Q3/22: NIM tăng trưởng vượt qua kỳ vọng của chúng tôi

Q3/22 tổng thu nhập hoạt động (TOI) tăng 26,2% svck nhờ thu nhập lãi (NII) tăng 38,7% svck bù trừ với thu nhập ngoài lãi (non-II) giảm 10,9% svck. Thu nhập ngoài lãi giảm chủ yếu do thu nhập từ hoạt động bảo hiểm giảm 58,1% svck và thu nhập từ phí giảm 15,3% svck. Chi phí dự phòng giảm 45,9% svck, giúp LN ròng tăng vọt 61,4% svck đạt 4.879 tỷ đồng. Trong 9T22, lợi nhuận trước thuế (PBT) đạt 18.192 tỷ đồng, tăng 53,1% svck, đạt 88% dự báo của chúng tôi và 90% kế hoạch cả năm của ngân hàng. 9T22 NIM đã tăng 75 điểm cơ bản svck, cao hơn so với chúng tôi dự báo là 5% giai đoạn 2022-2024, do đó chúng tôi điều chỉnh NIM lên 5,4%/5,3%/5,4% giai đoạn 2022-2024.

Chất lượng tài sản càng ngày càng được nâng cao

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) đạt 1,02% cuối Q3/22, thấp hơn mức 1,18% cuối Q2/22, nhưng cao hơn 0,98% cuối Q4/21. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm về 207,7% cuối Q3/22 từ mức 221,4% cuối Q2/22 và 268% cuối Q4/21. Trong 9T22, ngân hàng đã xóa 3.860 tỷ đồng (+9% svck) nợ xấu, giúp tỷ lệ xóa nợ lên mức 1,78%, cao hơn mức 1,71% trong 9T21.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 30.600 đ/cp

Giá mục tiêu mới của chúng tôi dựa trên sự kết hợp của phương pháp thu nhập thặng dư (Chi phí vốn: 15,7%, tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/B 1,4 lần năm 2023 với tỷ trọng tương đương. Chúng tôi giảm P/B mục tiêu từ 2,0 lần về 1,4 lần phản ánh giai đoạn khó khăn đối với ngành ngân hàng khi tín dụng thắt chặt, NIM bị thu hẹp và chi phí tín dụng đang ngày một tăng. Rủi ro giảm giá bao gồm tăng trưởng cho vay thấp hơn dự kiến và nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	26.200	34.014	39.035	45.404
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,0%	5,4%	5,3%	5,4%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	36.934	44.179	50.926	59.311
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(8.030)	(6.946)	(7.571)	(8.398)
LN ròng (tỷ)	12.697	17.498	20.113	23.751
Tăng trưởng LN ròng	53,7%	37,8%	14,9%	18,1%
EPS điều chỉnh	3.154	3.958	4.170	4.924
BVPS	15.768	16.999	21.435	26.673
ROAE	23,6%	25,6%	23,1%	21,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Luận điểm đầu tư

Khuyến nghị Khả quan của chúng tôi dựa trên:

(1) Chúng tôi tin rằng MBB là một trong số ít các ngân hàng có khả năng có hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn giai đoạn 2023-2024. Với tỷ lệ an toàn vốn khoảng 12%, LDR khoảng 78% cuối Q3/22 (Nguồn: VNDIRECT Research ước tính), và tham gia vào xử lý tổ chức tín dụng yếu kém, chúng tôi dự báo tăng trưởng cho vay của ngân hàng đạt 23%/18%/18% giai đoạn 2022-2024.

(2) Với tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao (41,6% cuối Q3/22 – cao thứ 2 trong số các ngân hàng niêm yết), và có khả năng mở rộng thị phần cho vay cá nhân nhờ nền tảng khách hàng vững chắc và các công ty con trong hệ sinh thái, MBB là một trong số ít các ngân hàng có khả năng giảm thiểu rủi ro khi NIM bị thu hẹp trong tình hình chi phí vốn đang ngày càng gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng NIM ngân hàng đạt 5,4%/5,3%/5,4% giai đoạn 2022-2024.

(3) Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng LN ròng đạt 37,8%/14,9%/18,1% svck giai đoạn 2022-2024 nhờ cho vay tăng trưởng 23%/18%/18% svck và NIM đạt 5,4%/5,3%/5,4% giai đoạn này. Hiện tại, MBB đang giao dịch ở mức 1,0 lần P/B 2022 (mức trung bình ngành là 1,2 lần), thấp hơn 50% so với mức P/B trung bình 3 năm.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.600 đ/cp

Giá mục tiêu mới của chúng tôi dựa trên sự kết hợp của phương pháp thu nhập thặng dư (Chi phí vốn: 15,7%, tăng trưởng dài hạn: 3%) và P/B 1,4 lần năm 2023 với tỷ trọng tương đương. Chúng tôi giảm P/B mục tiêu từ 2,0 lần về 1,4 lần phản ánh giai đoạn khó khăn đối với ngành ngân hàng khi tín dụng thắt chặt, NIM bị thu hẹp và chi phí tín dụng đang ngày một tăng. Kết hợp 2 phương pháp, giá mục tiêu của MBB là 30.600 đ/cp. Rủi ro giảm giá bao gồm tăng trưởng cho vay thấp hơn dự kiến và nợ xấu cao hơn dự kiến.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	31.129	15.565
Hệ số P/B (1,4 lần P/B 2023)	50%	30.009	15.004
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			30.569
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			30.600

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 2: Định giá thu nhập thặng dư

Giá định chính	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Tăng trưởng dài hạn							3,0%
Giá trị sổ sách đầu kỳ	59.575						
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	36.403						
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	45.163						
Giá trị vốn chủ sở hữu	141.141						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	4.534						
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	31.129						

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 3: So sánh với các ngân hàng trong khu vực (số liệu cập nhật ngày 7/11/2022)

			Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/BV (x)	P/E (x)	Tăng trưởng EPS	ROE	ROA				
	Mã CK			Nội tệ	Nội tệ	tỷ.USD	2022	2023	2022	2023	3 năm	2022	2023	2022	2023
Vietcombank	VCB VN	Khả quan		72.300	95.600	13,8	2,3	2,0	11,5	10,7	20,8%	20,5%	20,3%	1,9%	1,9%
Vietinbank	CTG VN	Khả quan		23.800	36.200	4,6	1,1	1,0	9,2	7,8	16,3%	16,7%	17,5%	1,1%	1,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan		24.200	62.300	3,4	0,8	0,6	3,8	3,2	17,9%	22,0%	21,0%	3,8%	3,7%
VPBank	VPB VN	Khả quan		17.050	26.300	4,6	1,2	1,0	4,6	5,7	24,5%	23,4%	18,7%	3,5%	2,9%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan		20.700	33.400	2,8	1,2	1,0	4,7	4,8	17,1%	26,0%	22,5%	2,4%	2,1%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Khả quan		18.400	34.400	1,6	1,1	1,0	4,4	4,3	18,2%	28,0%	25,6%	2,2%	2,2%
NH TMCP Tiên Phong	TPB VN	Khả quan		20.200	38.500	1,3	1,0	0,8	5,4	4,4	22,3%	20,5%	20,7%	2,1%	2,1%
Trung bình							1,2	1,0	6,2	5,8	19,6%	22,4%	20,9%	2,4%	2,3%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan		17.700	30.600	4,8	1,0	0,8	4,2	4,0	11,5%	25,6%	23,1%	2,7%	2,6%

Nguồn: VNDIRECT Research, BLOOMBERG

9T22 nhìn lại: Tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ nhờ NIM mở rộng và chi phí dự phòng thấp hơn

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q3/22 và 9T22 (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q3/22	% svck	Q2/22	% sv quý trước	9T22	% svck	Dự báo năm 2022	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	9.039	38,7%	6.563	37,7%	26.394	38,7%	31.057	85,0%	Cao hơn so với dự báo của chúng tôi do NIM cao hơn chúng tôi kỳ vọng.
Thu nhập ngoài lãi	1.948	-10,9%	2.362	-17,5%	7.448	-4,4%	12.501	59,6%	Thấp hơn so với dự báo của chúng tôi do thu nhập từ phí và chứng khoán thấp hơn chúng tôi dự báo
Tổng thu nhập HDKD	10.986	26,3%	8.925	23,1%	33.841	26,2%	43.557	77,7%	
Chi phí hoạt động	(3.729)	23,3%	(3.087)	20,8%	(11.187)	25,5%	(15.245)	73,4%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận trước dự phòng	7.257	27,9%	5.838	24,3%	22.654	26,5%	28.312	80,0%	
Chi phí dự phòng	(962)	-45,9%	(2.431)	-60,4%	(4.462)	-25,9%	(7.398)	60,3%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận trước thuế	6.296	61,5%	3.406	84,8%	18.192	53,1%	20.915	87,0%	
Lợi nhuận sau thuế	4.879	61,4%	2.596	87,9%	14.049	53,2%	16.313	86,1%	Cao hơn dự báo của chúng tôi.

Nguồn: VNDIRECT Research, MBB

Hình 5: Các chỉ tiêu chính của MBB theo quý

Các chỉ số chính	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HDKD	70,3%	76,7%	75,1%	64,7%	73,5%	74,9%	70,9%	72,1%	79,9%	82,3%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HDKD	29,7%	23,3%	24,9%	35,3%	26,5%	25,1%	29,1%	27,9%	20,1%	17,7%
NIM (Dự phóng cả năm)	4,7%	5,2%	5,3%	5,0%	5,4%	5,1%	5,2%	5,6%	5,7%	5,8%
Cho vay / Huy động (Thông tư 36)	76,0%	78,8%	74,4%	78,1%	75,7%	72,1%	70,7%	75,4%	75,0%	78,2%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,4%	1,5%	1,1%	1,3%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,2%	1,0%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	121,0%	118,9%	134,1%	127,4%	236,5%	232,8%	268,0%	250,1%	221,4%	207,7%
Chi phí tín dụng (Dự phóng cả năm)	2,6%	2,2%	2,2%	2,3%	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%	1,8%	1,5%
Chi phí / Thu nhập	37,0%	42,1%	41,9%	30,5%	34,6%	34,8%	34,2%	30,9%	34,4%	33,9%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng	29,4%	22,7%	43,0%	28,3%	41,6%	31,3%	30,2%	26,5%	18,7%	13,3%

Nguồn: VNDIRECT Research, MBB

NIM tăng trưởng đáng ngạc nhiên

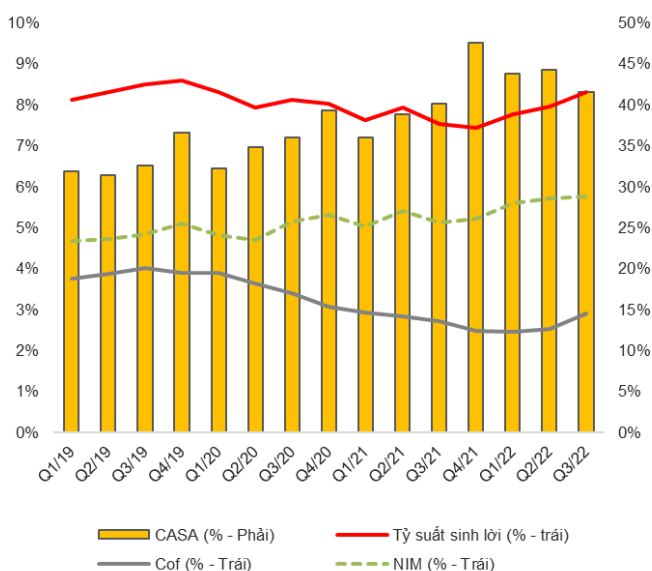
9T22 thu nhập lãi (NII) tăng 38,7% svck nhờ cho vay tăng trưởng 26,7% svck và NIM mở rộng 67 điểm cơ bản svck. Cho vay tăng trưởng mạnh 17,2% sv đầu năm vào cuối tháng 9, trong đó cho vay bán lẻ tăng 22,8% sv đầu năm, chiếm 48,2% tổng cho vay của ngân hàng. Chúng tôi tin rằng đây là kết quả của việc ngân hàng đã nỗ lực trong việc thu hút khách hàng mới nhờ ứng dụng ngân hàng số MBBank, miễn phí giao dịch trọn đời, cung cấp tài khoản theo yêu cầu khách hàng,... Do đó, tỷ suất sinh lời trên tài sản sinh lãi tăng lên 8,32% trong Q3/22 và 8,26% trong 9T22, cao hơn nhiều so với mức 7,59% trong 9T21.

Về mặt huy động vốn, chúng tôi nhận thấy trong nửa đầu năm, lãi suất tiền gửi kỳ hạn dưới 12 tháng của ngân hàng giảm từ 20 – 90 điểm cơ bản svck, trong khi lãi suất tiền gửi đối với các kỳ hạn trên 12 tháng tăng từ 20 – 40 điểm cơ bản. Bên cạnh đó, tỷ lệ tiền gửi ngắn hạn dưới 12 tháng luôn chiếm hơn 67%

tổng tiền gửi khách hàng từ năm 2021 và CASA cao (41,6% cuối Q3/22 – cao thứ 2 trong số các ngân hàng niêm yết), điều này giúp chi phí vốn (CoF) trong Q1/22 và Q2/22 giảm 46 điểm cơ bản và 31 điểm cơ bản svck, tương ứng, bù trừ với CoF trong Q3/22 tăng 19 điểm cơ bản svck, dẫn đến CoF 9T22 giảm nhẹ 7 điểm cơ bản svck. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo chi phí vốn sẽ tăng từ Q4/22 khi 1) chúng tôi nhận thấy lãi suất tiền gửi của MBB tăng từ 1,4%-2,6% toàn bộ các kỳ hạn so với Q3/22 kể từ tháng 10, và 2) lãi suất liên ngân hàng đã tăng mạnh kể từ tháng 9. Chúng tôi dự báo chi phí vốn Q4/22 tăng từ 0,5% - 1% so với quý trước.

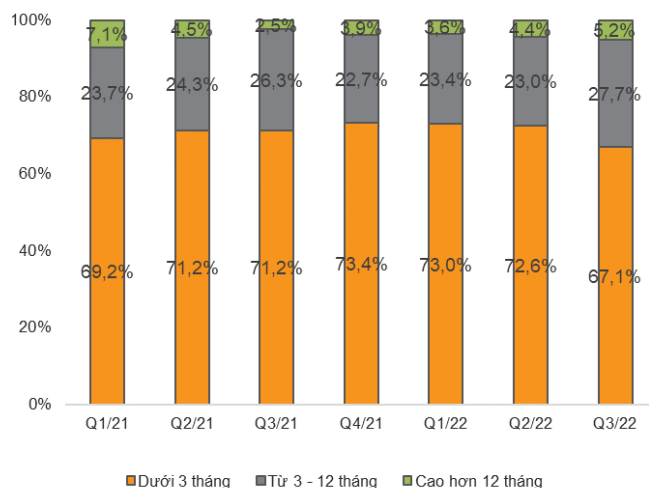
Kết quả, NIM đạt mức 5,77% trong Q3/22, NIM 9T22 đạt 5,86%, cao hơn nhiều so với dự báo cũ của chúng tôi NIM đạt 5,03%. Chúng tôi dự báo NIM sẽ giảm kể từ Q4/22, kéo NIM cả năm xuống mức 5,4% trong năm 2022, và ngân hàng sẽ duy trì mức NIM đạt 5,3%/5,4% giai đoạn 2023-2024 nhờ tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao.

Hình 6: NIM cải thiện nhờ CASA cao...



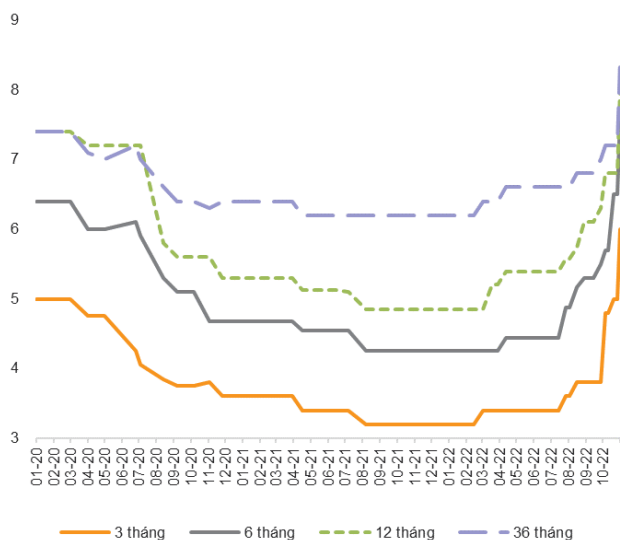
Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 7: ...và tỷ trọng tiền gửi ngắn hạn cao (%)



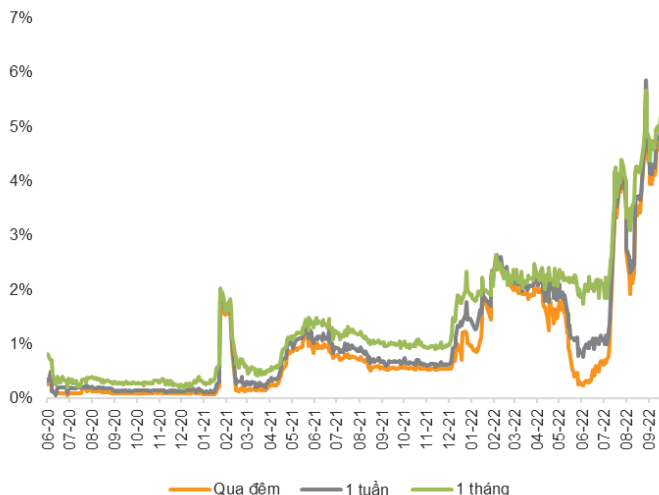
Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 8: LLR của MBB ở trong top 4 các ngân hàng...



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 9: ...trong khi NPL ở trong top 6 (%)

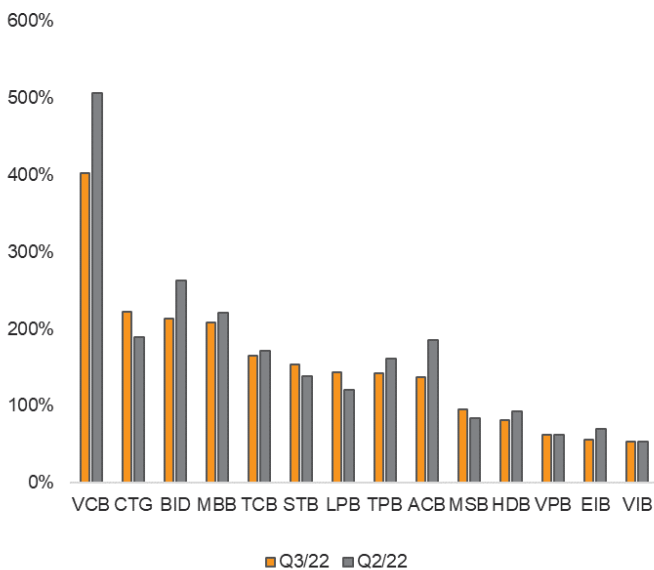


Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Chất lượng tài sản ngày càng được nâng cao

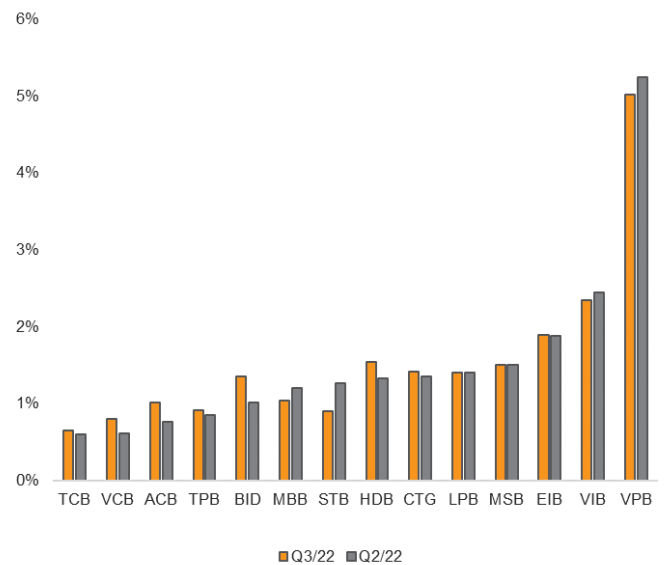
MBB áp dụng mô hình ba tuyến phòng thủ vào quản trị ngân hàng, đảm bảo tách bạch chức năng, nhiệm vụ của các đơn vị, tránh chồng chéo, nâng cao tinh thần trách nhiệm của ngân hàng trong việc xác định, đánh giá, giám sát và kiểm soát rủi ro. Nhờ đó, tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức 1,02% cuối Q3/22, thấp hơn mức 1,18% cuối Q2/22 và cao hơn mức 0,98% cuối Q4/21. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm về 207,7% cuối Q3/22 từ mức 221,4% cuối Q2/22 và 268% cuối Q4/21. Trong 9T22, ngân hàng đã xóa 3.860 tỷ đồng (+9% svck) nợ xấu, nâng tỷ lệ xóa nợ lên 1,78%, cao hơn mức 1,71% trong 9T21. Chúng tôi ước tính chi phí tín dụng là 1,5% trong 9T22, thấp hơn mức 2,4% cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng sẽ ở mức 1,71% cuối năm 2022 nhờ bộ đệm vốn vững chắc.

Hình 10: LLR của MBB ở trong top 4 các ngân hàng...



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Hình 11: ...trong khi NPL ở trong top 6 (%)



Nguồn: VNDIRECT Research, NHTM

Dự phóng giai đoạn 2022-2024

Hình 12: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2022 – 2024 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi			Nhận xét
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Thu nhập lãi	28.184	32.309	37.603	34.014	39.035	45.404	20,7%	20,8%	20,7%	Chúng tôi điều chỉnh cho vay tăng trưởng 23%/18%/18% và NIM đạt 5,4%/5,3%/5,5% giai đoạn 2022 - 2024.
Thu nhập ngoài lãi	10.508	11.815	13.547	10.165	11.891	13.907	-3,3%	0,6%	2,7%	Chúng tôi giảm thu nhập từ phí và thu nhập từ hoạt động chứng khoán nhằm phản ánh thu nhập thấp hơn chúng tôi kỳ vọng trong 9T22.
Tổng thu nhập hoạt động	38.692	44.124	51.150	44.179	50.926	59.311	14,2%	15,4%	16,0%	
Chi phí hoạt động	(13.542)	(15.443)	(17.903)	(14.800)	(17.569)	(20.462)	9,3%	13,8%	14,3%	
LN trước dự phòng	25.150	28.680	33.248	29.379	33.356	38.849	16,8%	16,3%	16,8%	
Chi phí dự phòng	(5.645)	(5.742)	(6.375)	(6.946)	(7.571)	(8.398)	23,0%	31,8%	31,7%	Chúng tôi giảm chi phí dự phòng với chi phí tín dụng ở mức 1,5%/1,4%/1,4% giai đoạn 2022-2024 nhằm phản ánh chi phí dự phòng thấp hơn chúng tôi dự kiến trong 9T22.
LN trước thuế	19.505	22.938	26.873	22.433	25.786	30.451	15,0%	12,4%	13,3%	
LN ròng	15.214	17.892	20.961	17.498	20.113	23.751	15,0%	12,4%	13,3%	Thay đổi do những điều chỉnh ở trên.

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 13: Các chỉ tiêu chính trên Bảng cân đối kế toán giai đoạn 2022 – 2024 theo dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019 - CAGR 2022 -	
							21	24
Tài sản sinh lãi (không bao gồm dự phòng) "IEAs"	391.472	466.754	574.669	674.953	775.168	886.177	21,2%	14,6%
% tăng trưởng	13,5%	19,2%	23,1%	17,5%	14,8%	14,3%		
Dư nợ cho vay	250.331	298.297	363.555	436.266	512.612	602.319	20,5%	17,5%
% tăng trưởng	16,6%	19,2%	21,9%	20,0%	17,5%	17,5%		
Cho vay liên ngân hàng	39.691	47.889	35.985	39.583	43.542	45.719	-4,8%	7,5%
% tăng trưởng	-11,9%	20,7%	-24,9%	10,0%	10,0%	5,0%		
Đầu tư chứng khoán	87.088	103.235	136.804	156.946	172.641	189.447	25,3%	9,9%
% tăng trưởng	16,8%	18,5%	32,5%	14,7%	10,0%	9,7%		
Nghĩa vụ nợ chịu lãi "IBLs"	349.631	412.983	513.400	622.511	713.278	812.163	21,2%	14,2%
% tăng trưởng	11,2%	18,1%	24,3%	21,3%	14,6%	13,9%		
Tiền gửi khách hàng	272.710	310.960	384.692	477.018	553.341	636.342	18,8%	15,5%
% tăng trưởng	13,6%	14,0%	23,7%	24,0%	16,0%	15,0%		
Giấy tờ có giá	26.289	50.924	66.887	77.589	85.348	93.882	59,5%	10,0%
% tăng trưởng	135,6%	93,7%	31,3%	16,0%	10,0%	10,0%		
Tiền gửi của các ngân hàng khác	50.314	50.876	59.560	65.516	72.068	79.275	8,8%	10,0%
% tăng trưởng	-16,8%	1,1%	17,1%	10,0%	10,0%	10,0%		
Tiền vay NHNN	17	15	262	289	317	349	294,7%	10,0%
Vốn tài trợ từ chính phủ và các tổ chức khác	302	207	1.999	2.099	2.204	2.314	157,2%	5,0%

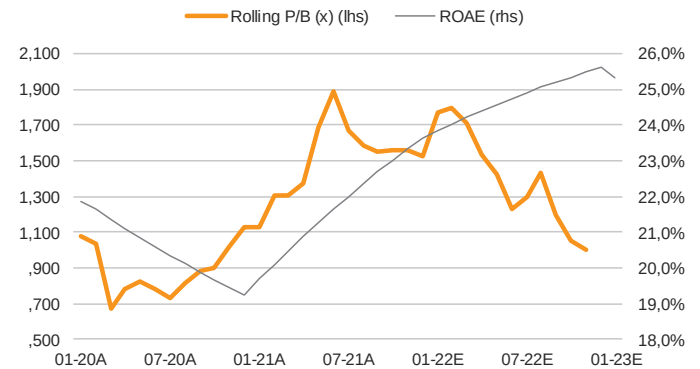
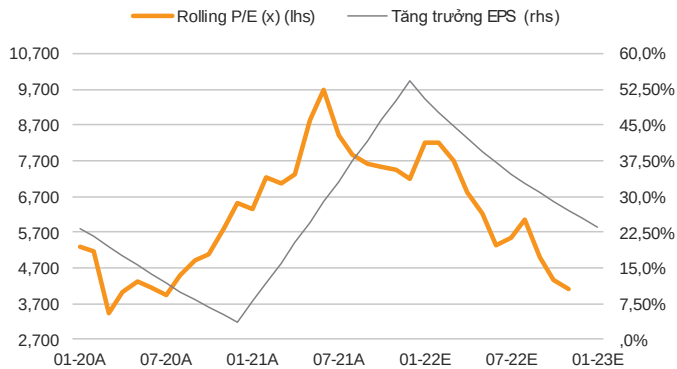
Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 14: Các chỉ tiêu chính trên Kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2022 – 2024 theo dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019 - CAGR 2022 -	
							21	24
Thu nhập từ lãi	18.000	20.278	26.200	31.057	35.955	41.394	20,6%	15,4%
Thu nhập từ phí thuần	3.186	3.576	4.367	5.023	5.776	6.642	17,1%	15,0%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối	647	786	1.332	1.598	1.837	2.113	43,4%	15,0%
Lãi thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	718	1.043	1.782	2.138	2.352	2.705	57,6%	12,5%
Thu nhập khác	2.099	1.680	3.254	3.742	4.304	4.734	24,5%	12,5%
Tổng thu nhập hoạt động	24.650	27.362	36.934	43.557	50.224	57.588	22,4%	15,0%
% tăng trưởng	26,2%	11,0%	35,0%	17,9%	15,3%	14,7%		
Chi phí hoạt động	9.724	10.555	12.377	15.245	17.579	20.156	12,8%	15,0%
% tăng trưởng	11,3%	8,6%	17,3%	23,2%	15,3%	14,7%		
Lợi nhuận trước dự phòng	14.927	16.807	24.557	28.312	32.646	37.432	28,3%	15,0%
% tăng trưởng	38,2%	12,6%	46,1%	15,3%	15,3%	14,7%		
Chi phí dự phòng	4.891	6.118	8.030	7.398	7.536	7.075	28,1%	-2,2%
% tăng trưởng	61,1%	25,1%	31,2%	-7,9%	1,9%	-6,1%		
Lợi nhuận trước thuế	10.036	10.688	16.527	20.915	25.110	30.357	28,3%	20,5%
% tăng trưởng	29,2%	6,5%	54,6%	26,5%	20,1%	20,9%		
Lợi nhuận ròng	7.823	8.263	12.697	16.313	19.585	23.679	27,4%	20,5%
% tăng trưởng	28,0%	5,6%	53,7%	28,5%	20,1%	20,9%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	34.014	39.035	45.404
Thu nhập lãi suất ròng	10.165	11.891	13.907
Tổng lợi nhuận hoạt động	44.179	50.926	59.311
Tổng chi phí hoạt động	(14.800)	(17.569)	(20.462)
LN trước dự phòng	29.379	33.356	38.849
Tổng trích lập dự phòng	(6.946)	(7.571)	(8.398)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	22.433	25.786	30.451
Thuế	(4.487)	(5.157)	(6.090)
Lợi nhuận sau thuế	17.947	20.628	24.360
Lợi ích cổ đông thiểu số	(449)	(516)	(609)
LN ròng	17.498	20.113	23.751

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	447.172	527.663	622.643
Cho vay các ngân hàng khác	37.784	39.673	41.657
Tổng cho vay	484.957	567.337	664.300
Chứng khoán - Tổng cộng	156.567	171.826	188.591
Các tài sản sinh lãi khác	40.242	42.254	44.366
Tổng các tài sản sinh lãi	681.766	781.417	897.258
Tổng dự phòng	(15.890)	(11.171)	(11.475)
Tổng cho vay khách hàng	437.227	517.062	611.795
Tổng tài sản sinh lãi ròng	665.876	770.245	885.782
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.719	3.979	4.257
Tổng đầu tư	1.147	1.228	1.313
Các tài sản khác	39.701	42.480	45.454
Tổng tài sản không sinh lãi	44.567	47.687	51.025
Tổng tài sản	710.443	817.932	936.807
Nợ khách hàng	403.927	444.319	488.751
Dư nợ tín dụng	110.363	143.472	186.514
Tài sản nợ chịu lãi	514.290	587.792	675.266
Tiền gửi	65.792	72.357	79.578
Tổng tiền gửi	580.082	660.149	754.844
Các khoản nợ lãi suất khác	2.099	2.204	2.314
Tổng các khoản nợ lãi suất	582.181	662.353	757.158
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	47.829	54.519	54.228
Tổng nợ không lãi suất	47.829	54.519	54.228
Tổng nợ	630.010	716.871	811.386
Vốn điều lệ và	45.340	45.340	45.340
Thặng dư vốn cổ phần	1.535	1.535	1.535
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	22.856	42.969	66.720
Các quỹ thuộc VCSH	7.341	7.341	7.341
Vốn chủ sở hữu	77.073	97.185	120.937
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.360	3.876	4.485
Tổng vốn chủ sở hữu	80.433	101.061	125.421
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	710.443	817.932	936.807

	12-22E	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	5,0%	10,0%	10,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	23,0%	18,0%	18,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	29,8%	14,8%	16,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	19,6%	13,5%	16,5%
Tăng trưởng LN ròng	37,8%	14,9%	18,1%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	17,8%	15,7%	15,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.210	4.436	5.239
BVPS (VND)	16.999	21.435	26.673
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	25,5%	5,4%	18,1%

Các chỉ số chính

	12-22E	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,4%	5,3%	5,4%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(33,5%)	(34,5%)	(34,5%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,3%	1,2%	1,1%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,3%	1,2%	1,1%
LN/ TB cho vay	1,7%	1,6%	1,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	12,1%	12,1%	18,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	86,9%	89,8%	92,2%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,1%	8,1%	8,2%
Chi phí cho các quỹ	3,1%	3,3%	3,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,2%	5,1%	5,2%
ROAE	25,6%	23,1%	21,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Lê Quốc Việt – Chuyên viên

Email: Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>