

NHTM CP Quân đội - MBB

Khả quan

Đà tăng trưởng mạnh với định giá hấp dẫn

Tài chính | CẬP NHẬT

Giá mục tiêu (12T)

VND25.900

Consensus*: Mua:10 Giữ:2 Bán:0

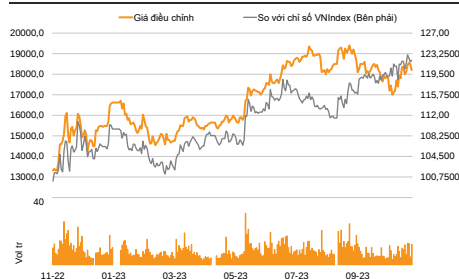
Giá mục tiêu / Consensus: -9,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng EPS 2023 thêm 3,9% và giảm EPS 2024 xuống 2,5%.

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND25.400
Giá thị trường	VND18.400
Cao nhất 52 tuần (VND)	19.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.317
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	171.061
Thị giá vốn (tỷ VND)	96.461
Free float	52%
Tỷ suất cổ tức	2,7%
P/E trượt (x)	4,76
P/B hiện tại (x)	1,27

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Viettel	18,5%
SCIC	9,4%
Tổng công ty trực thăng Việt Nam	8,8%
Khác	63,30%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Thanh

thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với mức tăng giá dự kiến là 40,8% và tỷ suất cổ tức 2,7%.
- Chúng tôi đã tăng nhẹ giá mục tiêu từ 25.400 đồng/cổ phiếu kể từ báo cáo trước khi chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách trung bình năm 2023-24.
- P/B hiện tại của NH đang thấp hơn sv cùng ngành và chưa phản ánh ROE vượt trội của MBB sv các NHTM khác.

Điểm nhấn tài chính

- Q3/23, MBB đạt tăng trưởng tín dụng 13,7% sv đầu năm – cao thứ ba trong ngành, chủ yếu do sự tăng trưởng mạnh mẽ mảng cho vay doanh nghiệp.
- Lợi suất tài sản thu hẹp khi MBB chuyển đổi cấu trúc cho vay hướng tới cho vay doanh nghiệp và các khoản vay ngắn hạn. Đồng thời, chi phí vốn giảm đi sv quý trước nhờ vào tỷ trọng cao hơn của nguồn huy động vốn giá rẻ trong cơ cấu vốn, từ đó giúp NIM duy trì ổn định sv quý trước.
- Chúng tôi tính toán cổ tức tiền mặt là 600/700/800 đồng/cổ phiếu trong vòng ba năm tiếp theo vào mô hình định giá và tổng tỷ suất sinh lời của cổ phiếu.

Luận điểm đầu tư

Dự địa tăng trưởng tín dụng dồi dào giúp đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng

Đến cuối Q3/23, MBB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 13,7% sv đầu năm, cao hơn nhiều sv tăng trưởng của ngành là 7,0%. Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng bao gồm phân khúc cho vay doanh nghiệp trong lĩnh vực thương mại và phát triển BĐS (+20% sv đầu năm) và cho vay bán lẻ (+13% sv đầu năm), trong khi đầu tư trái phiếu doanh nghiệp giảm mạnh -13% sv đầu năm. Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng cho vay của MBB từ 19,8% trong năm 2023 lên 22,5% dựa trên tỷ lệ CAR vượt trội (11,3%) và dự địa tín dụng dồi dào (24%).

NIM sẽ được cải thiện khi các khoản tiền gửi với lãi suất cao đáo hạn

Q3/23 đánh dấu quý đầu tiên ghi nhận chi phí vốn của NH giảm, sau chuỗi tăng liên tục từ Q1/22. Chúng tôi dự phóng chi phí vốn sẽ tiếp tục giảm đến 3,7% vào Q4/24, khi các khoản tiền gửi với lãi suất cao mở vào đầu năm dần đáo hạn. Lưu ý là NH đã cắt giảm lãi suất huy động từ 0,5-1,7% cho tất cả các kỳ hạn kể từ tháng 6. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ chạm đáy trong năm 2023 và cải thiện vào năm 2024.

Chất lượng tài sản suy giảm, nhưng vẫn tốt hơn trung bình ngành

Cuối Q3/23, NPL của NH tăng lên 1,89% - mức cao nhất kể từ năm 2016, chủ yếu đến từ danh mục cho vay mua nhà. Chi phí dự phòng cho Q3/23 cũng tăng mạnh 50,5% svck. Tuy nhiên, điểm sáng là tỷ lệ khoản vay nhóm 2 giảm xuống 2,97% từ 3,6% vào cuối Q2/23. Tỷ lệ bao nợ xấu giảm xuống 122% vào cuối Q3/23, nhưng vẫn xếp vị trí cao thứ tư trong số các NHTM.

Định giá hấp dẫn cho một NH thương mại có tăng trưởng vượt trội

MBB hiện đang giao dịch ở mức P/B năm 2023 là 1,0 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 1,3 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này hấp dẫn khi NH có tăng trưởng LN ròng và cho vay ẩn tượng trong điều kiện kinh tế khó khăn.

Tổng quan tài chính	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần svck	37,5%	10,6%	15,6%	15,4%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi svck	-5,3%	-3,9%	15,0%	10,0%
Tăng trưởng chi phí dự phòng svck	0,2%	-8,2%	36,0%	0,5%
Tăng trưởng LN trước thuế svck	37,5%	14,0%	9,3%	20,5%
Tăng trưởng dư nợ cho vay svck	26,7%	22,5%	18,6%	15,2%
NIM	5,7%	5,4%	5,4%	5,5%
Tỷ lệ CASA	37,6%	40,5%	37,4%	36,9%
Tỷ lệ nợ xấu	1,2%	1,9%	1,6%	1,5%
Tỷ lệ nợ nhóm 2 / Tổng dư nợ	1,9%	2,3%	1,7%	1,5%
ROAE	24,6%	23,1%	21,1%	21,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt 9T23: Lợi nhuận ròng tăng trưởng ổn định trong bối cảnh nhiều thách thức

Hình 1: Kết quả kinh doanh của MBB (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	Q3/23	Q3/22	% svck	Q2/23	% sv quý trước	9T23	9T22	% svck	Dự báo năm 2022	% dự báo VNDIRECT	Nhận xét
Thu nhập lãi	9,812	9,039	9%	9,481	3%	29,520	26,394	12%	42,077	70%	Thấp hơn sv dự phóng của chúng tôi khi NH đã chuyển dịch cơ cấu cho vay sang nhóm KHDN và cho vay ngắn hạn, với NIM thấp hơn sv cho vay bán lẻ và dài hạn. Trước đó, chúng tôi dự phóng NIM 2023 sẽ đạt 5,6%, tuy nhiên NIM trong 9T23 chỉ đạt mức 5,3%
Thu nhập ngoài lãi	2,253	1,948	16%	2,079	8%	6,035	7,448	-19%	8,891	68%	Thu nhập phí thấp hơn dự kiến, chủ yếu bởi doanh thu bảo hiểm sụt giảm (-17% svck) và dịch vụ tư vấn đầu tư (-69% svck) - do ảnh hưởng nặng nề từ hoạt động kinh tế chậm lại và công tác bán bảo hiểm đang gặp khó khăn trong việc xây dựng niềm tin với người tiêu dùng.
Tổng thu nhập HDKD	12,065	10,986	10%	11,561	4%	35,556	33,841	5%	50,968	70%	
Chi phí hoạt động	(3,334)	(3,729)	-11%	(4,135)	-19%	(11,037)	(11,187)	-1%	(16,360)	67%	Thấp hơn nhiều sv dự phóng của chúng tôi khi MBB mạnh mẽ cắt giảm thù lao trong hoàn cảnh kinh tế còn nhiều khó khăn. Tỷ lệ chi phí hoạt động/Thu nhập của NH chỉ đạt 27,6% trong Q3/23 sv dự phóng cơ bản của chúng tôi là 31%.
Lợi nhuận trước dự phòng	8,731	7,257	20%	7,426	18%	24,519	22,654	8%	34,608	71%	
Chi phí dự phòng	(1,447)	(962)	50%	(1,203)	20%	(4,500)	(4,462)	1%	(9,120)	49%	Chi phí trích lập/xử lý nợ xấu thấp hơn sv kỳ vọng, dẫn đến tỷ lệ nợ xấu cao nhất kể từ năm 2016. Chúng tôi thực hiện điều chỉnh chi phí tín dụng 2023 của MBB từ 1,7% trước đó xuống 1,5%, trong quan điểm thận trọng là tỷ lệ xử lý nợ xấu của MBB trong Q4/23 sẽ tăng mạnh lên 2% sv mức 1,1% trong 9T23 để hạn chế việc nợ xấu tăng nhanh.
Lợi nhuận trước thuế	7,284	6,296	16%	6,223	17%	20,019	18,192	10%	25,488	79%	
Lợi nhuận sau thuế	5,773	4,879	18%	4,893	18%	15,690	14,049	12%	19,639	80%	

Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các chỉ tiêu chính theo quý của MBB

Các chỉ số chính	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23
Thu nhập lãi thuần / Tổng thu nhập HDKD	75,1%	64,7%	73,5%	74,9%	70,9%	72,1%	79,9%	82,3%	81,9%	85,7%	82,0%	81,3%
Thu nhập ngoài lãi / Tổng thu nhập HDKD	24,9%	35,3%	26,5%	25,1%	29,1%	27,9%	20,1%	17,7%	18,1%	14,3%	18,0%	18,7%
NIM (Dự phóng cả năm)	4,95%	5,04%	5,22%	5,17%	5,16%	5,60%	5,70%	5,74%	5,72%	5,73%	5,37%	5,27%
Tỷ lệ nợ xấu (NPL)	1,09%	1,29%	0,76%	0,95%	0,90%	0,99%	1,20%	1,04%	1,09%	1,76%	1,44%	1,89%
Dự phòng / Nợ xấu (LLR)	134,1%	127,4%	236,5%	232,8%	268,0%	250,1%	221,4%	207,7%	238,0%	138,3%	156,1%	122,0%
Chi phí tín dụng (dự phóng cả năm)	2,72%	2,33%	2,97%	2,13%	2,30%	2,18%	1,32%	0,91%	3,23%	1,57%	0,96%	1,10%
Chi phí / Thu nhập (CIR)	41,9%	30,5%	34,6%	34,8%	34,2%	30,9%	34,4%	33,9%	30,9%	29,9%	35,8%	27,6%
Dự phòng / Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	43,0%	28,3%	41,6%	31,3%	30,2%	26,5%	18,7%	13,3%	44,1%	22,1%	16,2%	16,6%
ROAE	15,7%	27,4%	18,9%	21,1%	23,2%	28,1%	26,8%	26,6%	17,7%	24,4%	22,9%	22,9%

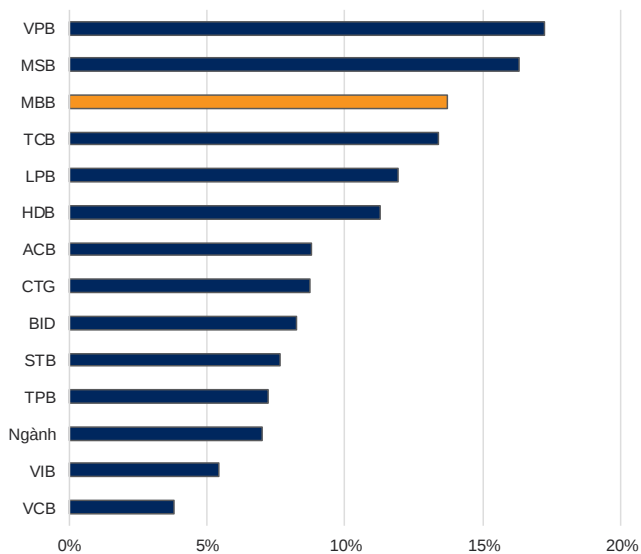
Nguồn: MBB, VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng tín dụng nổi bật trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng chậm

Đến cuối Q3/23, MBB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 13,7% sv đầu năm, cao hơn so với mức tăng trưởng ngành là 7,0%. Chúng tôi nhận thấy xu hướng trong tăng trưởng tín dụng tương tự với các NHTM khác có tỷ trọng cho vay liên quan đến DN BĐS cao như: VPB (17,2% sv đầu năm) và TCB (13,4% sv đầu năm), cho thấy nhu cầu tín dụng của các nhà phát triển BĐS là khá cao khi họ đang cần những khoản vay tái cấp vốn hoặc cấp vốn mới cho DN của họ (tính đến tháng 9 năm 2023, tín dụng cho các DN phát triển BĐS tăng 12,5% so với đầu năm - cao hơn nhiều so với tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống). Do đó, chúng tôi đã nâng dự báo tăng trưởng cho vay của MBB từ 19,8% trong năm 2023 lên 22,5% nhằm phản ánh triển vọng tăng trưởng cho vay mạnh mẽ của NH.

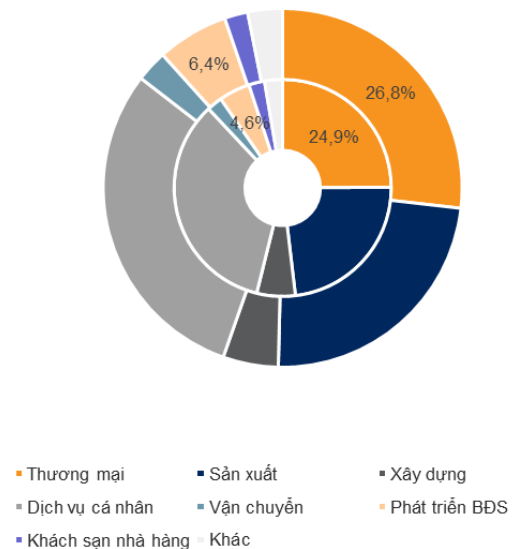
Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ của MBB là các khoản vay DN cho khách hàng trong lĩnh vực thương mại và phát triển BĐS (+20% sv đầu năm) và cho vay bán lẻ (+13% sv đầu năm), trong khi trái phiếu doanh nghiệp giảm mạnh -13% so với đầu năm. MBB cũng chuyển mức tập trung danh mục sang các khoản vay ngắn hạn khi mức lãi suất cho vay cố định hiện tại khá thấp và nhu cầu tín dụng để bổ sung vốn lưu động của các doanh nghiệp khá cao. Tỷ trọng các khoản vay ngắn hạn tăng nhẹ lên 51% từ 48% vào cuối năm 2022. Do tỷ trọng cao hơn của khoản vay DN và ngắn hạn trong cấu trúc dư nợ của NH với mức lợi suất thấp hơn so với các khoản vay bán lẻ và dài hạn, lợi suất tài sản trong Q3/23 giảm 40 điểm cơ bản sv quý trước xuống còn 8,9%.

Hình 3: Tăng trưởng tín dụng của các NHTM sv đầu năm



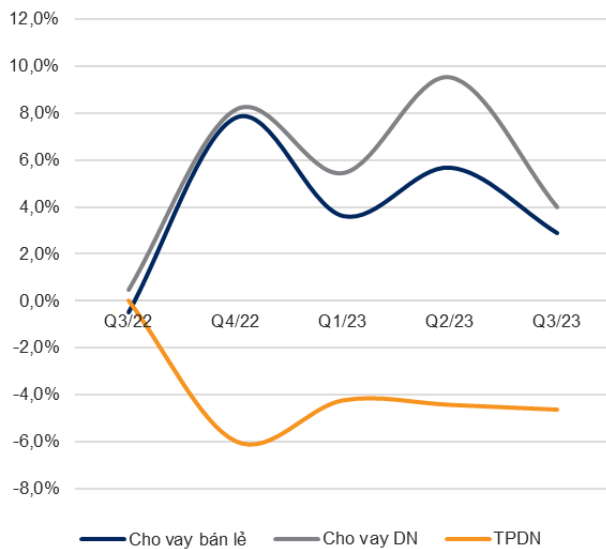
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

Hình 4: Cấu trúc dư nợ của MBB



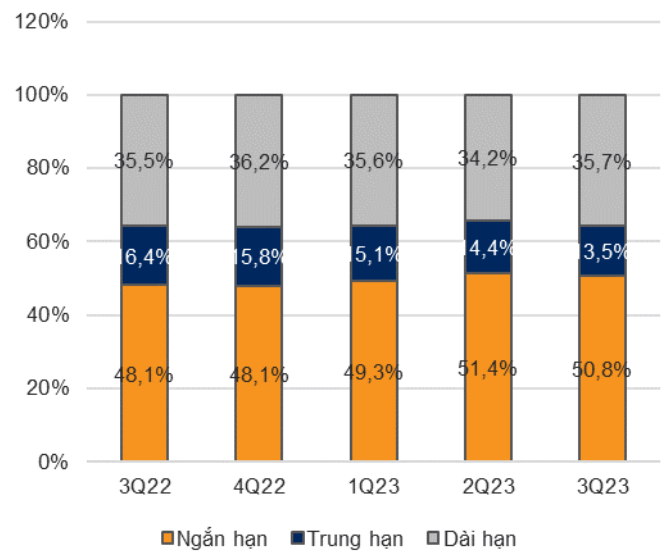
Vòng tròn trong: dữ liệu tại cuối năm 2022
Vòng tròn ngoài: dữ liệu tại cuối Q3/23
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MBB

Hình 5: Tăng trưởng cho vay svck của MBB theo phân khúc vay



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MBB

Hình 6: Cấu trúc kỳ hạn cho vay của MBB với sự gia tăng trong tỷ trọng của khoản vay ngắn hạn

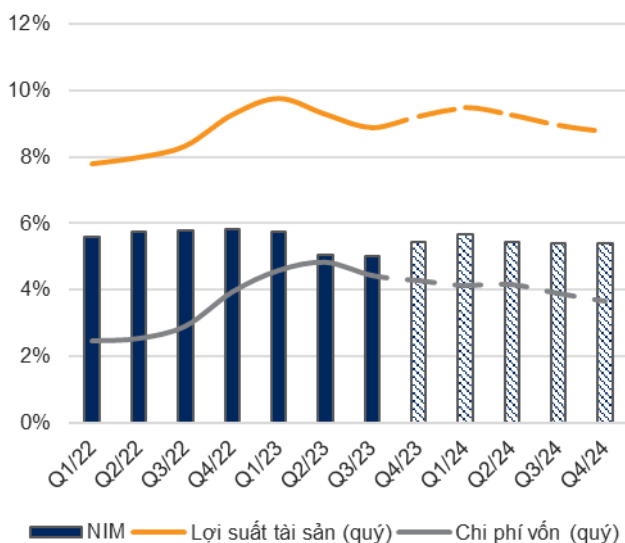


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MBB

Nguồn huy động vốn giá rẻ đang phát huy tác dụng

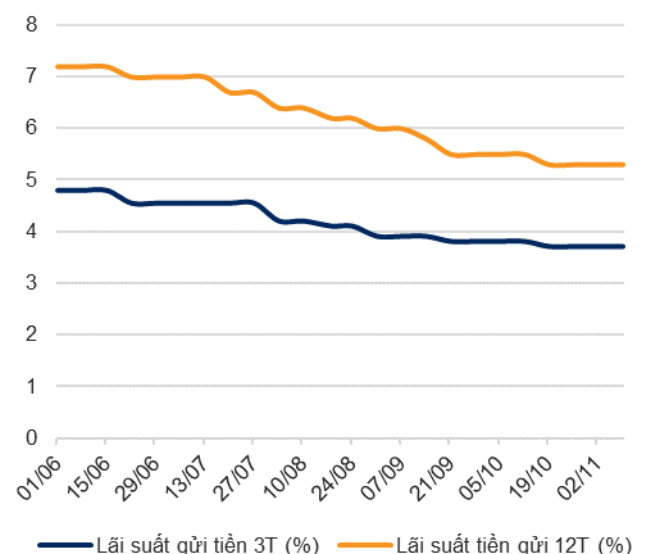
Mặc dù tỷ lệ CASA của MBB giảm nhẹ xuống 34% từ 35% vào cuối Q2/23 và 38% vào cuối năm 2022, Q3/23 là quý đầu tiên mà chi phí vốn của ngân hàng giảm sau chuỗi tăng liên tục từ Q1/22. Chi phí vốn của ngân hàng giảm mạnh 40 điểm cơ bản so với quý trước, xuống còn 4,45%. Chúng tôi dự báo chi phí vốn sẽ tiếp tục giảm trong Q4/23 và giảm xuống 4,33% khi các khoản tiền gửi với lãi suất cao mở vào đầu năm dần đáo hạn. Đáng chú ý, NH đã cắt giảm mạnh lãi suất tiền gửi từ 0,5-1,7% cho tất cả các kỳ hạn kể từ tháng 6 năm 2023. Nhờ chi phí huy động giảm, MBB đã giữ nguyên tỷ lệ NIM của mình ở mức 5,0% trong Q3/23 so với quý trước, nhưng vẫn giảm 74 điểm cơ bản svck.

Hình 7: Chúng tôi dự báo chi phí vốn sẽ tiếp tục giảm trong Q4/23 và giảm xuống 4,33% do tỷ trọng của nguồn huy động vốn giá rẻ gia tăng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MBB

Hình 8: ... nhờ MBB đã cắt giảm lãi suất mạnh mẽ từ tháng 6/23, điều này tạo mức nền chi phí vốn thấp cho việc cho vay trong tương lai



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MBB

Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi không đạt kỳ vọng do mảng banca

Doanh thu từ bancassurance trong Q3/23 giảm 16,3% svck. Bộ Tài chính đã ban hành Nghị định số 67/2023 vào 09/11/2023, cấm các tổ chức tài chính sắp xếp/bán các hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư cho khách hàng trong thời gian giải ngân khoản vay. Mặc dù chúng tôi duy trì triển vọng tích cực về tiềm năng dài hạn của hoạt động bancassurance, chúng tôi tin rằng hoạt động này sẽ phải đối mặt với những thách thức để xây dựng niềm tin với người tiêu dùng trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi giảm dự báo cho thu nhập ngoài lãi trong năm 2023/24 lần lượt 4,9%/8,1% để phản ánh khó khăn mà các NHTM đang phải đối mặt.

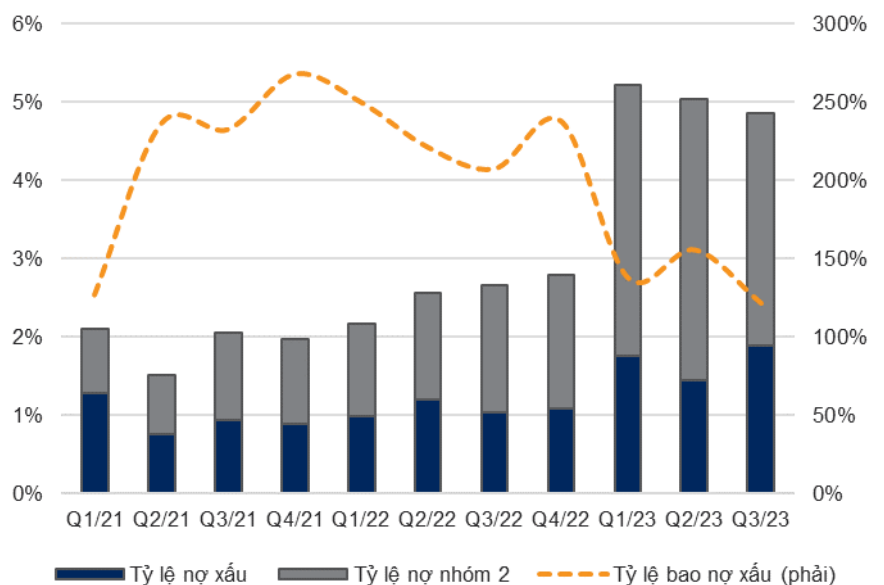
CIR giảm mạnh, thúc đẩy kết quả lợi nhuận tích cực hơn

CIR trong Q3/23 giảm mạnh xuống 27,6% - mức thấp nhất kể từ năm 2016, chủ yếu do chi phí nhân sự giảm 18,6% svck và giảm 26,3% sv quý trước khi NH giảm chính sách phúc lợi của mình để đối phó với khó khăn kinh tế hiện tại. Theo đó, lợi nhuận trước dự phòng đạt mức tăng trưởng ổn định, +20,3% svck và 17,6% sv quý trước.

Chất lượng tài sản cần được theo dõi

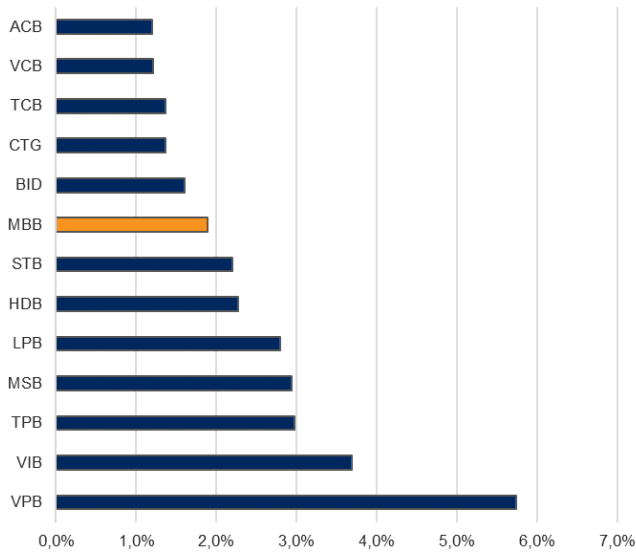
Mặc dù đạt được mức tăng trưởng mạnh mẽ ở tất cả các chỉ số, mức tăng đột biến của nợ xấu là điều đáng lo ngại. Cuối Q3/23, tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng tăng lên 1,89% - mức cao nhất kể từ năm 2016, chủ yếu do các khoản vay mua nhà. Do đó, chi phí dự phòng cho Q3/23 tăng mạnh 50,5% svck, khiến lợi nhuận trước thuế tăng chỉ 15,7% svck. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tín hiệu lạc quan khi tỷ lệ cho vay nhóm 2, giảm xuống còn 2,97% vào cuối Q3/23 từ 3,6% vào cuối Q2/23. Cuối cùng, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống còn 122% vào cuối Q3/23, nhưng vẫn giữ vị trí cao thứ tư trong số các NHTM.

Hình 9: Nợ xấu của MBB tăng nhưng % nợ nhóm 2 giảm sv quý trước



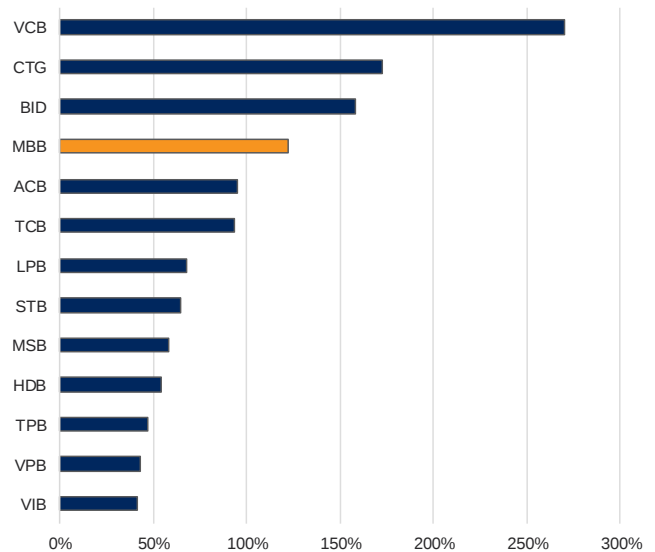
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MBB

Hình 10: Tỷ lệ nợ xấu của các NHTM vào cuối Q3/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

Hình 11: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các NHTM vào cuối Q3/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHTM

Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn năm 2023-24: Chúng tôi tăng dự phóng EPS năm 2023 lên 3.9% trong khi giảm nhẹ EPS năm 2024 xuống 1.4%

Hình 12: Điều chỉnh dự phóng KQKD cho giai đoạn năm 2023-24 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ		Dự báo mới		Thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Thu nhập lãi	42.077	49.688	39.832	46.060	-5,3%	-7,3%	Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng cho vay của MBB từ 19,8% tại cuối năm 2023 lên 22,5% nhằm phản ánh triển vọng tăng trưởng cho vay mạnh mẽ của NH. Đến cuối Q3/23, MBB ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 13,7% sv đầu năm, cao hơn so với tăng trưởng ngành là 7,0%. Tuy nhiên, chúng tôi cũng điều chỉnh dự phóng NIM trong năm 2023/24 từ 5,5%/5,6% xuống 5,4%/5,5% khi mà NH đã thực hiện giải ngân mạnh trong giai đoạn lãi suất cho vay thấp vừa rồi.
Thu nhập ngoài lãi	8.891	10.301	8.453	9.467	-4,9%	-8,1%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng thu nhập phí khi mà 2 phân khúc: bán bảo hiểm và tư vấn tài chính đều đang trải qua giai đoạn khó khăn. Thu nhập khó từ phân khúc tư vấn sụt mạnh 69% svck trong bối cảnh nền kinh tế vẫn còn khó khăn trong khi phân khúc bancassurance ghi nhận mức doanh thu giảm 17% svck. Hơn nữa, Bộ Tài chính cũng đã ban hành Nghị định 67/2023 gần đây nghiêm cấm các NHTM bán các hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư cho khách hàng trong thời gian giải ngân khoản vay.
Tổng thu nhập hoạt động	50.968	59.989	48.285	55.526	-5,3%	-7,4%	
Chi phí hoạt động	(16.360)	(19.111)	(14.989)	(17.170)	-8,4%	-10,2%	
LN trước dự phòng	34.608	40.878	33.296	38.357	-3,8%	-6,2%	
Chi phí dự phòng	(9.120)	(11.120)	(7.389)	(10.048)	-19,0%	-9,6%	Giả định chi phí tín dụng giảm vì chúng tôi cho rằng MBB sẽ sử dụng bộ đệm dự phòng để làm giảm nợ xấu tăng mạnh, trong khi vẫn duy trì mức tăng trưởng LN cao hơn ngành. Dựa trên ước tính của chúng tôi, tỷ lệ bao nợ xấu của MBB vẫn đạt 117% - vẫn cao hơn sv trung bình ngành (90-95%).
LN trước thuế	25.488	29.758	25.907	28.309	1,6%	-4,9%	
LN ròng	19.639	22.947	20.349	22.381	3,6%	-2,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 25.900 đồng

MBB hiện đang giao dịch ở mức P/B cho năm 2023 là 1,0 lần, thấp hơn nhiều so với mức trung bình trong 5 năm là 1.3 lần và trung bình ngành là 1.2 lần. Ở mức định giá này, chúng tôi nhận thấy MBB là một trong những cổ phiếu có tỷ lệ rủi ro trên lợi nhuận tốt nhất trong lĩnh vực ngân hàng, đặc biệt là đối với các nhà đầu tư dài hạn đang tìm kiếm tăng trưởng chất lượng trong một thời gian dài.

Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là 25.900 đồng, do chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách trung bình năm 2023-24, với tỷ trọng bằng nhau giữa hai phương pháp định giá tương đối và định giá thu nhập thặng dư. Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 2,7% (lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến 30/9/2023) và phần bù rủi ro vốn cổ phần là 9,6% (theo điều chỉnh từ NYU Stern). Với phương pháp định giá tương đối, chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 1,3 lần năm 2023. MBB đã liên tục có ROE cao hơn so với các NH khác và chúng tôi cho rằng MBB xứng đáng được định giá ở mức 1,3 lần, là mức định giá trung bình trong 5 năm gần đây của NH.

Rủi ro tăng giá bao gồm: (1) tăng trưởng cho vay tốt hơn kỳ vọng, (2) NIM cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là nợ xấu tăng cao hơn so với dự kiến.

Hình 13: Giả định chính của phương pháp định giá thu nhập thặng dư

Giả định chính	2023	2024	2025	2026	2027	Năm cuối
Lãi suất phi rủi ro	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Phần bù rủi ro	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
% ROE	27%	24%	24%	23%	22%	17%
Tăng trưởng dài hạn						3,0%
Thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	9.549	9.226	11.005	11.605	12.413	48.820
Tỷ lệ chiết khấu	0,88	0,77	0,67	0,59	0,51	0,51
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (tỷ đồng)	8.360	7.072	7.385	6.818	6.385	25.112
Giá trị sổ sách đầu kỳ	75.949					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (5 năm)	36.020					
Giá trị hiện tại của thu nhập thặng dư (năm cuối)	25.112					
Giá trị vốn chủ sở hữu	137.082					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	5.214					
Giá trị 1 cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	26.291					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá mục tiêu

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
Thu nhập thặng dư	50%	26.291	13.145
Hệ số P/B (1,3 lần trung bình giá trị sổ sách 2023-24)	50%	25.464	12.732
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			25.877
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu, làm tròn)			25.900

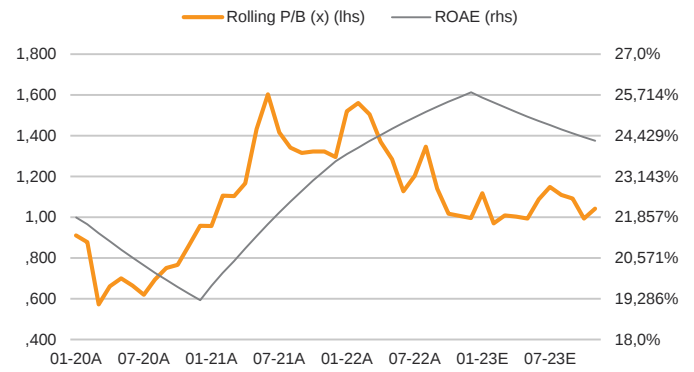
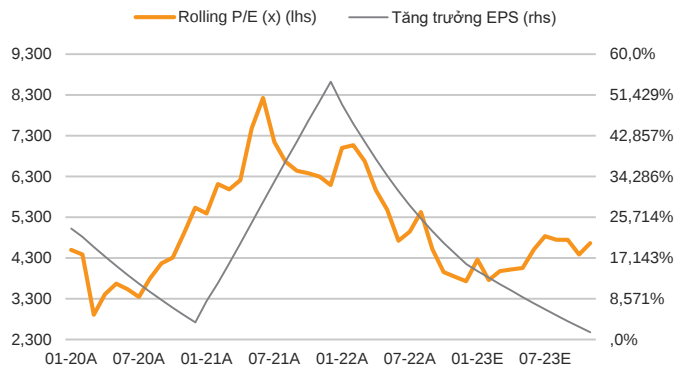
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: So sánh với các ngân hàng Việt Nam (dữ liệu ngày 16/11/2023)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (tỷ đô)	P/B (x)		P/E (x)		Tăng trưởng EPS kép 3 năm	ROA (%)		ROE (%)	
						2023	2024	2023	2024	%	2023	2024	2023	2024
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	87.000	92.100	20,0	2,5	2,1	11,9	10,5	10,7%	1,8%	1,9%	23,1%	21,5%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	30.000	38.500	5,9	1,2	1,0	10,3	8,5	16,7%	1,0%	1,2%	16,2%	16,9%
NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	Khả quan	19.950	25.700	6,5	1,2	1,1	13,8	9,6	36,1%	1,4%	1,8%	9,8%	11,7%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	31.650	43.400	4,6	0,9	0,7	6,1	3,9	25,0%	2,5%	3,4%	15,2%	19,8%
NHTMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	23.350	27.000	3,7	1,1	0,9	5,1	4,4	15,6%	2,4%	2,4%	24,1%	22,5%
NHTMCP HDBank	HDB VN	Khả quan	18.850	19.500	2,2	1,1	0,9	5,2	4,3	20,0%	2,1%	2,2%	23,4%	23,9%
NHTMCP Quốc tế VIB	VIB VN	Khả quan	19.550	25.900	2,0	1,3	1,0	5,4	4,5	19,6%	2,5%	2,6%	25,9%	25,2%
NHTMCP TPBank	TPB VN	Khả quan	17.450	19.700		1,1	1,0	6,9	6,7	13,2%	1,5%	1,6%	15,8%	15,7%
NHTMCP LPBank	LPB VN	Khả quan	15.700	19.100	1,7	1,1	0,9	7,1	5,8	16,0%	1,3%	1,4%	17,3%	17,7%
Trung bình						1,3	1,1	8,0	6,5	19,2%	1,8%	2,1%	19,0%	19,4%
NHTMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	18.400	25.900	3,9	1,0	0,9	5,0	4,6	15,0%	2,6%	2,4%	24,2%	21,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Thu nhập lãi thuần	36.023	39.832	46.060
Thu nhập lãi suất ròng	9.569	8.453	9.467
Tổng lợi nhuận hoạt động	45.593	48.285	55.526
Tổng chi phí hoạt động	(14.816)	(14.989)	(17.170)
LN trước dự phòng	30.777	33.296	38.357
Tổng trích lập dự phòng	(8.048)	(7.389)	(10.048)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	22.729	25.907	28.309
Thuế	(4.574)	(5.188)	(5.662)
Lợi nhuận sau thuế	18.155	20.719	22.647
Lợi ích cổ đông thiểu số	(672)	(370)	(266)
LN ròng	17.483	20.349	22.381

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tổng cho vay khách hàng	460.575	564.294	669.187
Cho vay các ngân hàng khác	32.937	37.905	41.840
Tổng cho vay	493.512	602.199	711.028
Chứng khoán - Tổng cộng	164.087	196.033	216.383
Các tài sản sinh lãi khác	39.724	21.634	21.634
Tổng các tài sản sinh lãi	697.323	819.866	949.046
Tổng dự phòng	(12.377)	(12.902)	(12.553)
Tổng cho vay khách hàng	448.599	551.822	657.109
Tổng tài sản sinh lãi ròng	684.945	806.964	936.492
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.744	3.398	3.942
Tổng đầu tư	862	889	1.032
Các tài sản khác	38.981	38.011	44.096
Tổng tài sản không sinh lãi	43.587	42.299	49.070
Tổng tài sản	728.532	849.263	985.563
Nợ khách hàng	443.606	520.510	599.577
Dư nợ tín dụng	96.578	118.933	137.709
Tài sản nợ chịu lãi	540.184	639.443	737.286
Tiền gửi	65.149	77.924	90.179
Tổng tiền gửi	605.332	717.367	827.465
Các khoản nợ lãi suất khác	2.003	2.766	2.766
Tổng các khoản nợ lãi suất	607.335	720.134	830.232
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	41.584	32.656	39.339
Tổng nợ không lãi suất	41.584	32.656	39.339
Tổng nợ	648.919	752.789	869.571
Vốn điều lệ và	45.340	52.141	52.141
Thặng dư vốn cổ phần	2.257	2.798	2.798
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	19.064	25.268	44.520
Các quỹ thuộc VCSH	9.289	12.301	12.301
Vốn chủ sở hữu	75.949	92.507	111.759
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.664	3.967	4.233
Tổng vốn chủ sở hữu	79.613	96.474	115.992
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	728.532	849.263	985.563

	12-22A	12-23E	12-24E
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,3%	17,3%	15,2%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	26,7%	22,5%	18,6%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	37,5%	10,6%	15,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,3%	8,2%	15,2%
Tăng trưởng LN ròng	37,7%	16,4%	10,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	21,1%	17,8%	16,1%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.888	3.903	4.292
BVPS (VND)	14.566	17.742	21.434
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	15,9%	0,4%	10,0%

Các chỉ số chính

	12-22A	12-23E	12-24E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,7%	5,3%	5,2%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(32,5%)	(31,0%)	(30,9%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,8%	1,9%	1,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,8%	1,9%	1,8%
LN/ TB cho vay	2,0%	1,4%	1,6%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	4,7%	11,7%	12,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	85,3%	88,2%	90,8%
Biên lợi và độ đàn hồi			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,3%	9,2%	8,7%
Chi phí cho các quỹ	2,9%	4,5%	4,0%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,4%	5,0%	5,0%
ROAE	25,8%	24,2%	21,9%

Nguồn: VND 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.

Barry Weissblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weissblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: thanh.nguyenphuong@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>