

NH TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

- Thu nhập hoạt động và LNTT 6T2023 giảm lần lượt 20.3% và 66.3% svck ;
- NIM phục hồi từ nửa cuối 2023 giúp KQKD 2024 khả quan hơn;
- Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu cuối năm 2023 là **21,100 đ/cp**

Lợi nhuận trước thuế (LNTT) suy giảm 66.3% trong 6T2023

Thu nhập hoạt động của VPB trong 6T2023 ghi nhận mức giảm sâu 20.3% svck do thu nhập lãi thuần giảm 10.1% svck và thu nhập ngoài lãi giảm 38.9% svck (do cùng kỳ năm ngoài VPB ghi nhận lợi nhuận bất thường ~5700 tỷ đồng từ việc tái ký hợp đồng banca với AIA). Trong đó thu nhập lãi thuần bị tác động bởi NIM rơi từ mức 7.8% cùng kỳ năm ngoài xuống còn 5.7% trong 6T2023. Chi phí trích lập và chi phí hoạt động trong 6T2023 tăng lần lượt 32.5% và 9.0% so với cùng kỳ, đẩy LNTT giảm 66.3% svck. Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường nói trên, LNTT giảm 46.4% so với cùng kỳ.

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng phục hồi nửa cuối năm 2023

Tăng trưởng tín dụng của VPB tại cuối Q2/2023 so với cuối năm 2022 đạt 10.1%, tăng nhẹ 0.1% so với Q1/2023 (tăng 4.9% so với cuối năm 2022). Trong đó, dư nợ cho nhóm KHDN tăng trưởng 18.9% so với mức tăng chỉ 4.8% của nhóm KHCN do nhu cầu đi vay của nhóm KHCN, đặc biệt là cho vay tiêu dùng (suy giảm 7.3% so với đầu năm) bị suy giảm theo nhu cầu yếu đi của nền kinh tế. Theo quan sát, dư nợ của VPB thường tăng mạnh trong nửa cuối năm 2023 khi nhu cầu tiêu dùng gia tăng mạnh. Cùng với các biện pháp kích thích tiêu dùng của Chính phủ như giảm thuế VAT từ 10% xuống 8%, chúng tôi kỳ vọng VPB có thể đạt được mức tăng trưởng như hạn mức được cấp (24.5%) trong năm 2023.

Chất lượng tài sản suy giảm

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng vọt lên mức 7.4% tại cuối Q2/2023, so với mức 5.7% cuối năm 2022 và 6.2% cuối Q1/2023. NPL tăng mạnh khiến LLR suy giảm đáng kể về mức 37.7% tại cuối Q2/2023, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình toàn ngành (97.3%). Trong 6T2023, VPB sử dụng 12,846 tỷ đồng (~2.7% tổng dư nợ) để xử lý nợ xấu khiến LLR suy giảm.

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu xuống 21,100 VND/cp và thay đổi khuyến nghị từ TÍCH LŨY sang NĂM GIỮ

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu giảm 17.1% dựa trên việc điều chỉnh giảm lợi nhuận dự phóng cho 5 năm tiếp theo. Việc NIM suy giảm mạnh trong 6T2023 khiến chúng tôi điều chỉnh giảm NIM dự phóng cho các năm tiếp theo so với dự báo lần trước. Do đó chúng tôi hạ khuyến nghị từ TÍCH LŨY sang NĂM GIỮ.

Hình 1: Tổng hợp các chỉ tiêu tài chính (Đvt: tỷ đồng)

Chỉ tiêu tài chính	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Tổng thu nhập hoạt động	44,301	57,797	60,656	79,106
Thu nhập lãi thuần	34,349	41,021	46,483	61,152
NIM	7.59%	7.47%	6.90%	7.17%
Chi phí dự phòng	19,219	22,461	25,286	29,168
LNTT	14,364	21,220	20,509	27,788
Tăng trưởng LNTT	10.3%	47.7%	-3.3%	35.5%
Tăng trưởng tín dụng	18.7%	25.0%	24.5%	25.0%
Tăng trưởng huy động	24.0%	15.8%	26.6%	24.9%
Giá trị sổ sách	17,394	14,361	17,605	20,126
P/B	1.2x	1.7x	1.2x	1.0x

Nguồn: VPB FS, MBS Research

NĂM GIỮ

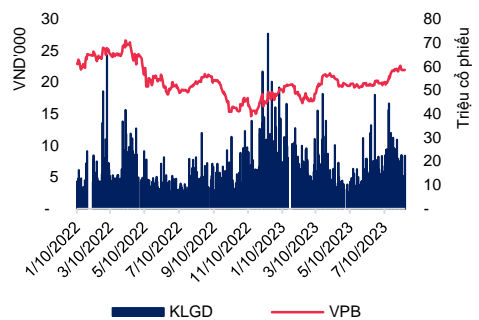
Giá mục tiêu 21,100 VND/cp
Tiềm năng tăng giá +4.2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Giảm giá mục tiêu: -17.1%

Thay đổi khuyến nghị từ MUA sang NĂM GIỮ

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	20,250
Cao nhất 52 tuần (VND)	14,650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22,650
Vốn hóa (tỷ VND)	139,635
P/E (TTM)	6.1x
P/B (TTM)	1.0x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	22.46%

Nguồn: FiinPro, VSD, MBS Research

Cơ cấu sở hữu (31/12/2022)

Composite Capital Master Fund LP.	5.00%
Ông Ngô Chí Dũng	4.87%
Bà Hoàng Anh Minh	4.85%
Bà Vũ Thị Quyên	4.83%
Bà Kim Ngọc Cẩm Ly	4.25%

Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chuyên viên phân tích

Đình Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM

Cập nhật kết quả kinh doanh Q2/2023 và 6T2023

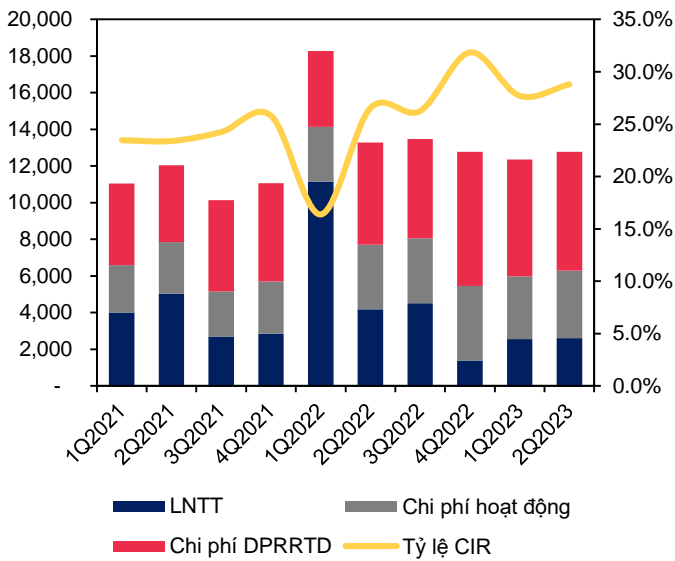
Thu nhập hoạt động (TOI) và LNTT trong 6T2023 suy giảm lần lượt 20.3% và 66.3% so với cùng kỳ

Hình 2: KQKD Q2/2023 và 6T2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q2/2022	Q2/2023	Tăng trưởng (svck)	6T2022	6T2023	Tăng trưởng (svck)	Đánh giá
Tổng thu nhập hoạt động	13,286	12,782	-3.8%	31,556	25,140	-20.3%	TOI suy giảm nhẹ trong Q2/2023 nhờ các khoản thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh trong khi thu nhập lãi thuần giảm do tăng trưởng tín dụng đi ngang và NIM suy giảm mạnh svck.
Thu nhập lãi thuần	10,466	8,762	-16.3%	20,353	18,296	-10.1%	Thu nhập lãi thuần suy giảm mạnh trong 6T2023 chủ yếu bị tác động bởi NIM suy giảm khi các mảng cho vay đem lại lợi suất cao như cho vay tiêu dùng và bán lẻ tăng trưởng rất thấp trong nửa đầu năm 2023.
Thu nhập thuần ngoài lãi	2,821	4,019	42.5%	11,203	6,844	-38.9%	Thu nhập ngoài lãi trong Q2/2023 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ nhờ hoạt động mua nợ và xử lý nợ tăng cao. Thu ngoài lãi 6T2023 giảm mạnh svck do 6T2022 VPB ghi nhận khoản thu bất thường (~5700 tỷ đồng) từ việc tái ký hợp đồng banca với AIA.
LNTT	4,177	2,550	-39.0%	15,323	5,162	-66.3%	Loại trừ khoản thu nhập bất thường trong 6T2022, LNTT của 6T2023 vẫn suy giảm 46.4% so với cùng kỳ.
NIM	7.8%	5.5%	-233 đcb	7.6%	5.7%	-188 đcb	Chi phí vốn (COF) tăng mạnh lên mức 6.4% trong 6T2023 so với 3.8% cùng kỳ năm 2022 khiến NIM suy giảm mạnh.
CIR	26.5%	28.8%	226 đcb	20.6%	28.2%	760 đcb	CIR tăng mạnh chủ yếu do sự suy giảm của TOI. Chi phí hoạt động tăng 9.0% svck trong 6T2023.
ROE	14.4%	9.3%	-510 đcb	26.5%	7.8%	-1872 đcb	
Tăng trưởng tín dụng	4.5%	5.0%	48 đcb				Tăng trưởng tín dụng chậm do nhu cầu của các mảng cho vay bán lẻ và cho vay tiêu dùng suy giảm tác động bởi mức cầu thấp của nền kinh tế.
Tăng trưởng huy động	1.9%	0.6%	-133 đcb				Tăng trưởng huy động thấp hơn nhiều so với TTTD dù lãi suất huy động tăng cao.
CASA	18.1%	14.5%	-355 đcb				
NPL	5.3%	7.4%	219 đcb				Chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm khi tỷ lệ nợ dưới chuẩn (nhóm 2-5) đạt mức kỷ lục 15.6% và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) xuống mức thấp nhất lịch sử 37.7%.
LLR	71.4%	37.7%	-3375 đcb				

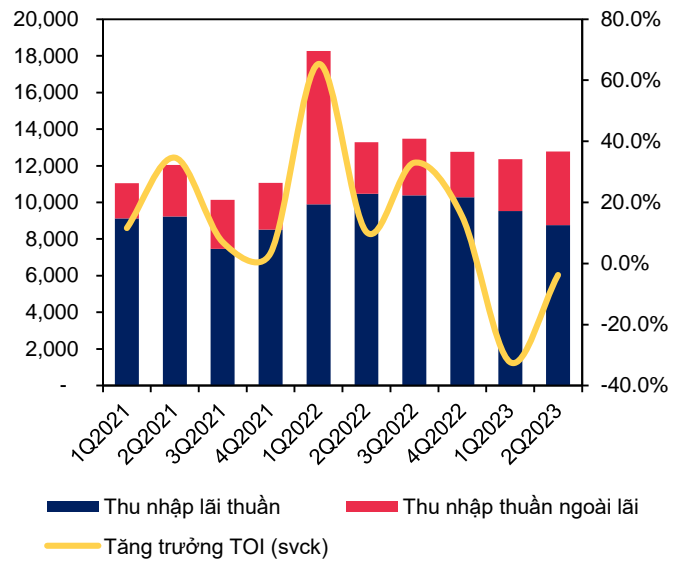
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 3: KQKD hàng quý VPB (tỷ đồng)



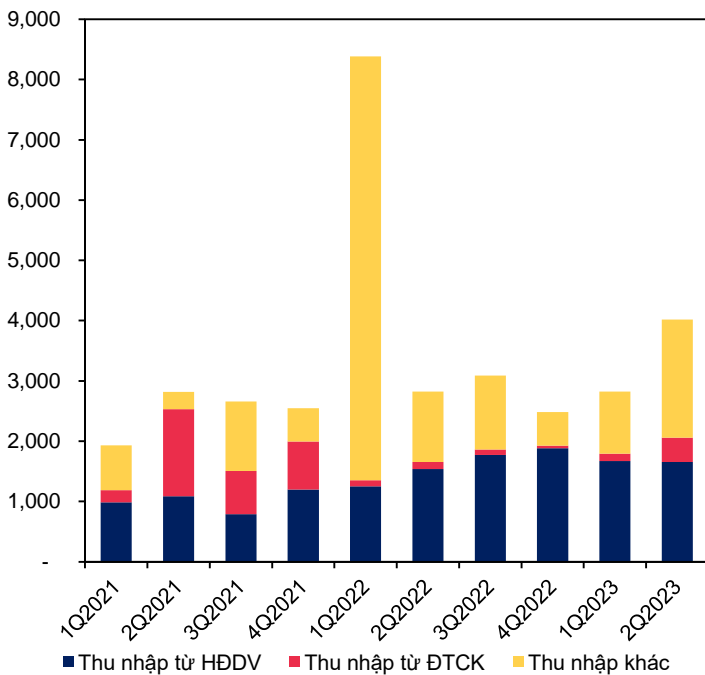
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 4: Cơ cấu Thu nhập hoạt động VPB theo quý (tỷ đồng)



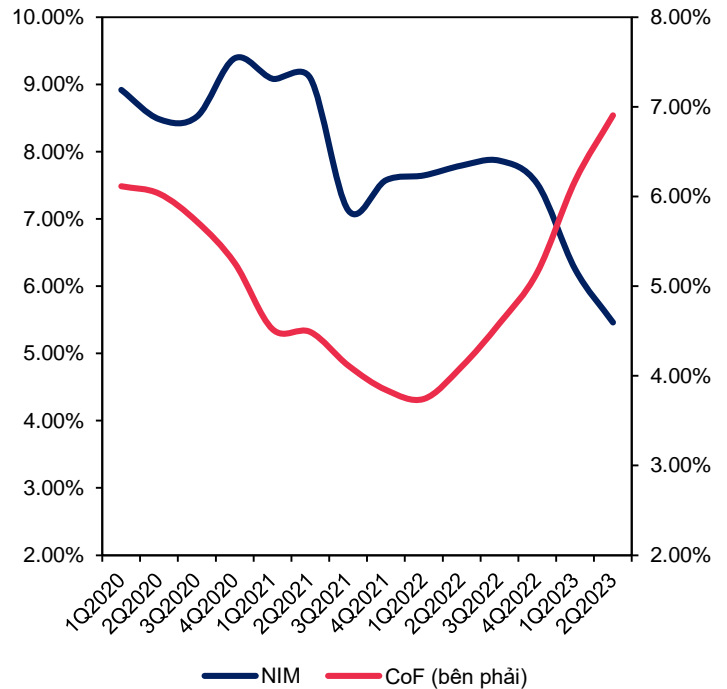
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 5: Cơ cấu Thu nhập ngoài lãi VPB theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu Thu nhập ngoài lãi VPB theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: VPB, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng phục hồi nửa cuối năm 2023 cùng với NIM được cải thiện.

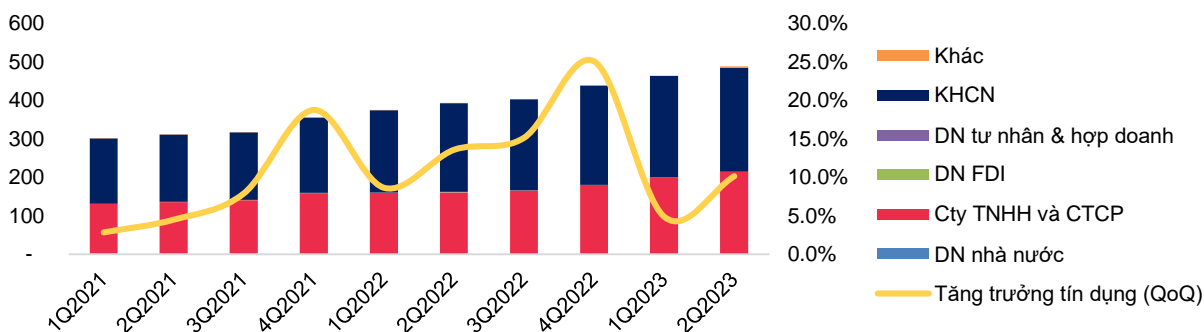
Tín dụng bán lẻ kỳ vọng được phục hồi

Tăng trưởng tín dụng của VPB tại cuối Q2/2023 so với cuối năm 2022 đạt 10.1%, tăng nhẹ 0.1% so với Q1/2023 (tăng 4.9% so với cuối năm 2022). Trong đó, dư nợ cho nhóm KHDN tăng trưởng 18.9% so với mức tăng chỉ 4.8% của nhóm KHCN do nhu cầu đi vay của nhóm KHCN, đặc biệt là cho vay tiêu dùng bị suy giảm theo nhu cầu yếu đi của nền kinh tế. Mức tăng trưởng tín dụng này đạt 112.2% room tín dụng được cấp của VPB tính đến 30/06/2023 (9.0%).

Trong 7/2023, NHNN đã tiến hành nới thêm hạn mức tín dụng cho hầu hết các NHTM, đặc biệt là các NHTM có quy mô lớn nhằm kích cầu tín dụng cải thiện tăng trưởng GDP trong nửa cuối năm 2023. VPB là một trong những ngân hàng được nới room tín dụng cao nhất lên tới 15.5%, đưa tổng hạn mức tín dụng cho cả năm 2023 lên 24.5%.

Theo quan sát, dư nợ của VPB thường tăng mạnh trong nửa cuối năm 2023 khi nhu cầu tiêu dùng gia tăng mạnh. Cùng với các biện pháp kích thích tiêu dùng của Chính phủ như giảm thuế VAT từ 10% xuống 8%, chúng tôi kỳ vọng VPB có thể đạt được mức tăng trưởng như hạn mức được cấp trong năm 2023.

Hình 7: Cơ cấu cho vay và TTTD của VPB theo quý (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 8: Cơ cấu cho vay và TTTD của VPB theo quý (nghìn tỷ đồng)

	Tăng trưởng thực tế 6T23	Room tín dụng được cấp đầu năm	Room tín dụng điều chỉnh T7/23	Dự báo của MBS cả năm 2023
MBB	10.5%	9.0%	24.0%	24.0%
VPB	10.1%	9.0%	24.0%	24.5%
VIB	0.8%	9.5%	14.25%	15.2%
ACB	4.9%	9.8%	15.0%	14.5%
BID	6.7%	9.0%	14.5%	14.5%
CTG	6.6%	8.3%	14.0%	13.7%
TCB	9.7%	9.5%	14.0%	19.8%
TPB	6.8%	9.5%	14.0%	14.0%
HDB	9.3%	10.5%	13.5%	13.5%
STB	5.0%	7.4%	11.0%	10.9%
VCB	2.7%	9.7%	9.7%	9.7%

Nguồn: MBS Research Tổng hợp

Tập trung gia tăng NIM trong nửa cuối năm 2023

Thu nhập lãi thuần (NII) của VPB trong Q1/2023 và Q2/2023 giảm lần lượt 3.6% và 16.3% so với cùng kỳ dù mức tăng trưởng tín dụng là tương đối khả quan do NIM suy giảm khá mạnh. VPB là một trong những ngân hàng có mức lãi suất huy động gia tăng mạnh nhất trong 6 tháng đầu năm (lãi suất huy động có những lúc đạt xấp xỉ 10% cho kỳ hạn từ 6-12T), do đó khiến NIM bị sụt giảm mạnh.

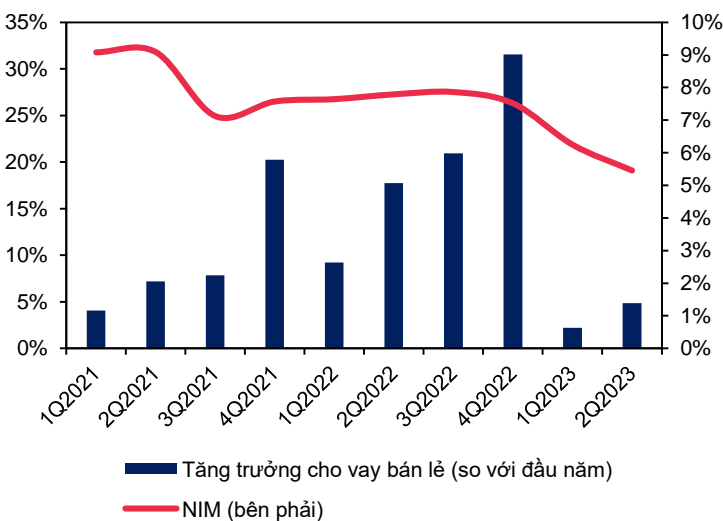
NIM trong Q2/2023 đạt 5.5%, giảm 230 điểm cơ bản so với mức 7.8% của Q2/2022 và giảm 200 điểm cơ bản so với mức 7.5% của cả năm 2022. Điểm đáng lưu ý, đây là quý thứ 4 liên tiếp VPB ghi nhận mức NIM suy giảm so với cùng kỳ.

Theo quan sát của chúng tôi, lãi suất cho vay của VPB trong nửa đầu năm 2023 tăng nhẹ so với cùng kỳ 2022 (6T2023 đạt 13.7%, 6T2022 đạt 13.2%). Điều này cho thấy NIM suy giảm chủ yếu do sự gia tăng mạnh của chi phí vốn (COF).

Kể từ đầu năm 2023, NHNN đã có 3 lần giảm lãi suất điều hành nhằm kích thích tăng trưởng của nền kinh tế, đưa các mức lãi suất điều hành về ngang bằng với năm 2020. Cụ thể, lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn được áp dụng kể từ ngày 19/06/2023 lần lượt là 3.0%/năm và 4.5%/năm. Đồng thời, lãi suất huy động đối đa đối với tiền gửi bằng VND tại các TCTD có kỳ hạn dưới 6 tháng cũng giảm từ mức 5.0% xuống 4.75% trong lần giảm lãi suất gần nhất.

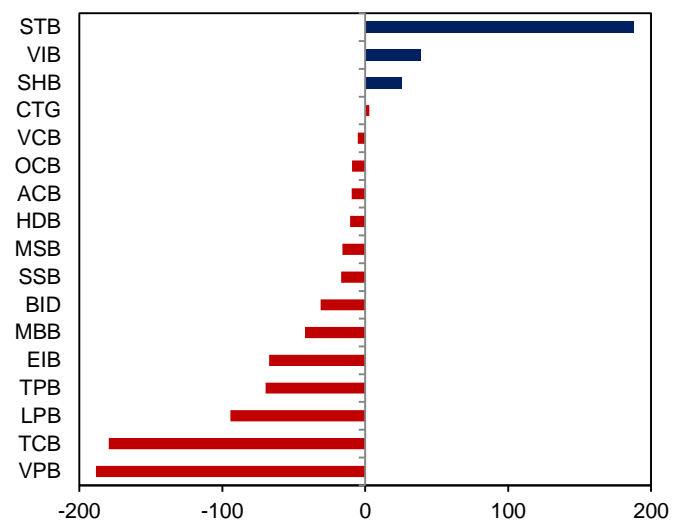
Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động hạ nhiệt sẽ có tác động đến KQKD của các NH sớm hơn sự điều chỉnh của lãi suất cho vay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mức NIM của VPB trong nửa cuối năm 2023 sẽ có sự cải thiện đáng kể so với đầu năm. NIM cả năm 2023 của VPB được dự báo đạt 6.9%.

Hình 9: NIM suy giảm trong do cho vay bán lẻ chậm lại trong 6T2023



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 10: Thay đổi NIM trong 6T2023 của các NH so với 6T2022 (điểm cơ bản)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, MBS Research Tổng hợp

Chất lượng tài sản suy giảm và chưa thể phục hồi ngay trong nửa cuối 2023 và 2024

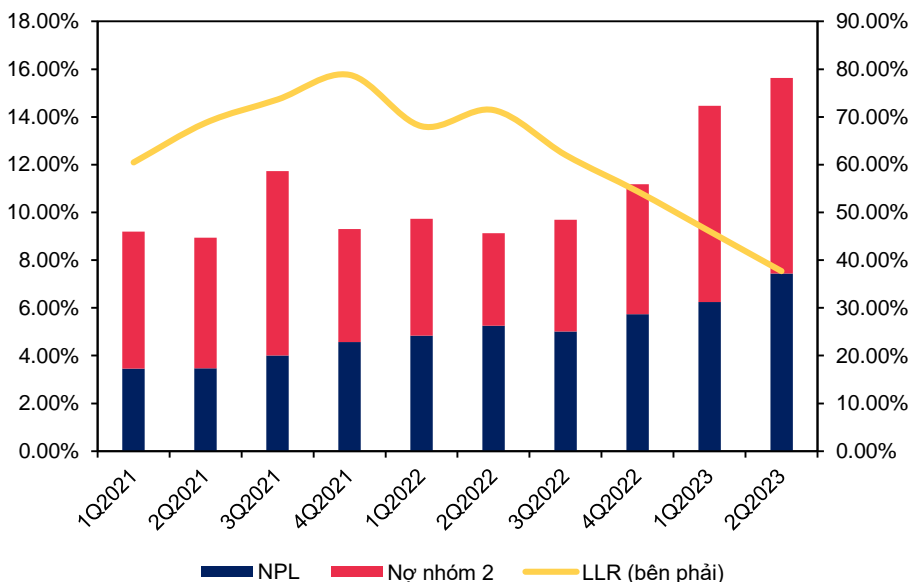
Tỷ lệ nợ dưới chuẩn tăng mạnh

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ nhóm 2 của VPB đạt mức 7.4% và 8.2% tại cuối Q2/2023, tăng lần lượt 1.7% và 2.8% so với cuối năm 2022; tăng 2.2% và 4.3% so với quý liền trước. Với tỷ lệ cho vay bán lẻ chiếm 55% tổng dư nợ (không bao gồm TPDN) trong đó hơn 15% đến từ cho vay tiêu dùng, nợ dưới chuẩn của VPB sẽ bị tác động mạnh hơn so với toàn ngành khi dòng tiền trả nợ của nhóm KHCN bị ảnh hưởng. NPL tăng mạnh khiến LLR suy giảm đáng kể về mức 37.7% tại cuối Q2/2023, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình toàn ngành (97.3%). Trong 6T2023, VPB sử dụng 12,846 tỷ đồng (~99.8% tổng chi phí trích lập trong kỳ) để xử lý nợ xấu khiến LLR suy giảm.

NPL được dự báo sẽ khó hồi phục về dưới 5% trong năm 2024

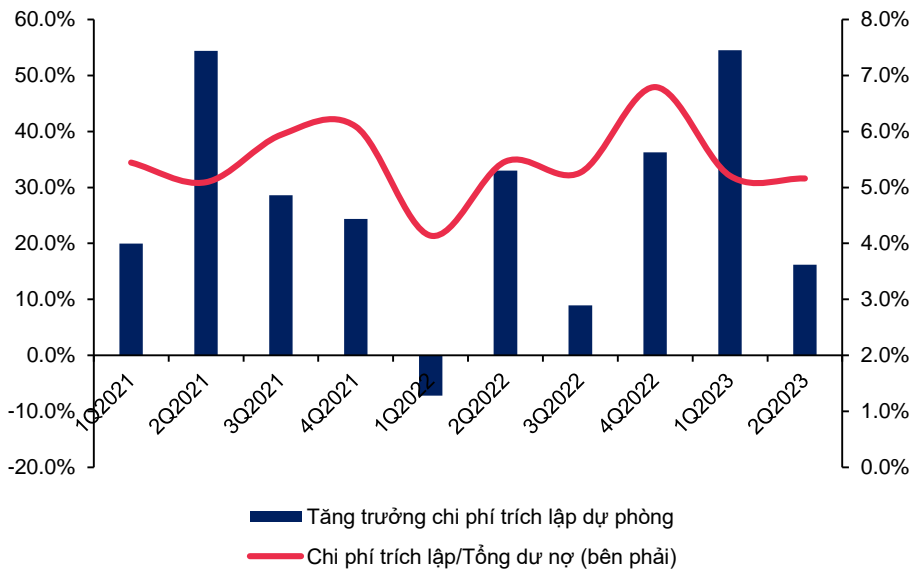
Trong 6T2023, chi phí trích lập dự phòng của VPB đạt 12,876 tỷ đồng (+32.5% svck). Tỷ lệ trích lập dự phòng/tổng dư nợ của VPB đạt 5.2% tại cuối Q2/2023, đi ngang so với Q1/2023. Điều này cho thấy rằng mặc dù nợ xấu gia tăng mạnh nhưng dư địa trích lập dự phòng của VPB không còn nhiều khi KQKD trong 6T2023 tương đối kém khả quan. Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ NPL cũng như nợ nhóm 2 của VPB sẽ khó quay về mức của năm 2022 với dự báo rằng KQKD cả năm 2023 của VPB sẽ không đạt được như kế hoạch đề ra. Chúng tôi dự báo NPL và nợ nhóm 2 của VPB sẽ đạt lần lượt là 6.8% và 9.0% tại cuối năm 2023 và sẽ giảm về mức 6.0% và 8.0% tại cuối năm 2024.

Hình 11: Chất lượng tài sản của VPB theo quý



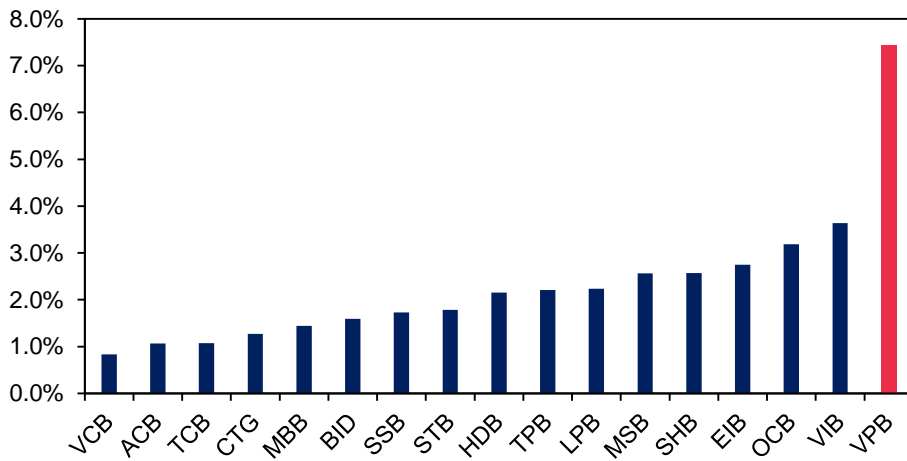
Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 12: Tình hình trích lập dự phòng của VPB



Nguồn: VPB, MBS Research

Hình 13: Nợ xấu các NHTM tại cuối Q2/2023



Nguồn: BCTC các NHTM, MBS Research

Dự báo KQKD: LNTT 2023 sụt giảm trước khi hồi phục năm 2024

Chúng tôi dự báo Thu nhập hoạt động và LN trước thuế của VPB trong năm 2023 lần lượt tăng 4.9% và giảm 3.4% (đạt 85.4% kế hoạch 2023) dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 24.5% (tương đương với dự báo lần trước);
- NIM đạt 6.9% (thấp hơn dự báo cũ là 7.5%, do chi phí vốn tăng mạnh hơn dự kiến);
- Tỷ lệ NPL và LLR đạt lần lượt 6.8% và 51.8%;
- Tỷ lệ dự phòng/tổng dư nợ đạt 5.1% (thấp hơn dự báo cũ là 5.7% với cơ sở giảm trích lập nửa cuối năm nhằm đảm bảo KHKD);
- CIR cả năm đạt 24.5%, tương đương với năm 2022.

LNTT 2024 dự báo tăng trưởng khả quan (+35.5% svck) nhờ:

- Tăng trưởng tín dụng đạt 25.0%;
- NIM tăng lên mức 7.2% (vẫn thấp hơn năm 2022 là 7.5%);
- CIR tăng lên mức 28.0% do chi phí tăng khi các hoạt động cho vay bán lẻ tăng mạnh trở lại;
- Chi phí trích lập dự phòng giảm vẫn duy trì tăng 15.4% so với 2023 khi nợ xấu vẫn còn khá cao so với trung bình ngành.

Hình 14: Tóm tắt dự báo KQKD 2023/24

Các tiêu chí KQKD	2022	2023F	% svck	2024F	% svck	Nhận xét
Tổng thu nhập hoạt động	57,797	60,656	4.9%	79,106	30.4%	
Thu nhập lãi thuần	41,021	46,483	13.3%	61,152	31.6%	Hoạt động cho vay bán lẻ và tiêu dùng được đẩy mạnh hơn cùng với môi trường lãi suất huy động thấp giúp NIM tăng, từ đó thúc đẩy thu nhập lãi thuần.
Thu nhập thuần ngoài lãi	16,776	14,173	-15.5%	17,955	26.7%	Hoạt động banca và kinh doanh thẻ cũng như thu phí sẽ sôi động hơn theo các mảng kinh doanh bán lẻ.
LNTT	21,220	20,509	-3.3%	27,788	35.5%	
NIM	7.5%	6.9%	-57 đcb	7.2%	27 đcb	
CIR	24.4%	24.5%	8 đcb	28.0%	350 đcb	
ROE	19.3%	13.8%	-548 đcb	14.8%	98 đcb	
Tăng trưởng tín dụng	25.0%	24.5%	-48 đcb	25.0%	47 đcb	
Tăng trưởng huy động	15.8%	26.6%	1075 đcb	24.9%	-167 đcb	
CASA	13.7%	11.3%	-237 đcb	10.6%	-71 đcb	
NPL	5.7%	6.8%	107 đcb	6.0%	-80 đcb	Tăng trưởng tín dụng mạnh cho vay bán lẻ và tiêu dùng cao hơn cùng với KQKD khả quan hơn trong năm 2024 được kỳ vọng sẽ giảm bớt áp lực nợ xấu và trích lập dự phòng.
LLR	73.8%	51.8%	-2204 đcb	43.9%	-792 đcb	

Nguồn: VPB, MBS Research

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VPB và điều chỉnh giảm giá mục tiêu 17.1% so với báo cáo trước đó dựa trên (i) điều chỉnh giảm lợi nhuận dự phóng 2023 và 2024 lần lượt 12.2% và 16.3%; (ii) điều chỉnh giảm P/B mục tiêu về mức 1.2x so với 1.4x so với báo cáo lần trước. Một số luận điểm chính:

- Lãi suất điều hành giảm giúp mặt bằng lãi suất huy động của toàn thị trường chịu áp lực giảm theo. Từ đó, NIM của các ngân hàng được phục hồi nhờ khôi phục được lực cầu tín dụng cũng như giảm bớt áp lực chi phí vốn.
- Các mảng kinh doanh chính như cho vay tiêu dùng và bán lẻ của VPB sẽ hưởng lợi từ các chính sách kích cầu của Chính phủ như giảm thuế VAT...

Tổng hợp các giả định trong Phương pháp định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B:

- Chúng tôi sử dụng mức P/B mục tiêu là 1.2x lần cho áp dụng cho giá trị sổ sách trung bình 2023 và 2024 dựa trên cơ sở chất lượng tài sản của VPB thấp hơn rất nhiều so với các ngân hàng như ACB, MBB hay CTG. Mức P/B này cũng ngang bằng với P/B hiện tại của VPB trên thị trường.
- Đối với Phương pháp thu nhập thặng dư, chúng tôi nhận thấy rằng giá trị hiện tại của dòng thu nhập thặng dư chiếm tỷ trọng rất nhỏ (2.5% tổng giá trị doanh nghiệp), trong đó thu nhập thặng dư năm 2023 và 2024 bị âm. Điều này được lý giải bởi sự gia tăng quá nhanh của VCSH sau các thương vụ bán FE Credit và phát hành riêng lẻ 15% vốn cho SMBC khiến chi phí vốn của VPB tăng lên cao trong khi tăng trưởng lợi nhuận từ danh mục tài sản chưa thể bắt kịp.

Rủi ro đầu tư

- NIM của VPB có thể được cải thiện tốt hơn kỳ vọng trong nửa cuối năm 2023 giúp đưa NIM cả năm 2023 cao hơn dự báo của chúng tôi khi lãi suất huy động giảm mạnh hơn dự kiến và tăng trưởng mảng cho vay tiêu dùng cũng như cho vay thẻ (2 mảng chủ lực trong cho vay bán lẻ của VPB) cao hơn mức dự báo của chúng tôi (MBS dự báo cho vay bán lẻ tăng trưởng 25%)
- Chất lượng tài sản tại thời điểm cuối năm 2023 có thể sẽ suy giảm nhiều hơn dự báo của chúng tôi do dư địa trích lập dự phòng của VPB không còn nhiều và tăng trưởng cho vay tiêu dùng cao.

Định giá

Hình 15: Tóm tắt định giá theo Phương pháp Thu nhập thặng dư

	2023	2024	2025	2026	2027
LS phi rủi ro	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Phần bù rủi ro	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Beta	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
Chi phí vốn cổ phần	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
<i>(ĐVT: tỷ đồng)</i>					
Thu nhập thặng dư (RI)	(4,500)	(4,357)	3,315	5,944	9,526
Giá trị hiện tại (GTHT) RI	(3,384)	(2,841)	1,874	2,915	4,050
VCSH đầu kỳ	103,517				
Tổng Giá trị hiện tại RI (5 năm)	2,614				
GTHT terminal value	39,051				
Giá trị VCSH cuối kỳ	145,182				
SLCP lưu hành (tr cp)	6,713				
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	21,600				

Nguồn: MBS Research

Hình 16: Bảng so sánh các NHTM Việt Nam (giá đóng cửa ngày 23/08/2023)

	Giá hiện tại	Vốn hoá	Tổng tài sản	P/E		P/B		ROE		ROA	
	(VND/cp)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	TTM	2023	TTM	2023	TTM	2023	TTM	2023
BID	45,700	230,415	2,124,803	11.8x	9.9x	2.2x	1.8x	19.0%	18.3%	1.0%	1.0%
CTG	31,300	150,420	1,860,105	8.8x	8.8x	1.3x	1.4x	15.8%	15.9%	1.0%	1.0%
VCB	86,300	482,339	1,704,273	15.4x	11.7x	3.3x	2.4x	23.0%	20.8%	1.8%	1.8%
MBB	18,000	93,853	806,238	5.4x	4.4x	1.2x	0.9x	22.3%	22.0%	2.5%	2.4%
VPB	20,250	135,942	739,762	13.0x	10.1x	1.2x	1.1x	11.1%	13.8%	1.8%	2.3%
TCB	33,200	116,772	732,470	7.0x	6.5x	1.0x	0.9x	15.3%	14.9%	2.5%	2.4%
ACB	21,850	84,867	630,893	5.1x	5.3x	1.4x	1.2x	24.1%	22.6%	2.4%	2.4%
STB	30,900	58,253	622,178	9.1x	7.4x	1.5x	1.3x	17.2%	18.5%	1.1%	1.3%
HDB	16,100	46,570	483,936	6.2x	4.6x	1.3x	0.9x	20.3%	18.5%	1.8%	1.9%
VIB	19,750	50,101	378,663	5.8x	4.6x	1.5x	1.3x	27.7%	27.8%	2.5%	2.7%
TPB	18,500	40,730	343,407	7.1x	6.3x	1.4x	1.4x	18.6%	22.7%	1.8%	1.7%
Trung bình loại trừ SOEs		78,386	592,193	7.3x	6.2x	1.3x	1.1x	19.6%	20.1%	2.1%	2.1%
<i>Trung bình</i>		<i>135,478</i>	<i>947,884</i>	<i>8.6x</i>	<i>7.2x</i>	<i>1.6x</i>	<i>1.3x</i>	<i>19.5%</i>	<i>19.6%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.9%</i>

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Hình 17: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Đóng góp
Thu nhập thặng dư	21,600	50%	10,800
So sánh P/B (P/B mục tiêu=1.2x)	20,600	50%	10,300
Giá mục tiêu			21,100

Nguồn: MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	Tỷ số tài chính	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Thu nhập lãi thuần	34,349	41,021	46,483	61,152	Tăng trưởng				
Lãi thuần từ Dịch vụ	4,059	6,438	9,701	12,938	Tổng tài sản	30.6%	15.3%	28.4%	23.2%
Lãi thuần từ vàng và ngoại hối	(76)	(618)	(630)	(607)	Cho vay và CK	19.1%	20.8%	28.6%	25.0%
Lãi thuần từ CKKD	9	(149)	(84)	(108)	Tiền gửi KH & GTCG	9.1%	13.5%	34.3%	24.9%
Lãi thuần từ CKĐT	3,151	509	1,817	2,026	LNTT	10.3%	47.7%	-3.3%	35.5%
Lãi thuần từ HĐ khác	2,808	10,584	3,369	3,706	An toàn vốn				
Tổng thu nhập hoạt động	44,301	57,797	60,656	79,106	CAR	14.3%	14.9%	N/A	N/A
Chi phí hoạt động	10,719	14,116	14,861	22,150	VCSH/Tổng tài sản	15.8%	16.4%	18.2%	17.0%
Chi phí DPRRTD	19,219	22,461	25,286	29,168	Đòn bẩy tài chính	118.7%	119.6%	122.3%	120.5%
LNTT	14,364	21,220	20,509	27,788	Chất lượng tài sản				
Chi phí thuế TNDN	2,887	4,296	4,152	5,626	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	4.5%	5.7%	6.8%	6.0%
LNST	11,477	16,924	16,357	22,163	Tỷ lệ nợ nhóm 2	4.6%	5.4%	9.0%	8.0%
LN cổ đông thiểu số	(244)	(1,251)	1,603	2,172	LLR	79.8%	73.8%	51.8%	43.9%
LNST cho Ngân hàng	11,721	18,175	14,754	19,991	Thanh khoản				
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	LDR	103.5%	114.5%	107.0%	107.1%
Tiền và tương đương tiền	2,346	2,658	2,850	3,195	TS thanh khoản/TTS	93.1%	93.6%	93.5%	94.9%
Tiền gửi tại NHNN	10,861	9,935	18,471	22,924	TS thanh khoản/tiền gửi KH	210.6%	194.8%	190.8%	192.5%
Tiền gửi và cho vay TCTD	57,105	47,965	55,836	70,544	Khả năng sinh lợi				
Chứng khoán kinh doanh	6,971	7,793	5,598	7,004	ROA	2.4%	2.9%	2.3%	2.5%
Phái sinh và các CCTC khác	103	-	-	-	ROE	17.5%	19.3%	13.8%	14.8%
Hoạt động mua nợ	959	893	-	-	NIM	7.6%	7.5%	6.9%	7.2%
Cho vay khách hàng	355,281	438,338	562,548	703,186	NII/TOI	77.5%	71.0%	76.6%	77.3%
Dự phòng cho vay	(9,891)	(13,676)	(1,716)	(2,677)	CIR	24.2%	24.4%	24.5%	28.0%
Chứng khoán đầu tư	75,798	83,076	112,529	140,662	Định giá				
Đầu tư dài hạn khác	250	189	177	188	EPS cơ bản (VND)	3,332	3,231	2,011	2,521
Tài sản cố định	1,873	1,858	1,699	1,533	Giá trị sổ sách (VND)	9,923	12,262	17,672	20,203
BDS đầu tư	-	-	-	-	P/E	6.6x	6.9x	11.0x	8.8x
Tài sản Có khác	45,754	52,042	52,512	51,848	P/B	1.2x	1.7x	1.2x	1.0x
TỔNG TÀI SẢN	547,409	631,074	810,505	998,405					
Nợ NHNN, Chính phủ	8,454	1,929	1,985	2,461					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	114,619	140,249	149,075	186,344					
Tiền gửi của khách hàng	241,837	303,151	397,085	492,236					
Phái sinh và các CCTC khác	-	15	15	15					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	104	47	149	186					
Phát hành giấy tờ có giá	81,296	63,700	95,633	123,057					
Các khoản nợ khác	14,821	18,465	18,716	24,097					
NỢ PHẢI TRẢ	461,131	527,557	662,660	828,397					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	86,278	103,517	147,846	170,008					
Vốn điều lệ	45,057	67,434	79,281	79,281					
Thặng dư vốn cổ phần	77	0	24,053	24,053					
Cổ phiếu quỹ	-1,761	-883	-883	-883					
Vốn khác	0	0	0	0					
Quỹ của TCTD	12,559	13,535	20,912	30,907					
LN chưa phân phối	22,439	16,759	16,208	26,203					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	7,906	6,672	8,275	10,447					
TỔNG NỢ VÀ VCSH	547,409	631,074	810,505	998,405					

Nguồn: BCTC VPB, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn