

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

Khó khăn đã được phản ánh vào giá

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

19/06/2024

LNTT quý 1 đạt 5,795 tỷ đồng - giảm 11% YoY trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng yếu

Tăng trưởng tín dụng chậm lại, cùng với NIM suy giảm đã ảnh hưởng đến thu lãi thuần (giảm 11% YoY). Chất lượng tài sản suy giảm đáng kể trong quý 1 với nợ xấu tăng mạnh, bộ đệm dự phòng sụt giảm tương đối (từ 117% năm 2023 còn 80% đến cuối quý 1/2024). Chi phí dự phòng ở mức cao cũng ảnh hưởng đến LNTT - đạt 5,795 tỷ đồng (-11% YoY), hoàn thành 19% dự phóng của chúng tôi.

Hạ dự phóng NIM 2024 do diễn biến không đạt kỳ vọng trong quý 1

KBSV kỳ vọng mức cải thiện của CoF sẽ đáng kể hơn từ quý 2, được hỗ trợ bởi Tiền gửi lãi suất thấp. Hiệu ứng của các “khoản vay tạm thời” (cho lợi suất thấp) đã kết thúc trong quý 1, bên cạnh lãi suất cho vay của ngân hàng khó giảm thêm sẽ là động lực giúp IEA giảm chậm hơn. Nhìn chung, NIM của ngân hàng dự kiến sẽ tăng trở lại từ quý 2 hoặc quý 3/2024, song chúng tôi hạ dự phóng cho NIM 2024 của ngân hàng về mức 4.75% (giảm 12 bps so với dự phóng cũ) do triển vọng quý 1 không đạt kỳ vọng.

Chất lượng tài sản sụt giảm mạnh chỉ là yếu tố mang tính tạm thời

Mặc dù diễn biến chất lượng tài sản trong quý 1/2024 ở dưới mức kỳ vọng trước đó, song chúng tôi cho rằng đây là yếu tố mang tính tạm thời và nợ xấu đã tạo đỉnh trong quý 1. Cơ sở cho việc chất lượng tài sản sẽ dần được cải thiện tích cực từ quý 2/2024 đến từ: (1) Ngân hàng chủ động giảm tỷ trọng cho vay các lĩnh vực rủi ro (BDS, TPDN) trong nhiều quý liên tiếp (từ 19% tổng tín dụng quý 1/2022 còn 16% trong quý 1/2024); (2) kỳ vọng KH lớn chuyển nhóm nợ trong quý 2/2024; (3) triển vọng kinh tế hồi phục tốt hơn trong 2H2024.

Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 27,000 VNĐ/CP

Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn với những thông tin tiêu cực đã được phản ánh vào giá cổ phiếu trong thời gian vừa qua. Giá mục tiêu mới sau khi điều chỉnh dự phóng là 27,000 VNĐ/cp.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 27,000
Tăng/giảm (%)	16.1%
Giá hiện tại (18/06/2024)	VND 23,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 28,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	123.4/4.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	467.2/18.5
Sở hữu nước ngoài (%)	23.23%
Cổ đông lớn	14.14%
Tập đoàn CN-VT quân đội	

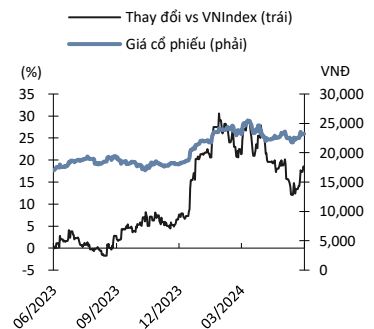
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	0.2	29.2	36.8
Tương đối	-0.5	-2.6	10.2	18.2

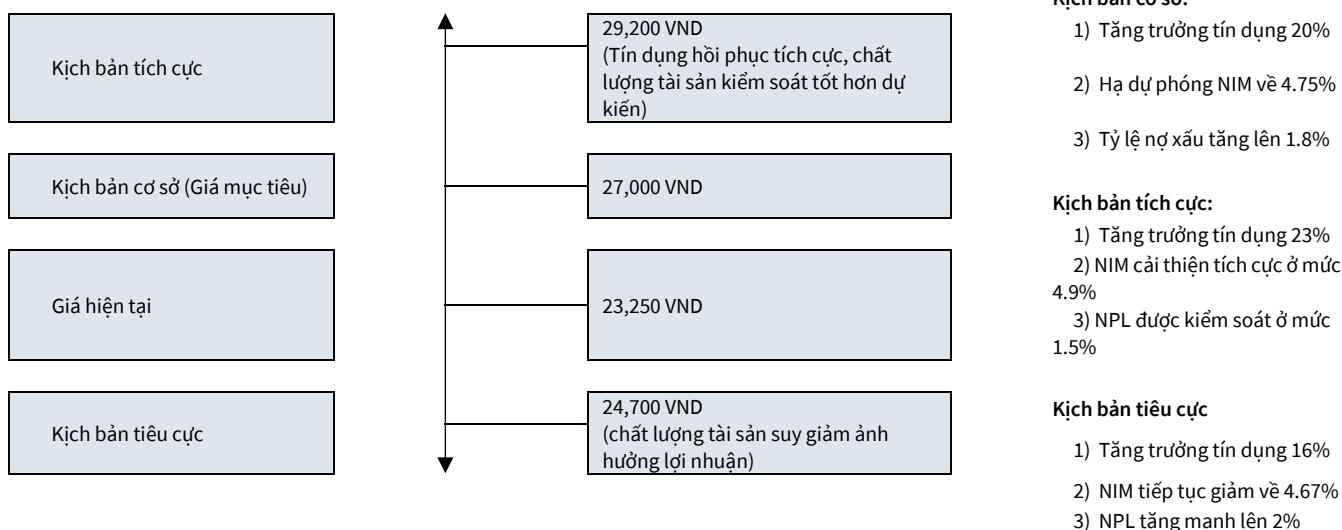
Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	36,023	38,684	46,592	57,607
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	30,777	32,393	38,751	46,705
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	18,155	21,054	23,571	28,157
EPS	3,856	3,966	4,427	5,278
Tăng trưởng EPS (%)	15%	3%	12%	19%
PER (x)	11.4	11.1	9.9	8.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,559	18,548	22,323	27,001
PBR (x)	2.51	2.37	1.97	1.63
ROE (%)	25.6%	23.9%	22.1%	21.9%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Quan điểm định giá



Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần (NII)	45,094	60,064	46,592	57,607	3.3	(4.1)
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	36,790	48,436	38,751	46,705	5.3	(3.6)
LNST ngân hàng mẹ	20,753	29,367	23,081	27,520	11.2	(6.3)

Nguồn: KBSV ước tính

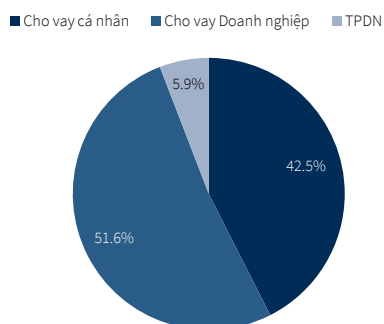
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Thu nhập lãi thuần (NII)	46,592	57,607	45,691	58,580	2.0	(1.7)
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	38,751	46,705	39,158	47,651	(1.0)	(2.0)
LNST ngân hàng mẹ	23,081	27,520	22,124	26,399	4.3	4.2

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu tín dụng năm 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) được thành lập năm 1994 với định hướng hoạt động ban đầu là cung cấp các dịch vụ tài chính cho các doanh nghiệp quân đội. Sau hơn 30 năm phát triển, MBB hiện đã trở thành ngân hàng sở hữu quy mô tài sản và tín dụng lớn nhất trong nhóm NH TMCP tư nhân. Phát triển theo mô hình tập đoàn, MBB đi đầu trong lĩnh vực chuyển đổi số với số lượng khách hàng và tỷ lệ CASA đầu ngành.

Kết quả kinh doanh 1Q2024

LNTT quý 1 đạt 5,795 tỷ đồng - giảm 11% YoY trong bối cảnh tín dụng tăng trưởng yếu

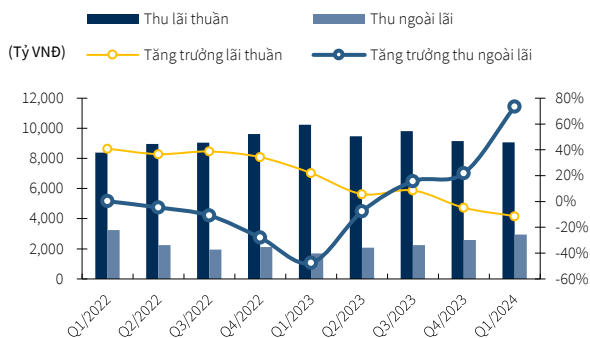
Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng, đạt 0.4% trong quý 1 và chỉ bắt đầu có sự hồi phục trong 2 tháng gần đây (tăng trưởng thêm 1.35% trong tháng 4 và tháng 5, lũy kế tăng trưởng 1.75% YTD). Tăng trưởng tín dụng chậm lại, cùng với NIM suy giảm đã ảnh hưởng đến thu lãi thuần (giảm 11% YoY). Chất lượng tài sản suy giảm đáng kể trong quý 1 với nợ xấu tăng mạnh, bộ đệm dự phòng sụt giảm tương đối (từ 117% năm 2023 còn 80% đến cuối quý 1/2024). Chi phí dự phòng ở mức cao cũng ảnh hưởng đến LNTT - đạt 5,795 tỷ đồng (-11% YoY), hoàn thành 19% dự phóng của chúng tôi.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q4/2023	Q1/2024	+/-%QoQ	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần	10,227	9,163	9,062	-1.1%	-11.4%	Cho vay khách hàng tăng trưởng 0.7% YTD trong khi trái phiếu doanh nghiệp giảm 4.4% YTD đã kéo mức tăng trưởng tín dụng chung của ngân hàng chỉ đạt 0.4% trong quý 1. Ngoài ra, NIM tiếp tục có xu hướng suy giảm bởi lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) giảm mạnh trong bối cảnh MBB hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ KH, đồng thời cạnh tranh với các ngân hàng khác.
Thu nhập ngoài lãi	1,703	2,587	2,954	14.2%	73.5%	Trái với diễn biến kém khả quan của thu lãi thuần, thu ngoài lãi (NOII) tăng trưởng 73.5% YoY, cụ thể đến từ: -Thu hoạt động dịch vụ +37.1% YoY. -LN khác giảm 22% YoY do hoạt động thu nợ chậm lại trong quý 1. - Chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư ghi nhận lãi 1,182 tỷ VNĐ so với mức lãi chỉ 172 tỷ cùng kỳ năm ngoái, đã bù đắp cho sự sụt giảm của các nguồn thu trên.
Tổng thu nhập hoạt động	11,930	11,750	12,017	2.3%	0.7%	
Chi phí hoạt động	(3,568)	(3,876)	(3,514)	-9.3%	-1.5%	
CIR	29.9%	33.0%	29.2%	-3.7%	-0.7%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(1,850)	(1,587)	(2,707)	70.6%	46.4%	Chất lượng tài sản suy giảm nghiêm trọng khiến áp lực trích lập gia tăng 46% YoY và 76% QoQ. Mặc dù tăng mạnh dự phòng, nợ xấu mới tăng mạnh hơn khiến ngân hàng phải sử dụng gần 2,000 tỷ để xử lý nợ xấu khỏi bảng cân đối.
LNTT	6,512	6,287	5,795	-7.8%	-11.0%	
LNST	5,206	5,045	4,624	-8.3%	-11.2%	
Tăng trưởng tín dụng (YTD)	3.8%	28.0%	0.4%			Tăng trưởng tín dụng chỉ đạt 0.4% YTD trong quý 1, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng 20% chúng tôi, nhưng phù hợp với bối cảnh trong quý 1 bởi: (1) nền kinh tế và cầu tín dụng hồi phục chậm. (2) việc đẩy mạnh giải ngân trong giai đoạn cuối 2023 (tăng trưởng hơn 14% trong quý 4 và tập trung trong các tháng cuối) để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng. Các "khoản vay tạm thời" trong quý 4 đáo hạn trong quý 1 đã tạo áp lực tăng trưởng trong những tháng đầu năm. Dù vậy, tín dụng có hiệu hồi phục tốt hơn trong quý 2/2024 (đạt 1.75% ytd trong 5T2024). (3) MBB thận trọng giải ngân hơn (dư nợ TPDN liên tục giảm từ quý 2/2022).
Tăng trưởng huy động (YTD)	4.8%	31.1%	-6.2%			
NIM	5.60%	4.79%	4.67%	-0.12%	-0.92%	NIM giảm mạnh 92bps do (1) cạnh tranh lãi suất đầu ra trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng kém; (2) chi phí vốn giảm chậm hơn
NPL	1.76%	1.60%	2.49%	0.88%	0.73%	Nợ nhóm 3-5 tăng mạnh, trong đó nợ nhóm 5 tăng gấp đôi so với quý trước sau khi ghi nhận chậm trả khoản nợ của một công ty năng lượng. Liên đới CIC cũng tác động đáng kể đến nợ xấu của MBB, khoảng 0.8% vào NPL. Nợ xấu hình thành tăng trở lại sau khi giảm nhẹ trong quý trước.

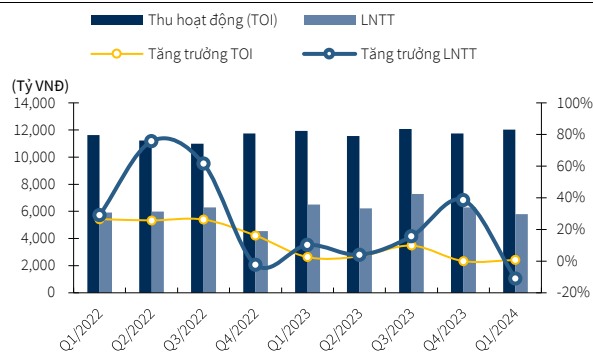
Nguồn: MBB, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. Tăng trưởng lãi thuần và thu ngoài lãi theo quý



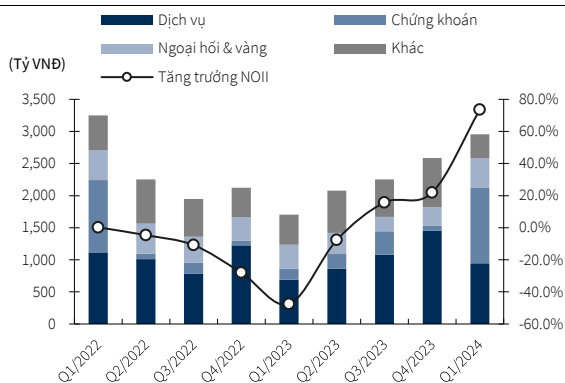
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng TOI và LNTT



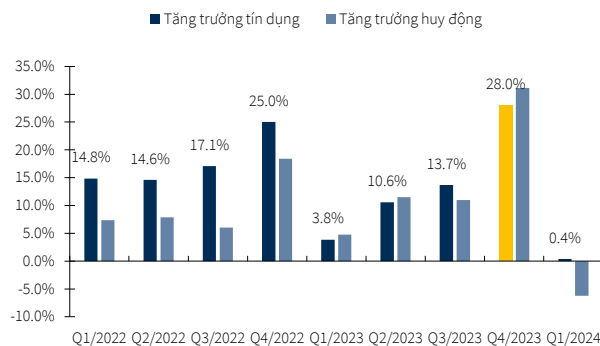
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 4. Cơ cấu các nguồn thu ngoài lãi



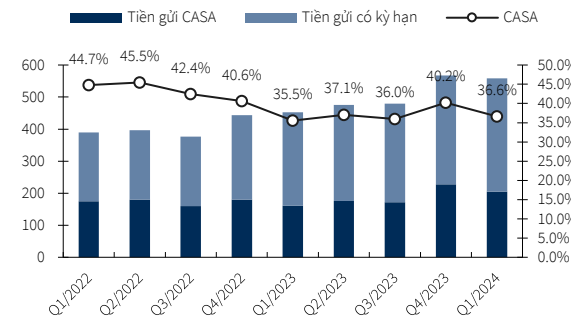
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 5. Tăng trưởng tín dụng cao trong quý 4/2023



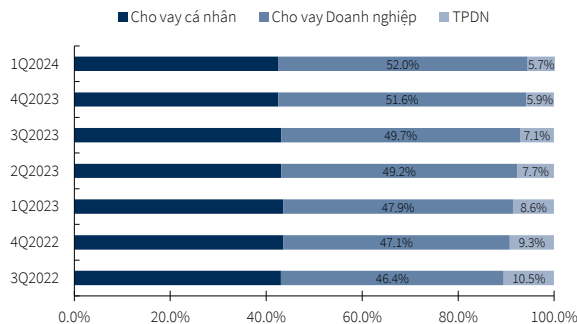
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 6. Tỷ lệ CASA của MBB



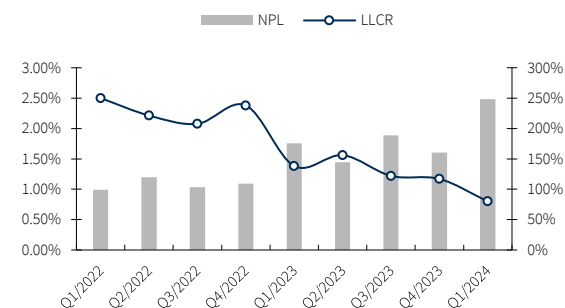
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 7. Cơ cấu tín dụng của MBB



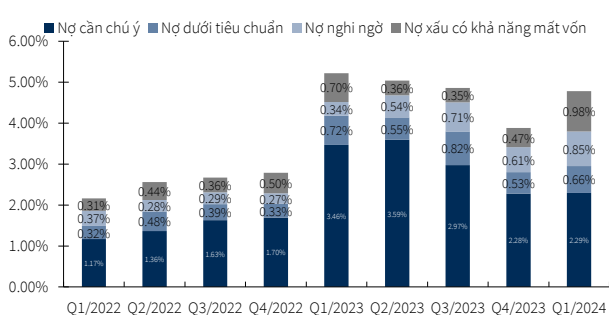
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 8. Chất lượng tài sản của MBB



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 9. Cơ cấu các nhóm nợ



Nguồn: MBB, KBSV

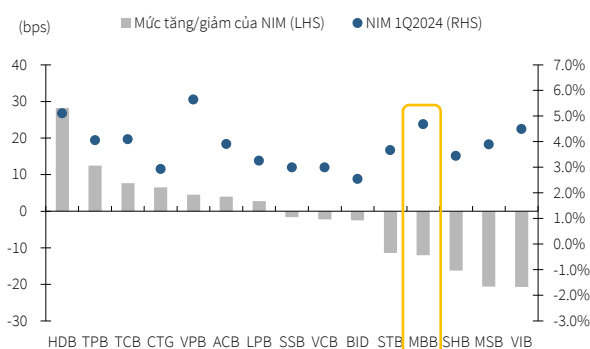
Hạ dự phóng NIM 2024 do diễn biến không đạt kỳ vọng trong quý 1

Lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) giảm mạnh 131bps (QoQ) do (1) tiến độ giải ngân tín dụng chậm trong quý 1; (2) MBB áp dụng các gói hỗ trợ và mức lãi suất cạnh tranh để thúc đẩy tăng trưởng; (3) nợ xấu gia tăng đột biến, đồng nghĩa khách hàng chậm trả lãi các khoản vay; (4) một phần tín dụng là các “khoản vay tạm thời” trong quý 4 cho lợi suất thấp và đáo hạn trong quý 1/2024. Trong khi đó, chi phí vốn (CoF) chỉ giảm 40bps (QoQ) – thấp hơn nhiều so với mức giảm của IEA và mức giảm CoF của các ngân hàng khác cho thấy việc quản trị chi phí chưa thực sự hiệu quả. Điều này đã khiến NIM (LTM) của ngân hàng giảm từ 4.8% (cuối năm 2023) về mức 4.68% (quý 1/2024), nhưng vẫn nằm trong nhóm các ngân hàng có NIM cao nhất hệ thống (biểu đồ 10).

KBSV kỳ vọng mức cải thiện của CoF sẽ đáng kể hơn từ quý 2, được hỗ trợ bởi tiền gửi lãi suất thấp. Phần lớn các khoản tiền gửi với lãi suất cao của năm 2023 đã đáo hạn trong quý 4/2023, quý 1/2024 và sẽ được tái định mức lãi suất mới – tương đối thấp ở hiện tại, giúp CoF có thể giảm nhanh hơn từ quý 2/2024. Chúng tôi cũng dự báo về khả năng lãi suất huy động có thể tăng trở lại, tuy nhiên với mức độ tăng trong năm 2024 vẫn chưa đáng kể, và sẽ cần thời gian 6-12 tháng để có thể phản ánh vào CoF.

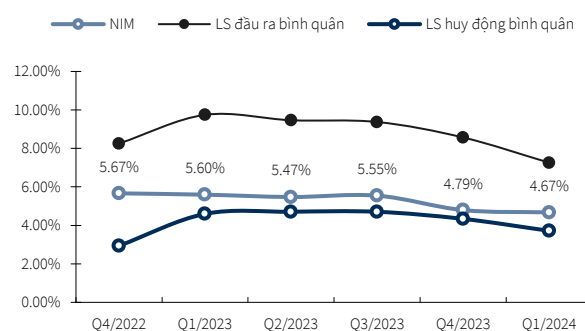
Với IEA, chúng tôi kỳ vọng hiệu ứng của các “khoản vay tạm thời” (cho lợi suất thấp) đã kết thúc trong quý 1, bên cạnh lãi suất cho vay của ngân hàng (nhiều khả năng đã tạo đáy) khó giảm sẽ là động lực giúp IEA giảm chậm hơn. Nhìn chung, NIM của ngân hàng dự kiến sẽ tăng trở lại từ quý 2 hoặc quý 3/2024, song chúng tôi hạ dự phóng cho NIM 2024 của ngân hàng về mức 4.75% (giảm 12 bps so với dự phóng cũ) do triển vọng quý 1 không đạt kỳ vọng.

Biểu đồ 10. NIM và mức độ thay đổi NIM (QoQ) của các NH



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 11. Diễn biến NIM theo quý của MBB



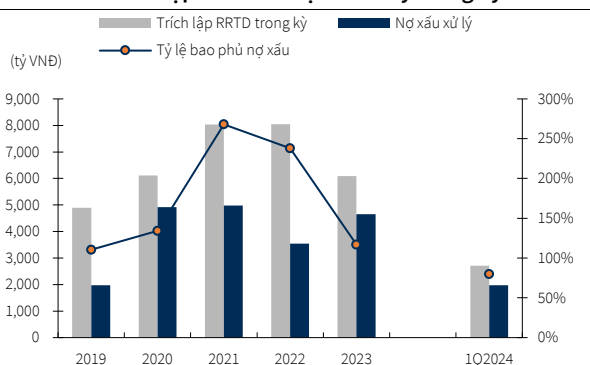
Nguồn: MBB, KBSV

Chất lượng tài sản sụt giảm mạnh chỉ là yếu tố mang tính tạm thời

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của MBB đã giảm từ mức đỉnh 268% (2021) về mức 80% (quý 1/2024) nguyên nhân từ việc: (1) nợ xấu gia tăng đột biến trong quý 1 (giải thích ở phần cập nhật KQKD); (2) phần trích lập nhiều trong giai đoạn 2021-2022 được sử dụng để xử lý nợ xấu từ năm 2023 đến nay (biểu đồ 12 và 13). Trong cuộc họp gần đây, BLĐ của ngân hàng cho biết khá tự tin về khả năng cải thiện chất lượng tài sản trong quý 2/2024 sau khi một KHDN Lớn có nợ quá hạn tại các ngân hàng khác sẽ được phân loại trở lại nhóm 1. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi các khoản nợ của khách hàng này và đánh giá mức độ ảnh hưởng lên chất lượng tài sản của ngân hàng. Trong trường hợp các khoản nợ xấu đột biến do CIC trong quý 1 được quay trở lại nợ nhóm 1, ước tính nợ xấu của MBB sẽ giảm khoảng 20%. Với bộ đệm dự phòng đã suy giảm đáng kể trong giai đoạn nhiều thách thức với chất lượng tài sản, dự kiến áp lực trích lập vẫn tương đối lớn trong thời gian tới, để ngân hàng có thể củng cố lại bộ đệm và gia tăng dự địa xử lý nợ xấu cho giai đoạn 2025-2026. Điều này có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng.

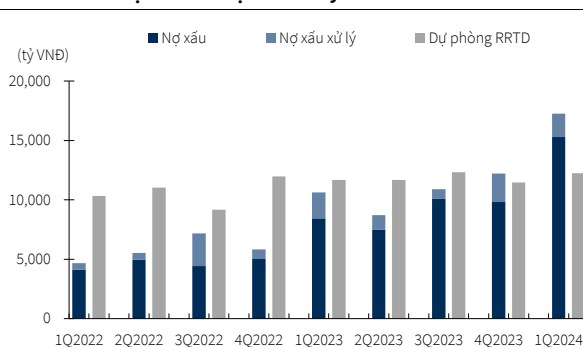
Mặc dù diễn biến chất lượng tài sản trong quý 1/2024 ở dưới mức kỳ vọng trước đó, song chúng tôi cho rằng đây là yếu tố mang tính tạm thời và nợ xấu đã tạo đỉnh trong quý 1. Cơ sở cho việc chất lượng tài sản sẽ dần được cải thiện tích cực từ quý 2/2024 đến từ: (1) Ngân hàng chủ động giảm tỷ trọng cho vay các lĩnh vực rủi ro (BDS, TPDN) trong nhiều quý liên tiếp (từ 19% tổng tín dụng quý 1/2022 còn 16% trong quý 1/2024); (2) kỳ vọng KH lớn chuyển nhóm nợ trong quý 2/2024; (3) triển vọng kinh tế hồi phục tốt hơn trong 2H2024.

Biểu đồ 12. Trích lập RRTD và nợ xấu xử lý trong kỳ



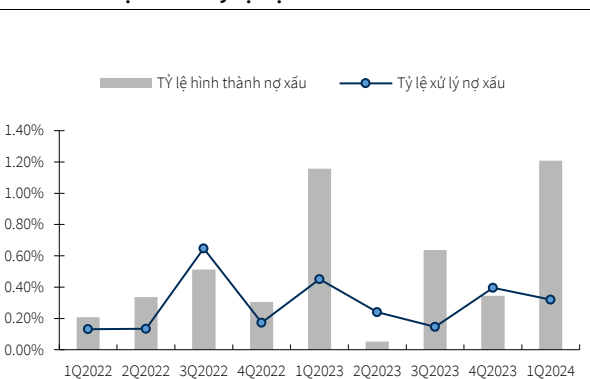
Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 13. Nợ xấu và nợ xấu xử lý



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 14. Nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu hình thành



Nguồn: MBB, KBSV

Biểu đồ 15. Chất lượng tài sản của các ngân hàng

1Q2024	NPL		+/-bps (QoQ)	Chi phí Dự phòng RRTD		% QoQ
	4Q2023	1Q2024		4Q2023	1Q2024	
BID	1.3%	1.5%	25	4,885	4,389	-10%
VCB	1.0%	1.2%	24	1,487	1,508	-201%
CTG	1.1%	1.3%	22	4,473	8,049	80%
MBB	1.6%	2.5%	88	1,587	2,707	71%
TCB	1.2%	1.1%	-3	1,634	1,211	-26%
VPB	5.0%	4.8%	-17	7,018	5,762	-18%
ACB	1.2%	1.5%	24	322	512	59%
STB	2.3%	2.3%	0	544	678	25%
SHB	2.8%	3.0%	17	3,881	708	-82%
HDB	1.8%	2.2%	45	1,242	1,270	2%
VIB	3.1%	3.6%	45	1,693	945	-44%
LPB	1.3%	1.4%	5	1,544	215	-86%
TPB	2.0%	2.2%	19	1,970	1,181	-40%
MSB	2.9%	3.2%	31	328	541	65%

Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Dự phóng và định giá

Bảng 16. Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Thu nhập lãi thuần (NII)	38,684	46,592	20%	57,607	24%	Mặc dù tín dụng tăng trưởng thấp trong quý 1, chúng tôi vẫn giữ nguyên kỳ vọng MBB sẽ có mức tăng trưởng vượt trội 20% cho cả năm 2024 nhờ (1) ảnh hưởng từ các “khoản vay tạm thời” không còn trong quý 2; (2) tín dụng trong 2 tháng trở đây đã có xu hướng tăng trưởng tích cực trở lại (tăng thêm 1.3% trong 2 tháng 4 và 5); (3) triển vọng hồi phục kinh tế tốt hơn trong 2H2024.
Thu ngoài lãi (NOII)	8,622	10,395	21%	10,675	3%	Điều chỉnh tăng/ giảm dự phóng như sau: - Thu dịch vụ giảm 3% do mảng bancassurance dự kiến sẽ tiếp tục ảm đạm trong năm 2024 - Tăng dự phóng cho lãi từ hoạt động ngoại hối, hoạt động mua bán chứng khoán khi MBB đẩy mạnh thu lợi nhuận từ mua bán trái phiếu để bù đắp cho sự sụt giảm của các nguồn thu ngoài lãi khác. - Thu khác dự kiến giảm 10% do hoạt động thu hồi nợ trong năm 2024 khó khăn hơn.
Tổng thu nhập hoạt động	47,306	56,987	20%	68,282	20%	
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng RRTD	32,393	38,751	20%	46,705	21%	
Chi phí trích lập dự phòng	(6,087)	(9,288)	53%	(11,509)	24%	Giảm dự phóng khi kỳ vọng sẽ có những khoản hoàn nhập sau khi khách hàng lớn được chuyển nhóm nợ. Tuy nhiên, áp lực trích lập cho giai đoạn 2024-2026 vẫn còn lớn.
Lợi nhuận trước thuế	26,306	29,464	12%	35,197	19%	
NIM	4.79%	4.75%	-5bps	4.98%	23bps	Hạ kỳ vọng NIM 2024 phản ánh diễn biến chưa như kỳ vọng trong quý 1. Ngoài ra, tăng trưởng với quy mô lớn như hiện tại sẽ thúc đẩy MBB cạnh tranh nhiều hơn, từ đó tạo thách thức cho sự phục hồi của IEA.
Lãi suất đầu ra bình quân	8.57%	7.42%	-115bps	7.76%	34bps	
Lãi suất đầu vào bình quân	4.34%	3.05%	-129bps	3.17%	12bps	
CIR	31.5%	32.0%	48bps	31.6%	-40bps	
NPL	1.60%	1.80%	10bps	1.70%	-10bps	Thận trọng hơn với tỷ lệ nợ xấu do cần theo dõi thêm các khoản vay của nhóm KH Lớn.
Tổng tài sản	944,954	1,077,009	14%	1,305,475	21%	
Vốn chủ sở hữu	96,711	116,393	20%	140,785	21%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

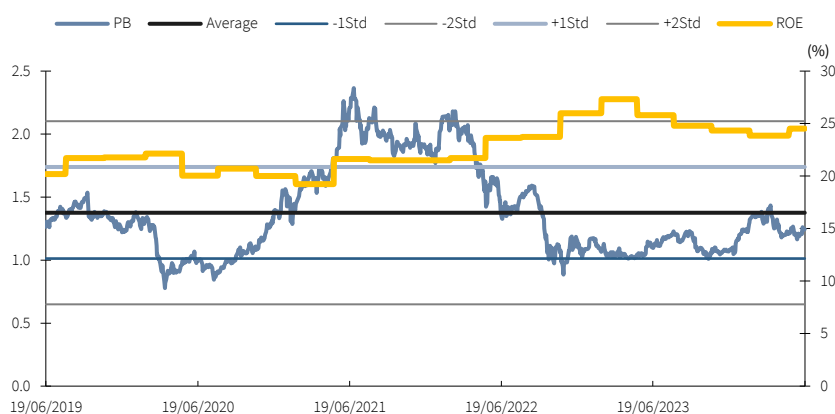
Định giá – Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 27,000 VNĐ/CP

KBSV tiếp tục sử dụng 2 phương pháp định giá so sánh P/B và lợi nhuận thặng dư (tỷ trọng 50-50 cho mỗi Phương pháp) để định giá cổ phiếu MBB. Chúng tôi giữ nguyên P/B mục tiêu 2024 ở mức 1.2x –thấp hơn mức trung bình 5 năm 1.3x do chúng tôi điều chỉnh cho những rủi ro tiềm ẩn về chất lượng tài sản.

Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn với những thông tin tiêu cực đã được phản ánh vào giá cổ phiếu trong thời gian vừa qua. Dự kiến KQKD sẽ có sự hồi phục tốt hơn từ quý 2/2024. Do vậy, khuyến nghị MUA với cổ phiếu MBB với giá mục tiêu mới sau khi điều chỉnh dự phóng cho một số chỉ tiêu là 27,000 VNĐ/CP – tương ứng với tiềm năng tăng giá là 16% so với giá đóng cửa ngày 18/06/2024.

Rủi ro giảm giá: khả năng phục hồi của khách hàng để quay trở lại nợ nhóm 1 không như kỳ vọng khiến chất lượng tài sản vẫn là thách thức lớn với MBB, ảnh hưởng đến lợi nhuận 2024 của ngân hàng.

Biểu đồ 17. Diễn biến giá và chỉ số P/B của MBB



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 18. Cổ phiếu MBB – Định giá 2024 phương pháp chiết khấu lợi nhuận thặng dư

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	23,571	28,157	31,988
Lợi nhuận thặng dư	5,523	6,251	7,720
Chi phí vốn (re)	14.56%		
Tăng trưởng (g)	3%		
Giá trị cuối cùng	20,973		
Tổng giá trị hiện tại (PV)	141,658		
Giá trị cổ phiếu ACB	27,168		

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 19. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
Lợi nhuận thặng dư	27,168	50%	13,584
P/B	26,787	50%	13,394
Giá mục tiêu			27,000

Nguồn: KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh						Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần	26,200	36,023	38,684	46,592	57,607	Cho vay khách hàng	354,797	448,599	599,579	720,024	865,787
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	38,465	52,486	69,143	72,805	89,755	Chứng khoán kinh doanh	7,575	4,106	44,251	37,621	45,571
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(12,265)	(16,463)	(30,459)	(26,213)	(32,148)	Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bất buộc)	3,475	3,744	3,675	5,132	6,217
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	4,367	4,136	4,085	3,547	4,611	Tài sản có sinh lời	574,482	697,256	916,370	1,046,324	1,268,099
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	3,254	2,142	2,428	1,096	1,867	Tài sản cố định và tài sản khác	38,176	38,836	34,928	40,540	47,843
Tổng thu nhập hoạt động	36,934	45,593	47,306	56,987	68,282	Tổng tài sản	607,140	728,532	944,954	1,077,009	1,305,475
Chi phí hoạt động	(12,377)	(14,816)	(14,913)	(18,236)	(21,577)	Tiền gửi của khách hàng	384,692	443,606	567,533	688,144	833,563
LN thuần trước CF DPRRTD	24,557	30,777	32,393	38,751	46,705	Các khoản vay phải sinh, giấy tờ có giá	68,886	98,581	129,263	129,897	155,125
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(8,030)	(8,048)	(6,087)	(9,288)	(11,509)	Các khoản nợ chịu lãi	513,400	607,335	796,615	921,274	1,105,400
Thu nhập khác	4,211	3,026	3,458	1,826	2,786	Các khoản nợ khác	31,254	41,584	51,628	39,556	59,786
Chi phí khác	(956)	(884)	(1,030)	(730)	(919)	Tổng nợ phải trả	544,654	648,919	848,242	960,830	1,165,185
Tổng lợi nhuận trước thuế	16,527	22,729	26,306	29,464	35,197	Vốn điều lệ	37,783	45,340	52,141	52,141	52,141
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(3,306)	(4,574)	(5,252)	(5,893)	(7,039)	Thặng dư vốn cổ phần	869	869	869	869	869
LNST	13,221	18,155	21,054	23,571	28,157	Lợi nhuận chưa phân phối	12,915	19,064	25,560	45,512	69,904
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(524)	(672)	(377)	(490)	(637)	Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
LNST ngân hàng mẹ	12,697	17,483	20,677	23,081	27,520	Vốn chủ sở hữu	62,486	79,613	96,711	116,393	140,785

Chỉ số tài chính (%)						Định giá (đồng, X, %)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng sinh lời						Chỉ số về giá					
ROE	23.5%	25.6%	23.9%	22.1%	21.9%	EPS cơ bản	3,361	3,856	3,966	4,427	5,278
ROA	2.4%	2.7%	2.5%	2.3%	2.4%	Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,538	17,559	18,548	22,323	27,001
ROE trước dự phòng	34.9%	34.6%	29.4%	29.1%	29.1%	Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	16,140	17,197	18,226	21,962	26,598
ROA trước dự phòng	3.6%	3.7%	3.1%	3.1%	3.1%	Chỉ số định giá					
Biên lãi ròng (NIM)	5.0%	5.7%	4.8%	4.7%	5.0%	PER	13.1	11.4	11.1	9.9	8.3
Hiệu quả hoạt động						PBR	2.7	2.5	2.4	2.0	1.6
LDR thuần	94.5%	103.8%	107.7%	107.0%	106.0%	ROE	23.5%	25.6%	23.9%	22.1%	21.9%
CIR	33.5%	32.5%	31.5%	32.0%	31.6%	An toàn vốn					
Tốc độ tăng trưởng						Tỉ lệ an toàn vốn (CAR)	10.4%	11.3%	11.4%	>11.4%	>11.4%
Tăng trưởng tổng tài sản	22.7%	20.0%	29.7%	14.0%	21.2%	Chất lượng tài sản					
Tăng trưởng cho vay khách hàng	20.7%	26.4%	33.7%	20.1%	20.2%	NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.9%	1.1%	1.6%	1.9%	1.7%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	46.1%	25.3%	5.3%	19.6%	20.5%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	133.2%	174.1%	122.1%	116.4%	118.4%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	53.7%	37.7%	18.3%	11.6%	19.2%	SML (nợ xấu và nợ cần chú ý)	2.0%	2.8%	3.9%	3.7%	3.5%
Tăng trưởng EPS	13.8%	14.7%	2.8%	11.6%	19.2%	Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu và nợ cần chú ý)	60.6%	68.2%	50.5%	59.8%	57.5%
Tăng trưởng BVPS	-7.6%	6.2%	5.6%	20.4%	21.0%						

Nguồn: KBSV ước tính

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vnWebsite: www.kbsec.com.vn**Hệ thống khuyến nghị**

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.